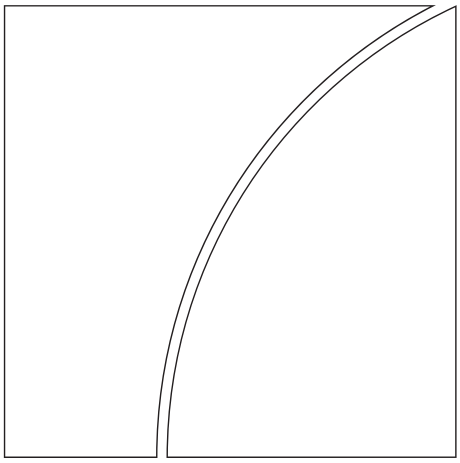
BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX



78e Rapport annuel

1er avril 2007–31 mars 2008

Bâle, 30 juin 2008

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

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

Mél : publications@bis.org
Fax : +41 61 280 9100 et +41 61 280 8100

© *Banque des Règlements Internationaux, 2008. 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 92-9131-251-7 (version imprimée)
ISBN 92-9197-251-7 (en ligne)

Également publié en allemand, anglais, espagnol et italien.
Disponible sur le site BRI (www.bis.org).

Table des matières

Lettre introductive 1

I. Introduction : dénouement de l'intenable 3

L'enchaînement des faits : description 4
L'enchaînement des faits : analyse 8
L'enchaînement des faits : mesures prises à ce jour 10

II. Économie mondiale 12

Faits marquants 12
Analyse de l'évolution 13
Demande mondiale 15
Repli conjoncturel dans les grandes économies avancées 15
Interdépendances internationales et perspectives économiques 18
Mesures et autres facteurs influant sur la demande future 21
Évolution de l'inflation dans les économies avancées 24
Accentuation des risques d'inflation 24
Déterminants de l'inflation sous-jacente 25
Vulnérabilités bilantielles, resserrement du crédit et autres facteurs défavorables 29
Vulnérabilité des ménages 30
Effets potentiels sur les sociétés non financières 33

III. Économies émergentes 35

Faits marquants 35
Évolutions macroéconomiques 35
Évolution des cours des produits de base 39
Soldes extérieurs et flux de capitaux 42
Réactions des autorités 46
Vulnérabilités dans les économies émergentes 50
Évolution jusque-là satisfaisante 50
Capacité de résistance des exportations 52
Capacité de résistance de la demande intérieure 54
Vulnérabilité à un renversement des flux de capitaux 55

IV. Politique monétaire dans les économies avancées 60

Faits marquants 60
Évolutions des politiques monétaires 61
Situation à la mi-2007 61
Période de turbulences 64
Conditions économiques ou stratégies différentes ? 66
Évolution de la politique de communication des banques centrales 70
Changements relatifs à la communication de la politique monétaire 70
Communication en période de crise financière 71

Opérations des banques centrales face aux turbulences financières 72
Gestion de la liquidité banque centrale 73
Substitut aux sources de financement taries 76
Questions soulevées par la riposte des banques centrales aux turbulences financières 79

V. Marchés des changes 81

Faits marquants 81
Synthèse des évolutions 82
Conditions sur les marchés des changes 84
Variations de change : déterminants 86
Écarts de taux d'intérêt et de croissance 86
Situation des paiements courants 88
Politique de change 89
Évolutions des flux de capitaux 91
Cours des produits de base 93
Résilience des marchés des changes : analyse de long terme 93
Augmentation du volume des opérations et plus grande diversité des participants 94
Amélioration de la gestion des risques 96
Conséquences pour la résilience des marchés 97

VI. Marchés financiers 99

Faits marquants 99
Anatomie des turbulences de 2007–2008 sur les marchés de la dette 99
Première phase : crise initiale des subprime *(juin à mi-juillet 2007)* 104
Deuxième phase : propagation aux autres marchés de la dette (mi-juillet à fin juillet 2007) 104
Troisième phase : assèchement et réintermédiation involontaire (août 2007) 107
Quatrième phase : généralisation des tensions financières (septembre–novembre 2007) 108
Cinquième phase : craintes pour la croissance et dysfonctionnement des marchés (janvier à mi-mars 2008) 109
Sixième phase : la crise du crédit à son plus haut (mi-mars à mai 2008) 111
Les marchés monétaires touchés par l'érosion de la liquidité 111
Les turbulences gagnent les places boursières 114
Le secteur financier et les actions japonaises principalement touchés 114
Le risque élevé de récession aux États-Unis pèse sur les anticipations de bénéfices 115
Chute des rendements obligataires avec l'aggravation des turbulences 117
La recherche de la qualité provoque une ruée sur les titres d'État 117
Les craintes de récession ont accentué la baisse des rendements 119
Hausse des points morts d'inflation malgré la détérioration des perspectives économiques 120
Résilience des marchés d'actifs des économies émergentes 122

VII. Le système financier dans les économies avancées 126

Faits marquants 126
Tensions dans le système financier 127
Banques commerciales 128
Banques d'investissement 130
Entreprises d'assurance 132
Investisseurs à effet de levier 132
Rôle des marchés immobiliers dans les dépréciations d'actifs 134
Analyse des turbulences financières 138
Le cycle du crédit 138
Marché bancaire international et transmission des tensions 142
Modèle « octroi puis cession » de crédits 144

VIII. Conclusion : limiter les dégâts, tâche délicate 148

Ampleur des risques pour les perspectives économiques 150
Riposte face à des risques contradictoires 155
Amélioration de la prévention et de la gestion des crises 159

Organisation, gouvernance et activités 165

Conseil d'administration et Direction 202

Banques centrales membres de la BRI 205

États financiers 207

Rapport des commissaires-vérificateurs 266

Récapitulatif des cinq derniers exercices 267

La version anglaise du présent Rapport a été mise sous presse entre le 30 mai et le 6 juin 2008.

Graphiques

II.1	Situation macroéconomique mondiale	12
II.2	Contribution à l'inflation	15
II.3	États-Unis : marché du logement et situation des ménages	16
II.4	États-Unis : cycles conjoncturels	17
II.5	Liens économiques mondiaux	18
II.6	Marché du logement et marché hypothécaire	19
II.7	Solde budgétaire et écart de production	22
II.8	Compétitivité à l'exportation	23
II.9	Économies du G 3 : inflation	24
II.10	Sous-emploi des capacités et prix à l'importation	26
II.11	Anticipations d'inflation	28
II.12	Conditions de prêt actuelles	29
II.13	Crédit bancaire au secteur privé (en termes réels)	30
II.14	Transmission du durcissement du crédit : perspective historique	32
III.1	Contributions à la croissance du PIB réel	37
III.2	Hausse des prix à la consommation	37
III.3	Inflation IPC et inflation sous-jacente	38
III.4	Inflation : déterminants possibles, 2007	38
III.5	Cours des produits de base	40
III.6	Entrées brutes de capitaux privés : composantes	43
III.7	Sorties brutes de capitaux privés et augmentation des réserves officielles	45
III.8	Conditions monétaires	46
III.9	Réserves de change, titres de dette et crédit bancaire	47
III.10	Évolution des cours de change	48
III.11	Prévisions de croissance et marchés d'actions	50
III.12	Croissance par rapport à la tendance	51
III.13	Chine : ventilation des importations	53
III.14	Endettement	55
III.15	Importance du financement à l'étranger et coût de l'assurance sur la dette souveraine	59
IV.1	Taux d'inflation	62
IV.2	Taux directeurs	63
IV.3	Fonctions de réaction des banques centrales	67
IV.4	Évolution des taux directeurs et des conditions économiques	68
IV.5	Mesures de « réticence » de la part des banques	75
IV.6	Part des opérations de cession temporaire à plus long terme dans certaines banques centrales	76
V.1	Dollar, euro et yen : cours de change et volatilité implicite	82
V.2	Cours de change effectif nominal	83
V.3	Cours de change effectif réel sur longue période	84
V.4	Volatilité implicite et écart de cours acheteur–vendeur	85
V.5	Ratio portage/risque et contrats à terme sur devise	87
V.6	Cours de change, taux d'intérêt et paiements courants	88
V.7	Taux de change administrés et flux de capitaux vers les États-Unis	90
V.8	Part des actions et obligations étrangères dans le portefeuille	92
V.9	Actifs étrangers dans les fonds de placement et émissions *uridashi*	93
VI.1	Principaux contrats dérivés indiciels sur défaut	100
VI.2	Goût pour le risque sur les marchés de la dette	101
VI.3	Niveau des primes, taux de défaut et volume des défauts d'entreprise	101
VI.4	États-Unis : marché de la titrisation	104

VI.5 Marchés *subprime* : projections de pertes et évolution des notations . . . 105
VI.6 Volume des émissions . . . 106
VI.7 Marchés du papier commercial (PC) adossé à des actifs (ABCP) . . . 107
VI.8 Primes de risque : secteur financier et collectivités territoriales . . . 108
VI.9 Primes de risque sur l'interbancaire et CDS . . . 112
VI.10 Financement en dollars sur l'interbancaire et taux swap implicites 113
VI.11 Cours des actions et prévisions de bénéfice . . . 115
VI.12 Volatilité des actions et ratio cours/bénéfice . . . 116
VI.13 Taux d'intérêt . . . 117
VI.14 Taux d'intérêt et écarts de taux . . . 118
VI.15 Taux directeurs et anticipations implicites . . . 119
VI.16 Rendement réel des obligations et point mort d'inflation (PMI) à terme . . . 121
VI.17 Économies émergentes : indicateurs financiers . . . 122
VI.18 Indicateurs de sensibilité des indices boursiers émergents . . . 124
VI.19 Corrélation conditionnelle entre primes de risque marchés émergents/haut rendement américain . . . 124

VII.1 Prix de l'assurance contre les difficultés financières systémiques . . 127
VII.2 Banques d'investissement : indicateurs d'activité et de risque . . . 131
VII.3 Fonds alternatifs : collecte, résultats et effet de levier . . . 133
VII.4 LBO : emprunts, risque et prime . . . 134
VII.5 Prêts hypothécaires : taux de défaillance . . . 135
VII.6 Prix du logement corrigés de l'inflation . . . 136
VII.7 États-Unis : immobilier commercial . . . 137
VII.8 Banques : cours des actions et coût du capital . . . 139
VII.9 Crédits consortiaux et obligations : tarification du risque . . . 140
VII.10 Prêts bancaires, par secteur . . . 140
VII.11 Marchés financiers et économie réelle . . . 141
VII.12 Prêts internationaux et expositions interbancaires . . . 142

Tableaux

II.1 Contributions à la demande mondiale, consommation et investissement . . . 14
II.2 Prévisions d'inflation : constat . . . 25
II.3 Transmission de l'inflation . . . 27
II.4 Secteur non financier : ressources, emplois et ratios clés du bilan 31

III.1 Croissance, inflation et solde des paiements courants . . . 36
III.2 Demande mondiale de pétrole . . . 40
III.3 Crédit transfrontière et crédit intérieur . . . 44
III.4 Vulnérabilité des comptes extérieurs : sélection d'indicateurs, 2007 56

IV.1 Taux directeurs, croissance du PIB et projections d'inflation . . . 61
IV.2 Mesures prises pendant les turbulences financières . . . 73

V.1 Réserves officielles en devises : variation annuelle . . . 89
V.2 Transactions de change : volume global . . . 94
V.3 Transactions de change : volume déclaré, par contrepartie . . . 95

VI.1 Chronologie des principaux événements . . . 102

VII.1 Grandes banques : rentabilité . . . 128
VII.2 Grandes banques : ratios de fonds propres et de liquidité . . . 129
VII.3 Dépréciations liées aux *subprime* et levée de capitaux . . . 134
VII.4 Prix de l'immobilier commercial . . . 137

Conventions utilisées dans le Rapport

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

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

78e Rapport annuel

soumis à l'Assemblée générale ordinaire
de la Banque des Règlements Internationaux
tenue à Bâle le 30 juin 2008

Mesdames, Messieurs,

J'ai le plaisir de vous soumettre le 78e Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice clos le 31 mars 2008.

Le bénéfice net de l'exercice s'établit à DTS 544,7 millions, contre DTS 619,2 millions pour l'exercice précédent, ce dernier chiffre ayant été recalculé selon les nouvelles conventions comptables appliquées cette année. Les résultats détaillés de l'exercice 2007/08 figurent dans la section Résultats financiers et répartition du bénéfice, pages 196–200. Les conventions comptables modifiées sont présentées aux pages 215–220 ; leur incidence financière, dans la note 3, pages 222–223.

Le Conseil d'administration propose, en application de l'article 51 des Statuts de la Banque, que la présente Assemblée générale affecte la somme de DTS 144,7 millions au paiement, dans toute monnaie entrant dans la composition du DTS ou en francs suisses, d'un dividende de DTS 265 par action. Pour comparaison, le dividende versé l'an passé était de DTS 255 par action.

Le Conseil recommande, en outre, que DTS 40,0 millions soient transférés au Fonds de réserve générale, DTS 6,0 millions au Fonds spécial de réserve de dividendes et le reliquat, soit DTS 354,0 millions, au Fonds de réserve libre. Enfin, il propose de prélever DTS 71,3 millions sur le Fonds de réserve libre au titre de l'incidence de la modification des conventions comptables sur les exercices antérieurs.

Si ces propositions sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 2007/08 sera payable aux actionnaires le 3 juillet 2008.

Bâle, 10 juin 2008

MALCOLM D. KNIGHT
Directeur Général

I. Introduction : dénouement de l'intenable

La crise qui couvait sur les marchés financiers a éclaté le 9 août 2007. Ce jour-là, plusieurs banques centrales ont été amenées à recourir à des mesures exceptionnelles pour tenter de rétablir l'ordre sur le marché interbancaire. Le désordre a été déclenché par un gel des remboursements décidé par un petit nombre de fonds qui avaient investi dans des produits structurés adossés à des prêts hypothécaires de faible qualité récemment octroyés aux États-Unis. Nul ne saurait dire avec certitude quand les turbulences cesseront, ni jusqu'où elles se propageront. Leur durée, leur ampleur et la multiplication des signes de leurs effets sur l'économie réelle ont pris de court la plupart des observateurs des secteurs privé et public.

Il est pourtant essentiel de comprendre comment des problèmes liés à un segment si étroit des marchés financiers mondiaux, les prêts hypothécaires à risque (connus comme « *subprime* »), ont pu être si dévastateurs ? Il est crucial de répondre à cette question pour pouvoir évaluer l'étendue des éventuelles répercussions économiques et décider des politiques les plus appropriées. La première des priorités est de surmonter les difficultés actuelles ; cependant, il importe tout autant d'instaurer et de mener à bien des réformes rendant moins probable la répétition de tels événements, potentiellement coûteux. Les défis sont de taille, mais ils offrent aussi de bonnes raisons – à ne pas négliger – de faire évoluer les institutions.

Jusqu'ici, la plupart des analystes se sont focalisés sur le segment de marché où tout a commencé et sur le rôle particulier joué par les innovations financières. Certains ont recherché des causes dans l'existence de « différences » et souligné les déficiences dans l'application au secteur hypothécaire du modèle d'intermédiation dit modèle d'« octroi puis cession » de crédits. Ils ont aussi mis en évidence la place grandissante des produits structurés hautement innovants, le rôle incitatif des agences de notation à cet égard et la création par les banques d'entités de hors-bilan dans le but d'économiser leurs fonds propres réglementaires. Tous ces éléments sont importants et montrent quels remèdes seraient utiles.

Reste que cette explication n'est que le complément d'une analyse plus globale qui rend compte non seulement des turbulences financières récentes, mais aussi de l'accélération de l'inflation et de la forte contraction de maints marchés du logement. Faire, au contraire, porter l'analyse sur les analogies permet de discerner des parallélismes entre les turbulences actuelles et nombre d'épisodes passés. Les historiens ne manqueront pas alors de songer à la longue récession commencée en 1873, au ralentissement mondial amorcé à la fin des années 1920 et aux crises qui ont frappé le Japon et l'Asie respectivement au début et à la fin des années 1990. Chaque fois, une longue période de vive expansion du crédit a coïncidé avec une phase de croissance

de plus en plus euphorique de l'économie réelle et des marchés financiers, suivie par une crise inattendue et une phase de repli prolongée. Dans chaque cas, ou presque, une découverte économique ou une innovation financière, présentée comme ouvrant une « ère nouvelle », justifiait une vive expansion du crédit, avant d'être inévitablement désignée, lors du retournement, comme la source de tous les maux. Dans cette perspective, même les différences identifiées plus haut se réduisent à des phénomènes analogues.

L'enchaînement des faits : description

Au cours des vingt dernières années, l'économie mondiale s'est globalement bien comportée. L'inflation a été maintenue à de très bas niveaux presque partout et, jusqu'à récemment, s'est montrée remarquablement stable. En même temps, la croissance a généralement été soutenue, inscrivant de nouveaux records ces quatre dernières années. Dans les économies avancées, les phases de repli de l'activité ont été si peu prononcées depuis le début des années 1980 que l'on parle de « Grande Modération ». En outre, la résilience de ces pays face aux épisodes récurrents de tensions sur les marchés financiers a été saluée comme le signe d'un meilleur fonctionnement des économies. En particulier, le maintien de l'inflation à de bas niveaux par des banques centrales crédibles a été perçu comme ayant joué un rôle stabilisateur crucial dans la majeure partie du monde industrialisé.

Pourtant, la seule évocation de chocs financiers donne lieu à deux questions moins rassurantes. La première : pourquoi la fréquence et l'ampleur des épisodes de tensions financières semblent-elles s'être accrues ? La seconde, qui découle notamment des événements autour de la quasi-faillite du fonds alternatif LTCM en 1998 : le cœur du système financier mondial pourrait-il se révéler aussi vulnérable que sa périphérie ? Les événements de l'année écoulée ont prouvé que ces motifs de préoccupation ne sont pas sans fondement.

Les turbulences financières actuelles trouvent leur origine sur le marché *subprime* et les marchés des produits structurés qui y sont liés. Le taux de défaillance sur les prêts *subprime* avait augmenté début 2005, presqu'en même temps qu'intervenait une baisse effective des prix de l'immobilier résidentiel, mais le marché n'a guère réagi à cette évolution avant le début de 2007. Les primes de risque sur ces prêts ont alors commencé à s'élargir, les déclassements se sont multipliés et, en août, le processus s'est emballé. Le déclencheur, comme on l'a vu, fut la décision d'un petit nombre de fonds d'investissement de geler les remboursements, invoquant une incapacité de valoriser les actifs complexes dans leurs portefeuilles. Parties d'un événement mineur, les turbulences financières ont gagné pratiquement l'ensemble du système.

Dans les tout premiers jours d'août, les préoccupations grandissantes concernant à la fois la valorisation de produits complexes, le risque de liquidité et le risque de contrepartie avaient affecté bon nombre de segments. Il s'est alors produit un véritable effondrement du marché des produits structurés liés à des créances hypothécaires, un retrait massif des investisseurs du marché

du papier commercial adossé à des actifs et un tarissement soudain de l'interbancaire au-delà du très court terme dans les principales devises. Ce dernier élément s'est traduit par un écart sans précédent entre les taux directeurs anticipés (à horizon 1–3 mois) et les taux pratiqués entre les grandes banques. S'il était quasi inévitable que les difficultés du marché *subprime* se répercutent tôt ou tard sur les établissements financiers qui étaient les principaux acteurs de ce marché, la force et la rapidité du choc ont surpris à peu près tout le monde.

En outre, les perturbations sur les marchés monétaires ont rapidement essaimé, amplifiées par un pessimisme grandissant quant aux perspectives macroéconomiques et par une aversion accrue pour le risque. Dans un premier temps, les taux des obligations d'État de référence des économies avancées ont chuté. Les primes de risque sur les obligations d'entreprise à haut rendement ont augmenté et le marché des fusions–acquisitions s'est pratiquement effondré. Les cours des actions n'ont pas été immédiatement affectés, mais ils ont fini par fléchir sensiblement, notamment dans le secteur financier. Dans plusieurs pays, surtout aux États-Unis, les prix de l'immobilier résidentiel ont subi des pressions baissières de plus en plus fortes, et le marché de l'immobilier commercial a, lui aussi, amorcé un repli. Enfin, la volatilité a vivement augmenté un peu partout, tout comme le coût de l'assurance contre cette volatilité.

Il n'est pas surprenant que les banques des États-Unis et d'Europe, qui tenaient un rôle central sur le marché américain des *subprime*, aient commencé à annoncer des pertes. Plus surprenantes, et inquiétantes, ont été la fréquence avec laquelle les pertes annoncées ont été révisées à la hausse et l'amplitude des disparités entre banques concernant leurs ratios pertes révélées/expositions connues. Au départ, toutefois, les marchés étaient persuadés que les banques disposaient de fonds propres suffisants pour absorber ces pertes. Ainsi, au début, personne n'envisageait un effet notable sur les conditions de crédit, encore moins une « pénurie de crédit ».

Les premiers doutes ont surgi dès le troisième trimestre 2007. Il est apparu de plus en plus clairement que la taille des bilans des banques et, donc, leurs besoins de fonds propres allaient augmenter mécaniquement avec l'activation des soutiens de liquidité qu'elles avaient accordés. Surtout, plusieurs véhicules d'investissement structuré (SIV) que les banques avaient constitués pour détenir des actifs hors bilan ont dû être réabsorbés en raison de l'assèchement de leurs sources indépendantes de financement. La confiance a encore été ébranlée vers la fin de l'année, même si elle a été ensuite temporairement restaurée, quand plusieurs banques d'envergure mondiale ont annoncé à la fois la nécessité de relever leur niveau de fonds propres et l'apport de capitaux par des fonds souverains. Un grave coup supplémentaire a été porté à la confiance, en mars 2008, quand Bear Stearns, grande banque d'investissement aux États-Unis, a été brutalement plongée dans de graves difficultés. Toutefois, la confiance s'est bien rétablie lorsque la Réserve fédérale a aidé cette banque à fusionner avec JPMorgan Chase, établissement plus grand encore, mais plus solide. Plus récemment, l'adéquation des fonds propres de plusieurs banques de taille moyenne a

également suscité des préoccupations croissantes, surtout dans les pays où ces banques sont fortement exposées envers les secteurs du logement et du bâtiment.

Les autres établissements financiers ont, à leur tour, été aspirés dans la tourmente. Dans les fonds communs de placement monétaires, les retraits se sont très rapidement multipliés, mais les capitaux ont ensuite afflué, les investisseurs recherchant des placements sûrs. Les fonds eux-mêmes se sont montrés de plus en plus prudents, et réticents à prêter à terme aux banques. Les fonds alternatifs, dépendants des sociétés de courtage, ont fait face à des appels de marge, de plus en plus pressants à mesure que les prix des actifs chutaient. Nombre d'entre eux ont été contraints de vendre des actifs, ce qui a encore affaibli les prix, et certains ont même été acculés au défaut. Plusieurs entreprises d'assurance et fonds de pension, quoiqu'en partie protégés par des normes comptables différentes, ont annoncé de lourdes pertes sur le marché *subprime* et les produits structurés qui en dérivent. Peut-être plus inquiétant encore, divers rehausseurs de crédit, qui, traditionnellement, utilisent leur bonne notation pour fournir des garanties aux emprunteurs tels que les collectivités territoriales des États-Unis, ont vu leur notation déclassée ou menacée de l'être, en raison des garanties qu'ils avaient fournies dans le cadre de produits structurés. Les préoccupations suscitées par le risque de contrepartie se sont ainsi propagées de secteur en secteur.

Aux États-Unis, on a d'abord cru que les perturbations dans le marché *subprime* seraient contenues et que les dépenses de consommation comme l'économie en général ne seraient guère pénalisées. En l'occurrence, ces deux jugements ont été démentis. Le secteur du logement a été lourdement affecté, avec la chute des prix et l'accumulation d'un stock considérable de logements invendus. En outre, sous l'effet de la contraction de la valeur du patrimoine des ménages et de l'augmentation des pertes d'emplois, les dépenses de consommation ont baissé et l'économie a menacé d'entrer en récession. En raison des turbulences financières, également, les signes d'un resserrement des conditions de crédit ont commencé à se multiplier vers la fin de l'année, susceptibles d'affaiblir les dépenses de consommation et d'investissement. Dans d'autres parties du monde industrialisé, partiellement isolées des turbulences financières mais loin d'y être complètement imperméables, l'activité est restée généralement plus soutenue. Ainsi, la révision en baisse de la prévision consensuelle de croissance pour 2008 a été moins marquée pour l'Europe et le Japon que pour les États-Unis. Dans certaines régions d'Europe, on constatait que la relative faiblesse des dépenses de consommation freinait la demande globale. Néanmoins, les exportations de l'Europe et du Japon conservaient leur dynamisme, grâce à la demande des économies émergentes. La Chine et d'autres pays d'Asie ont joué un rôle notable à cet égard, mais aussi un grand nombre de pays – d'Amérique latine et du Moyen-Orient, notamment – qui bénéficiaient du renchérissement des produits de base et d'une amélioration des termes de l'échange.

Ces développements, conjugués à la poursuite de la vive expansion dans les économies émergentes, ont conduit à réexaminer la solidité de la demande intérieure dans le monde émergent. Vers la fin de 2007, certains avançaient

non seulement qu'il y aurait « découplage » entre ces économies et les États-Unis, mais aussi que la vigueur grandissante de leurs fondamentaux (et l'absence d'exposition au marché *subprime*) en avait bel et bien fait un « refuge » à l'abri des turbulences financières observées ailleurs. Cet optimisme s'est d'abord traduit par un afflux massif de capitaux et une hausse des prix des actifs dans un grand nombre d'économies émergentes, alors même que les actifs se dépréciaient sensiblement ailleurs.

Avec la montée des préoccupations quant à l'ampleur possible du fléchissement aux États-Unis, toutefois, le sentiment a évolué. En vérité, à y regarder de plus près, la santé à plus long terme des économies émergentes a commencé à susciter des doutes. En Chine, l'expansion extraordinairement rapide de l'investissement en capital fixe, dernièrement surtout dans l'industrie lourde, a fait craindre, d'une part, une mauvaise allocation des ressources et, d'autre part, des effets plus larges tant sur les cours mondiaux des produits de base que sur l'environnement. Au Moyen-Orient, la possible similitude des programmes de développement stratégique élaborés par différents pays faisait craindre l'apparition d'une offre excédentaire. Et dans de nombreux pays d'Europe centrale et orientale, l'ampleur croissante des déficits courants semblait de plus en plus intenable. Sous l'effet de ces préoccupations et des développements financiers ailleurs, les afflux de capitaux se sont récemment modérés et, mi-mai 2008, les cours des actions, dans de nombreux pays, étaient nettement retombés de leurs sommets.

La poussée de l'inflation a également tempéré l'optimisme quant aux perspectives de croissance, non seulement dans les économies émergentes, mais aussi dans le monde industrialisé. Le renchérissement des denrées alimentaires et de l'énergie y a été pour beaucoup, cependant les tensions inflationnistes se manifestent désormais sur un front plus large. Bien que difficile à mesurer, le déséquilibre entre offre et demande à l'échelle mondiale semble s'être largement comblé fin 2007. De fait, les prix payés par un certain nombre d'économies avancées pour leurs importations en provenance de Chine, après avoir baissé pendant plus de dix ans, ont beaucoup remonté ces derniers temps, et il y a de bonnes raisons de croire que cette tendance se poursuivra. Pour les pays dont la monnaie s'est récemment dépréciée, comme les États-Unis et le Royaume-Uni, les tensions inflationnistes sous-jacentes s'en trouveront très probablement exacerbées.

Cette conjonction – poussée des tensions inflationnistes et perturbations financières freinant la demande – se prête à diverses interprétations. D'un côté, si le ralentissement de la croissance était suffisant – sans plus – pour contenir l'inflation mondiale – quoiqu'avec un décalage –, cette conjonction pourrait être jugée positive. D'un autre côté, le ralentissement mondial pourrait s'avérer beaucoup plus marqué et durable que nécessaire pour maîtriser l'inflation. À terme, il existerait même un risque de déflation, issue qui serait évidemment moins souhaitable. Malheureusement, si l'on considère les interactions possibles entre le ralentissement de l'économie réelle, le niveau élevé d'endettement des ménages et les fortes tensions dans le système financier, on ne saurait exclure totalement un tel dénouement, si improbable soit-il.

L'enchaînement des faits : analyse

Nombre d'universitaires ont bâti des théories sur les causes profondes expliquant la récurrence des tensions qui bouleversent le paysage financier depuis si longtemps. Les travaux de Hyman Minsky, dans les années 1970, semblent particulièrement pertinents dans le contexte actuel. Selon Minsky, une détérioration persistante, sur plusieurs années, des critères d'octroi de crédits mène inévitablement à un moment de prise de conscience et de refus (que d'autres ont depuis appelé « moment Minsky »), et d'assèchement de la liquidité de marché. Pour Minsky, toutefois, la crise de liquidité n'est que le symptôme d'un problème fondamental de crédit, la liquidité de marché étant toujours essentiellement dépendante de la disponibilité durable de la liquidité bancaire. Irving Fisher décrit de façon analogue la détérioration des critères d'octroi de crédits dans ses célèbres recherches sur les origines de la Grande Dépression. Enfin, plusieurs autres théoriciens d'avant-guerre ont mis en garde contre une évaluation déficiente des crédits, qui risque d'engendrer des bulles financières, des déviations des comportements de dépense par rapport aux tendances viables et un inéluctable ralentissement économique.

Dans le droit fil de ces préoccupations, plusieurs tendances économiques et financières atypiques ont été clairement observées ces dernières années. La première tient aux rythmes d'expansion très rapides de la monnaie et du crédit, dans un contexte plus général de sous-tarification du risque. Une telle expansion du crédit et de la monnaie à l'échelle mondiale s'explique par l'interaction de la politique monétaire, le choix du régime de change de certains pays et d'importantes modifications au sein du système financier lui-même.

Il convient peut-être de commencer par noter que, ces derniers temps, les taux directeurs ont été exceptionnellement bas dans les économies avancées – rapportés à toute la période de l'après-guerre –, grâce à l'absence de fortes tensions inflationnistes. Ce bon résultat tient à la crédibilité acquise par les banques centrales sur de nombreuses années, mais il a également été favorisé par des chocs d'offre positifs – résultant surtout de la mondialisation – et par l'atonie de la demande d'investissement dans certains pays (dont l'Allemagne et le Japon), après des périodes d'expansion trop rapide.

Cette orientation monétaire aurait sans doute dû entraîner une dépréciation généralisée des monnaies des économies avancées, du dollar surtout, par rapport aux devises des économies émergentes. Toutefois, face aux tensions à la hausse sur leur monnaie, nombre d'économies émergentes ont répondu, sur une longue période, par un assouplissement correspondant de leur politique monétaire et par des interventions massives sur les changes. L'assouplissement monétaire a sans doute contribué à l'augmentation des prix des actifs et à un surcroît de dépense dans les économies émergentes. Les interventions de change, par le biais du placement des réserves officielles, ont probablement détendu davantage les conditions financières dans les économies avancées. La stimulation du crédit par la politique monétaire s'est ainsi généralisée au monde entier.

Cela ne signifie pas que l'évolution du système financier n'a pas, elle aussi, grandement influencé le cours des événements. En particulier, les diverses innovations associées à la généralisation du modèle d'intermédiation fondé sur le concept d'octroi puis cession de crédits ont joué un rôle majeur. Les produits structurés, par exemple, ont été d'abord perçus comme des outils bénéfiques, puisqu'ils redistribuaient les risques. Or, leur introduction s'est faite d'une manière qui a fortement réduit la qualité des évaluations de crédit sur de nombreux marchés et qui a aussi entraîné un accroissement marqué de l'opacité. Il en est finalement résulté une énorme incertitude quant à la taille des pertes éventuelles et à leur répartition. En substance, ainsi restructurés et redistribués, les risques sont devenus plus importants, mais, au minimum pour un temps, moins probables. En pratique, les risques inhérents aux nouveaux prêts ont bien semblé disparaître, favorisant par là même une bonne notation, pour réapparaître brusquement avec la matérialisation d'une perte totalement inattendue.

C'est un fait, en outre, que les prix de nombreux actifs financiers sont restés longtemps très élevés avant les récentes turbulences. Le taux d'intérêt (l'inverse du prix) sur les valeurs du Trésor américain à long terme a été si bas pendant si longtemps que le précédent Président de la Réserve fédérale avait parlé d'« énigme ». De plus, les primes sur la dette souveraine, sur les obligations d'entreprise à haut rendement et sur les autres actifs à risque ont également inscrit des creux historiques. Les cours des actions ont continué d'être fortement valorisés (voire nettement survalorisés) dans les économies avancées, tandis qu'ils enregistraient des hausses spectaculaires dans de nombreuses économies émergentes. Les prix de l'immobilier résidentiel ont atteint des records dans quasiment tous les pays, à l'exception de l'Allemagne, du Japon et de la Suisse, où le marché immobilier se remettait encore des excès des années 1980 et du début des années 1990. Même les prix des vins fins, des antiquités et des timbres de collection se sont envolés. Le coût de l'assurance contre les fluctuations des prix de marché (calculé par approximation à partir de la volatilité implicite) est resté exceptionnellement faible pendant des années. Certes, les fondamentaux peuvent être invoqués pour expliquer chacune de ces tendances séparément. Il est toutefois à noter que, selon le principe de parcimonie d'Occam, toutes ces évolutions peuvent aussi s'expliquer simplement par une offre abondante de crédit bon marché.

C'est également un fait que les comportements de dépense dans plusieurs pays ont nettement dévié par rapport à leur tendance de long terme. Aux États-Unis et dans d'autres grandes économies, le taux d'épargne des ménages est tombé à des minima historiques, souvent en présence de déficits courants en forte augmentation. En Chine, par contre, il s'est produit une hausse massive, tout aussi atypique, des dépenses d'investissement en capital fixe. Comme dans le cas des prix élevés des actifs, ces évolutions peuvent s'expliquer simplement par une offre abondante de crédit bon marché.

Ensemble, les faits décrits *supra* font penser que les difficultés du marché *subprime* semblent avoir constitué le déclencheur, plutôt que la cause, de toutes les perturbations qui ont suivi. Ils donnent aussi à croire que l'ampleur des problèmes auxquels il faudra encore faire face pourrait être

beaucoup plus grande que prévu actuellement par nombre d'observateurs. Enfin, le rôle prédominant joué par la vive expansion de la monnaie et du crédit dans cette explication des faits cadre également avec la récente poussée de l'inflation dans le monde, voire avec l'augmentation des anticipations d'inflation.

Compte tenu de la complexité de l'environnement, il est évident que les autorités auront des difficultés à assurer à la fois la stabilité des prix, une croissance réelle significative et la stabilité financière. Il est tout aussi évident que les diverses instances responsables pourraient raisonnablement tirer des conclusions différentes sur ce qu'il convient de faire avec les instruments de politique dont elles disposent. En corollaire, cela pourrait avoir des répercussions sur les changes également, ce qui constituerait une complication supplémentaire dans l'élaboration des politiques.

L'enchaînement des faits : mesures prises à ce jour

Quasiment dès le premier jour des turbulences, les banques centrales responsables du bon fonctionnement des grandes places financières ont répondu à la paralysie des marchés monétaires par des opérations plus fréquentes et parfois plus importantes qu'à l'accoutumée. Si, en raison de différences entre cadres opérationnels, leur action a paru parfois varier d'un pays à l'autre, elles avaient toutes pour objectif premier de veiller à ce que les taux au jour le jour restent à des niveaux conformes aux objectifs de la politique monétaire. Progressivement, plusieurs banques centrales ont étendu leurs procédures ordinaires, en vue d'accepter une gamme élargie de sûretés émises par un éventail plus vaste d'établissements, d'entreprendre des opérations d'échéances plus longues et de coordonner leurs efforts à l'échelle internationale. La Réserve fédérale a été amenée à faire preuve d'une souplesse particulière en instaurant avec succès une nouvelle procédure d'adjudication destinée à rendre moins douloureux l'accès à sa facilité d'escompte. En outre, après le rachat assisté de Bear Stearns, la Fed a décidé de consentir des prêts aux courtiers spécialisés dans le cadre de ses opérations régulières, bien que ceux-ci n'aient pas le statut de banques commerciales et qu'ils ne soient pas même soumis à la surveillance prudentielle du Système de Réserve fédérale.

Au début des turbulences, on estimait généralement que les injections de liquidités suffiraient à remédier à la situation, alors essentiellement perçue comme une crise de liquidité. Toutefois, à mesure que le temps passait et que se multipliaient les signes d'un ralentissement économique et d'une élévation du risque de contrepartie, il est apparu plus clairement que de telles interventions, quoique nécessaires, pourraient bien ne pas suffire. Elles permettaient de gagner un temps précieux, mais devaient s'accompagner d'autres mesures, de nature conjoncturelle et structurelle.

Il n'est pas surprenant que la politique monétaire, caractérisée par sa capacité de réaction, ait d'abord été retenue. Elle a ainsi, presque partout, été plus souple qu'il n'était escompté il y a six mois. Cela étant, la complexité des circonstances a suscité une grande diversité de réponses.

Dans plusieurs pays, dont l'Australie, la Norvège et la Suède, il a été procédé à un resserrement monétaire. De toute évidence, les autorités ont jugé que la décision se justifiait par la conjonction, variable selon les cas, de trois facteurs : le fait que le secteur financier intérieur était relativement éloigné du foyer de la crise, le niveau d'inflation observé et les tensions inflationnistes. Dans plusieurs autres juridictions, en particulier dans la zone euro, les taux directeurs ont été laissés inchangés, alors que certaines indications avaient pu donner à penser qu'ils seraient relevés. Les autorités ont, semble-t-il, estimé que le niveau élevé de l'inflation, le fort dynamisme de l'économie et les préoccupations suscitées par les tensions sur les salaires compensaient les menaces potentielles sur la croissance et le risque de désinflation résultant du dénouement possible d'excès antérieurs. Enfin, les taux directeurs ont été abaissés dans certains pays. Ils l'ont été résolument aux États-Unis, où la menace de récession a été vue comme des plus réelles, et où les autorités considéraient que, dans l'immédiat, les anticipations d'inflation ne pourraient vraisemblablement pas s'ancrer à un niveau plus élevé.

La possibilité de recourir à la politique budgétaire pour préserver la croissance mondiale a fait, elle aussi, l'objet d'un vaste débat. Toutefois, les rares pays dont la discipline budgétaire avait accru la marge de manœuvre étaient également ceux dont l'économie était la plus dynamique. De ce fait, seuls les États-Unis et l'Espagne ont agi rapidement. Néanmoins, d'autres mesures susceptibles de se répercuter à terme sur le contribuable ont également été mises en œuvre. Aux États-Unis, en particulier, certaines agences parapubliques ont tenté de soutenir les prix en achetant de gros volumes de titres adossés à des hypothèques et en accordant des garanties sur d'autres instruments de ce type. En Allemagne, un appui direct de l'État a été accordé à plusieurs établissements frappés par la crise du marché *subprime* américain. Au Royaume-Uni, la nécessité, en dernier recours, de nationaliser Northern Rock, cinquième banque du pays, a encore alourdi la dette future des finances publiques.

Les turbulences ont aussi donné lieu à une réaction vigoureuse des autorités prudentielles. Dans plusieurs pays, les régulateurs ont incité les banques à se recapitaliser auprès d'investisseurs privés. Plusieurs études analytiques, de sources officielles et privées, ont appelé à une transparence accrue des méthodologies de valorisation et de communication des pertes. Enfin, de multiples recommandations ont été formulées en vue d'améliorer les critères d'octroi de crédits et l'utilisation des produits structurés. La mise en œuvre de ces mesures se heurtera toutefois à de nombreuses difficultés, la moindre n'étant pas la nécessité d'éviter d'exacerber les tensions de marché, à court terme, dans la poursuite de louables objectifs à moyen terme.

II. Économie mondiale

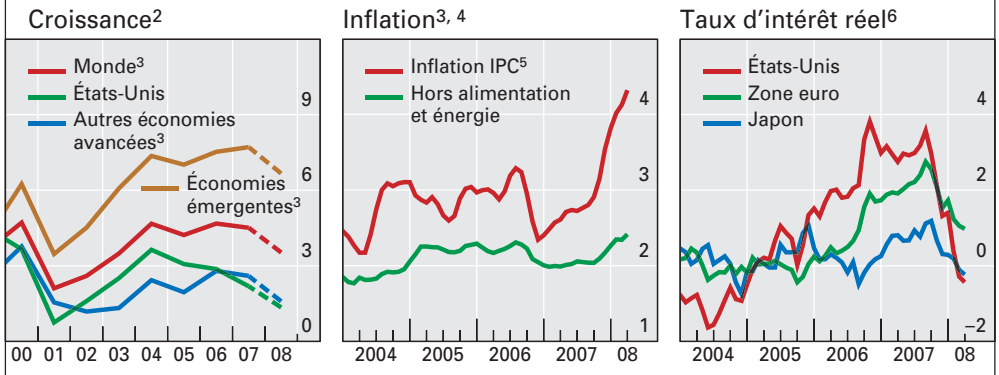
Faits marquants

La conscience, de plus en plus aiguë, des risques encourus par les grandes banques aux États-Unis sur leurs crédits hypothécaires de qualité inférieure a déclenché, sur plusieurs places financières, des turbulences qui ont ébranlé la confiance des consommateurs et investisseurs à travers le monde. Avec le ralentissement de l'économie américaine et le resserrement des conditions de financement, la demande s'est affaiblie dans d'autres économies avancées (graphique II.1). Parallèlement, l'inflation mondiale s'est accentuée, sous l'effet du renchérissement rapide de l'énergie et des principales denrées alimentaires.

En dépit des turbulences, les analystes restent d'avis que l'économie mondiale connaîtra bien un ralentissement sensible en 2008, mais qu'elle ne tombera pas dans une récession profonde et synchrone comparable à celle de 2001. Selon le scénario de base, le repli aux États-Unis s'accompagnera d'un fléchissement de la croissance dans la zone euro et au Japon ; dans les grandes économies émergentes, l'expansion se poursuivra, mais à un rythme plus lent. Il en résultera non seulement une atténuation salutaire des tensions inflationnistes, mais l'évolution prévue de la demande devrait également entraîner une nouvelle baisse du déficit courant des États-Unis.

L'enchaînement des événements, au cœur même du système financier mondial, a cependant nettement brouillé les perspectives économiques. Il est notamment difficile d'appréhender l'ampleur totale des pertes que pourront

Situation macroéconomique mondiale[1]



[1] En %. [2] Variation annuelle du PIB réel ; lignes en pointillé : prévisions consensuelles publiées en mai 2008. [3] Moyenne pondérée des grands pays pris en compte dans les prévisions de Consensus Economics, sur la base des PIB et PPA de 2005. [4] Moyenne mobile non centrée sur 3 mois des variations sur 12 mois des prix à la consommation. [5] Indice des prix à la consommation. [6] Taux 3 mois du marché monétaire ; États-Unis : corrigé du déflateur des dépenses de consommation des ménages (DCM) ; autres : corrigé de l'IPC.

Sources : OCDE ; CEIC ; © Consensus Economics ; Datastream ; données nationales ; calculs BRI.

Graphique II.1

subir les grands établissements, et les réactions du secteur financier et des autorités de tutelle auront de vastes implications pour l'économie mondiale. On ne peut exclure l'éventualité d'un rationnement généralisé du crédit dans les principales économies avancées, qui pourrait avoir des conséquences plus graves pour la demande que ne le laisse présager le consensus actuel. De plus, étant donné le niveau d'endettement élevé des ménages, la contraction de l'activité aux États-Unis pourrait s'avérer plus profonde et plus durable. On peut s'interroger également sur son impact dans les économies émergentes : en fait, la chute des cours des actions sur ces marchés, début 2008, pourrait être déjà le signe d'une détérioration du climat. S'il n'y a pas rupture de l'ancrage des anticipations d'inflation, malgré la hausse des prix pétroliers et alimentaires, un assouplissement des conditions monétaires pourrait être utile. Des doutes subsistent néanmoins sur son efficacité si, dans le même temps, les banques viennent à rationner le crédit et les agents économiques à réduire leurs dépenses pour tenter de rééquilibrer leur situation financière.

Analyse de l'évolution

Cassure du rythme de la croissance mondiale…

Deux phases distinctes se sont succédé l'an dernier. Au premier semestre, dans les principaux pays avancés, la demande a été stimulée par des conditions de financement attrayantes, la progression régulière des revenus et le bon moral des entreprises ; la plupart des économies ont alors connu une forte croissance. Aux États-Unis, l'investissement dans l'immobilier résidentiel a fléchi mais d'autres composantes de la demande, notamment la consommation privée et l'investissement des entreprises, se sont bien tenues. La dynamique s'est cassée au milieu de l'année, avec une détérioration marquée sur les marchés du travail et du logement dans ce pays, et une aggravation de la crise financière.

…avec un ralentissement dans les grandes économies avancées…

Sur l'année, l'expansion de la production mondiale s'est poursuivie au rythme soutenu de 4½ % mais, pour les économies du G 3, elle est redescendue de près de 3 % en 2006 à moins de 2½ %. Ce ralentissement a gagné plusieurs autres économies avancées. Par suite, la hausse des importations en volume de l'ensemble des pays industrialisés, de 6–9 % l'an depuis 2004, est alors revenue juste au-dessus de 3 %. Pourtant, jusqu'ici, les économies émergentes n'ont pas été trop affectées puisque leur croissance totale a dépassé 7½ % en 2007, grâce à la vigueur de la demande intérieure, notamment au Brésil, en Chine et en Inde (chapitre III).

…mais une activité relativement soutenue dans les économies émergentes

Cette évolution a été associée à plusieurs changements économiques majeurs. Tout d'abord, la contribution des économies émergentes à la croissance mondiale s'est renforcée en 2007, confirmant ainsi la tendance de ces dernières années (tableau II.1). Ensuite, le repli de l'investissement résidentiel dans les économies avancées a joué un rôle dans le tassement de la demande mondiale d'investissement, même si les dépenses d'équipement se sont intensifiées dans les économies émergentes. En revanche, grâce à une consommation des ménages soutenue, tant dans les pays avancés que dans le monde émergent, la progression de la consommation mondiale s'est poursuivie à un rythme assez régulier. Enfin, ces modifications dans la

Contributions à la demande mondiale, consommation et investissement[1]

En % et points de %

	1995	2000	2005	2006	2007
PIB réel					
Monde[2]	3,8	4,8	4,2	4,7	4,5
États-Unis	0,6	0,9	0,8	0,7	0,5
Zone euro	0,6	0,8	0,3	0,5	0,5
Autres économies avancées[3]	0,4	0,6	0,4	0,5	0,5
Économies émergentes[4]	2,2	2,5	2,7	3,0	3,0
Consommation en termes réels[5]					
Monde[2]	3,5	4,7	4,3	4,5	4,7
États-Unis	0,7	1,2	0,8	0,8	0,7
Zone euro	0,5	0,6	0,3	0,4	0,3
Autres économies avancées[3]	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5
Économies émergentes[4]	1,9	2,5	2,8	2,9	3,2
Investissement en termes réels[6]					
Monde[2]	4,6	6,4	7,7	7,1	5,7
États-Unis	1,4	1,5	1,5	0,6	–0,5
Zone euro	0,5	1,0	0,6	1,0	0,8
Autres économies avancées[3]	0,3	0,4	0,8	0,8	0,5
Économies émergentes[4]	2,4	3,5	4,8	4,7	4,9

[1] Variation sur 1 an. [2] Croissance dans les économies citées, en % ; pondérée par les PIB et PPA de 2005. [3] Australie, Canada, Danemark, Japon, Norvège, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni, Suède et Suisse. [4] Afrique du Sud, Arabie Saoudite, Argentine, Brésil, Chili, Chine, Colombie, Corée, Hong-Kong RAS, Hongrie, Inde, Indonésie, Malaysia, Mexique, Philippines, Pologne, République tchèque, Russie, Singapour, Taïwan (Chine), Thaïlande, Turquie et Venezuela. [5] Dépense de consommation finale privée. [6] Formation brute de capital fixe.

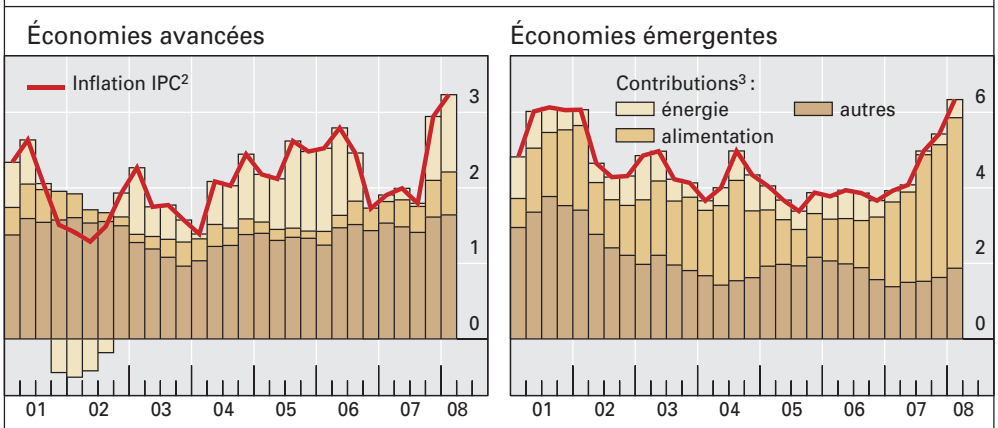
Sources : FMI ; Datastream ; données nationales. Tableau II.1

croissance et la demande ont permis de réduire certains déséquilibres des paiements courants. Aux États-Unis, le déficit courant, qui s'inscrivait à $811 milliards en 2006 (6,2 % du PIB), est retombé à $692 milliards au quatrième trimestre 2007 en données annualisées, soit 4,9 % du PIB. En contrepartie, les déficits se sont creusés en Australie, au Royaume-Uni ainsi qu'en Europe centrale et orientale, et les excédents ont légèrement diminué en Russie et en Amérique latine. Par contre, l'excédent global des économies d'Asie s'est nettement accru, avec un niveau record de $372 milliards en 2007 pour la Chine.

Le ralentissement de la croissance s'est accentué en 2008…

Plusieurs chocs négatifs ont encore affaibli l'économie mondiale en 2008. Premièrement, le repli de l'immobilier résidentiel aux États-Unis s'est aggravé, avec une chute des prix du logement. Début 2008, l'économie américaine semblait se diriger vers une croissance très faible. Deuxièmement, les turbulences sur les marchés du crédit hypothécaire et les segments connexes ont nettement exacerbé l'aversion pour le risque. Malgré les efforts concertés des banques centrales pour stabiliser les marchés interbancaires, les primes de risque et les écarts de taux d'intérêt remontent depuis juillet 2007. En raison du durcissement des conditions de prêt des banques dans plusieurs économies avancées, les craintes d'une crise du crédit se sont généralisées.

Contribution à l'inflation[1]



[1] Variation des prix à la consommation sur 4 trimestres. [2] En %. [3] En pts de %.

Sources : FMI ; OCDE ; CEIC ; Datastream ; données nationales ; calculs BRI. Graphique II.2

Troisièmement, les cours des produits de base ont encore fortement augmenté. Sur la période de douze mois allant jusqu'à avril 2008, l'indice global des prix des principales denrées alimentaires est monté de 30 % et le pétrole (Brent) s'est renchéri de plus de 60 %. À noter que la récente flambée des cours de ces produits fait suite à plusieurs années de hausse (chapitre III).

...et s'est accompagné d'une poussée d'inflation

Sous l'effet surtout des augmentations dans les prix de l'alimentation et de l'énergie, l'inflation, mesurée par les indices des prix à la consommation (IPC), s'est nettement accrue dans les économies avancées et émergentes (graphique II.2). L'inflation sous-jacente, qui exclut ces deux éléments, est également remontée dans de nombreux pays. En outre, les anticipations d'inflation à long terme, dérivées des cours des obligations, se sont renforcées aux États-Unis et, dans une moindre mesure, dans la zone euro depuis le second semestre 2007. Les sondages auprès des consommateurs confirment cette évolution dans plusieurs pays. On peut y voir une conséquence des fortes hausses des prix des biens de consommation courante, tels que produits alimentaires et essence, qui ont accentué la perception de l'inflation passée et, par suite, les anticipations.

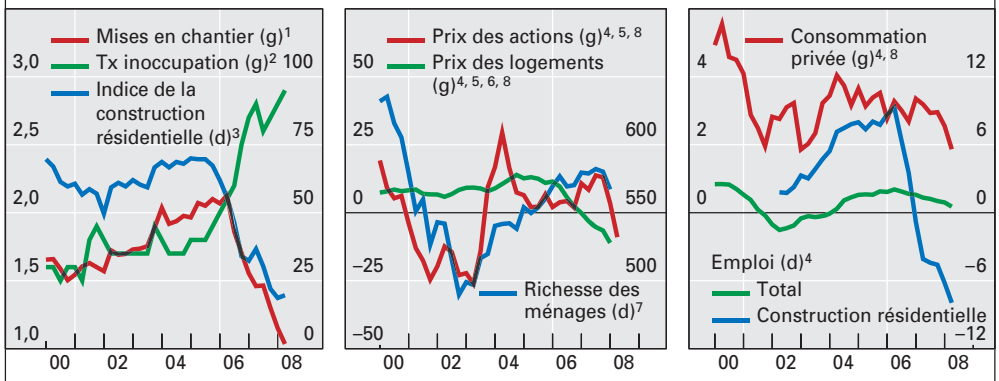
Demande mondiale

Repli conjoncturel dans les grandes économies avancées

Le tassement aux États-Unis se caractérise par une offre excédentaire importante de logements...

La poursuite de la contraction du marché du logement (graphique II.3) pèse lourdement sur la croissance aux États-Unis depuis le second semestre 2006. Il est important de noter que, par rapport à des périodes antérieures comparables, la dernière phase d'expansion dans le secteur de la construction a généré un excédent d'offre bien supérieur, l'augmentation du nombre de logements neufs dépassant largement l'essor démographique. Depuis fin 2006, plus de 2½ % du parc de logements jusque-là occupés par leurs propriétaires sont vides et en vente, soit le double de la moyenne des cinq dernières décennies. À titre de comparaison, dans les périodes qui ont précédé

États-Unis : marché du logement et situation des ménages



[1] En millions ; données cvs annualisées. [2] Proportion de logements vacants à vendre dans le parc immobilier résidentiel ; en %. [3] Mesure de la vigueur du marché des maisons individuelles ; une valeur supérieure à 50 dénote une majorité de réactions positives. [4] Variation sur 4 trimestres, en %. [5] Corrigé des prix à la consommation. [6] Indice S&P/Case-Shiller des prix de l'immobilier. [7] En termes nets ; en % du revenu disponible. [8] En termes réels.

Sources : Datastream ; données nationales. Graphique II.3

les récessions du début des années 1980 et 1990, le taux d'inoccupation était resté bien en deçà de 2 %. Même si les mises en chantier ont régressé d'environ 60 % depuis 2006, pour revenir à des niveaux inédits depuis le creux du début de la décennie 1990, cet excédent est sans doute appelé à peser quelque temps encore sur les prix de la construction et du logement.

…et la spéculation comme moteur de la construction résidentielle

La spéculation, en particulier, a joué davantage que par le passé dans la construction de maisons individuelles. Beaucoup semblent avoir été achetées uniquement pour être revendues ou louées, en prévision d'une demande liée à des facteurs démographiques. De ce fait, l'investissement dans les habitations individuelles a atteint le niveau record de 3½ % du PIB en 2006, contre 2½ % au début de la décennie.

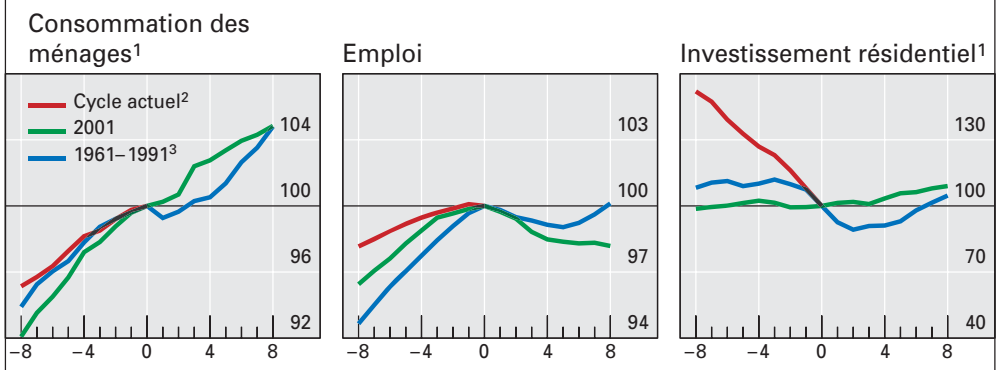
La contraction de l'immobilier résidentiel aux États-Unis s'est répercutée sur la consommation…

Début 2007, la contraction de l'immobilier résidentiel aux États-Unis a commencé à toucher d'autres secteurs. Outre le coût en termes de croissance du PIB (1 point de pourcentage en 2007), la baisse des prix du logement et des cours des actions a amputé le patrimoine des ménages (graphique II.3). Ces facteurs, conjugués à une détérioration assez générale de l'emploi et au renchérissement de l'énergie, ont freiné les dépenses de consommation. En conséquence, la contribution de la consommation des ménages à la croissance, qui se situait en moyenne à 2 points de pourcentage en 2007, est tombée à 0,7 point au premier trimestre 2008. Les achats de biens durables, qui sont les plus sensibles aux variations du patrimoine et des conditions du crédit, se sont fortement contractés (6 % en rythme annuel pour les trois premiers mois de 2008).

…avec le risque d'une nouvelle correction importante

Aux États-Unis, le repli actuel présente à la fois des similitudes et des différences avec les cycles antérieurs. Comme souvent constaté à l'approche de récessions, la consommation privée a régulièrement progressé avant d'atteindre son pic, malgré une expansion de l'emploi inférieure à la moyenne (graphique II.4). Compte tenu du ratio d'épargne des ménages particulièrement faible aujourd'hui et des niveaux d'endettement exceptionnellement élevés, la consommation pourrait être beaucoup plus

États-Unis : cycles conjoncturels



[1] En termes réels. [2] Sommet fixé à T1 2008. [3] Moyenne des cycles dont le sommet se situait dans cette période.

Sources : données nationales. Graphique II.4

basse cette fois. L'investissement résidentiel accuse déjà une régression plus prononcée que lors d'épisodes comparables et cette détérioration pourrait encore s'amplifier.

Les risques de contraction augmentent aussi pour l'investissement…

La construction non résidentielle aux États-Unis sera un facteur déterminant. Après une hausse soutenue au cours des trimestres précédents, l'investissement dans ce secteur s'est déjà contracté sur les trois premiers mois de 2008. Le risque d'aggravation de cette tendance reste élevé, en raison du durcissement des conditions de crédit et des répercussions négatives du segment résidentiel (*infra*). Lors de la récession du début des années 1990, la part de la construction (toutes catégories) dans le PIB était tombée d'un sommet de 11 % en 1985 à un peu plus de 8 % en 1992. Elle a renoué avec un sommet analogue en 2006, mais elle n'a perdu, pour l'heure, qu'un peu plus de 1½ point de pourcentage.

…mais la vigueur des exportations peut avoir un effet modérateur

Autre composante de la demande, les dépenses d'équipement des entreprises se sont, elles aussi, contractées, même si l'ampleur de la correction à venir reste incertaine. Les investissements devraient être largement réduits dans les industries manufacturières les plus exposées au secteur de la construction et un nouveau tassement de la consommation pourrait aggraver cette tendance en freinant la demande et les anticipations de bénéfices. Pourtant, contrairement à ce qui s'est produit en 2001, le fait qu'il n'y ait pas eu surinvestissement auparavant devrait atténuer la contraction des dépenses d'équipement. En outre, l'économie américaine a bénéficié de la vigueur des exportations en termes nets, dont la contribution à l'expansion du PIB est redevenue positive en 2007 (½ point de pourcentage). Il s'agit là d'un atout important pour stimuler l'investissement dans le secteur des biens exportés, qui avait pâti de l'appréciation du dollar.

Des signes de ralentissement également ailleurs

Parmi les autres grandes économies avancées, le Royaume-Uni présente des points communs avec les États-Unis. La croissance britannique a commencé à donner des signes d'essoufflement fin 2007, le resserrement des conditions de crédit et l'érosion de la confiance ayant affecté la consommation. La chute des prix de l'immobilier a également fait planer la menace d'une forte

contraction dans le secteur de la construction. De même, au Canada, même si la demande agrégée a continué de dépasser le potentiel productif jusqu'à l'an dernier, la baisse des exportations a pesé sur l'économie alors même que la demande commençait à souffrir d'un durcissement du crédit.

La croissance dans la zone euro et au Japon relativement moins touchée jusqu'à présent…

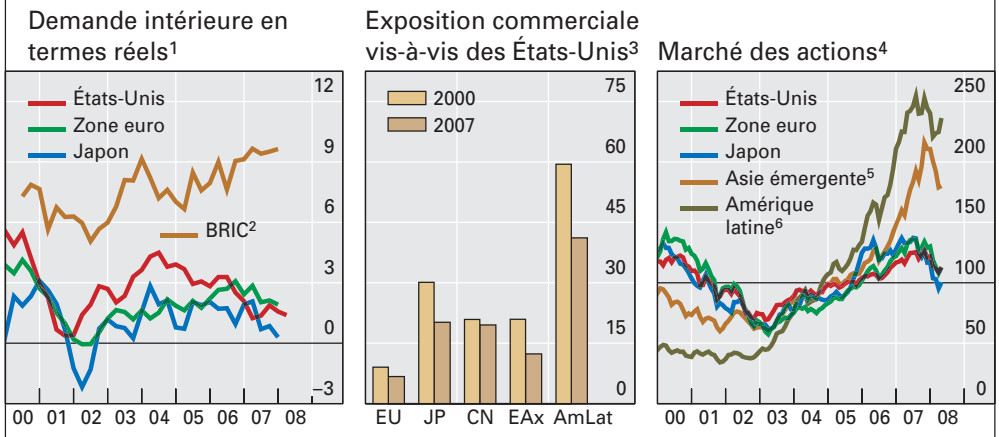
La situation a évolué de manière assez mitigée dans la zone euro et au Japon. Dans le premier cas, la croissance est demeurée soutenue, bien que légèrement ralentie, jusqu'au premier trimestre 2008, grâce en particulier à la vigueur des investissements en 2007. Malgré une dégradation en avril 2008, les indicateurs Ifo de la confiance des entreprises se sont maintenus au-dessus de leur moyenne des cinq dernières années. Vers la fin de l'année, pourtant, la consommation privée a été fortement freinée par l'érosion de la confiance et, plus récemment, le rythme des exportations s'est ralenti. Au Japon, grâce surtout au dynamisme des exportations, l'économie a poursuivi son expansion jusqu'au premier trimestre 2008. La consommation est restée relativement vigoureuse à la faveur d'une embellie sur l'emploi jusqu'au début de 2008. À partir du second semestre 2007, cependant, une réforme de la réglementation de la construction a sérieusement freiné l'investissement résidentiel et, par là même, la demande intérieure. De plus, les indicateurs de la confiance des entreprises se dégradent depuis quelques mois, comme les anticipations de bénéfices.

Interdépendances internationales et perspectives économiques

…ce qui entraîne une divergence des cycles de la demande…

Lors des cycles antérieurs, un ralentissement aux États-Unis engendrait souvent le même phénomène ailleurs ; on peut penser cependant que, cette fois, la contagion pourrait être plus limitée. Un certain nombre d'évolutions observées ces dernières années confortent ce point de vue. Si la croissance annuelle de la demande intérieure américaine est tombée de 4,1 % en 2004

Liens économiques mondiaux



CN = Chine ; EAx = Asie émergente, hors Chine ; EU = Union européenne ; JP = Japon ; AmLat = Amérique latine.

[1] Variation sur 4 trimestres, en %. [2] Brésil, Russie, Inde et Chine. [3] Exportations vers les États-Unis, en % du total des exportations. [4] Cours des actions ; 2000–2007 = 100. [5] Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour et Thaïlande. [6] Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela.

Sources : FMI ; Bloomberg ; Datastream ; données nationales. Graphique II.5

à 1,5 % en 2007, elle a fléchi au Japon, revenant de 2 % à 1 %, et s'est même légèrement raffermie dans la zone euro, passant de 1,7 % à 2,2 %. Mieux encore, dans les grandes économies émergentes, en particulier Brésil, Russie, Inde et Chine, elle a poursuivi sa vive progression (graphique II.5).

...pour des raisons diverses

Cette divergence d'évolution de la demande amène certains à croire que le reste du monde pourrait compenser les chocs négatifs en provenance des États-Unis. Cette hypothèse repose sur le fait que les déséquilibres dans les autres pays peuvent être considérés comme moins sévères. Début 2001, c'était l'éclatement d'une bulle à l'échelle mondiale dans le secteur des technologies de l'information qui avait provoqué une détérioration de l'activité. La contraction sensible de la part des exportations vers les États-Unis dans un grand nombre de pays a aussi été invoquée pour expliquer l'impact probablement limité d'un ralentissement aux États-Unis sur l'économie mondiale.

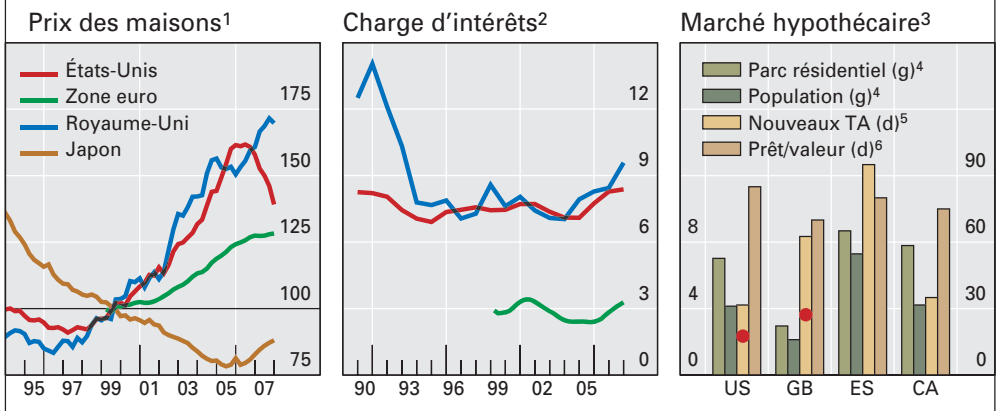
Dans la zone euro, la demande pourrait mieux résister cette fois...

Dans les autres économies avancées, les perspectives de la demande intérieure apparaissent globalement favorables, bien que très variables. Dans la zone euro, le redémarrage généralisé de l'investissement des entreprises a stimulé la demande, et la récente diminution du taux de chômage pourrait alimenter la consommation. À 7,1 % au premier trimestre 2008, il se situe à son niveau le plus bas depuis le début des années 1980. L'Allemagne constitue l'exemple le plus probant, du fait de réformes structurelles qui ont accru la flexibilité et le taux d'activité de la main-d'œuvre. Les salaires réels y augmentent de nouveau, mais ils restent déprimés et progressent toujours plus lentement que la productivité du travail.

...malgré de fortes divergences d'un pays à l'autre

Les cycles de la demande intérieure sont déjà divergents dans la zone euro, en raison notamment d'une dynamique différente des marchés du logement. Pendant la dernière décennie, les prix de l'immobilier résidentiel y ont augmenté de manière plus graduelle qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni, par exemple (graphique II.6), ce qui reflète, dans une certaine

Marché du logement et marché hypothécaire



CA = Canada ; ES = Espagne ; GB = Royaume-Uni ; US = États-Unis.

[1] Par rapport au revenu disponible des ménages ; 1999 = 100 ; Japon : prix des terrains dans 6 grandes villes. [2] Paiement d'intérêts, en % du revenu disponible des ménages (définitions nationales). [3] En %. [4] Croissance en 2004–2007. [5] Crédits hypothécaires à taux ajustable (TA) octroyés en 2005, en % du total des nouvelles hypothèques ; les points correspondent à 2007. [6] Ratio prêt/valeur (RPV) pour les nouveaux prêts.

Sources : Datastream ; associations immobilières ; données nationales ; calculs BRI. Graphique II.6

mesure, la tendance à la stagnation, voire à la baisse, observée en Allemagne durant la période 2000–2007. En Espagne, en France et en Irlande, toutefois, ils ont fortement progressé au début des années 2000 avant d'amorcer une décélération en 2004–2006. Dans certains pays, comme l'Espagne notamment, sans atteindre pourtant la tendance observée en Amérique du Nord, l'accroissement du parc d'habitations a été supérieur à l'expansion démographique. Pendant la phase ascendante, la valeur ajoutée de l'investissement dans le bâtiment a atteint respectivement 11 % et 9 % du PIB en Espagne et en Irlande, ce qui dépasse largement la moyenne de 6 % pour la zone euro. Le renchérissement des biens résidentiels a également soutenu la consommation, surtout en Espagne et en France. Avec le retournement du cycle des prix de l'immobilier et le durcissement des conditions de crédit, la demande risque fort de s'affaiblir davantage dans ces pays que dans le reste de la zone.

Si les perspectives de la demande intérieure semblent moins favorables au Japon…

Au Japon, la demande intérieure a bénéficié des conditions de financement très attrayantes, qui ont provoqué un écart important entre le rendement de l'investissement des grandes entreprises manufacturières et le coût de leurs emprunts. En revanche, les petites sociétés, qui dégagent traditionnellement des marges bénéficiaires plus modestes et ne disposent pas du même pouvoir de fixation des prix, sont davantage fragilisées par les tensions sur les coûts. En outre, c'est jusqu'ici l'emploi qui a tiré la consommation. Malgré une hausse des salaires nominaux au début de 2008, après plusieurs trimestres de baisse, l'augmentation en termes réels est restée faible. Divers facteurs structurels peuvent continuer à freiner la progression des salaires : le départ en retraite des générations d'après-guerre et leur remplacement par des salariés moins bien rémunérés ainsi que l'accroissement impressionnant du travail à temps partiel depuis le début des années 2000. La consommation n'est donc pas à l'abri d'une contraction du revenu des ménages liée au niveau peu élevé des salaires réels, compte tenu surtout du renchérissement de l'énergie.

…elles se sont améliorées dans les économies émergentes

La demande intérieure semble s'être raffermie dans les économies émergentes par rapport aux cycles passés, grâce au redressement des fondamentaux macroéconomiques et à l'amélioration des situations financières (chapitre III). L'augmentation continue des entrées de capitaux dans bon nombre d'entre elles conforte aussi les perspectives d'investissement. Cependant, la hausse des prix du pétrole et des denrées alimentaires affecte depuis quelques mois le moral des ménages, en particulier dans les pays d'Asie importateurs de matières premières.

Les États-Unis demeurent cependant un partenaire commercial de premier plan

D'autres éléments donnent également à penser que les effets du ralentissement de l'économie américaine ne se sont pas encore fait pleinement sentir à l'échelle mondiale. Les États-Unis demeurent un partenaire commercial de premier plan pour des pays comme le Canada, la Chine, le Japon et le Mexique. Pour l'instant, le secteur américain de la haute technologie continue d'importer massivement, ce qui préserve le commerce intrarégional en Asie tant que la situation ne s'aggrave pas aux États-Unis. Un ralentissement prolongé pourrait affecter, en effet, la confiance des consommateurs et des entreprises dans le monde, comme le souligne la forte

dégradation de l'ensemble des places boursières en janvier 2008. De plus, dans nombre d'entreprises chinoises et japonaises, l'investissement et l'emploi sont tributaires des exportations vers les États-Unis, ce qui sous-entend que leurs dépenses d'équipement ne constitueraient pas un poste aussi autonome qu'on le suppose souvent. De même, les exportations alimentent toujours une part importante de la demande en Allemagne. La zone euro se trouve ainsi exposée à une contraction possible de l'activité dans les autres économies, dont les États-Unis, non seulement à travers des effets directs sur l'économie allemande, mais aussi indirectement par le biais du commerce et de l'investissement intrarégionaux.

Plusieurs chocs généralisés pourraient aussi freiner la demande mondiale

Plusieurs autres chocs survenant en même temps que le ralentissement aux États-Unis risqueraient aussi de peser sur la demande mondiale. Tout d'abord, un rationnement généralisé du crédit dans les économies avancées pourrait faire sentir ses effets (*infra*). Ensuite, l'envolée des cours des matières premières – en particulier du pétrole – au cours des derniers mois, a sérieusement détérioré les termes de l'échange pour les pays importateurs. Selon une analyse effectuée par l'Agence internationale de l'énergie à la suite du renchérissement du pétrole du début des années 2000, une augmentation de $10 du prix moyen du baril de pétrole importé dans les pays de l'OCDE pourrait coûter, sur une année, 0,4 point de croissance et 0,5 point d'inflation. En fait, le coût moyen du pétrole acheminé vers les principaux pays de l'OCDE s'est déjà accru de $35 le baril sur les douze mois allant jusqu'à janvier 2008.

La croissance s'est trouvée en partie épargnée pour l'instant, notamment parce que les entreprises – volontairement ou non – n'ont pas répercuté intégralement cette hausse des prix pétroliers. La consommation a, en outre, été soutenue par les gains de patrimoine résultant de l'appréciation de l'immobilier résidentiel et des cours des actions ainsi que par les conditions de crédit favorables jusqu'à la mi-2007. Cependant, une détérioration substantielle des perspectives en termes d'emploi et de richesse pourrait renforcer l'effet du renchérissement du pétrole et des produits alimentaires sur les dépenses des ménages, surtout dans les pays où la consommation a été largement financée par l'endettement.

Mesures et autres facteurs influant sur la demande future

Des actions rapides des banques centrales et des réductions des taux directeurs pourraient stimuler la demande…

Des mesures visant à pallier la faiblesse de la demande mondiale pourraient s'avérer utiles, à condition que les tensions inflationnistes restent bien maîtrisées. En injectant massivement des liquidités, les grandes banques centrales peuvent avoir limité les conséquences potentielles des récentes turbulences sur les coûts de financement des banques. En outre, depuis août dernier, diverses économies avancées ont assoupli leur politique monétaire. Néanmoins, les répercussions de ces mesures sur la demande dépendent, pour beaucoup, de plusieurs facteurs, à commencer par l'évaluation des risques de crédit. Aux États-Unis, par exemple, où l'on est allé le plus loin dans l'assouplissement monétaire, les taux consentis aux ménages présentant un risque faible ont baissé, mais ceux des prêts hypothécaires géants et des obligations à risque ont été assortis de primes plus élevées. Deuxièmement, les banques ont la possibilité de rationner le crédit par des mécanismes autres

que les prix, atténuant l'effet d'un abaissement des taux directeurs. Troisièmement, vu l'ampleur de l'endettement des ménages, ces derniers pourraient préférer épargner plutôt que dépenser (*infra*). L'effet de la réduction des taux sur la demande globale mis à part, l'assouplissement de la politique monétaire pourrait se heurter à la montée récente de l'inflation et des anticipations d'inflation.

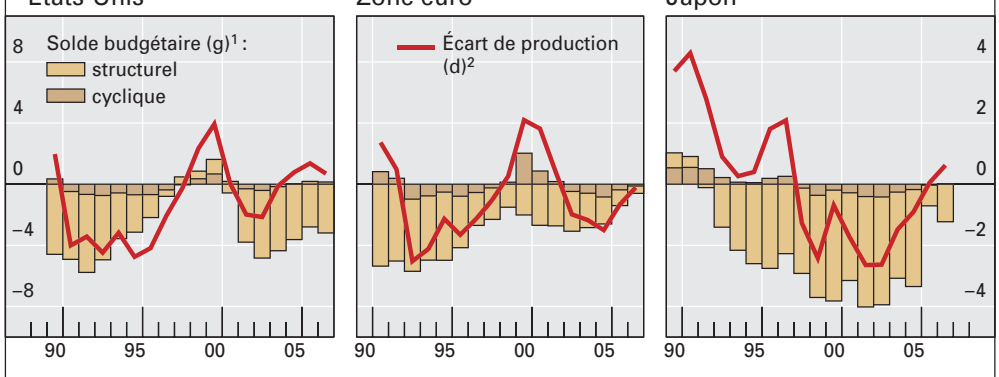
...de même qu'une politique budgétaire expansionniste

Certains pays pourraient choisir de soutenir la demande par le biais d'un assouplissement budgétaire. Les stabilisateurs automatiques permettront de préserver la demande en cas de ralentissement, notamment dans la zone euro (graphique II.7), où le déficit budgétaire structurel diminue par ailleurs depuis quelques années, conformément au Pacte de stabilité et de croissance. Compte tenu de cette marge de manœuvre supplémentaire, les prévisions budgétaires pour 2008 tablent sur une légère augmentation de ce déficit, à 0,9 % du PIB. Au Japon, les projections misent sur une diminution en 2008. Aux États-Unis, la position budgétaire reste globalement favorable à la demande sur le court terme. Le récent plan de relance (réductions fiscales aux particuliers et aux entreprises à hauteur de 1 % du PIB 2007) devrait temporairement dynamiser la demande en 2008.

Cependant, la marge de manœuvre pour une relance budgétaire n'est pas la même partout...

La question se pose de savoir s'il existe de la marge pour stimuler encore la demande par des mesures budgétaires discrétionnaires. Aux États-Unis, le ratio endettement/PIB avoisine déjà 60 % et apparaît même bien supérieur si l'on tient compte d'engagements à long terme non financés au titre de la couverture-maladie et des retraites. Dans la zone euro, de faibles déficits ou des excédents récurrents, comme en Allemagne, en Autriche et en Espagne, associés à la baisse attendue des ratios d'endettement, pourraient offrir des possibilités supplémentaires de relance budgétaire. En Grèce et en Italie, en revanche, le ratio de dette publique avoisinait 100 % fin 2007 et devrait rester élevé. Dans presque toute la zone euro, les engagements non financés liés aux futures dépenses de santé et de retraite demeurent importants, compte tenu du vieillissement rapide de la population. Au Japon, la dette publique en termes bruts est déjà supérieure à 180 % du PIB, et les engagements latents du secteur public sont également substantiels. Certes, le taux d'imposition

Solde budgétaire et écart de production



[1] Solde financier des administrations publiques, en % du PIB. [2] En % du PIB potentiel.

Sources : OCDE ; données nationales ; calculs BRI. Graphique II.7

global est faible et se prêterait à un relèvement, mais la situation se trouve compliquée par une démographie déjà déclinante.

...et son efficacité n'est pas garantie

Il convient aussi de s'interroger sur l'efficacité de la politique budgétaire. On estime que, au cours des dernières décennies, les multiplicateurs budgétaires ont baissé dans les économies avancées, en raison de leur degré d'ouverture croissant ainsi que de la libéralisation financière, qui a permis d'élargir l'accès des ménages au crédit. Malgré tout, des programmes de relance ciblés pourraient s'avérer utiles, surtout s'ils réduisent les contraintes en matière de dépenses pour ceux qui ont perdu accès au crédit. Une action ponctuelle de relance allégerait aussi les déficits futurs et, par suite, l'incidence d'une hausse perçue de la charge fiscale. Selon de récentes estimations concernant les États-Unis, la propension marginale à consommer résultant de réductions d'impôt temporaires pourrait être notable (environ 0,4) et ses effets se feraient sentir rapidement. Cependant, la dissipation progressive de ces effets risque de peser ultérieurement sur la croissance.

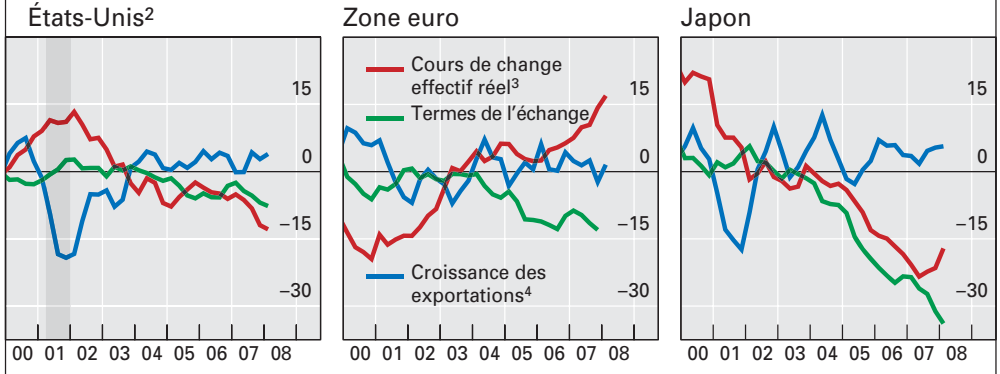
La dépréciation du dollar pourrait soutenir la croissance américaine...

La répartition de la demande mondiale s'est également ressentie de l'évolution des cours de change. En avril 2008, la valeur effective réelle du dollar avait baissé de 25 % par rapport à son maximum de février 2002. Même en comparant avec sa moyenne de long terme entre 1980 et 2007, le dollar s'est nettement déprécié (graphique II.8). Sa faiblesse continuera à soutenir la demande américaine, en favorisant à la fois les exportations et la demande de produits locaux qui concurrencent les importations. En outre, elle accroît la valeur en monnaie locale des bénéfices perçus sur les actifs étrangers, ce qui amplifie les effets positifs sur les échanges commerciaux. Pour autant, une forte chute du dollar pourrait aussi alimenter les anticipations d'inflation et rendre difficile la maîtrise de l'inflation.

...mais grève lourdement la compétitivité des économies de la zone euro

À l'inverse, la valeur effective de l'euro s'est nettement appréciée ces deux dernières années, atténuant le choc induit par la hausse des prix du pétrole en dollars. Cependant, les exportations de la zone euro en pâtissent, même si elles ont continué de progresser à un rythme proche de leur moyenne

Compétitivité à l'exportation[1]



[1] Écart, en % et en pts de %, par rapport à la moyenne de long terme (1980–2007 ; termes de l'échange et croissance des exportations de la zone euro : 1989–2007). [2] Zone ombrée : période de récession aux États-Unis. [3] En termes de prix à la consommation relatifs ; une augmentation indique une appréciation. [4] Sur la base de variations sur 4 trimestres, en termes réels.

Sources : Datastream ; données nationales ; BRI. Graphique II.8

à long terme, grâce à la demande soutenue des économies émergentes. L'amélioration des gains de productivité du secteur manufacturier allemand a compensé en partie la perte de compétitivité due au change. À noter que, dans d'autres pays (comme l'Espagne ou l'Italie), la compétitivité s'est dégradée. Au Japon, la valeur effective réelle du yen s'est fortement érodée ces dernières années, ce qui a stimulé les exportations japonaises.

Évolution de l'inflation dans les économies avancées

Accentuation des risques d'inflation

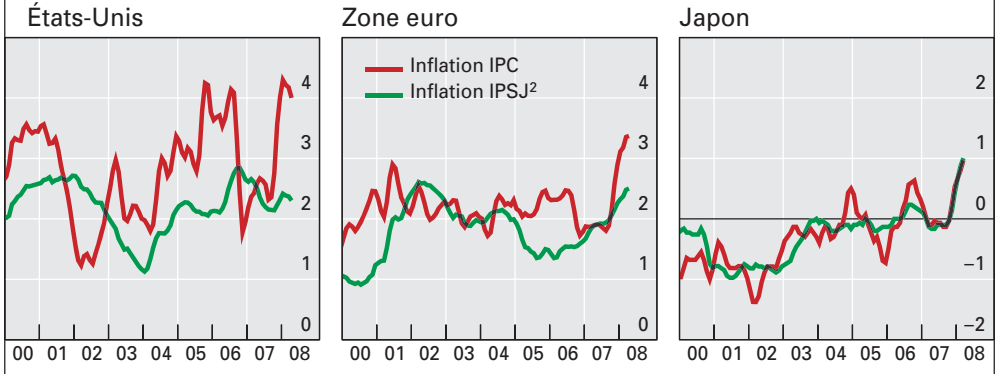
La hausse des prix, tirée par les cours des produits de base,...

La forte hausse des cours des produits de base depuis début 2007 a provoqué une augmentation marquée de l'inflation IPC dans les économies avancées. En avril 2008, l'indice des prix à la consommation en glissement annuel s'inscrivait à près de 4 % aux États-Unis et dépassait 3 % dans la zone euro, alors qu'au Japon il avait fini par franchir 1 % en mars (graphique II.9). Aux États-Unis, les prix de l'énergie ont augmenté de plus de 15 % sur les douze mois allant jusqu'en avril 2008, tandis que les denrées alimentaires et boissons ont enregistré leur progression la plus forte en quasiment deux décennies, de l'ordre de 5 %. Dans la zone euro, le renchérissement de l'énergie a dépassé 10½ % et celui des produits alimentaires s'est inscrit à 6 %. L'énergie représentait environ un tiers de l'inflation IPC aux États-Unis et dans la zone euro. En outre, l'inflation sous-jacente (d'après les définitions nationales), assez modérée jusqu'en 2006, s'accélérait dans la zone euro et au Japon. Aux États-Unis, l'inflation mesurée par l'IPC était restée relativement stable jusqu'en avril 2008.

...soulève la question de la persistance de l'inflation...

L'une des questions essentielles est de savoir si les prix élevés de l'énergie et de l'alimentation vont perdurer. Si la demande à long terme continue de progresser à un rythme supérieur à l'offre de produits de base essentiels, cette éventualité ne peut être exclue. Dans de nombreuses économies avancées, la hausse des prix au détail des denrées alimentaires

Économies du G 3 : inflation[1]



[1] Moyenne mobile non centrée sur 3 mois des variations des prix à la consommation sur 1 an, en %. [2] IPSJ : indice des prix sous-jacents ; États Unis : hors alimentation et énergie ; zone euro : hors énergie et produits alimentaires non transformés ; Japon : hors produits frais.

Sources : données nationales. Graphique II.9

Prévisions d'inflation : constat[1]						
	Période de prévision : jan. 2001–avril 2003		Période de prévision : mai 2003–sept. 2005		Période de prévision : oct. 2005–mars 2008	
	IPC	IPSJ[2]	IPC	IPSJ[2]	IPC	IPSJ[2]
États-Unis : IPC	0,88	0,86	0,67	0,79	1,05	1,14
États-Unis : déflateur DCM	0,51	0,48	0,79	0,90	0,87	0,98
Zone euro : IPCH[3]	0,52	0,87	0,32	0,34	0,64	0,84
Japon : IPC	0,93	0,70	0,40	0,28	0,54	0,50

[1] Erreur en moyenne quadratique des prévisions d'inflation hors échantillon à 12 mois, obtenues par régression de l'inflation IPC annuelle sur le taux d'inflation IPC ou le taux d'inflation IPSJ (période d'estimation : janvier 1991–décembre 2000). Les zones ombrées indiquent, pour chaque période de prévision, l'erreur la plus faible. [2] États-Unis : hors alimentation et énergie ; zone euro : hors énergie et produits alimentaires non transformés ; Japon : hors produits frais. [3] IPCH : indice des prix à la consommation harmonisé.

Sources : données nationales ; estimations BRI. Tableau II.2

devrait rester forte pendant encore quelque temps, étant donné que l'augmentation des prix à la production se répercute sur la distribution et que celle des coûts comprime les marges des entreprises au-delà des niveaux tenables.

...et pose aussi un problème aux autorités monétaires pour évaluer les tensions inflationnistes

Par le passé, l'inflation IPC avait tendance à suivre l'inflation sous-jacente, surtout parce que l'instabilité des prix de l'alimentation et du pétrole reflétait de brèves perturbations de l'offre. C'est pourquoi les banques centrales portaient leur attention sur l'inflation sous-jacente pour mesurer la pression sous-jacente des prix. Or, la hausse persistante des cours des matières premières ces dernières années a fragilisé cette relation (tableau II.2). Ainsi, dans la zone euro, l'inflation IPC a constitué, ces trois dernières années, un bien meilleur indicateur d'anticipations sur un an. Aux États-Unis, elle donne aussi des prévisions plus fiables depuis mi-2003, début du renchérissement de l'énergie. Au Japon, la situation est quelque peu différente : l'inflation sous-jacente, selon sa définition nationale, conserve une meilleure valeur prédictive de l'inflation, probablement parce qu'elle prend en compte les prix du pétrole.

Déterminants de l'inflation sous-jacente

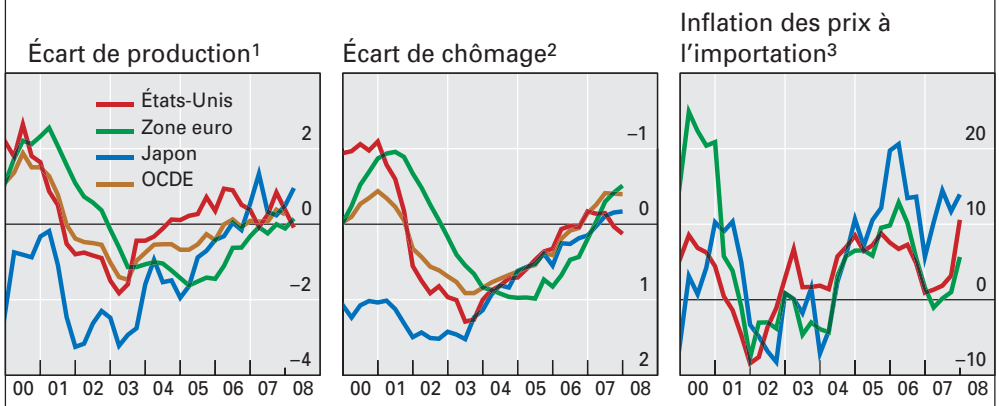
Dans les grandes économies avancées, le sous-emploi des capacités devrait s'accentuer...

Étant donné les forces actuellement à l'œuvre, est-ce l'inflation sous-jacente qui va s'élever vers l'inflation IPC, ou l'inverse ? Dans nombre d'économies avancées, la production semble toujours proche de son potentiel et pourrait même baisser (graphique II.10). Les mesures de l'écart de chômage paraissent indiquer une augmentation des capacités inutilisées aux États-Unis. Dans d'autres économies avancées, même si le taux de chômage demeure faible, le tassement de la demande pourrait affecter l'emploi. Globalement, les pressions de la demande sur l'inflation sous-jacente devraient donc rester discrètes.

...et les coûts unitaires de main-d'œuvre ne devraient pas constituer un problème majeur...

De même, dans les économies du G 3, les coûts unitaires de main-d'œuvre restent maîtrisés. Aux États-Unis, leur progression au premier trimestre 2008 est retombée à 0,2 % en glissement annuel, rompant avec la

Sous-emploi des capacités et prix à l'importation



[1] En % de la production trimestrielle potentielle. [2] Taux de chômage moins NAIRU (taux de chômage non accélérateur de l'inflation), en pts de % ; échelle inversée. [3] Variation des prix à l'importation sur 4 trimestres, en %.

Sources : FMI ; OCDE ; données nationales ; calculs BRI. Graphique II.10

tendance haussière qui l'avait portée à plus de 4 % au premier semestre 2007. Dans la zone euro, cette progression, modérée et stable à près de 1½ % ces dernières années, a atteint environ 2 % au quatrième trimestre 2007. Au Japon, ces coûts diminuent depuis plusieurs années, sous l'effet notamment du repli, ou d'une augmentation qui reste faible, des salaires nominaux.

L'évolution future des coûts unitaires de main-d'œuvre dépendra dans une large mesure du comportement des salaires. Dans plusieurs économies avancées, la part de ces derniers dans la valeur totale ajoutée diminue depuis les années 1980 et celle des bénéfices augmente en proportion. Toutefois, depuis peu, les revendications salariales s'intensifient, surtout en Europe. Ainsi, en Allemagne, après une longue période de modération ou de baisse des salaires réels, les syndicats ont réclamé cette année des majorations plus importantes. Une revalorisation ponctuelle, venant après une période de gains de productivité substantiels, ne s'avèrera pas nécessairement inflationniste, car elle peut être contrebalancée par un retour des marges bénéficiaires à leurs niveaux antérieurs. Par contre, une hausse répétée des salaires pourrait amplifier sensiblement les risques d'inflation, en incitant les entreprises à majorer leurs prix.

...mais les pressions désinflationnistes liées à la mondialisation s'atténuent

Concernant l'évolution de l'inflation, il convient également de voir dans quelle mesure les pressions désinflationnistes liées à la mondialisation vont diminuer, voire s'inverser. Le premier élément à prendre en compte à cet égard est la vigueur récente de la demande de produits de base, induite par la forte croissance des économies émergentes. Au niveau mondial, elle semble amplifier les contraintes sur les capacités de production et faire monter les prix des matières premières et denrées alimentaires essentielles.

Un deuxième élément tient au fait que, dans certains pays à faibles coûts de production comme la Chine, les salaires réels ont augmenté rapidement, en raison notamment d'une pénurie de main-d'œuvre qualifiée et d'une revalorisation des salaires minimaux (chapitre III). Il en est résulté un renchérissement des produits manufacturés en provenance des économies

Transmission de l'inflation

	Des produits de base aux importations[1]		Des cours de change aux importations[1]		Des importations à l'IPSJ[2]	
	1971–1989	1990–2007	1971–1989	1990–2007	1971–1989	1990–2007
États-Unis	0,29 **	0,22 **	0,47 **	0,16 *	0,33 **	0,14
Japon	0,35 **	0,27 **	0,74 **	0,40 **	0,23 **	0,02
Allemagne	0,22 **	0,17 **	0,37 **	0,23 **	0,17 **	–0,07
France	0,19 **	0,10 **	0,77 **	0,03	0,27 **	–0,08
Royaume-Uni	0,20 **	0,12 **	0,68 **	0,46 **	0,25 *	0,14
Italie	0,31 **	0,25 **	0,66 **	0,41 **	0,32 **	0,49

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

[1] Variation, en %, des prix des importations consécutive à une augmentation de 1 % des cours des produits de base (mesurés en monnaie locale) ou à une baisse de 1 % du cours de change effectif nominal. [2] Variation, en %, de l'inflation mesurée par l'IPSJ consécutive à une hausse de 1 % des prix des importations.

Sources : estimations BRI sur la base de données de l'OCDE, du Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut (HWWI) et d'agences nationales. Tableau II.3

émergentes. Ce « rattrapage » devrait donc s'accompagner de tensions soutenues sur les prix à l'importation. Un facteur spécifique peut avoir amplifié ces effets sur les prix : l'importante dépréciation du cours de change réel ces derniers mois, en particulier aux États-Unis et au Royaume-Uni.

La répercussion des coûts semble toujours faible…

Il n'est toujours pas clairement établi que la tendance sensible à la baisse de la répercussion des variations des cours des produits de base et du change sur les prix à l'importation et à la consommation, observée durant les années 1990 et au début de la décennie 2000, se soit inversée ces dernières années (tableau II.3, et tableau II.2 du *75e Rapport annuel*). Le degré de transmission reste donc moins élevé que dans les années 1970 et 1980, notamment parce que les exportateurs étrangers ont pu maintenir inchangés leurs prix en monnaie locale. Ils l'ont fait en ajustant leurs marges bénéficiaires et celles de leurs importateurs locaux ou bien en trouvant des solutions pour accroître en conséquence leur productivité. Cela indiquerait aussi que les anticipations d'inflation à long terme restent bien ancrées.

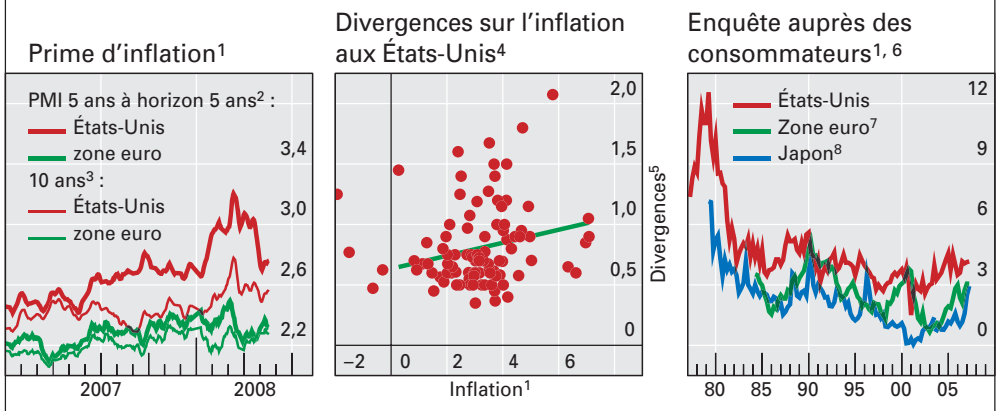
…mais elle pourrait s'amplifier

Le degré de transmission pourrait cependant s'accentuer. Hors des États-Unis, les marges constituées par les exportateurs durant la période d'appréciation du dollar sont désormais sensiblement comprimées, et il pourrait s'avérer de plus en plus difficile de dégager des gains de productivité. En outre, la persistance de fortes augmentations des cours des produits de base ou une dépréciation du change pourraient finir par raviver les anticipations d'inflation et nécessiter alors des corrections plus importantes des prix à la consommation hors énergie et alimentation.

Les anticipations d'inflation à long terme se sont récemment renforcées…

Dans ce contexte, les anticipations d'inflation seront sans doute appelées à exercer un rôle de premier plan. Après un repli marqué pendant la majeure partie de 2006, les indicateurs de marché des anticipations d'inflation à long terme (à 5 ans) ont progressé en 2007 dans les grandes économies avancées (graphique II.11), avant de redescendre légèrement début 2008. L'augmentation a été particulièrement prononcée aux États-Unis, où la hausse

Anticipations d'inflation



[1] En %. [2] PMI : point mort d'inflation, obtenu à partir des obligations à coupon zéro. [3] Taux nominal moins rendement réel estimé des obligations à coupon zéro. [4] Variation trimestrielle de l'IPC aux États-Unis pendant la période T1 1983–T4 2007 ; données cvs annualisées. [5] Écart interquartile des anticipations à 1 an, selon les données figurant dans le *Survey of Professional Forecasters* de la Banque de Réserve fédérale de Philadelphie ; en pts de %. [6] Variation attendue des prix à la consommation au cours des 12 prochains mois. [7] Chiffres normalisés par la moyenne et la variance de l'inflation IPCH observée. [8] À partir de 2004, chiffres établis par pondération des fourchettes proposées dans le questionnaire.

Sources : Bureau du gouvernement du Japon ; Commission européenne ; Université du Michigan ; Datastream ; données nationales ; calculs BRI. Graphique II.11

des niveaux d'inflation a été également associée à une dispersion accrue des anticipations des prévisionnistes. Dans les conditions actuelles, il est toutefois difficile de savoir dans quelle mesure les cours des obligations reflètent avec précision les anticipations d'inflation. Ainsi, les effets de liquidité notables observés sur les marchés des obligations d'État lors des tensions récentes ont pu jouer un rôle dans la volatilité des indicateurs. L'augmentation de la prime de risque d'inflation (plutôt que les anticipations de l'inflation) a pu également intervenir, même si cela paraît davantage le cas pour la zone euro que pour les États-Unis (chapitre VI). En outre, d'autres éléments conduisent à supposer que les anticipations ont commencé à s'amplifier. Bien que celles à court terme, mesurées par des enquêtes auprès des ménages, soient restées nettement inférieures à leurs niveaux de la décennie 1980, elles tendent à augmenter depuis un an dans les grandes économies avancées.

...et pourraient être moins bien ancrées à l'avenir

Pour les autorités monétaires, il est important de savoir si les anticipations d'inflation sont bien ancrées face à des chocs négatifs sur l'inflation. Il se peut qu'elles aient acquis une valeur d'indicateur précurseur et renforcé leur ancrage au cours de la dernière décennie, en raison de la crédibilité accrue de la politique monétaire. Mais il est possible également qu'elles se fondent surtout sur le passé, par exemple, sur l'expérience des agents privés. Dans ce cas, elles ont pu être contenues par la tendance antérieure favorable de l'inflation, notamment parce que l'augmentation de l'offre mondiale effective de main-d'œuvre maintenait à un bas niveau les prix des biens manufacturés. Le simple fait que les prévisions à long terme sont apparemment restées bien ancrées ces dernières années n'indique pas clairement si, et dans quelle mesure, ces anticipations peuvent s'inverser, ni pourquoi.

Un renchérissement des biens de consommation courante souligne ce risque

Dans la mesure où elles se fondent sur le passé, les anticipations d'inflation pourraient se ressentir de la tendance à la hausse des prix de l'alimentation et de l'énergie qui est apparue récemment. Certains éléments montrent que d'amples variations des prix de quelques produits « visibles » de consommation courante (comme le pain, la viande, le lait et l'essence) sont davantage susceptibles de renforcer la perception de l'inflation que les mouvements des prix de produits moins courants. Selon des enquêtes menées dans la zone euro, l'inflation « perçue » a progressé fin 2007, parallèlement au renchérissement des denrées alimentaires. Au Royaume-Uni, il apparaît également qu'elle tend à être plus étroitement corrélée au taux d'inflation pour les produits achetés au moins chaque trimestre.

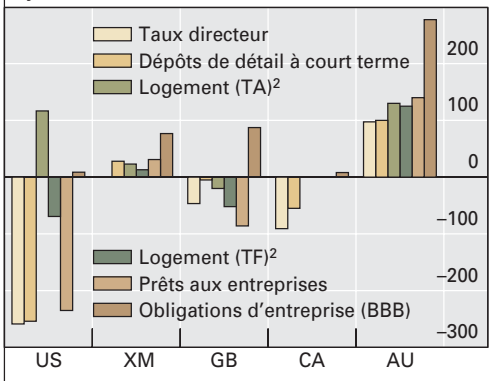
Vulnérabilités bilantielles, resserrement du crédit et autres facteurs défavorables

Resserrement du crédit dans les grandes économies…

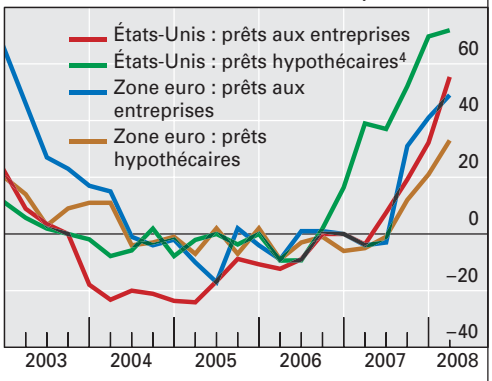
Pour les économies avancées, les perspectives dépendent pour beaucoup de la nature de l'interaction entre les récents chocs financiers et la situation financière des ménages et des entreprises, et leurs décisions en matière de dépenses. Les turbulences ont déjà provoqué un resserrement des conditions de crédit sous la forme d'une majoration des primes sur les prêts bancaires (graphique II.12). Même si, aux États-Unis (et, dans une moindre mesure, au Canada et au Royaume-Uni), cette hausse a été compensée par un abaissement des taux directeurs, il n'en reste pas moins que les banques ont durci les autres critères de prêt. Aux États-Unis, la proportion des banques faisant état d'un resserrement des conditions faites à la plupart des emprunteurs était aussi élevée au premier trimestre 2008 que lors des récessions du début des années 1990 et 2000. Ce comportement s'observe également, à des degrés divers, en Australie, au Canada et au Royaume-Uni. Dans la zone euro, le

Conditions de prêt actuelles

Variation des taux d'intérêt depuis juillet 2007[1]



Modification des conditions de prêt[3]

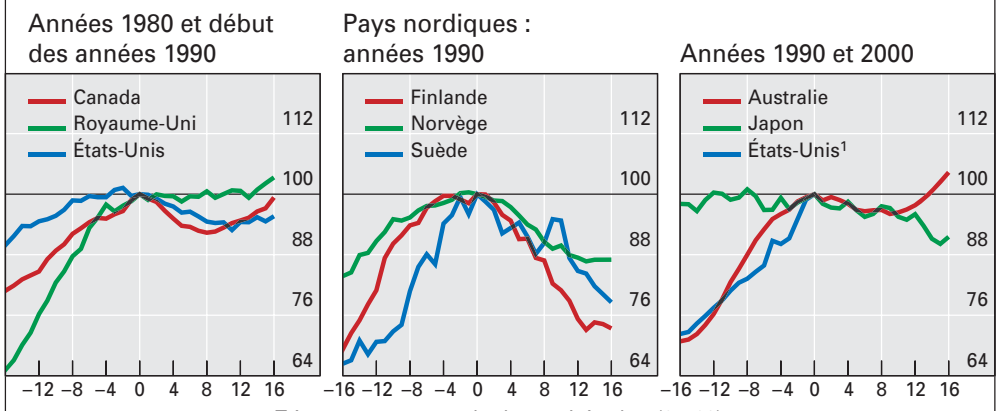


AU = Australie ; CA = Canada ; GB = Royaume-Uni ; US = États-Unis ; XM = zone euro.

[1] Moyenne mensuelle, en pb ; mars 2008. [2] Prêts hypothécaires à taux ajustable (TA) et prêts hypothécaires à taux fixe (TF). [3] Pourcentage net de banques ayant fait part du durcissement de leurs conditions. [4] À partir de 2007 : moyenne simple des prêts de qualité, des prêts à risque et des prêts non traditionnels.

Sources : Datastream ; données nationales. Graphique II.12

Crédit bancaire au secteur privé (en termes réels)



[1] Sommet fixé à T1 2008.

Sources : FMI ; Datastream ; données nationales ; estimations BRI. Graphique II.13

resserrement du crédit a été très marqué vis-à-vis des entreprises, avec des niveaux qui ont avoisiné ceux enregistrés lors du repli des marchés de la dette au début des années 2000, et substantiel à l'égard des ménages.

…avec, comme toujours, d'importants effets macro-économiques…

Ce récent durcissement des conditions de crédit s'inscrit dans un contexte de très forte progression de l'endettement, surtout des ménages américains. À en juger par les précédentes crises, ses effets macroéconomiques seront vraisemblablement importants. Aux États-Unis, par exemple, la contraction du crédit en 1989–1992 avait aggravé la récession de 1990. Elle était intervenue après la crise des caisses d'épargne des années 1980, lorsque les banques avaient nettement accru leur exposition sur l'immobilier commercial. Le volume des prêts bancaires au secteur privé, qui avait culminé avant la crise, s'est longtemps contracté (graphique II.13). Ailleurs, au Royaume-Uni notamment, où le secteur bancaire avait connu des difficultés à peu près au même moment, le tassement du crédit avait été plus atténué et le redémarrage plus rapide. Dans d'autres cas, toutefois, comme pendant les crises bancaires du début des années 1990 dans les pays nordiques, la compression avait été plus marquée. Ainsi, en Suède, il en était résulté une diminution substantielle des dépenses des ménages et la part de l'investissement résidentiel dans le produit national brut était tombée d'un sommet de 6½ % en 1991 à 1½ % en 1995.

…dans un contexte défavorable pour les entreprises et les prix des actifs

Chacune de ces crises a été aggravée, en outre, par l'interaction d'une conjoncture défavorable avec une chute des prix des actifs ainsi que par une dégradation brutale de la solvabilité des emprunteurs. L'association du cycle du crédit et d'un cycle des prix de l'immobilier, en particulier, a pesé lourdement sur la valeur des nantissements et sur la dépense globale, tant pendant la phase d'expansion que lors de la contraction de l'activité (chapitre VII). Dans le cycle actuel du crédit, l'ampleur des risques financiers dans plusieurs pays assombrit les perspectives macroéconomiques.

Vulnérabilité des ménages

C'est aux États-Unis, où les problèmes financiers des ménages sont sans doute les plus sérieux, qu'une modification des conditions de prêt devrait avoir le

Secteur non financier : ressources, emplois et ratios clés du bilan

Sauf indication contraire, en % du PIB

	États-Unis		Zone euro		Royaume-Uni	
	1998–2002	2003–2007	1999–2002	2003–2007	1998–2002	2003–2007
Sociétés non financières						
Investissement	8,2	7,1	11,2	11,0	10,5	9,2
Ressources propres	7,6	7,6	8,2	7,7	10,7	10,1
Emprunts nets (intermédiaires)	0,6	1,1	2,6	3,7	6,9	10,2
Émission nette de titres de dette	2,2	1,3	0,9	0,4	3,1	1,1
Émission nette d'actions	–1,1	–3,0	4,8	2,7	8,6	1,4
Encours de la dette	45,5	43,7	76,3	85,3	83,6	108,7
Ménages						
Revenu disponible	73,5	73,7	66,3	65,8	68,9	67,0
Dépense de consommation finale	68,7	70,1	57,5	57,1	62,5	61,5
Investissement résidentiel	3,9	4,7	5,4	5,7	3,0	3,9
Endettement hypothécaire	50,7	70,4	28,3	35,4	56,9	76,5
Endettement total	76,7	97,6	48,5	56,6	72,0	94,3
Actifs financiers	330,6	320,2	186,5	191,7	305,2	280,8
Actifs nets immobiliers[1]	*57,0*	*51,6*	*84,9*[2]	*87,7*[2, 3]	*72,0*	*72,2*[3]

[1] Actifs immobiliers moins dettes immobilières, en % du total des actifs immobiliers. [2] France uniquement : actifs non financiers des ménages comme substitut aux actifs immobiliers. [3] 2003–2006.

Sources : OCDE ; Eurostat ; Datastream ; données nationales. Tableau II.4

Les ménages américains semblent les plus exposés…

plus de conséquences. En gonflant rapidement leur endettement depuis 2002, les ménages ont maintenu leur consommation et leur investissement résidentiel à des niveaux supérieurs à ce que leurs seuls revenus leur auraient permis (tableau II.4). Ce recours accru à l'emprunt a été facilité, dans une large mesure, par l'ascension des prix du logement, et donc des nantissements pour les ménages qui, sinon, n'auraient pas pu emprunter ou auraient obtenu des montants inférieurs. Il faut ajouter à cette possibilité le produit de la vente de logement, les refinancements hypothécaires et les prêts personnels garantis par un bien immobilier. Selon certaines estimations, cette « extraction hypothécaire » aurait financé en moyenne environ 3 % de la consommation des ménages (prenant en compte les remboursements de la dette non hypothécaire) entre 2001 et 2005.

…en raison d'un endettement élevé…

La conjonction d'une épargne faible et d'un endettement élevé constitue une première source de vulnérabilité. Alors que le ratio épargne/revenu disponible se situait à environ 7½ % aux États-Unis en 1992, il avait alors commencé à fléchir avant de chuter au début des années 2000, pour tomber pratiquement à zéro en 2005. Sur cette période, le service de la dette avait sensiblement augmenté, atteignant plus de 14 % du revenu disponible en 2007, ce qui avait accru la vulnérabilité des ménages à tout choc affectant les revenus et les taux d'intérêt. Leurs dépenses vont probablement diminuer cette fois, en raison de l'augmentation de l'endettement et du service de la dette, de la montée du chômage et du durcissement général des conditions de crédit.

…de la dépréciation des logements…

Autre source de vulnérabilité : l'ampleur de la dépréciation effective et attendue de la valeur des logements et autres biens qui, à travers l'effet de

richesse, réduit la capacité d'emprunter pour faire face aux dépenses courantes. Aux États-Unis, l'écart entre l'actif immobilier et la dette correspondante des ménages a sensiblement diminué dernièrement. On estime, en fait, que le pourcentage de ceux dont le patrimoine est négatif est déjà supérieur au maximum observé au Royaume-Uni lors de la contraction du marché du logement au début des années 1990.

...et des emprunts à risque

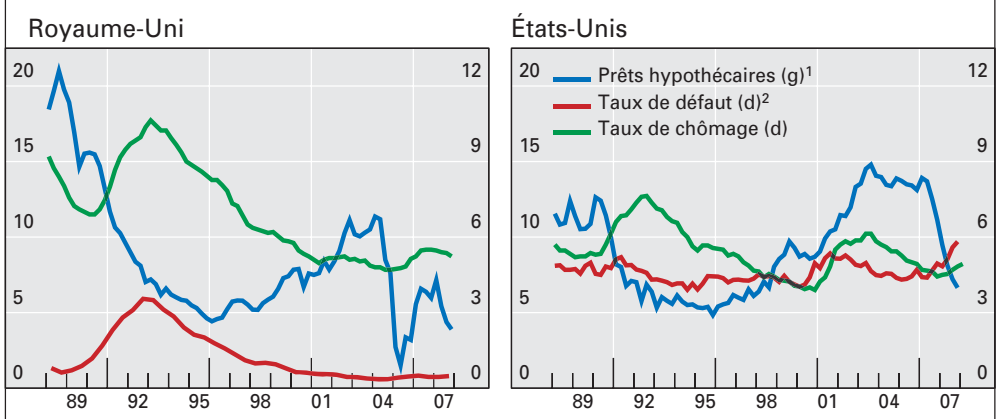
Une troisième vulnérabilité réside dans la proportion des prêts hypothécaires à risque, des crédits fondés sur les revenus déclarés et autres montages hors normes, qui, pendant la phase d'expansion, a été beaucoup plus élevée aux États-Unis que dans les autres économies avancées. La dépréciation des logements et le resserrement du crédit accroissent la probabilité de défaut sur de tels prêts, car les emprunteurs ne disposent guère d'autres ressources financières pour atténuer une baisse de leur revenu ou retarder une saisie de leur bien, ce qui provoque un durcissement supplémentaire des conditions de crédit et comprime encore les dépenses. De plus, en raison d'un grand laxisme des bailleurs de fonds, nombre d'emprunteurs ont pu obtenir des crédits que, même à court terme, ils n'étaient pas en mesure de rembourser, les prêteurs supposant sans doute que leurs clients pourraient se refinancer grâce à l'appréciation des logements. C'est peut-être la raison pour laquelle, aux États-Unis, les défauts de paiement ont commencé à se multiplier bien avant la montée du chômage, alors que, lors des épisodes antérieurs, les deux taux évoluaient plus ou moins parallèlement dans ce pays comme au Royaume-Uni (graphique II.14).

Vulnérabilités davantage maîtrisées au Royaume-Uni...

Au Royaume-Uni, les ménages se sont également massivement endettés, mais moins pour financer leur consommation, laquelle a d'ailleurs diminué en pourcentage du PIB (tableau II.4). Comme les prix des logements montent moins, voire baissent, la part du capital immobilier dans le total des actifs a cessé de s'accroître. D'après les estimations actuelles, très peu de ménages affichent un capital immobilier négatif, mais il reste à savoir jusqu'où ira la dépréciation. Les primo-accédants à la propriété, qui sont généralement

Transmission du durcissement du crédit : perspective historique

En %



[1] Variation sur 1 an. [2] Royaume-Uni : arriérés de paiements d'au moins 6 mois sur des prêts immobiliers résidentiels ; États-Unis : tous arriérés de paiements sur des prêts immobiliers résidentiels.

Sources : Datastream ; données nationales. Graphique II.14

lourdement endettés et dont le service de la dette est beaucoup plus contraignant, risquent d'être plus exposés. Si l'assouplissement des critères d'octroi de prêts hypothécaires n'a pas eu la même ampleur qu'aux États-Unis, ils sont néanmoins devenus moins rigoureux et, jusqu'à récemment, la proportion de ratios prêt/valeur élevés était en augmentation (graphique II.6).

...et mieux encore dans la zone euro

Dans la zone euro, en revanche, la situation financière des ménages demeure globalement solide, grâce à une expansion régulière du patrimoine mesuré et à une progression de l'endettement somme toute modérée. L'absence de boum généralisé de l'immobilier résidentiel, la concentration relativement forte des actifs financiers sur l'obligataire et le recours accru aux hypothèques à taux fixe ont limité la vulnérabilité des ménages en cette période de perturbations des marchés. Avec environ 3 %, la charge d'intérêts moyenne supportée par les ménages de la zone euro reste bien moins lourde que dans d'autres grandes économies avancées.

Des divergences substantielles existent cependant au sein de la zone euro. Dans plusieurs pays, la dette des ménages est passée nettement au-dessus de la moyenne, qui avoisine 60 % du PIB. Fin 2006, les ratios d'endettement dépassaient 120 % aux Pays-Bas, et 80–90 % en Espagne et au Portugal. Dans certains, les conditions d'emprunt ont également été assouplies lors de l'expansion du marché du logement ; en Espagne, par exemple, le ratio prêt/valeur est généralement plus élevé qu'au Canada et au Royaume-Uni. Leur patrimoine étant aujourd'hui fortement axé sur l'immobilier résidentiel, les ménages sont plus sensibles à un resserrement du crédit, surtout s'il en résulte une chute des prix du logement.

Effets potentiels sur les sociétés non financières

Les répercussions sur les entreprises dépendront de leurs besoins de financement extérieur...

L'impact du durcissement des critères de prêt pour les entreprises dépendra de l'ampleur de leurs besoins de financement externe par rapport aux ressources d'origine interne. Dans les grandes économies avancées, les sociétés non financières ont assaini leurs comptes depuis le début de la décennie et leur capacité à générer des fonds en interne reste importante. Aux États-Unis, ces dernières années, les bénéfices non distribués ont permis de faire face aux dépenses d'investissement brutes ; en fait, seuls les rachats d'actions expliquent leurs emprunts. Au Royaume-Uni également, l'investissement brut a été largement couvert par des fonds propres. Il reste à savoir si les entreprises sont en mesure d'atténuer l'incidence du resserrement du crédit sur l'économie. Tout dépendra de l'évolution de leurs bénéfices face au repli conjoncturel, de la possibilité de réduire la distribution de dividendes pour continuer à dégager d'amples excédents en interne ainsi que de la nature du financement externe disponible.

L'épisode actuel de resserrement du crédit se caractérise notamment par le fait que les emprunts à effet de levier, en forte expansion avant les turbulences, se sont davantage contractés que les autres (chapitre VII) ; comme ils ont essentiellement servi à financer des fusions–acquisitions, il est vraisemblable que ces opérations seront plus touchées que l'investissement en capital physique. Néanmoins, le précédent essor du marché des prêts à effet de levier ayant dynamisé les cours boursiers, les possibilités de

financement par actions, relativement moins attrayantes, vont sans doute se réduire du fait de la diminution des fusions–acquisitions.

...du recours à certaines sources de financement...

Dans la zone euro, le recours aux crédits des intermédiaires représente une part relativement importante de l'investissement du secteur non financier, qui sera donc davantage touché qu'aux États-Unis en cas de rationnement du crédit. Les petites et moyennes entreprises, qui disposent d'un accès limité à d'autres sources de financement, en seront les plus affectées. Il est difficile de savoir dans quelle mesure les grosses entreprises pourront se reporter sur le marché des capitaux. Des perturbations sur l'obligataire d'entreprise pénaliseraient davantage les établissements américains que ceux de la zone euro.

...et de la nature des emprunts, avec une vulnérabilité particulière de l'immobilier commercial...

L'immobilier commercial sera sans doute plus affecté que les autres secteurs : l'effet de levier par nantissement est généralement plus élevé que pour les autres catégories d'emprunts commerciaux, et les conditions pour ce type de prêt avaient bénéficié antérieurement d'un assouplissement beaucoup plus marqué. Le durcissement des conditions de crédit annoncé par les banques américaines a été particulièrement prononcé dans ce secteur et la progression de l'endettement hypothécaire s'essouffle déjà.

...en raison de sa sensibilité à la valeur des nantissements

Aux États-Unis, de surcroît, la baisse des prix du foncier induite par celle des prix du logement s'est répercutée sur la valeur des biens non résidentiels (chapitre VII) et, par suite, des nantissements. Dans ce pays, mais dans d'autres probablement aussi, la demande d'immobilier commercial associée à la construction résidentielle (centres commerciaux, par exemple) va sans doute en subir les conséquences.

En résumé, des perspectives économiques mondiales actuellement très incertaines

En résumé, la conjonction actuelle de chocs importants (difficultés des grandes banques, resserrement du crédit, baisse des prix d'actifs et vigueur inattendue des cours des produits de base) a remis en cause la prévision clé d'une poursuite, plus modérée certes, de la croissance mondiale en 2008. Il est difficile de déterminer dans quelle mesure, aux États-Unis comme dans les autres économies avancées, les ménages en situation financière précaire en seront affectés. Une progression substantielle de l'épargne aux États-Unis pourrait entraîner une nouvelle réduction notable du déficit courant, mais au détriment d'un tassement de la demande dans le reste du monde. Dans le même temps, les risques d'inflation n'ont jamais été aussi grands depuis de nombreuses années. S'ils ne diminuent pas rapidement avec le recul de la croissance, il sera nécessaire de revoir l'orientation de la politique monétaire et budgétaire.

III. Économies émergentes

Faits marquants

Les incertitudes entourant les perspectives des économies émergentes (ÉcÉm) se sont accentuées pendant la période examinée. Bien que, l'an dernier, la croissance y ait été encore nettement plus forte que dans le reste du monde, les répercussions possibles des turbulences dans les principaux centres financiers pourraient accentuer le risque d'un ralentissement. Les cours des actions dans bon nombre d'ÉcÉm, en forte hausse pendant la majeure partie de 2007, se sont d'ailleurs affaiblis ces derniers mois, ce qui donne à penser que les anticipations de croissance sont en baisse. Parallèlement, les nouvelles flambées des prix du pétrole et des produits alimentaires ont renforcé les tensions inflationnistes. Comme dans les économies avancées, ces forces divergentes créent un dilemme de taille pour la politique monétaire. Une autre complication vient du fait que nombre d'ÉcÉm s'opposent encore à une appréciation de leur monnaie. De plus, avec le recul des taux américains, les écarts de taux d'intérêt se sont creusés par rapport au dollar. Cela a attiré de nouvelles entrées de capitaux, rendant plus difficile le recours au resserrement monétaire pour maîtriser l'accélération de l'inflation.

Les évolutions dans les économies avancées pourraient aussi poser des défis de taille. Premièrement, un ralentissement marqué aux États-Unis serait préjudiciable aux ÉcÉm qui, même si elles ont fait preuve d'une résistance remarquable jusqu'à présent, dépendent encore largement de la demande extérieure. Deuxièmement, un durcissement des conditions sur les marchés financiers mondiaux réduirait la marge de manœuvre des ÉcÉm qui présentent d'importants déficits courants et de celles qui dépendent des emprunts bancaires à l'étranger.

Évolutions macroéconomiques

Une croissance vigoureuse…

Dans l'ensemble, la croissance dans les ÉcÉm s'est établie à 7,7 % en 2007, ce qui est supérieur au rythme moyen de 7 %, déjà rapide, enregistré en 2003–2006 (tableau III.1). D'après les projections actuelles, elle devrait être de 6,7 % en 2008, malgré le ralentissement marqué dans le monde industrialisé anticipé par les prévisions consensuelles.

…avec des risques d'essoufflement

Conformément à la tendance de ces dernières années, le principal moteur de la croissance économique dans toutes les régions émergentes reste la demande intérieure, témoignant du dynamisme de la consommation privée et de l'investissement (graphique III.1). Les exportations nettes ont aussi apporté des contributions positives à la croissance en Chine et dans d'autres économies de l'Asie émergente, mais négatives en Amérique latine. Une

Croissance, inflation et solde des paiements courants

	PIB réel[1]			Prix à la consommation[1]			Solde des paiements courants[2]		
	2003–2006	2007	2008	2003–2006	2007	2008	2003–2006	2007	2008
Économies émergentes	7,0	7,7	6,7	5,4	5,5	7,0	439	788	803
Asie	8,4	9,2	7,9	3,3	4,2	5,8	238	522	457
Chine	10,5	11,9	10,0	2,1	4,8	6,3	131	372	348
Inde[3]	8,9	8,7	7,7	5,5	4,6	6,0	–2	–15	–23
Autres[4]	5,2	5,8	4,9	3,7	3,0	5,0	109	166	132
Amérique latine	4,5	5,6	4,5	6,3	6,1	6,6	32	27	–10
Brésil	3,4	5,4	4,8	6,4	4,5	5,1	11	3	–22
Mexique	3,4	3,2	2,6	4,1	3,8	4,2	–6	–7	–11
Autres[5]	6,9	7,9	5,9	8,1	10,0	10,6	27	31	23
Europe (hors Russie)	6,1	5,6	4,6	7,3	5,6	7,1	–64	–119	–146
Pologne	4,8	6,5	5,3	1,9	2,4	4,2	–8	–16	–24
Turquie	7,5	4,5	4,0	14,0	8,8	9,7	–20	–38	–45
Autres[6]	5,7	5,9	4,8	5,0	5,0	6,7	–37	–65	–78
Russie	7,1	8,1	7,3	11,7	9,0	12,3	69	80	81
Afrique[7]	5,9	6,3	6,3	7,1	6,3	7,5	11	2	22
Afrique du Sud	4,6	5,1	4,1	3,8	7,1	8,5	–9	–21	–21
Moyen-Orient[7]	6,1	5,8	6,1	6,6	10,4	11,5	151	275	398
G 7	*2,4*	*2,3*	*1,4*	*2,1*	*2,1*	*3,0*	*–478*	*–457*	*–433*

2008 : estimations fondées, pour la plupart, sur les prévisions consensuelles publiées en mai (sauf Europe et Russie). Afrique et Moyen-Orient : prévisions du FMI.

[1] Variation annuelle, en %. Total et groupes : moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 2005. Moyenne sur la période (Amérique latine : inflation en fin de période). [2] En milliards de dollars. Total et groupes : somme des soldes des économies citées. [3] Données de l'année budgétaire commençant en avril ; inflation : prix de gros. [4] Corée, Hong-Kong RAS, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taïwan (Chine) et Thaïlande. [5] Argentine, Chili, Colombie, Pérou et Venezuela. [6] Albanie, Bosnie-Herzégovine, Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Macédoine (ERY), République tchèque, Roumanie, Slovaquie et Slovénie. [7] Groupe défini par le FMI (*Perspectives de l'économie mondiale*).

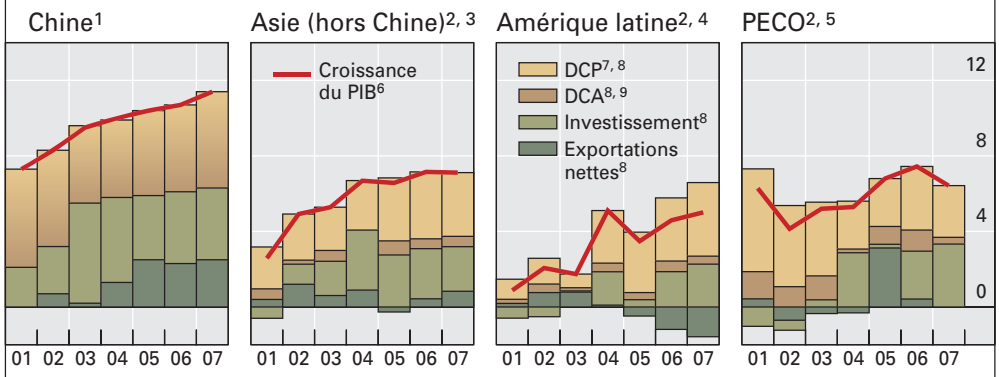
Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale ;* © Consensus Economics ; données nationales. Tableau III.1

question essentielle, qui sera traitée plus loin dans ce chapitre, est de savoir dans quelle mesure l'activité dans les ÉcÉm sera soutenue par une demande intérieure vigoureuse dans un contexte de ralentissement aux États-Unis. En somme, le risque pour les ÉcÉm est celui d'un essoufflement de la croissance.

L'inflation s'accélère et dépasse les objectifs

Dans ces conditions de forte croissance en 2007, la hausse de l'IPC s'est nettement accentuée dans toutes les grandes régions émergentes (graphique III.2). L'accélération de l'inflation, particulièrement manifeste au second semestre, a été la plus prononcée en Asie (le taux d'inflation sur 12 mois y est passé de moins de 3 % à plus de 6 % entre fin 2006 et avril 2008) et en Amérique latine (de 4,1 % à 5,7 %). Dernièrement, l'inflation a dépassé sa limite assignée pour 2008 dans 15 des 17 plus grandes ÉcÉm annonçant des objectifs officiels ou officieux – et largement, pour les cibles informelles, en Chine et en Inde. En Corée et au Mexique, l'inflation est récemment restée supérieure à sa limite ou en est demeurée proche. Des hausses prononcées du taux d'inflation ont été enregistrées dans de nombreux autres pays, notamment en Afrique du Sud, au Chili, en Indonésie, aux Philippines, en République tchèque, en Russie et en Thaïlande. Au Brésil, où l'inflation s'est maintenue à l'intérieur de la fourchette ciblée, de vives accélérations de

Contributions à la croissance du PIB réel



[1] Ventilation entre consommation du secteur privé et des administrations publiques non disponible. [2] Moyenne pondérée des économies citées, sur la base des PIB et PPA de 2005. [3] Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taïwan (Chine) et Thaïlande. [4] Brésil, Chili, Colombie, Mexique et Pérou. [5] Hongrie, Pologne et République tchèque. [6] En %. [7] Dépense de consommation privée. [8] En pts de %. [9] Dépense de consommation des administrations publiques.

Sources : JPMorgan Chase, *World Financial Markets* ; données nationales. Graphique III.1

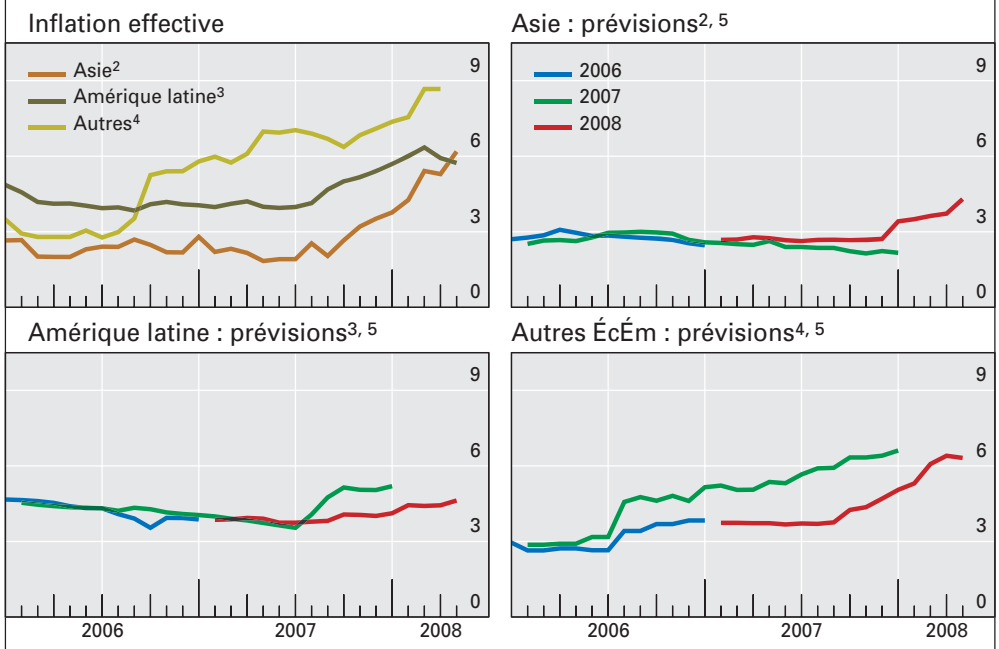
l'inflation IPC (effective et projetée) ont fait craindre que le haut de la fourchette ne soit dépassé à la fin de 2008.

Des prévisions d'inflation en hausse...

En 2007, les prévisions d'inflation pour 2008 se sont inscrites en hausse en Amérique latine, en Asie et dans d'autres ÉcÉm (graphique III.2), après une longue période de stabilité générale de ce genre de prévisions. Ces révisions

Hausse des prix à la consommation

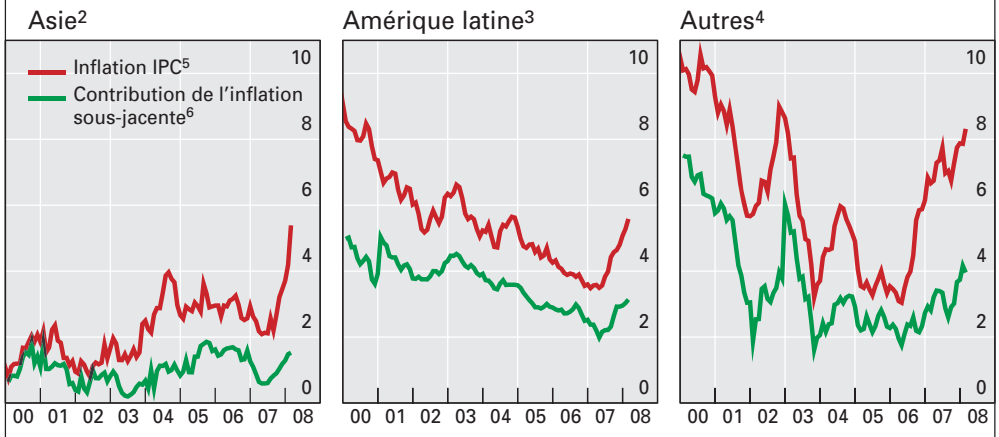
Variation annuelle, en %[1]



[1] Médiane des économies du groupe. [2] Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taïwan (Chine) et Thaïlande. [3] Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. [4] Afrique du Sud, Arabie Saoudite, Hongrie, Pologne, République tchèque, Russie et Turquie. [5] Prévisions consensuelles ; taux d'inflation en moyenne sur l'année (Amérique latine et Russie : en fin d'année) ; les observations sont représentées au mois de publication de la prévision.

Sources : FMI ; © Consensus Economics ; données nationales. Graphique III.2

Inflation IPC et inflation sous-jacente[1]



[1] Médiane des économies du groupe. [2] Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taïwan (Chine) et Thaïlande ; Inde : prix de gros. [3] Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. [4] Afrique du Sud, Hongrie, Pologne, République tchèque, Russie et Turquie. [5] En %. [6] IPC hors alimentation et carburants ; en pts de %.

Sources : OCDE ; CEIC ; Datastream ; données nationales. Graphique III.3

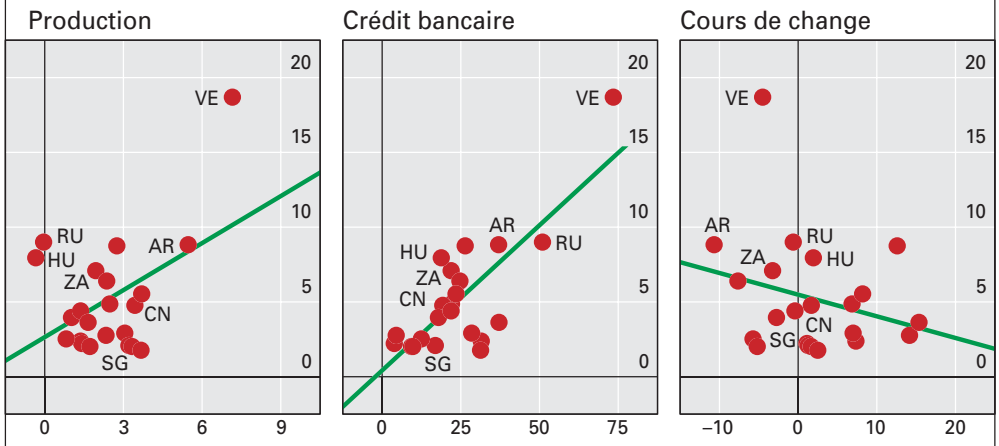
reflètent sans doute une interaction entre augmentations salariales, anticipations de nouvelles montées des prix des produits alimentaires et de l'énergie, et tensions liées à la demande.

...pourraient refléter des augmentations salariales...

Les tendances salariales dans les ÉcÉm sont difficiles à évaluer en raison de l'absence de données comparables d'un pays à l'autre. Des signes témoignent, cependant, d'augmentations salariales plus rapides dans certaines grandes économies. Par exemple, la hausse annuelle des salaires a dépassé 10 % en Chine, s'établissant en moyenne à 14,4 % en 2001–2006

Inflation : déterminants possibles, 2007[1]

En %



AR = Argentine ; CN = Chine ; HU = Hongrie ; RU = Russie ; SG = Singapour ; VE = Venezuela ; ZA = Afrique du Sud. Autres économies représentées : Brésil, Chili, Colombie, Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaysia, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, République tchèque, Thaïlande et Turquie.

[1] En abscisse : respectivement écart de la production par rapport à sa tendance calculée par le filtre de Hodrick-Prescott, progression du crédit bancaire et variation du cours de change effectif nominal (une augmentation indique une appréciation) ; en ordonnée : inflation IPC (Inde : prix de gros).

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* ; données nationales ; calculs BRI. Graphique III.4

et atteignant 17,7 % au troisième trimestre 2007. Cela reflète non seulement les tensions exercées par la demande, qui alimentent les revendications salariales, mais aussi des changements structurels, notamment le relèvement des salaires minimums et la nouvelle législation du travail qui a renforcé les droits contractuels des travailleurs. En Inde, des enquêtes auprès du secteur privé montrent des progressions supérieures à 10 % ces dernières années, tandis que d'importants ajustements des traitements des fonctionnaires ont également été proposés.

...l'anticipation d'une inflation persistante...

On peut s'attendre à une élévation persistante du taux d'inflation IPC, pour deux raisons. D'abord, on ne perçoit pas de signes concordants d'une modération de la montée des prix des produits alimentaires et de l'énergie, lesquels entrent souvent pour une bonne part dans l'indice des prix IPC (*infra*). Ensuite, le taux d'inflation structurel, mesuré hors alimentation et énergie, a lui-même commencé d'augmenter dans toutes les régions émergentes, vers le second semestre 2007 (graphique III.3) ; sa contribution médiane à l'inflation IPC est de 2,5 points de pourcentage au début de 2008, pour un taux d'inflation IPC à 6,3 %.

...et des tensions liées à la demande

Un certain nombre d'indicateurs donnent à penser que les tensions liées à la demande ont, elles aussi, beaucoup contribué à l'inflation dans les ÉcÉm. Bien que l'analyse des corrélations simples appelle une interprétation prudente, l'inflation a été souvent plus marquée dans les pays où la production réelle s'est située au-dessus de son évolution tendancielle estimée (graphique III.4, cadre de gauche) ou dans ceux où la croissance du PIB a été plus rapide (non représenté). L'inflation a aussi été fréquemment supérieure dans les pays affichant une expansion rapide du crédit et où le cours de change s'est moins apprécié (graphique III.4, cadres du milieu et de droite) – évolutions qui, comme nous le verrons plus loin, semblent dues en partie à une orientation souple de la politique monétaire et à des interventions massives sur les changes.

Évolution des cours des produits de base

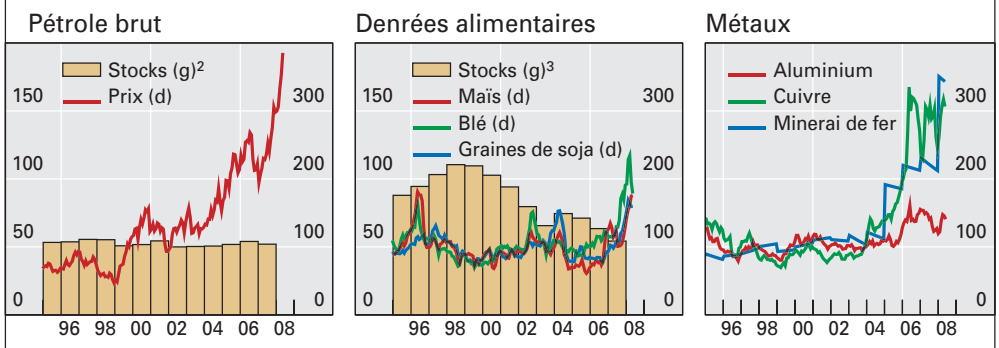
L'augmentation des cours des produits de base...

Les cours des produits de base se sont inscrits en hausse dans le courant de la décennie, mais surtout ces deux dernières années. Après un recul temporaire en 2006, les cours du pétrole ont augmenté, en dollars, de 47 % en 2007 ; début mai 2008, ils avaient encore progressé de 29 %. Les prix des denrées alimentaires, comme les céréales et les oléagineux (mais aussi le riz, qui ne donne pas lieu à un important négoce international), ont flambé depuis mi-2006. Les cours des métaux ont suivi des évolutions plus diverses, mais de vives hausses des cours du cuivre et du minerai de fer ont également été constatées (graphique III.5).

...témoigne du dynamisme de la demande mondiale

Cette ascension prolongée des cours de certains grands produits de base résulte d'une hausse persistante de la demande, qui n'a pas été satisfaite par un accroissement correspondant de l'offre. Du côté de la demande, les conditions monétaires relativement souples dans le monde ont soutenu une croissance économique généralement robuste. Ce phénomène a été renforcé par la dépréciation du dollar, ces dernières années, qui a contribué à la hausse

Cours des produits de base[1]



[1] Cours en dollars, corrigés des prix à lexportatio n en termes de dollars, des produits manufacturés dans les économies avancées ; 1994–2004 = 100. [2] Total des stocks à terre dans les pays OCDE, à l'exclusion des stocks détenus ou contrôlés par l'État ; en jours de demande projetée. [3] Stocks mondiaux agrégés (maïs, blé et graines de soja) ; en jours de consommation.

Sources : Agence internationale de l'énergie ; FMI ; BRI. Graphique III.5

des cours en dollars des produits de base. Selon une récente estimation du FMI, une dépréciation de 1 % du dollar en termes effectifs nominaux entraîne, en un an, un renchérissement du cours du pétrole en dollars de plus de 1 %. Un autre déterminant majeur de la demande de produits de base aura été l'industrialisation très rapide de pays hors OCDE, notamment la Chine et, plus récemment, l'Inde. Du côté de l'offre, un certain nombre de contraintes, notamment des retards dans le développement des capacités de production et la hausse des coûts de production, ont également joué un rôle.

Des subventions soutiennent la demande de pétrole…

Les évolutions sur les marchés du pétrole et des denrées alimentaires illustrent certaines de ces tendances. S'agissant du pétrole, la demande mondiale a crû en moyenne d'environ 1,6 % par an durant la décennie, mais la progression est de 6,7 % pour la Chine. La part de ce pays dans la demande mondiale de pétrole dépasse désormais celle de la Corée et du Japon réunis et se rapproche de celle des pays OCDE de la région Pacifique (tableau III.2). La demande de pétrole dans les ÉcÉm a été soutenue par des subventions publiques, destinées à protéger les consommateurs de la hausse des prix et à favoriser le développement de certains secteurs manufacturiers (par exemple,

Demande mondiale de pétrole[1]

	Monde	Amérique du Nord[2]	Europe OCDE[3]	Pacifique OCDE[4]	Chine	Reste du monde
1991–2000	1,4	1,4	0,9	1,8	7,6	0,5
		(30,5)	(20,2)	(11,6)	(6,3)	(31,3)
2001–2007	1,6	1,3	–0,2	–1,1	6,7	2,8
		(29,8)	(17,8)	(9,6)	(8,8)	(34,0)

[1] Variation annuelle moyenne, en % ; entre parenthèses : part, en %, de la demande mondiale de pétrole en fin de période. [2] Canada, États-Unis et Mexique. [3] Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, France, Grèce, Hongrie, Irlande, Islande, Italie, Luxembourg, Norvège, Pays-Bas, Pologne, Portugal, République tchèque, Royaume-Uni, Slovaquie, Suède, Suisse et Turquie. [4] Australie, Corée, Japon et Nouvelle-Zélande.

Sources : Agence internationale de l'énergie ; OCDE. Tableau III.2

l'automobile). Dans plusieurs ÉcÉm – dont la Chine, l'Inde, l'Indonésie et la Malaysia, ainsi qu'en Amérique latine et au Moyen-Orient –, les pouvoirs publics continuent de subventionner la consommation d'énergie au niveau de la distribution de détail.

...dont l'offre est limitée

Alors même que la demande s'accroissait, les contraintes d'offre dans certains pays ont gonflé les cours du pétrole, malgré l'augmentation de l'offre par l'OPEP. Selon les projets d'investissement actuels, la capacité de production de l'Arabie Saoudite devrait être portée de 10,5 millions de barils par jour (mb/j) en 2005 à 12,5 mb/j en 2009. En revanche, l'offre des pays hors OPEP a été freinée par des considérations de coût. Pour les quatre plus grandes entreprises pétrolières privées hors OPEP, le coût du développement de nouveaux gisements s'est alourdi de 45–70 % sur la période 2003–2006 ; le coût d'une hausse de la production est bien plus élevé pour ces entreprises que pour celles d'Arabie Saoudite ou des États-Unis. La capacité excédentaire globale dans l'industrie du pétrole est tombée de 5 mb/j en 2000 à un creux de 1 mb/j en 2005, avant de se redresser un peu à 2,2 mb/j en 2007. Les études montrent que la faiblesse de la capacité excédentaire contribue au renchérissement du pétrole. Elle limite la possibilité d'augmenter la production pour compenser les tensions de la demande ou surmonter des dérèglements de l'offre. Elle oblige également à détenir des stocks plus importants pour lisser les fluctuations des prix. Or, les stocks mondiaux sont, dans l'ensemble, restés stables depuis le début des années 1990 (graphique III.5, cadre de gauche). Ce facteur de renchérissement a été renforcé par les tensions géopolitiques et la baisse des stocks moyens de pétrole dans certains pays gros consommateurs.

Demande alimentaire stimulée par une croissance rapide

S'agissant des denrées alimentaires, la forte croissance du PIB dans les ÉcÉm, ces dernières années, a gonflé la demande. Des changements structurels ont accentué cette influence. Par exemple, la hausse du revenu par habitant, notamment en Chine, a entraîné une augmentation de la demande de céréales, en particulier pour nourrir les animaux d'élevage. Selon les estimations de l'Organisation des Nations Unies pour l'alimentation et l'agriculture (FAO), la consommation de céréales par habitant dans les pays en développement a augmenté de 20 % de 1962 à 2003, tandis que celle de viande triplait. L'incidence de la demande sur le cours des céréales est amplifiée du fait que, selon certaines estimations, il faut de deux à cinq fois plus de céréales, à calories égales, pour produire de la viande. En 2002, environ un tiers de la production mondiale de céréales a servi à l'alimentation d'animaux de boucherie. Par ailleurs, les pouvoirs publics ont aussi stimulé la demande de produits agricoles. En particulier, les subventions accordées pour la production de biocarburants ont développé la demande de maïs et de soja, ce qui a entraîné un renchérissement d'autres cultures vivrières, en partie délaissées à leur profit.

L'action publique limite l'offre alimentaire

Du côté de l'offre, l'urbanisation a réduit la superficie consacrée à l'agriculture dans certaines ÉcÉm. L'augmentation des prix du pétrole et du gaz a en outre entraîné une hausse du coût des engrais et du transport. Les politiques des pouvoirs publics dans les économies avancées, y compris le gel de terres agricoles pour soutenir les prix, continuent de limiter les réactions de

la production à une poussée de la demande. Enfin, la baisse des stocks a renforcé les tensions sur les prix (graphique III.5, cadre du milieu). Les contraintes d'offre ont été particulièrement évidentes pour le blé, dont la culture a pâti de mauvaises conditions en 2006–2007, même si ces conditions se sont récemment améliorées.

Les facteurs structurels continueront de soutenir les cours des produits de base

La cherté des produits de base va-t-elle perdurer ? À court terme, le ralentissement de la croissance aux États-Unis tendra à inverser les récentes envolées des cours, ou du moins à tempérer d'autres augmentations. Cela étant, les cours resteront soutenus tant que la croissance des ÉcÉm, Chine en particulier, se maintiendra à son rythme rapide. Le récent abaissement des taux d'intérêt aux États-Unis favorise également la cherté des produits de base. Cet effet sera amplifié si les conditions restrictives du crédit sur les marchés mondiaux devaient s'assouplir comme prévu. À moyen terme, certains facteurs structurels de la demande évoqués précédemment, telle la mutation économique en Chine et en Inde, semblent devoir persister. Les facteurs et les contraintes liés à l'offre mentionnés plus haut (par exemple le renchérissement des productions agricole et pétrolière) vont vraisemblablement, eux aussi, influencer la détermination des cours des produits de base pendant encore un certain temps.

Soldes extérieurs et flux de capitaux

Excédents courants, sauf en Afrique du Sud et dans les PECO

Les ÉcÉm dans leur ensemble ont continué de dégager des excédents des paiements courants et de recevoir des entrées nettes de capitaux privés en 2007. L'excédent courant a encore augmenté en Asie, pour atteindre environ 6½ % du PIB régional, et il s'est légèrement contracté en Amérique latine, ne représentant plus qu'environ ¾ % du PIB. L'excédent des exportateurs de pétrole du Moyen-Orient s'est maintenu à environ 20 % du PIB, tandis que celui de la Russie est retombé à moins de 6 %. À l'opposé, en Afrique du Sud et dans les pays d'Europe centrale et orientale (PECO), le déficit s'est creusé, respectivement à 7¼ % et à 6½ % du PIB. Les principales régions affichant un excédent en 2007 sont donc demeurées l'Asie (avec $520 milliards) et le Moyen-Orient ($275 milliards) – la Russie étant aussi à signaler ($80 milliards) – tandis que les principales régions déficitaires ont été l'Afrique du Sud et les PECO, avec un déficit combiné de $140 milliards (tableau III.1).

Faible incidence des turbulences

Jusqu'à présent, l'incidence des turbulences financières dans les économies avancées et du ralentissement de l'activité aux États-Unis sur les soldes des paiements courants des ÉcÉm a été atténuée par la vigueur de la demande provenant d'autres régions. La demande soutenue émanant d'Europe et du Moyen-Orient a favorisé le gonflement des excédents de l'Asie. Les exportations d'Amérique latine, de Russie et du Moyen-Orient ont bénéficié de la fermeté persistante des cours des produits de base. Dans les PECO, le dynamisme de la consommation et de l'investissement, en partie associé à une solide croissance dans la zone euro, a stimulé les importations et aidé à accroître les capacités en vue d'une future expansion des exportations.

Capitaux privés : entrées nettes en hausse…

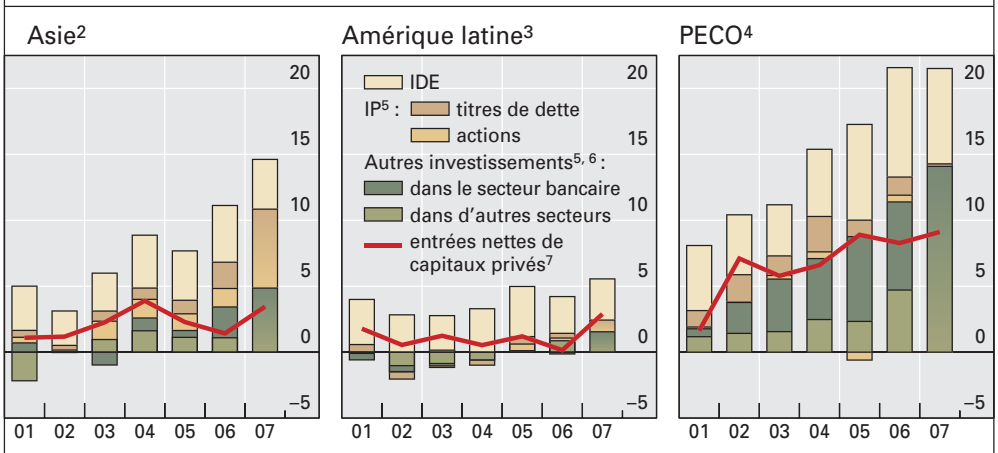
Les turbulences sur les marchés financiers mondiaux n'ont pas encore exercé d'effet significatif sur les flux de capitaux privés vers les ÉcÉm. Les entrées *nettes* de capitaux privés (entrées brutes moins sorties brutes sous forme d'investissement direct étranger – IDE –, d'investissement de portefeuille ou d'autres investissements) ont augmenté en moyenne de plus de 2 points de pourcentage en 2007 (atteignant 3½ % du PIB régional), de près de 2¾ points en Amérique latine (2,9 % du PIB), et de ¾ point dans les PECO (9 % du PIB) (graphique III.6). Les tensions macroéconomiques potentielles liées aux entrées de capitaux sont donc restées globalement élevées dans les PECO, mais plus modérées en Amérique latine et en Asie.

…et entrées brutes encore importantes

Les informations sur les flux nets de capitaux privés ne suffisent pas pour analyser la stabilité macroéconomique et financière : il faut les compléter par un examen du volume et de la composition des entrées *brutes*. Celles-ci ont continué de croître en 2007, mais à un rythme moins soutenu que les années antérieures. En Asie, elles ont représenté en moyenne près de 15 % du PIB en 2007 (graphique III.6, cadre de gauche), soit un niveau proche de celui d'avant la crise de 1997–1998, et pourtant la région affiche à présent un gros excédent courant. En Amérique latine, les entrées brutes de capitaux privés ont augmenté, passant d'environ 1 % du PIB en 2002 à près de 6 % en moyenne en 2007 (graphique III.6, cadre du milieu), non loin des sommets historiques du début des années 1990. Dans les PECO, les perspectives ouvertes par l'adhésion à l'Union européenne ont stimulé les entrées brutes de capitaux privés, les portant à près de 20 % du PIB en moyenne (graphique III.6, cadre de droite), un niveau sans précédent dans l'histoire récente des ÉcÉm. Les PECO accueillent ainsi environ 28 % des capitaux privés bruts acheminés vers les ÉcÉm (contre quelque 10 % au milieu des années 1990) ; l'Amérique latine

Entrées brutes de capitaux privés : composantes[1]

En % du PIB



[1] Moyenne simple des économies citées. [2] Chine, Corée, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour et Thaïlande. [3] Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. [4] Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Slovénie et Turquie. [5] IP = investissement de portefeuille. 2007 : ventilation non disponible. [6] Les chiffres négatifs indiquent une baisse des actifs nationaux détenus par des investisseurs étrangers. [7] Total par région, en % du PIB régional.

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

Graphique III.6

reçoit environ 11 % (contre 25 %) ; l'Asie émergente un peu moins de 50 % (contre 63 %) ; et les autres ÉcÉm environ 11 % (contre 2 %).

Recul de la part de l'IDE et vive expansion des apports aux banques

La composition des entrées brutes de capitaux privés dans les ÉcÉm a changé ces cinq dernières années et ressemble à présent davantage à celle qui prévalait vers le milieu de la décennie précédente. La part de l'IDE a reculé à environ 40 % en moyenne en 2007, contre 90 % en 2002, tandis que la part des entrées d'investissements de portefeuille a doublé, pour atteindre environ 20 %. Cependant, la plus forte augmentation concerne les « autres investissements » à destination des banques et du secteur privé non bancaire, dont la part est passée de pratiquement rien en 2002 à plus de 40 % en 2007.

Augmentation des créances bancaires transfrontières

Les statistiques bancaires territoriales BRI permettent de mieux comprendre la nature de ces « autres investissements ». Les créances transfrontières des banques déclarantes BRI sur les ÉcÉm ont été estimées à $2 600 milliards en 2007 (tableau III.3), soit une augmentation de $1 600 milliards en cinq ans. L'Asie émergente et les PECO ont bénéficié de la majeure partie de ces entrées, qui ont été bien plus importantes, pour les PECO, en termes de PIB (32 %) ; ceux-ci sont donc exposés à des risques significatifs en cas de retournement de ces flux bancaires.

Nette élévation des sorties brutes de capitaux privés…

Tandis que les entrées brutes de capitaux privés augmentaient, les *sorties* brutes de capitaux privés ont dépassé les pics historiques en 2007 et se sont inscrites entre quelque 4½ % du PIB pour l'Amérique latine et plus de 14 % du PIB pour l'Asie (graphique III.7). Cette forte progression est surtout due à des achats de titres de dette étrangers, en particulier par l'Asie émergente, et à des sorties d'IDE, qui se sont sensiblement accrues dans les trois régions. Les sorties de capitaux privés sont, en outre, réparties de façon plus équilibrée entre leurs composantes. La part de l'IDE a augmenté, atteignant 25 % en moyenne pour l'ensemble des ÉcÉm en 2007, contre moins de 20 % en 2002 ;

Crédit transfrontière et crédit intérieur

	Créances transfrontières des banques déclarantes BRI sur les économies émergentes[1]				Crédit intérieur au secteur privé[2]	
	En milliards de dollars		En % du PIB			
	2002	2007	2002	2007	2002	2007
Économies émergentes[3]	1 043	2 631	16,6	19,1	50,9	66,4
Secteur bancaire	647	1 604	10,3	11,6	.	.
Asie[4]	604	1 374	18,6	20,6	97,9	95,2
Secteur bancaire	486	1 010	14,9	15,1	.	.
Amérique latine[5]	233	350	15,1	11,1	32,2	39,5
Secteur bancaire	77	137	5,0	4,3	.	.
PECO[6]	121	599	16,5	32,2	25,7	54,7
Secteur bancaire	49	299	6,7	16,1	.	.

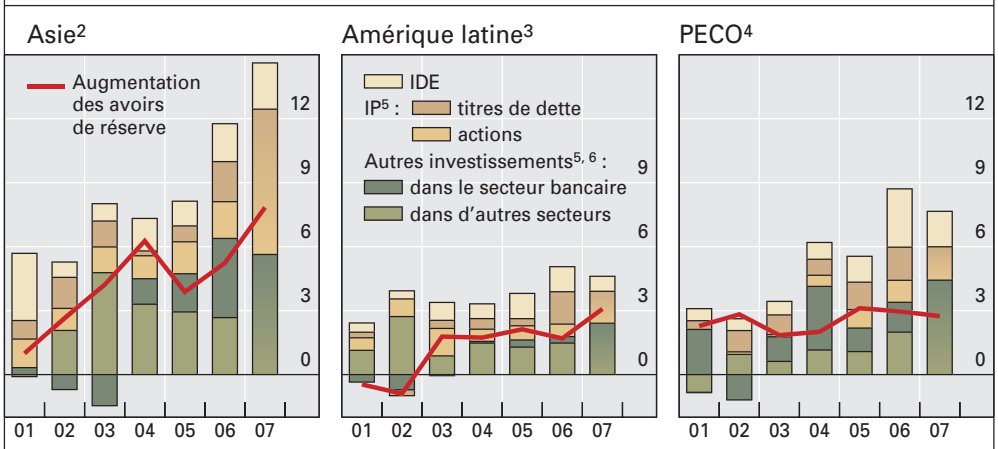
[1] Positions extérieures (encours) des banques déclarantes vis-à-vis des pays cités, sur la base du pays de résidence. [2] Économies citées, sauf Colombie, Israël, Pérou et Venezuela. [3] Économies citées, plus Afrique du Sud, Arabie Saoudite, Israël et Russie. [4] Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour et Thaïlande. [5] Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. [6] Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Slovaquie, Slovénie et Turquie.

Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* ; données nationales ; BRI, statistiques bancaires territoriales.

Tableau III.3

Sorties brutes de capitaux privés et augmentation des réserves officielles[1]

En % du PIB



[1] Moyenne simple des économies citées. [2] Chine, Corée, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour et Thaïlande. [3] Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. [4] Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Slovénie et Turquie. [5] 2007 : ventilation non disponible. [6] Les chiffres négatifs indiquent une baisse des actifs étrangers détenus par des investisseurs nationaux.

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

Graphique III.7

celle des investissements de portefeuille a dépassé 40 % (contre 30 %) ; et celle des autres investissements est revenue à 35 % (contre plus de 50 %).

...surtout en Asie

Les sorties brutes de capitaux privés destinés à l'achat de titres de dette ont augmenté de près de 1 % du PIB par an en moyenne depuis 2002. Pour les trois quarts environ, elles proviennent d'investisseurs privés d'Asie, de Chine en particulier. On notera qu'une bonne part de ces investisseurs « privés » sont en fait des entités sous contrôle public. En Chine, par exemple, ils comprennent les grandes banques commerciales, dont l'État est l'actionnaire majoritaire.

Importance des fonds souverains

Les fonds souverains d'un certain nombre d'ÉcÉm sont aussi de gros investisseurs institutionnels à l'étranger et leur importance s'est accrue récemment. On dispose cependant de peu d'informations sur certains fonds (surtout les plus grands) et les estimations concernant leur croissance et leur taille globale varient considérablement. De plus, on ne sait pas bien si ces fonds sont classés comme investisseurs publics ou privés dans les statistiques officielles. En 2007 et au début de 2008, les fonds souverains de Chine, de Singapour et de plusieurs pays du Moyen-Orient se sont engagés à recapitaliser, à hauteur de quelque $80 milliards, des institutions financières en difficulté aux États-Unis et en Europe. Si les fonds souverains des ÉcÉm plaçaient à l'étranger la totalité de leurs ressources – proches de $2 000 milliards en 2007, selon les estimations –, ils posséderaient près de 25 % des actifs étrangers détenus par les secteurs public et privé (ou 40 % des actifs étrangers détenus par le seul secteur privé) des ÉcÉm en 2007.

Accroissement des réserves de change

Cette augmentation des sorties de capitaux statistiquement classés comme *privés* pour l'achat de titres de dette vient s'ajouter à d'importantes sorties de capitaux *officiels* sous la forme d'un accroissement des réserves de

change. Les réserves officielles ont augmenté en moyenne de 4–6 % du PIB par an ces dernières années en Asie émergente (graphique III.7, cadre de gauche) ; en Amérique latine et dans les PECO, elles ont progressé de 2–3 % (cadres du milieu et de droite).

Réactions des autorités

Confrontées aux risques opposés d'un ralentissement mondial et d'une accélération de l'inflation, ainsi qu'à des tensions indésirables sur leur cours de change dues à d'importantes entrées de devises, les autorités des ÉcÉm ont eu recours à divers instruments : ajustement des taux d'intérêt, interventions sur les changes, modification de la réglementation sur les mouvements de capitaux, ajustement de la politique budgétaire et durcissement de la réglementation prudentielle. Dans bien des cas, leurs choix ont été le résultat de compromis difficiles.

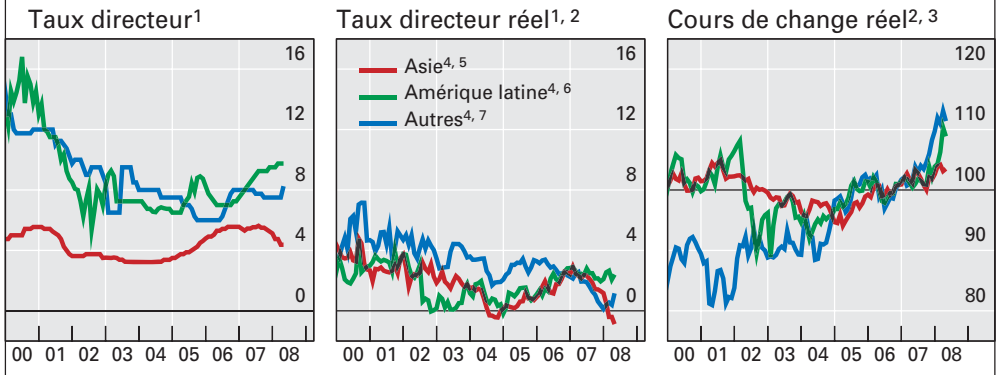
Relèvement modéré des taux directeurs…

Devant ces risques opposés, les autorités monétaires des ÉcÉm ont réagi différemment à l'intensification des tensions inflationnistes. De mi-2007 à début 2008, le niveau médian des taux directeurs ou interbancaires à court terme a augmenté en Amérique latine (de 50 pb). Les taux se sont aussi tendus en Europe centrale, en Afrique du Sud et en Russie, mais ils ont diminué en Turquie. En Asie, les taux ont baissé, dans l'ensemble (graphique III.8, cadre de gauche), en raison de la détente des taux directeurs ou des taux à court terme à Hong-Kong RAS, en Indonésie et aux Philippines. En Chine, la banque centrale a relevé les taux des dépôts et des crédits bancaires à 1 an en 2007, mais les taux interbancaires à court terme sont restés relativement faibles. Plus récemment, l'accentuation des tensions inflationnistes a donné lieu à des hausses de taux dans un certain nombre d'ÉcÉm.

…qui s'est traduit par une baisse des taux réels

Comme les relèvements ont été limités en termes nominaux, les taux directeurs ou à court terme ont baissé en termes réels en Asie (où ils se situent

Conditions monétaires



[1] En %. Chine : taux des prêts 1 an ; Singapour et Venezuela : taux du marché monétaire. [2] En termes de prix à la consommation. [3] En termes effectifs ; 2006 = 100 ; une augmentation indique une appréciation. [4] Médiane des économies du groupe. [5] Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taïwan (Chine) et Thaïlande. [6] Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. [7] Afrique du Sud, Arabie Saoudite, Hongrie, Pologne, République tchèque, Russie et Turquie.

Sources : FMI ; Bloomberg ; BRI. Graphique III.8

pratiquement à zéro) et dans d'autres ÉcÉm (graphique III.8, cadre du milieu). La réticence de nombreuses ÉcÉm à relever plus énergiquement les taux directeurs s'explique en partie par la crainte d'attirer des entrées plus importantes de capitaux et d'accentuer ainsi les tensions à la hausse sur la monnaie. Cela étant, les cours de change réels ont tout de même sensiblement augmenté, de manière générale, ce qui a contrebalancé l'assouplissement des conditions monétaires résultant du faible niveau des taux d'intérêt réels (graphique III.8, cadre de droite).

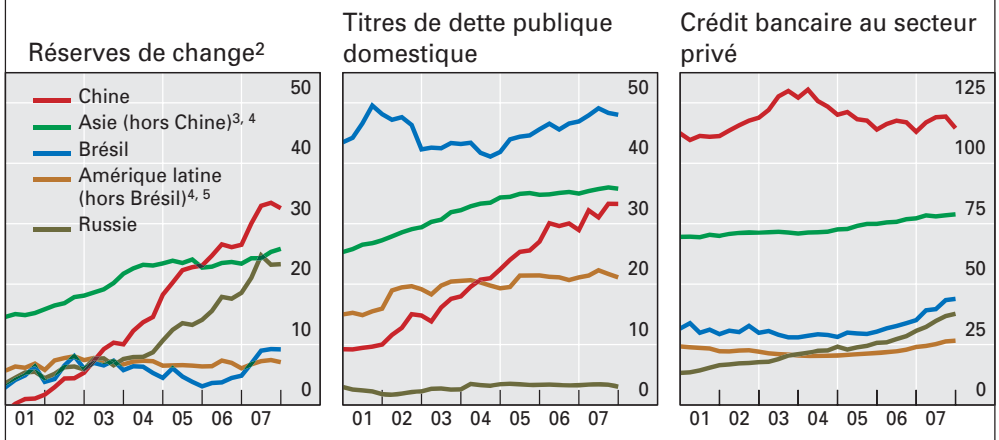
Interventions massives sur les changes…

La volonté de contrer l'appréciation de la monnaie a aussi conduit à des interventions massives et prolongées sur les changes, comme en témoigne l'augmentation des réserves officielles. Celles-ci se sont globalement accrues de plus de $1 000 milliards en 2007 (contre $620 milliards en 2006), pour dépasser $4 000 milliards en fin d'année ; elles ont continué à s'accroître rapidement durant les premiers mois de 2008. Leur progression a souvent été forte, notamment au Brésil, en Chine, en Inde et en Russie (graphique III.9, cadre de gauche, voir aussi chapitre V).

…qui se sont répercutées sur les bilans des banques…

Toutes choses égales par ailleurs, l'accumulation de réserves de change tend à accroître la base monétaire et à assouplir les conditions monétaires. Pour éviter un tel assouplissement, les banques centrales stérilisent leurs interventions sur les changes. De nombreuses ÉcÉm l'ont fait en émettant des titres de dette de différentes échéances (et parfois, notamment en Chine et en Inde, en augmentant les coefficients de réserves obligatoires). La stérilisation est rarement complète, cependant, et un assouplissement des conditions monétaires ou de crédit est généralement inévitable. Les bilans des banques commerciales ont en fait connu une expansion spectaculaire dans quelques cas, reflétant parfois l'augmentation des dépôts auprès de la banque centrale, qui peut être associée à la faiblesse des taux d'intérêt évoquée précédemment. En outre, la liquidité des bilans des banques s'est élevée, car le volume des titres d'État qu'elles détiennent en portefeuille a augmenté. Ces évolutions

Réserves de change, titres de dette et crédit bancaire[1]



[1] En % du PIB. [2] À l'exclusion de la monnaie en circulation. [3] Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taïwan (Chine) et Thaïlande. [4] Moyenne pondérée des économies citées, sur la base des PIB et PPA de 2005. [5] Argentine, Chili, Colombie, Mexique et Pérou.

Sources : CEIC ; Datastream ; données nationales ; calculs BRI. Graphique III.9

ont contribué à une vive expansion du crédit bancaire au secteur privé, équivalente ou supérieure à la croissance nominale du PIB, elle-même rapide (graphique III.9, cadre de droite). Par exemple, de 2005 à 2007, le crédit au secteur privé s'est accru à un rythme annuel de 29 % en Amérique latine, 25 % en Inde et 17 % en Chine.

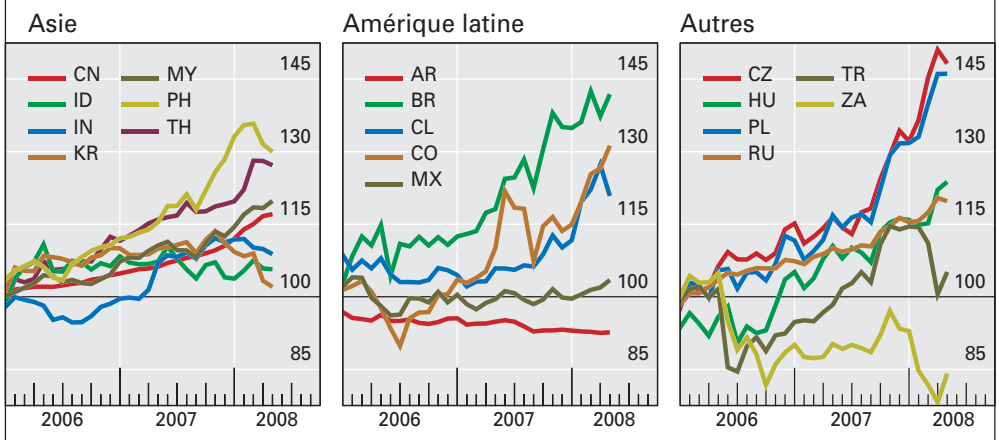
…exposant les banques centrales à des risques de taux et de change

Cette expansion massive des réserves de change n'a pas seulement eu une incidence sur les portefeuilles des banques commerciales ; elle a aussi accentué l'exposition des banques centrales (ou des États) à des pertes liées à la variation des écarts de taux avec l'étranger et aux fluctuations de change. Le recul substantiel du taux des fonds fédéraux aux États-Unis depuis le second semestre 2007 a creusé l'écart entre taux domestiques et taux américains ; bon nombre de banques centrales sont ainsi exposées à des pertes opérationnelles sur leurs avoirs en réserves de change financées par l'émission de titres domestiques. En avril 2008, l'écart de taux médian s'était accru à 1,1 point de pourcentage pour l'Asie émergente, 7,5 points pour l'Amérique latine et 6,6 points pour les autres ÉcÉm. De plus, la forte dépréciation du dollar par rapport à bon nombre de monnaies des ÉcÉm a entraîné des pertes de valorisation sur les réserves de change. Même si l'on tient compte d'une certaine diversification de la composition des réserves et du fait que celles-ci comprennent des euros (qui s'apprécient), les effets de valorisation depuis août 2007 ont dû être très importants. Ces pertes peuvent compliquer encore le recours à un resserrement monétaire pour contrer l'accélération de l'inflation.

Plus grande flexibilité du change

Diverses ÉcÉm ont réagi aux tensions associées aux importantes entrées de capitaux en autorisant une plus grande flexibilité du change (graphique III.10). Cette politique a contribué à un mouvement de désinflation. Elle semble aussi, dans certains cas (par exemple en Afrique du Sud, en Pologne et en Turquie), avoir découragé les entrées spéculatives à court

Évolution des cours de change[1]



AR = Argentine ; BR = Brésil ; CL = Chili ; CN = Chine ; CO = Colombie ; CZ = République tchèque ; HU = Hongrie ; ID = Indonésie ; IN = Inde ; KR = Corée ; MX = Mexique ; MY = Malaysia ; PH = Philippines ; PL = Pologne ; RU = Russie ; TH = Thaïlande ; TR = Turquie ; ZA = Afrique du Sud.

[1] En dollars des États-Unis par unité de monnaie locale ; 2005 = 100.

Sources : données nationales. Graphique III.10

terme en exposant les intervenants des marchés au risque de change. En revanche, dans d'autres pays (dont l'Indonésie, la République tchèque et la Slovaquie), l'appréciation de la monnaie s'est accompagnée d'entrées de capitaux supplémentaires, anticipant sans doute une poursuite de l'appréciation.

Contrôles assouplis sur les sorties de capitaux…

Plusieurs pays ont fait face aux tensions liées aux entrées de fonds en ajustant la réglementation des mouvements de capitaux. Certains ont assoupli les contrôles sur les sorties : par exemple, la Chine, l'Inde et la Russie ont libéralisé davantage, en 2007, leur réglementation sur les investissements des résidents en titres étrangers. La récente envolée des investissements du secteur privé chinois en titres de dette étrangers semble en partie liée à cette initiative. Quelques pays, par exemple le Brésil et la Colombie, ont réintroduit des contrôles sélectifs sur les entrées de capitaux. La plupart ont toutefois hésité à prendre une telle mesure, en raison des distorsions microéconomiques que cette mesure peut entraîner ; en mars 2008, la Thaïlande a même levé les contrôles qu'elle avait institués en 2006.

…parfois instaurés sur les entrées

Politique budgétaire anticyclique

Le resserrement de la politique budgétaire permet aussi de contrer les tensions expansionnistes liées à d'importantes entrées de capitaux, mais il peut provoquer deux effets inverses sur le cours de change. D'un côté, à mesure que le resserrement budgétaire freine la demande agrégée, les taux d'intérêt peuvent baisser, ce qui découragerait les entrées de capitaux. D'un autre côté, dans les pays où les fondamentaux ne sont pas particulièrement bons, le resserrement budgétaire pourrait faire baisser les primes souveraines et donc renforcer la monnaie et les entrées de capitaux. Selon l'importance accordée à l'un ou l'autre mécanisme, le recours à la politique budgétaire a varié d'un pays à l'autre. Au Chili, par exemple, l'accroissement des dépenses publiques obéit à une règle budgétaire qui a pour objectif de dégager un excédent structurel et exige que le surplus (qui peut être substantiel quand les cours du cuivre sont élevés) soit investi en totalité à l'étranger. De même, plusieurs pays exportateurs de pétrole se sont appuyés sur des fonds de stabilisation pour gérer la hausse des recettes pétrolières. En dehors des pays exportateurs de produits de base et de certains pays à régime de change fixe, le resserrement budgétaire n'a pas été souvent utilisé pour réagir à l'augmentation des entrées de capitaux. La croissance réelle des dépenses publiques s'est en fait accélérée ces dernières années en Indonésie, en Thaïlande, en Amérique latine et en Europe centrale.

Mesures prudentielles pour protéger les systèmes financiers

En revanche, des mesures prudentielles et réglementaires ont été largement appliquées pour maîtriser l'incidence des entrées de capitaux sur la solidité du système bancaire et, plus généralement, pour contrebalancer les effets d'une croissance rapide du crédit et d'une augmentation des prix des actifs (en particulier les prix des logements) sur le système financier interne. Plusieurs banques centrales d'Asie émergente ont utilisé divers outils prudentiels pour protéger leur secteur bancaire : diminution du ratio prêt hypothécaire/valeur du bien (Chine, Corée) ; renforcement des exigences de fonds propres et de provisions (Inde) ; durcissement des critères de prêt (Corée). Les PECO ont, avec un certain succès, déployé tout un arsenal de mesures pour limiter les entrées acheminées par les banques, dont : augmentation des pondérations de risque

pour les crédits en devises ; majoration des exigences de liquidité pour les opérations de change ; abaissement des limites sur les positions de change ouvertes ; renforcement des normes de communication financière et intensification de la surveillance des banques et autres institutions financières. Ces mesures ont, dans certains cas, été associées à des instruments plus classiques de politique monétaire, comme le relèvement du niveau et l'élargissement de l'assiette des réserves obligatoires.

Vulnérabilités dans les économies émergentes

Les turbulences du système financier mondial et le ralentissement de la croissance aux États-Unis assombrissent les perspectives économiques des ÉcÉm ; reste à savoir dans quelle mesure elles seront affectées.

Évolution jusque-là satisfaisante

Les prévisions de croissance sont solides…

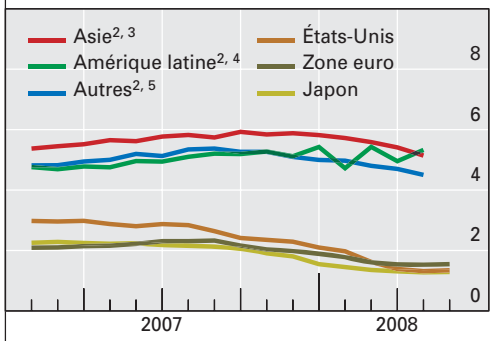
En mai 2008, la plupart des prévisions de croissance à court terme pour les ÉcÉm étaient encore optimistes. Si les prévisions consensuelles pour 2008 ont été révisées à la baisse ces derniers mois, elles laissent encore présager une forte capacité de résistance. Depuis septembre 2007, leur correction est de 0,2 point de pourcentage seulement (prévision médiane), contre 1 point pour les États-Unis (graphique III.11, cadre de gauche). À 6,7 %, elles ne sont pas bien inférieures à leur moyenne de 2003–2006. Plus précisément, les prévisions annoncent une stabilité pour l'Amérique latine, et un ralentissement en Asie et dans les autres régions.

…mais doivent être considérées avec prudence

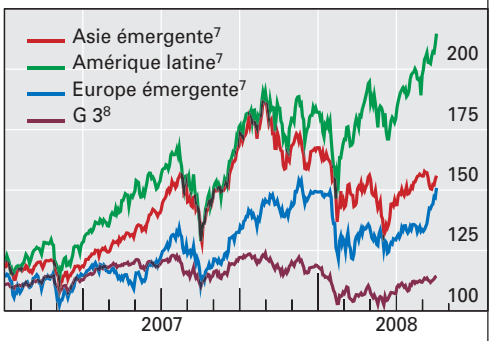
Cependant, les prévisions consensuelles ont tendance à ne pas rendre compte des points de retournement des cycles et à s'écarter d'autant plus des résultats que le retournement est prononcé (par exemple en période de crise). Si l'évolution de la conjoncture mondiale devait entraîner une chute

Prévisions de croissance et marchés d'actions

Prévisions de croissance en 2008[1]



Actions[6]



[1] Prévisions consensuelles ; les observations sont représentées au mois de publication de la prévision ; variation annuelle du PIB, en %. [2] Médiane des économies du groupe. [3] Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taïwan (Chine) et Thaïlande. [4] Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. [5] Afrique du Sud, Arabie Saoudite, Hongrie, Pologne, République tchèque, Russie et Turquie. [6] 2006 = 100 ; en termes de dollars. [7] Indice de rendement total MSCI (Morgan Stanley Capital International). [8] Moyenne pondérée des indices S&P 500, DJ EURO STOXX Broad et Nikkei 225, sur la base des PIB et PPA de 2005.

Sources : FMI ; © Consensus Economics ; Datastream. Graphique III.11

de l'activité dans les ÉcÉm, les prévisions consensuelles pourraient être démenties.

Les prix des actions dressent un tableau mitigé

Les marchés d'actions fournissent des signaux mitigés sur les perspectives des ÉcÉm. Fin 2007 ou début 2008, ils ont baissé, mais les cours élevés des produits de base les ont soutenus dans certaines régions, comme en Amérique latine (graphique III.11, cadre de droite).

En 2001, la croissance des ÉcÉm était tombée au-dessous de la tendance

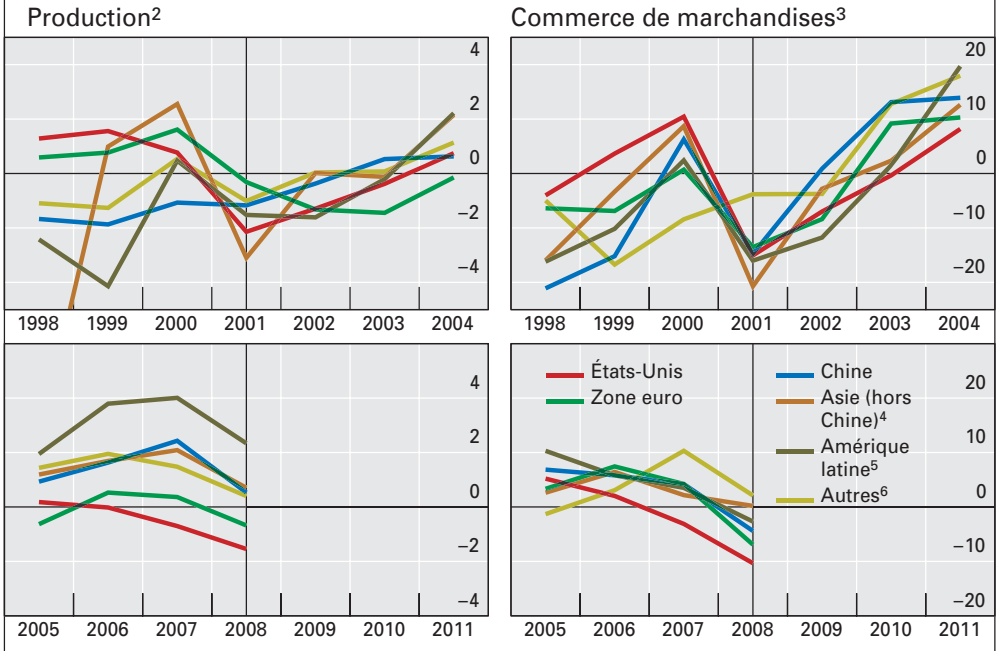
L'expérience du ralentissement observé aux États-Unis en 2001 laisse penser que les ÉcÉm pourraient être fortement affectées. À l'époque, celle de l'éclatement de la bulle des hautes technologies, la croissance américaine avait chuté à 2 points de pourcentage au-dessous de la tendance. Simultanément, la progression des importations américaines était tombée de 15 points de pourcentage. Les exportations des ÉcÉm avaient été largement pénalisées, surtout celles de l'Est asiatique, concentrées sur le secteur des hautes technologies (graphique III.12, cadres du haut). Pendant le ralentissement de 2001, un taux de croissance de 1 point de pourcentage inférieur à la tendance aux États-Unis était associé à une perte de 0,6 point de pourcentage en Chine et plus importante encore dans les autres économies d'Asie. En Amérique latine, les pertes correspondantes allaient de 0,7 à 1,8 point de pourcentage.

Aujourd'hui, elle reste au-dessus de la tendance…

Cependant, l'expérience de 2001 semble différer, pour l'instant, de l'épisode actuel de turbulences. Durant la récession américaine de 2001, le cycle d'activité des ÉcÉm paraissait étroitement lié (« couplé ») à celui des

Croissance par rapport à la tendance[1]

En pts de %



[1] Écart par rapport à la croissance annuelle moyenne en 1998–2007 ; médiane des économies du groupe ; 2008 : estimations et prévisions consensuelles. [2] Croissance du PIB réel. [3] Hausse des exportations en termes nominaux ; États-Unis et zone euro : importations en termes nominaux. [4] Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taïwan (Chine) et Thaïlande. [5] Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. [6] Afrique du Sud, Hongrie, Pologne, République tchèque et Turquie.

Sources : FMI ; © Consensus Economics ; données nationales ; calculs BRI. Graphique III.12

États-Unis. En revanche, le ralentissement récent semble avoir été associé, jusqu'à présent, à une inflexion beaucoup plus modérée dans les ÉcÉm. La croissance de ces pays, malgré un certain tassement, est demeurée supérieure à la tendance (graphique III.12, cadre du bas, à gauche), tandis que celle des États-Unis chancelait.

...soutenue par la vigueur des exportations...

Cette différence entre les deux périodes peut s'expliquer de deux façons. D'une part, en 2007, les exportations des ÉcÉm, contrairement à 2001, ont continué de progresser au-dessus de leur taux moyen (graphique III.12, cadre du bas, à droite), alors que la croissance des importations américaines se situait en deçà. Cependant, le risque de répercussions plus graves subsiste (*infra*).

...et par la demande intérieure

D'autre part, les ÉcÉm sont parvenues à contrer les effets d'une éventuelle contraction de la demande étrangère en développant leur demande intérieure davantage qu'en 2001 (graphique III.1). La consommation privée a beaucoup progressé depuis 2001 dans les ÉcÉm d'Amérique latine et d'Asie. La contribution de l'investissement à la croissance, négative en 2001, est devenue fortement positive en 2007 pour l'Amérique latine, l'Asie et l'Europe centrale. Il semble donc exister, dans la plupart des régions émergentes, une dynamique de la demande intérieure, qui pourrait en partie expliquer pourquoi les recherches montrent, malgré la mondialisation croissante, une incidence moindre de l'activité des économies avancées sur celle des ÉcÉm.

Trois sources de vulnérabilité

Si les prévisions de croissance dans les ÉcÉm restent solides pour 2008, elles ne doivent pas être tenues pour certaines (*infra*). Premièrement, les exportations des ÉcÉm pourraient diminuer davantage qu'anticipé par les prévisions consensuelles récentes. Deuxièmement, la capacité de ces économies à stimuler la demande intérieure pour compenser un éventuel affaiblissement des exportations pourrait être limitée. Troisièmement, les ÉcÉm ayant un lourd déficit des paiements courants et une dette à court terme élevée, ainsi que celles qui dépendent fortement des financements bancaires transfrontières, pourraient être fragilisées par un renversement des flux de capitaux.

Capacité de résistance des exportations

Les exportations des ÉcÉm sont vulnérables...

Les exportations des ÉcÉm pourraient être fortement pénalisées en cas de poursuite du ralentissement américain et ce, pour trois raisons au moins.

Premièrement, les États-Unis demeurent un débouché important pour ces économies. Si la part des États-Unis dans les exportations des ÉcÉm d'Asie hors Chine a diminué, elle reste suffisamment importante (allant de 10 % à Singapour à 18 % en Malaysia, en 2007) pour que le total des exportations soit notablement affecté par une forte réduction de la demande des États-Unis. Pour la Chine, la part des États-Unis est d'environ 20 %. Un ralentissement de la croissance aux États-Unis risquerait de faire baisser non seulement la demande directe d'exportations chinoises, mais aussi les importations de biens intermédiaires et produits de base en provenance d'autres ÉcÉm que la Chine utilise pour produire ses exportations. Certes, la Chine serait capable de compenser un tel effet de contraction en stimulant sa demande intérieure (*infra*). Cependant, comme le soulignait l'an dernier le *77e Rapport annuel*, elle

achète, en règle générale, relativement peu aux autres ÉcÉm, surtout d'Asie, pour satisfaire sa demande intérieure. Celles-ci n'en bénéficieraient donc guère.

...et la Chine pourrait n'apporter qu'une aide partielle

Les événements récents atténuent ces préoccupations sans toutefois les dissiper complètement. Ainsi, entre septembre 2007 et février 2008, la croissance des importations chinoises totales (en dollars) s'est accélérée, passant de 16 % à 35 %, avec une forte hausse des importations pour le commerce ordinaire, qui correspondent plus étroitement à la demande intérieure chinoise. Simultanément, les importations pour le commerce de transformation, directement liées aux exportations chinoises, ont diminué (graphique III.13, cadre de gauche). Durant cette période, les importations chinoises originaires d'Asie ont augmenté, mais à un rythme beaucoup plus lent que celles provenant des pays exportateurs de pétrole et des économies d'Amérique latine (graphique III.13, cadre de droite). Ces chiffres étant fondés sur la valeur des importations en dollars, il convient de les considérer avec prudence. Ils donnent cependant à penser qu'une augmentation des importations chinoises hors commerce de transformation pourrait bénéficier relativement moins aux exportateurs des ÉcÉm d'Asie. Plus généralement, il existe un risque que la croissance des importations chinoises totales ralentisse beaucoup, en cas de poursuite de l'affaiblissement de l'économie américaine, ce qui aurait des conséquences néfastes pour les partenaires commerciaux de la Chine. De fait, les importations chinoises ont connu une décélération prononcée en mars.

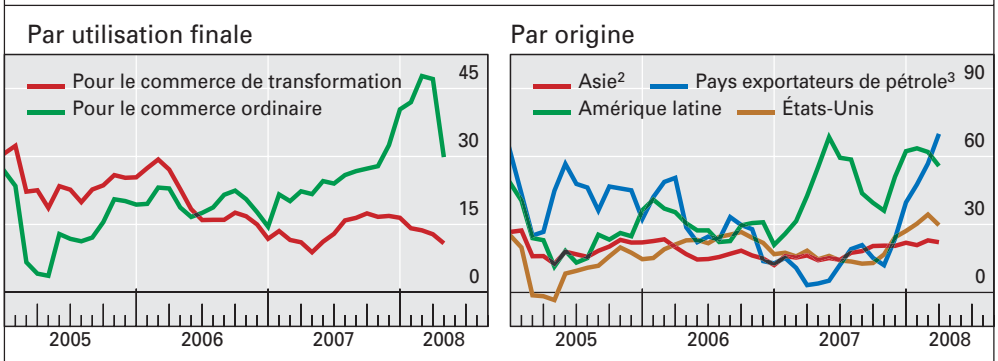
Risques liés à un éventuel ralentissement en Europe

Les exportations des ÉcÉm sont également soutenues par la résistance, plus grande qu'en 2001, dont font preuve, jusqu'à présent, les importations et la croissance de l'Union européenne. Toute détérioration importante des perspectives de croissance en Europe pourrait avoir des conséquences négatives sur les ÉcÉm (chapitre II).

Vulnérabilité des exportateurs de produits finis

Deuxièmement, la demande américaine pourrait chuter dans les secteurs sur lesquels se concentrent les exportations des ÉcÉm, comme cela s'est passé avec l'informatique pour l'Asie pendant la récession américaine de 2001. Si, jusqu'à présent, le ralentissement a surtout frappé le secteur du logement, une contraction de la demande aux États-Unis pourrait réduire davantage les

Chine : ventilation des importations[1]



[1] Importations en valeur, en termes de dollars ; moyenne mobile sur 3 mois de la variation sur 1 an, en %.
[2] Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taïwan (Chine) et Thaïlande.
[3] Arabie Saoudite, Bahreïn, Émirats arabes unis, Irak, Iran, Koweït, Oman, Qatar et Russie.

Source : Datastream. Graphique III.13

importations américaines de produits finis en provenance des ÉcÉm. La baisse de l'investissement en capital fixe non résidentiel dans ce pays, au premier trimestre 2008, renforce encore cette préoccupation. Certes, à ce jour, les données agrégées sont favorables : les importations des États-Unis (chiffre global et composante ÉcÉm) ont augmenté en valeur jusqu'au premier trimestre 2008. Elles ont cependant fléchi dans des secteurs où les ÉcÉm excellent. Ainsi, on a observé une diminution pour certains produits informatiques qui sont particulièrement importants dans l'Est asiatique (Corée, Malaysia et Singapour, par exemple). L'augmentation de la demande de biens de consommation comme les jouets et de certains véhicules lourds a également marqué le pas, affectant des pays producteurs comme la Chine et le Mexique. Comme indiqué précédemment, un ralentissement plus marqué aux États-Unis, conjugué à une décélération de la croissance dans d'autres économies avancées, pourrait aussi faire baisser les cours des produits de base, ce qui affaiblirait la croissance des pays d'Afrique, d'Amérique latine et du Moyen-Orient qui les exportent.

Risques liés à la dépréciation du dollar

Troisièmement, la dépréciation du dollar pourrait renforcer l'effet d'un ralentissement américain sur les exportations nettes des ÉcÉm. Si, en 2001, l'appréciation du dollar par rapport aux monnaies des ÉcÉm avait atténué l'effet de contraction, depuis juillet 2007, le dollar s'est nettement déprécié vis-à-vis de bon nombre d'entre elles, et cela pourrait bien continuer. En outre, plusieurs monnaies d'ÉcÉm sont demeurées stables ou se sont dépréciées en termes effectifs (graphique V.2) ; une appréciation future pourrait se justifier.

Capacité de résistance de la demande intérieure

Malgré le rôle grandissant de la demande intérieure dans la croissance des ÉcÉm (*supra*), la conjoncture mondiale présente encore des risques, car l'augmentation de la consommation ou de l'investissement, pour compenser le ralentissement, pourrait être limitée par plusieurs facteurs.

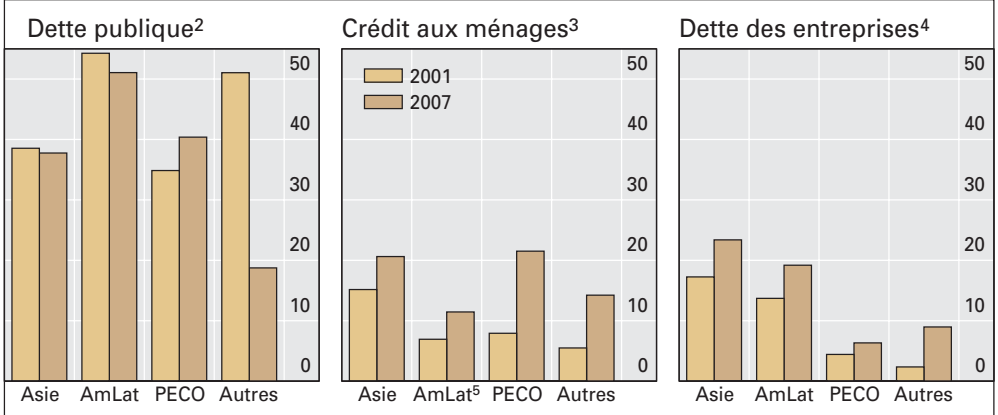
La baisse des exportations pourrait réduire la demande intérieure

D'une part, la baisse de la demande d'exportations, en réduisant les perspectives de profits et de revenu, risque de faire reculer la consommation et l'investissement. Dans le cas des ménages, la pression sur le revenu est amplifiée par une poussée d'inflation, notamment dans les pays importateurs de produits de base. En outre, les faits récents font penser que les ÉcÉm pourraient avoir des difficultés à accroître l'investissement pour contrebalancer un ralentissement de la croissance. Dans certains pays, comme en Chine, qui ont beaucoup investi, on craint déjà qu'il y ait surinvestissement. Ailleurs, la progression de l'investissement n'a pas, dans l'ensemble, dépassé celle du PIB, même en phase d'expansion. Depuis la fin des années 1990, le ratio investissement/PIB n'a augmenté que légèrement dans les ÉcÉm d'Asie, hors Chine et Inde (se situant en moyenne à 24 %, récemment, contre plus de 40 % en Chine), et en Amérique latine (autour de 20 % en moyenne).

La marge est parfois limitée pour une relance budgétaire…

D'autre part, le resserrement des conditions de financement risque de limiter la dépense. Certes, la dette publique en pourcentage du PIB a généralement diminué depuis le début de la décennie (graphique III.14, cadre de gauche) et le solde budgétaire s'est amélioré dans la plupart des cas. Cependant, les situations budgétaires se détérioreraient en cas de

Endettement[1]



Asie = Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taïwan (Chine) et Thaïlande ; PECO = Hongrie, Pologne et République tchèque ; AmLat = Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela ; autres = Afrique du Sud, Russie et Turquie.

[1] En % du PIB ; moyenne pondérée des économies citées, sur la base des PIB et PPA de 2005. [2] Dette brute (Chine : dette nette). [3] Crédit bancaire. [4] Titres de dette émis par les entreprises (établissements financiers compris). [5] Argentine, Brésil, Chili et Mexique.

Sources : FMI ; CEIC ; données nationales. Graphique III.14

retournement du cycle, alors que le ratio médian de dette publique reste élevé, à environ 38 % du PIB. La hausse des prix du pétrole a également un effet défavorable sur la situation budgétaire de plusieurs ÉcÉm qui subventionnent l'énergie. Cela pourrait entraver leur capacité de recourir à une politique anticyclique en cas de fort ralentissement. Même si les primes souveraines demeurent bien inférieures aux niveaux observés durant les précédents épisodes de turbulences financières, elles sont beaucoup plus élevées qu'au premier semestre 2007 (chapitre VI), de sorte que les tensions sur les financements risquent de devenir contraignantes.

...et la hausse de l'endettement privé pourrait poser problème

L'endettement des ménages et des entreprises a augmenté depuis 2001 (graphique III.14, cadres du milieu et de droite). Si son niveau semble jusqu'à présent soutenable, un resserrement des conditions de financement pourrait réduire les possibilités d'accroître la consommation ou l'investissement. Dans certains pays, le bas niveau du ratio d'endettement reflète en réalité un manque de développement du système financier et un faible accès des ménages au crédit, de sorte qu'il serait, de toute façon, difficile à ceux-ci d'emprunter pour consommer davantage. Dans d'autres pays, où les ménages ont davantage la possibilité d'emprunter, la croissance rapide du crédit, ces dernières années, présente des risques (*infra*). En ce qui concerne les entreprises, la hausse récente des primes de risque sur leurs obligations a souvent été plus forte que celle des primes souveraines, ce qui laisse penser que certains emprunteurs commencent à ressentir les effets d'un durcissement des conditions du crédit, après de nombreuses années d'endettement facile.

Vulnérabilité à un renversement des flux de capitaux

Une certaine vulnérabilité à un renversement des flux de capitaux

Malgré un certain resserrement des conditions de financement extérieur, les ÉcÉm apparaissent aujourd'hui moins vulnérables à un renversement des flux de capitaux, parce qu'elles possèdent de meilleurs fondamentaux, des

réserves de change abondantes et d'amples excédents courants. Elles présentent des fragilités à deux niveaux. Premièrement, les économies ayant d'importants déficits courants et une forte proportion de dette extérieure à court terme pourraient avoir des difficultés à se procurer des capitaux étrangers si les conditions devaient se durcir encore sur les marchés mondiaux. Deuxièmement, celles qui recourent largement aux crédits bancaires transfrontières sont exposées à un tarissement des fonds en cas de problèmes bancaires aussi bien dans les économies avancées que sur leur propre territoire (chapitre VII).

Les économies qui risquent d'avoir des difficultés à se procurer des capitaux étrangers en cas de resserrement supplémentaire des conditions mondiales du crédit se situent parmi les États baltes et en Europe du Sud-Est. Elles ont des déficits courants très importants, dont seulement la moitié environ est couverte par l'IDE, généralement considéré comme la forme la plus stable de financement extérieur (tableau III.4). Leur dette extérieure à court terme est élevée (120 % de leurs réserves de change en moyenne). En outre, les prêts transfrontières représentent en moyenne 76 % de leur crédit intérieur. L'Afrique du Sud, qui a un déficit courant supérieur à 7 % du PIB et dépend largement d'entrées d'investissements de portefeuille, est assez vulnérable, elle aussi.

Les flux bancaires pourraient s'inverser…

Dans le contexte des turbulences qui frappent les banques des économies avancées, la seconde grande source de vulnérabilité pour certaines ÉcÉm est le risque de tarissement des entrées de capitaux bancaires. Par le passé, ces flux se sont inversés brutalement à plusieurs reprises, comme au début des années 1980 pour l'Amérique latine et en 1997–1998 pour l'Asie émergente.

Vulnérabilité des comptes extérieurs : sélection d'indicateurs, 2007

	Solde des paiements courants[1]	Investissements, entrées nettes[1]			Dette extérieure à court terme[3]	Dette envers les banques étrangères[4]
		IDE	IP	Autres[2]		
Chine	11,1	1,7	0,4	0,6	8,0	4,1
Inde	–1,8	1,1	2,9	5,3	29,3	21,1
Asie ém. : autres[5, 6]	8,6	1,7	–1,7	1,4	44,3	72,8
Brésil	0,3	2,1	2,9	1,0	34,5	11,6
Colombie	–3,8	5,0	0,2	1,3	49,3	17,7
Mexique	–0,8	2,0	0,7	–0,4	38,4	27,2
Amérique latine : autres[6, 7]	4,1	2,0	–2,0	–0,3	56,4	32,1
Europe centrale[6, 8]	–4,4	2,3	–1,3	6,2	61,6	55,0
Europe ém. : autres[6, 9]	–14,6	7,6	–0,9	11,8	119,2	75,8
Russie	5,9	0,3	–0,2	7,0	20,5	55,0
Moyen-Orient[6, 10]	14,9	0,9	–3,8	–1,8	52,6	61,4
Afrique du Sud	–7,3	0,9	4,2	2,6	55,1	14,8

[1] En % du PIB. [2] Secteurs bancaire et non bancaire. [3] En % des réserves de change. [4] Créances des banques déclarantes vis-à-vis des pays cités, sur la base du pays de résidence ; en % du crédit intérieur. [5] Corée, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour et Thaïlande. [6] Moyenne simple des ratios des économies citées. [7] Argentine, Chili, Pérou et Venezuela. [8] Hongrie, Pologne, République tchèque, Slovaquie et Slovénie. [9] Bulgarie, Croatie, Estonie, Lettonie, Lituanie, Roumanie et Turquie. [10] Arabie Saoudite et Israël.

Sources : FMI ; BRI, statistiques territoriales (créances bancaires et titres de dette). Tableau III.4

Si la part des capitaux étrangers dans le crédit intérieur est assez importante dans de nombreuses ÉcÉm, elle est toutefois nettement moins élevée qu'autrefois. Cela s'explique notamment par le fait que les filiales locales des banques étrangères se financent de plus en plus sur le marché domestique et dépendent de moins en moins de crédits « purement » transfrontières.

Les PECO constituent, comme indiqué ci-dessus, une exception : leurs emprunts extérieurs augmentent au rythme rapide de leur intégration économique et financière à la zone euro, et leurs systèmes bancaires sont, pour la plupart, sous contrôle étranger (ce qui est aussi le cas au Mexique). Il semble que, dans leur majorité, les banques mères d'Europe occidentale ont pour stratégie de maintenir le financement de leurs filiales dans les PECO, tout en ralentissant progressivement leurs crédits aux économies présentant des signes de surchauffe. En outre, les banques suédoises, autrichiennes et italiennes, très présentes localement, ont tendance à se placer dans une perspective de croissance à long terme et elles ont toujours cherché à préserver leur implantation.

...en cas de problèmes de financement des banques mères

Quoi qu'il en soit, les entrées de capitaux risquent de diminuer, voire de s'inverser, en cas de problèmes sur les marchés d'origine des banques mères ou sur les marchés d'accueil dans les ÉcÉm. Même si les grandes banques mères n'ont pas, jusqu'à présent, subi de pertes importantes sur les marchés hypothécaires *subprime* ou les produits structurés, elles se procurent une large part de leurs financements en devises sur les marchés internationaux de gros. Ainsi, les banques suédoises empruntent des euros qu'elles prêtent ensuite à leurs filiales des États baltes, tandis que leurs homologues autrichiennes et italiennes empruntent des francs suisses pour prêter à leurs filiales dans les PECO. Si ces marchés de gros venaient à se tarir, les principaux fournisseurs de financements étrangers à l'Europe émergente seraient en mauvaise position. Il n'existe pas beaucoup d'autres sources de crédit bancaire dans la région. En outre, les banques à capitaux locaux n'ont généralement guère accès aux emprunts à l'étranger, et celles qui y font appel (par exemple les établissements russes) ont vu leur collecte diminuer fortement depuis août 2007. Dans la plupart des PECO, la progression des dépôts locaux est inférieure à l'expansion du crédit depuis plusieurs années, ce qui explique pourquoi les banques de la région s'étaient mises à rechercher des fonds à l'étranger.

Présence de grandes banques internationales dans de petits pays

Ces risques sont accentués par le fait que l'exposition d'un établissement parent vis-à-vis des PECO représente généralement une faible proportion de son portefeuille mondial de prêts, alors que l'inverse n'est pas vrai. Une légère modification de la politique de prêt au siège peut donc avoir une incidence majeure sur la stabilité macroéconomique et financière dans le pays d'accueil (*77e Rapport annuel*, chapitre VII).

Possible sous-estimation du risque de crédit

Dans les PECO, mais aussi dans d'autres ÉcÉm, un facteur supplémentaire pourrait affecter les entrées de capitaux transitant par les banques. Le crédit bancaire au secteur privé s'est énormément développé durant les cinq dernières années : de 7 points de pourcentage, en termes de PIB, en Amérique latine et de 30 points de pourcentage dans les PECO. Il n'est pas impossible que cette expansion ait outrepassé la capacité des établissements à évaluer et surveiller efficacement leur exposition : en raison, par exemple, d'une pénurie

de hauts cadres qualifiés et d'insuffisances organisationnelles, les banques peuvent éprouver des difficultés à évaluer de façon fiable le risque de crédit ou le rendement ajusté au risque, et à recouvrer les sûretés. Si tel est le cas, les banques devront accroître leurs provisions dès que la sous-estimation du risque aura été perçue, ce qui pourrait amener leurs directions à conclure que leurs objectifs de rendement des fonds propres (souvent assez ambitieux dans les ÉcÉm) ne peuvent être atteints et à limiter la progression du crédit, sans doute de façon très brutale.

Risques provenant de la hausse des prix du logement…

Les banques opérant dans les ÉcÉm encourent également un risque lié à leur exposition au marché immobilier. Ces dernières années, les prix du logement ont connu une augmentation rapide dans plusieurs ÉcÉm d'Asie (notamment Chine, Hong-Kong RAS, Inde et Singapour), et surtout d'Europe. Si la qualité des actifs se détériore beaucoup, les contrôles internes des risques pourraient forcer les établissements à réduire nettement l'octroi du crédit pour protéger leurs fonds propres.

…et des asymétries de devises

Un tarissement soudain des entrées de capitaux pourrait conduire à de fortes corrections des cours de change, qui risqueraient d'entraîner d'amples effets de bilan et de richesse dans les pays ayant une importante dette en devises non couverte. Une fois encore, les PECO sont les plus vulnérables à cet égard : ils ont beaucoup emprunté à l'étranger et, ces derniers temps, une part importante de la croissance du crédit est libellée en devises. Cette exposition est illustrée par la corrélation positive entre variation du coût de l'assurance contre un incident de crédit sur obligations souveraines des ÉcÉm – mesuré par l'augmentation des primes sur contrats dérivés sur défaut (CDS) depuis fin juillet 2007 – et degré de dépendance envers les financements extérieurs – mesuré par la part des passifs étrangers dans le passif total du secteur bancaire à fin 2007 (graphique III.15).

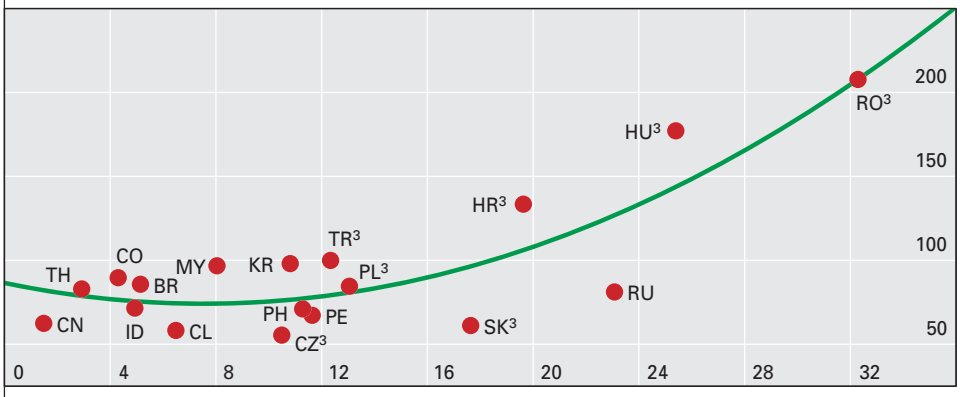
Pas encore de désengagement général des banques…

On ne discerne pas encore de signes clairs d'un changement de comportement des banques prêteuses. La croissance du crédit est restée soutenue, malgré un certain ralentissement, jusque dans les premiers mois de 2008. On ne perçoit pas non plus de signe clair de baisse des flux bancaires transfrontières. Dans les ÉcÉm d'Amérique latine et d'Asie, les tensions sur les financements étrangers sont restées faibles durant le premier trimestre 2008, notamment parce qu'une grande partie de la croissance du crédit intérieur a été financée par l'expansion des dépôts locaux. La résilience des systèmes bancaires nationaux, malgré les turbulences mondiales, est illustrée par la stabilité générale des marchés interbancaires en monnaie locale. Les indicateurs prudentiels, tels que les niveaux de fonds propres et les ratios de prêts improductifs et de provisionnement, certes rétrospectifs, sont généralement assez solides et stables dans les trois grandes régions émergentes, de sorte que leurs systèmes bancaires apparaissent, dans une certaine mesure, protégés.

…même si certaines ÉcÉm sont déjà touchées

Cependant, toutes les économies n'ont pas évolué de la même façon. D'une part, des indicateurs de marché (tels que les primes de risque sur les obligations en forint en Hongrie ou le cours des monnaies d'Afrique du Sud et de Roumanie) font penser que les opérateurs commencent à être plus sensibles aux signes de vulnérabilité propres à certains pays. Les économies

Importance du financement à l'étranger et coût de l'assurance sur la dette souveraine



BR = Brésil ; CL = Chili ; CN = Chine ; CO = Colombie ; CZ = République tchèque ; HR = Croatie ; HU = Hongrie ; ID = Indonésie ; KR = Corée ; MY = Malaysia ; PE = Pérou ; PH = Philippines ; PL = Pologne ; RO = Roumanie ; RU = Russie ; SK = Slovaquie ; TH = Thaïlande ; TR = Turquie. Sont hors du cadre les observations pour l'Afrique du Sud, l'Argentine, le Mexique et le Venezuela.

[1] Engagements extérieurs des établissements bancaires à fin 2007, en % du total de leurs engagements. [2] Hausse des primes CDS 5 ans en dollars (sauf indication contraire), entre fin juillet 2007 et mi-mars 2008, en pb (cotées par Credit Market Analysis). [3] Obligations libellées en euros.

Sources : FMI ; Datastream ; données nationales. Graphique III.15

les plus atteintes par les turbulences récentes ont été celles qui enregistrent les plus importants déséquilibres intérieurs et extérieurs et/ou celles où la politique appliquée n'apparaît pas suffisamment crédible, mais aussi celles qui ont auparavant connu de fortes entrées de capitaux, avec une hausse rapide des valorisations d'actifs et un risque de surchauffe (comme l'Afrique du Sud, la Roumanie, la Russie et la Turquie).

D'autres économies pourraient recevoir de nouveaux afflux de fonds…

D'autre part, certaines ÉcÉm restent avantagées par les cours des produits de base et par des facteurs d'offre, ces derniers pouvant aussi renforcer les entrées de capitaux. On peut citer, par exemple, la diversification des portefeuilles par les investisseurs institutionnels d'Amérique du Nord et d'Europe, la recherche de rendement par les petits investisseurs du Japon et le recyclage des excédents pétroliers par les investisseurs institutionnels ou souverains du Moyen-Orient. À court terme, les préoccupations croissantes concernant la qualité des actifs dans les économies avancées pourraient même stimuler les flux de portefeuille, notamment vers les ÉcÉm enregistrant de gros excédents extérieurs.

…mais, dans l'ensemble, les entrées pourraient diminuer

Quoi qu'il en soit, un ralentissement économique important induit par les États-Unis amenuiserait les entrées de capitaux, sous diverses formes, dans les ÉcÉm. Les émissions d'obligations d'entreprise et de titres souverains sur les marchés mondiaux ainsi que les flux liés aux opérations de portage (*carry trade*) impliquant les ÉcÉm ont déjà diminué (chapitre V). Outre la contraction des entrées de capitaux, un ralentissement dans les économies avancées entraînerait une baisse des transferts de fonds des travailleurs migrants. Ce phénomène pourrait avoir des répercussions particulièrement sensibles dans les pays d'Amérique centrale, au Mexique, en Inde et aux Philippines, dont les besoins de financements extérieurs se trouveraient ainsi accrus, après quelques années plus favorables.

IV. Politique monétaire dans les économies avancées

Faits marquants

La politique monétaire dans les économies avancées a été confrontée à deux défis contradictoires au cours de la période analysée. D'un côté, les tensions sur les marchés financiers ont menacé de se répercuter sur l'économie réelle du fait du resserrement des conditions de crédit et d'une détérioration de la confiance. Toutes choses égales par ailleurs, une telle évolution appellerait une réduction des taux d'intérêt afin de compenser la pression sur la demande globale. D'un autre côté, les tensions inflationnistes générées par le renchérissement des produits de base, conjuguées à une forte utilisation des capacités et à des marchés du travail tendus dans nombre d'économies, ont menacé d'alimenter les anticipations d'inflation à long terme, appelant ainsi plutôt un resserrement monétaire.

Ces défis se sont présentés sous différentes formes selon les pays et les régions, ce qui explique, du moins en partie, la diversité des ripostes des banques centrales (tableau IV.1). Aux États-Unis, l'atonie du secteur du logement et les turbulences financières associées ont nettement assombri les perspectives de croissance. La Réserve fédérale a réagi énergiquement en abaissant, par étapes, le taux cible des fonds fédéraux, le ramenant de 5,25 % en septembre 2007 à 2 % en avril 2008. Dans d'autres régions, où les répercussions des turbulences financières ont été moins prononcées, la politique monétaire a été guidée davantage par l'évolution de l'inflation. En Australie, en Norvège, en Nouvelle-Zélande et en Suède, la banque centrale a continué de resserrer les conditions monétaires. Ailleurs, une voie intermédiaire a été suivie. La BCE a ainsi maintenu son taux directeur à 4 % sur toute la période, même si l'inflation a atteint son plus haut niveau depuis l'avènement de l'euro en 1999. La Banque du Japon a également laissé son principal taux inchangé, à 0,5 %. La Banque du Canada et la Banque d'Angleterre, enfin, ont relevé leurs taux en juillet 2007, pour les abaisser au cours des mois suivants et début 2008.

Les modifications de taux d'intérêt n'ont constitué qu'une des mesures adoptées par les banques centrales pour répondre au bouleversement des marchés financiers. Avant même que les turbulences ne les conduisent à modifier leurs objectifs de taux d'intérêt, plusieurs banques centrales ont adapté leurs opérations pour maintenir les taux de référence à des niveaux proches de leurs cibles et fournir des financements sur les segments de marchés devenus illiquides. Le présent chapitre est divisé en trois sections. La première donne un aperçu des différentes mesures de politique monétaire prises par les banques centrales et les met en contexte. La deuxième est axée sur des questions touchant à la politique de communication des banques centrales. La dernière est consacrée à un examen des différents types d'opérations qui ont été menées et des raisons qui les ont motivées.

Taux directeurs, croissance du PIB et projections d'inflation

Taux directeurs[1]	Taux effectifs		Variation	Taux anticipés[2] pour juin 2008		Variation
	au 29 juin 2007	au 16 mai 2008		au 29 juin 2007	au 16 mai 2008	
Réserve fédérale	5,25	2,00	–3,25	6,00	2,00	–4,00
Banque du Japon	0,50	0,50	0,00	1,00	0,50	–0,50
Banque centrale européenne	4,00	4,00	0,00	4,50	4,00	–0,50
Banque de Réserve d'Australie	6,25	7,25	1,00	6,75	7,25	0,50
Banque du Canada	4,25	3,00	–1,25	5,25	2,75	–2,50
Banque centrale de Norvège	4,50	5,50	1,00	5,75	5,50	–0,25
Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande	8,00	8,25	0,25	8,00	8,25	0,25
Banque d'Angleterre	5,50	5,00	–0,50	6,00	5,00	–1,00
Banque de Suède	3,50	4,25	0,75	4,25	4,25	0,00
Banque nationale suisse	2,50	2,75	0,25	3,00	2,75	–0,25
Croissance et projections d'inflation[3]	**PIB réel pour 2008**		**Variation**	**Inflation pour 2008**		**Variation**
	à la mi-2007	en mai 2008[4]		à la mi-2007	en mai 2008[4]	
Réserve fédérale	2,5–3,0	0,0–1,5	–2,00	1,75–2,0	1,9–2,5	0,33
Banque du Japon	2,0–2,3	1,4–1,6	–0,65	0,8–1,0	2,4–2,8	1,70
Banque centrale européenne	1,8–2,8	1,3–2,1	–0,60	1,4–2,6	2,6–3,2	0,90
Banque de Réserve d'Australie	4,25	2,25	–2,00	2,5–3,0	4,50	1,75
Banque du Canada	2,50	1,40	–1,10	2,10	1,80	–0,30
Banque centrale de Norvège	3,75	3,50	–0,25	3,50	3,00	–0,50
Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande	3,10	3,00	–0,10	2,20	3,40	1,20
Banque d'Angleterre[5]	2,54	1,29	–1,25	2,06	3,77	1,71
Banque de Suède	3,00	2,60	–0,40	2,30	3,50	1,20
Banque nationale suisse	…	1,5–2,0	…	1,50	2,00	0,50

[1] Réserve fédérale : taux cible des fonds fédéraux ; Banque du Japon : taux cible pour des opérations non assorties de garanties ; BCE : taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement ; Banque de Réserve d'Australie : taux cible des liquidités ; Banque du Canada : taux cible au jour le jour ; Banque centrale de Norvège : taux des dépôts à vue ; Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande : taux officiel des liquidités ; Banque d'Angleterre : taux de la Banque ; Banque de Suède : taux des prises en pension ; Banque nationale suisse : point médian de la fourchette cible du Libor 3 mois. [2] Chiffres publiés par JPMorgan Chase. [3] Chiffres publiés par les banques centrales. [4] Ou dernier chiffre disponible. [5] Point médian de la fourchette de prévisions.

Sources : banques centrales ; JPMorgan Chase. Tableau IV.1

Évolutions des politiques monétaires

Situation à la mi-2007

Resserrements monétaires en cours

Mi-2007, les banques centrales revenaient progressivement sur l'orientation très accommodante des politiques monétaires mises en place depuis le début de la décennie pour adopter une position plus restrictive. Elles sont cependant intervenues à des moments différents en fonction des positions respectives au sein du cycle conjoncturel.

Dans la plupart des pays, la croissance était jugée supérieure au niveau potentiel de long terme, même si une décélération était prévue dans certains cas (chapitre II). Après les sommets observés en début d'année, les taux

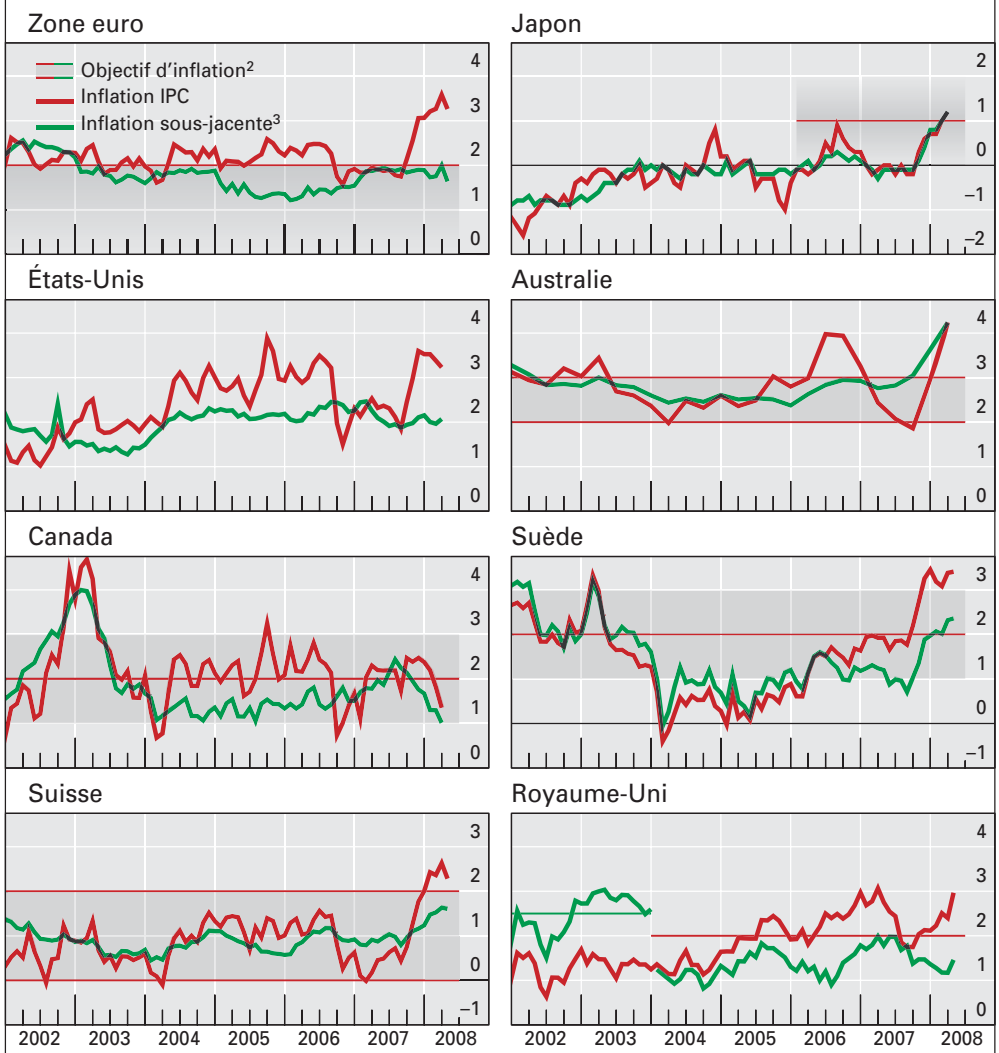
d'inflation s'étaient presque partout repliés (graphique IV.1), mais leur remontée était attendue au second semestre. Une utilisation généralement élevée des capacités et des marchés du travail tendus, après une longue période de croissance supérieure à son potentiel dans plusieurs pays, alimentaient les inquiétudes concernant les tensions inflationnistes.

Une croissance supérieure à son potentiel et des tensions inflationnistes…

Le rythme élevé d'expansion de la monnaie et du crédit dans nombre d'économies pouvait également laisser présager des risques d'inflation. Dans la zone euro, l'agrégat monétaire large (M3) avait progressé au taux annualisé

Taux d'inflation[1]

En %



[1] Taux d'inflation : variation annuelle, en %. [2] Objectif d'inflation IPC pour l'Australie, le Canada, la Suède et, depuis décembre 2003, le Royaume-Uni. Zone euro et Suisse : limite supérieure de l'objectif de stabilité. Japon : objectif de stabilité de moyen à long terme. [3] Australie : moyenne de la médiane pondérée et de la moyenne tronquée de l'IPC ; Canada : IPC hors 8 composantes volatiles et incidence des modifications des taxes indirectes et des subventions sur les autres composantes ; États-Unis : déflateur DCM hors alimentation et énergie ; Japon : IPC hors produits frais ; Royaume-Uni : IPC hors énergie, alimentation et tabac (avant 2004 : indice des prix de détail hors charges d'intérêts hypothécaires) ; Suède : IPC hors frais d'intérêts hypothécaires supportés par les ménages et incidence des modifications des taxes indirectes et des subventions ; Suisse : IPSJ (méthode de la moyenne tronquée) ; zone euro : IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés.

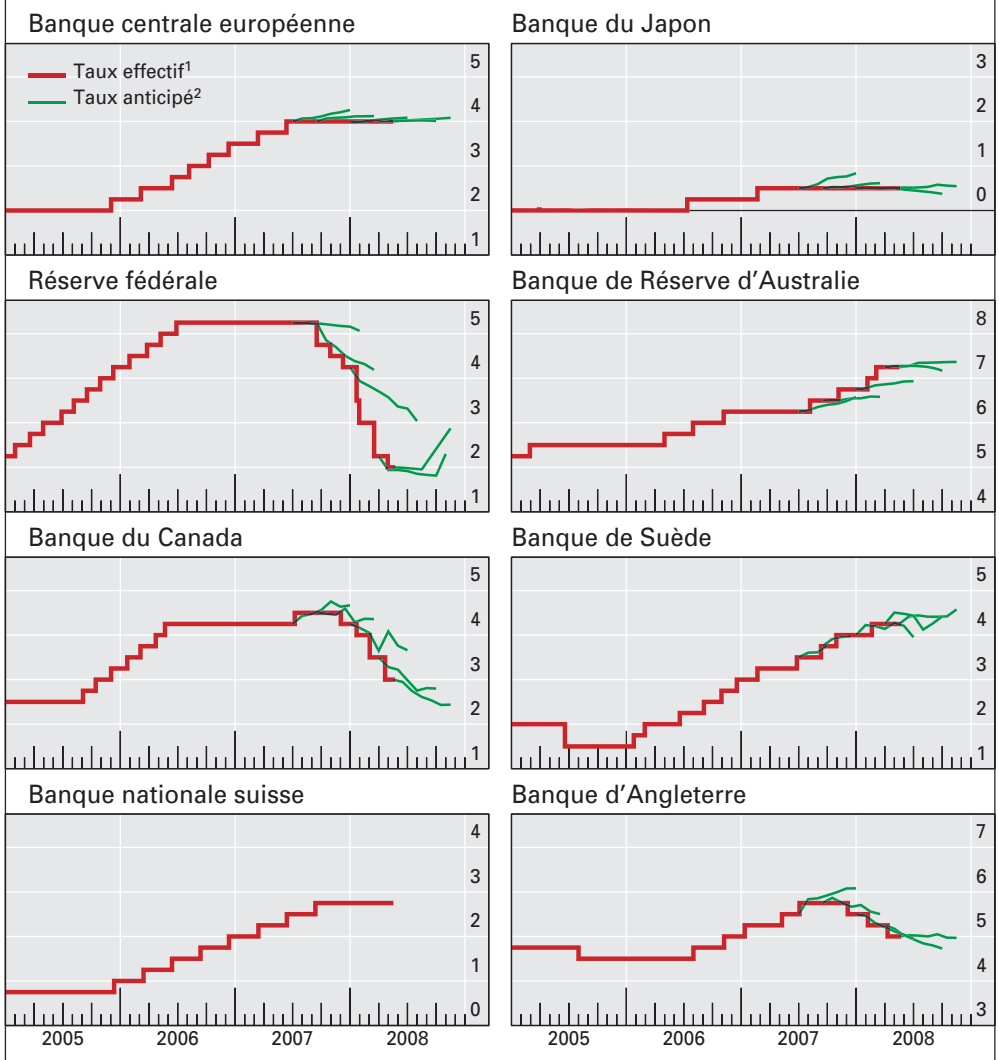
Sources : données nationales. Graphique IV.1

...ainsi qu'une vive expansion de la monnaie et du crédit...

de 12 % au premier semestre 2007, et sa croissance continuait de s'accélérer. Le relèvement des taux d'intérêt à court terme avait, cependant, ralenti l'expansion de l'agrégat étroit (M1) et probablement contribué à stabiliser la croissance des prêts au secteur privé, à un taux à deux chiffres toutefois. Dans l'optique de la stratégie de la BCE, qui accorde un rôle important aux agrégats monétaires, l'essor de M3 signalait des risques à la hausse pour l'inflation à moyen terme, car il ne pouvait qu'en partie résulter des réaménagements de portefeuille et d'autres facteurs particuliers. Une rapide expansion de la monnaie et du crédit a également été enregistrée ailleurs. Ainsi, en Australie, les crédits aux entreprises ont progressé, au premier semestre 2007, à un taux annuel de 22 %, soit le rythme le plus rapide depuis la fin des années 1980.

Taux directeurs

En %



[1] Voir tableau IV.1, note 1. [2] Aux dates suivantes : 2 juillet 2007, 17 septembre 2007, 3 janvier 2008, 2 avril 2008 et 15 mai 2008 ; États-Unis : dérivé des taux des contrats à terme sur fonds fédéraux et de l'eurodollar 3 mois ; zone euro : calculé à partir des taux des swaps EONIA, corrigés des primes moyennes par rapport au taux directeur ; autres pays (hors Suisse) : calculé à partir des taux des OIS (*overnight index swaps*, swaps jour le jour indiciels).

Sources : banques centrales ; Bloomberg ; calculs BRI. Graphique IV.2

En réponse à la vigueur de la croissance et aux tensions inflationnistes, les taux directeurs ont été relevés dans toutes les économies analysées entre juin et début août 2007 (graphique IV.2), à l'exception des États-Unis et du Japon, où l'environnement économique était différent. En dépit de ces resserrements, la politique monétaire était jugée accommodante quasiment partout. Plusieurs banques centrales, dont la Banque du Canada, la Banque nationale suisse et la Banque de Suède, avaient d'ailleurs indiqué que de nouveaux relèvements des taux pourraient être nécessaires si les tensions inflationnistes persistaient.

...ont induit un resserrement de la politique monétaire dans la plupart des économies

Aux États-Unis, la Réserve fédérale avait porté le taux cible des fonds fédéraux de 1 % à 5,25 % entre juin 2004 et juin 2006, mais l'avait ensuite laissé inchangé, malgré une détérioration des perspectives de croissance. Sous l'effet du recul de la construction de logements, la croissance avait été inférieure au potentiel estimé par la Réserve fédérale au premier semestre 2007. L'inflation sous-jacente s'était légèrement accélérée pendant la majeure partie de 2006 et début 2007 pour s'atténuer quelque peu vers le milieu de 2007. La Réserve fédérale prévoyait une nouvelle modération de l'inflation sous-jacente au cours des trimestres suivants en raison du ralentissement de l'économie et de l'impact progressif sur celle-ci des hausses de taux d'intérêt décidées précédemment. La croissance devait revenir à sa moyenne de long terme en 2008 grâce à la stabilisation du marché du logement.

Stabilité des taux directeurs aux États-Unis...

L'économie japonaise avait progressé à un rythme considéré comme légèrement supérieur au potentiel au premier semestre 2007, mais cet état de fait ne s'était pas encore traduit par un glissement durable vers un taux d'inflation positif. Les prix à la consommation étaient restés largement inchangés au premier semestre, alors que les prix à la production avaient légèrement augmenté. La Banque du Japon avait ainsi laissé son taux directeur au niveau nominal très faible de 0,5 %, mais elle avait indiqué que les taux d'intérêt devraient se raffermir par la suite, quand la croissance économique se traduirait par une hausse des prix.

...et au Japon

Période de turbulences

La conduite de la politique monétaire est devenue plus difficile au second semestre 2007. Mi-août, les conditions se sont nettement détériorées sur les marchés financiers (chapitre VI), lorsque les problèmes observés sur les marchés des titres adossés à des actifs ont rejailli sur l'interbancaire. Vers la fin de l'année, une hausse des cours des produits de base plus forte qu'anticipé a entraîné une augmentation sensible du taux d'inflation dans la plupart des pays, susceptible de se refléter dans les anticipations inflationnistes à long terme.

Les turbulences sur les marchés financiers et le vif renchérissement des produits de base...

Les banques centrales étaient donc confrontées à un dilemme. Une réduction rapide et significative des taux pouvait conforter la confiance sur les marchés financiers et dans l'économie en général, et éviter ainsi que les problèmes du secteur financier ne se propagent au reste de l'économie. Tout assouplissement monétaire excessif dans un environnement de forte inflation pouvait toutefois miner la confiance du public dans la détermination de la banque centrale à maintenir la stabilité des prix, ce qui peut se

...ont engendré un dilemme

traduire par un emballement des anticipations d'inflation à long terme. Il serait alors nécessaire de procéder, à terme, à un nouveau resserrement, aux conséquences encore plus funestes pour l'économie. En revanche, à travers un maintien, voire un relèvement des taux, un ralentissement de l'économie pourrait compenser l'effet du renchérissement des produits de base sur l'inflation et les anticipations d'inflation. Naturellement, en adoptant une telle approche, les autorités risqueraient d'aggraver des conditions financières déjà fragiles et de provoquer un ralentissement économique plus marqué que nécessaire pour ramener l'inflation dans la fourchette retenue comme cible. Le dilemme était encore renforcé par la difficulté à évaluer en temps réel la durée probable des turbulences financières et leur incidence potentielle sur l'économie réelle.

À l'expectative initiale…

Dans un premier temps, nul ne savait si les turbulences persisteraient et dans quelle mesure l'activité économique pourrait être affectée, soit par un resserrement des conditions de financement appliquées au secteur non financier, soit par une détérioration de la confiance. Les banques centrales ont donc attendu de disposer de plus d'informations avant de revoir l'orientation de leur politique. Ainsi, la Banque de Réserve d'Australie a laissé son taux des liquidités inchangé, à 6,5 %, après la réunion de son Conseil monétaire début septembre, sans exclure la nécessité de le relever ultérieurement pour éviter que la vigueur continue de l'économie ne porte l'inflation au-delà de l'objectif fixé. Le Conseil monétaire a globalement estimé que le durcissement des conditions financières pourrait permettre de maîtriser l'inflation indépendamment de modifications du taux des liquidités, ce qui rendait inutile toute décision de politique monétaire. De même, le Conseil des gouverneurs de la BCE a maintenu le *statu quo* lors de sa réunion du 6 septembre. Tout en notant les risques pour la stabilité des prix, la BCE a estimé qu'il était nécessaire de rassembler davantage d'informations avant de tirer d'autres conclusions de politique monétaire. Par ailleurs, dans la déclaration consécutive à sa réunion d'août, la Banque du Japon a justifié sa décision de différer un nouveau resserrement par les importantes corrections en cours sur les marchés financiers.

Plus tard, il est devenu évident que les turbulences sur les marchés financiers ne s'apaiseraient pas de sitôt et qu'elles auraient de lourdes répercussions, dont les autorités monétaires seraient obligées de tenir compte. Dans le même temps, le net renchérissement des produits alimentaires et de l'énergie a entraîné une accélération beaucoup plus forte qu'anticipé de l'inflation vers la fin de l'année. Il semble que les banques centrales ont fait face à ces deux problèmes de façon assez différente.

…a succédé un assouplissement dans certains pays…

Certaines banques centrales, la Réserve fédérale en particulier, ont sensiblement abaissé les taux d'intérêt afin d'atténuer les répercussions des turbulences sur l'économie. Le Comité fédéral de l'*open market* (CFOM) a réduit le taux cible des fonds fédéraux de 1 point de pourcentage au second semestre 2007, puis de 2¼ points début 2008, lorsqu'il a constaté que le ralentissement économique était plus marqué qu'attendu. La Banque d'Angleterre s'est, quant à elle, d'abord abstenue de modifier ses taux, mais les a réduits globalement de 75 pb à partir de décembre 2007, en raison de la

dégradation des perspectives économiques. Un ralentissement conjoncturel a également été enregistré au Canada, où l'effet stimulant du renchérissement des produits de base a été, dans une large mesure, compensé par la vive appréciation du taux de change. La Banque du Canada a donc abaissé l'objectif du taux au jour le jour de 1½ point de pourcentage au total entre décembre 2007 et avril 2008.

...mais un resserrement dans d'autres

D'autres banques centrales ont relevé leurs taux d'intérêt devant la persistance des tensions inflationnistes. Ainsi, la Banque de Réserve d'Australie, la Banque centrale de Norvège et la Banque de Suède ont procédé à des hausses de 75 pb entre septembre 2007 et avril 2008. Une longue période de croissance avait donné lieu à une forte utilisation des capacités et à des tensions sur les marchés du travail dans les trois pays. Aux effets sur les prix de ces facteurs sont venus s'ajouter ceux dus au renchérissement des produits alimentaires et de l'énergie.

La Suisse, un cas particulier

Une croissance soutenue et une montée de l'inflation ont été constatées en Suisse également. Contrairement aux autres banques centrales, la Banque nationale suisse (BNS) n'exprime pas son orientation en termes de taux au jour le jour mais vise à maintenir le Libor 3 mois à l'intérieur d'une fourchette prédéfinie. Le bond enregistré mi-août et les mois suivants par les primes d'échéance sur le marché monétaire a induit un fort décalage entre les taux payés sur les opérations de prises de pension hebdomadaires de la banque centrale et son taux directeur. De fait, le Libor 3 mois a atteint, fin août et début septembre, des niveaux bien supérieurs au point médian de 2,5 % de la fourchette. Lors de sa réunion du 13 septembre, le Conseil de la Banque nationale suisse a décidé de rehausser la fourchette cible de 25 pb, pour la porter à 2,25–3,25 %, l'alignant ainsi sur les taux déjà observés sur le marché. Pour réaliser cet objectif, compte tenu de la hausse des primes d'échéance, la BNS a fortement réduit les taux sur ses opérations de prises de pension.

Statu quo dans la zone euro et au Japon

Dans d'autres économies, en particulier la zone euro et le Japon, les taux directeurs ont été laissés inchangés. La BCE a interrompu le mouvement de resserrement monétaire en dépit des tensions inflationnistes, au vu du ralentissement de la croissance et de l'appréciation de l'euro. Elle a toutefois souligné à plusieurs reprises que les effets de second tour d'une poussée de l'inflation ne seraient pas tolérés. De même, la Banque du Japon s'est abstenue de relever les taux fin 2007, en raison d'une intensification des risques de ralentissement de l'activité. Dans le même temps, le Conseil de politique monétaire a confirmé son intention de relever les taux d'intérêt lorsque la déflation serait véritablement surmontée et l'économie installée sur une trajectoire de croissance durable.

Conditions économiques ou stratégies différentes ?

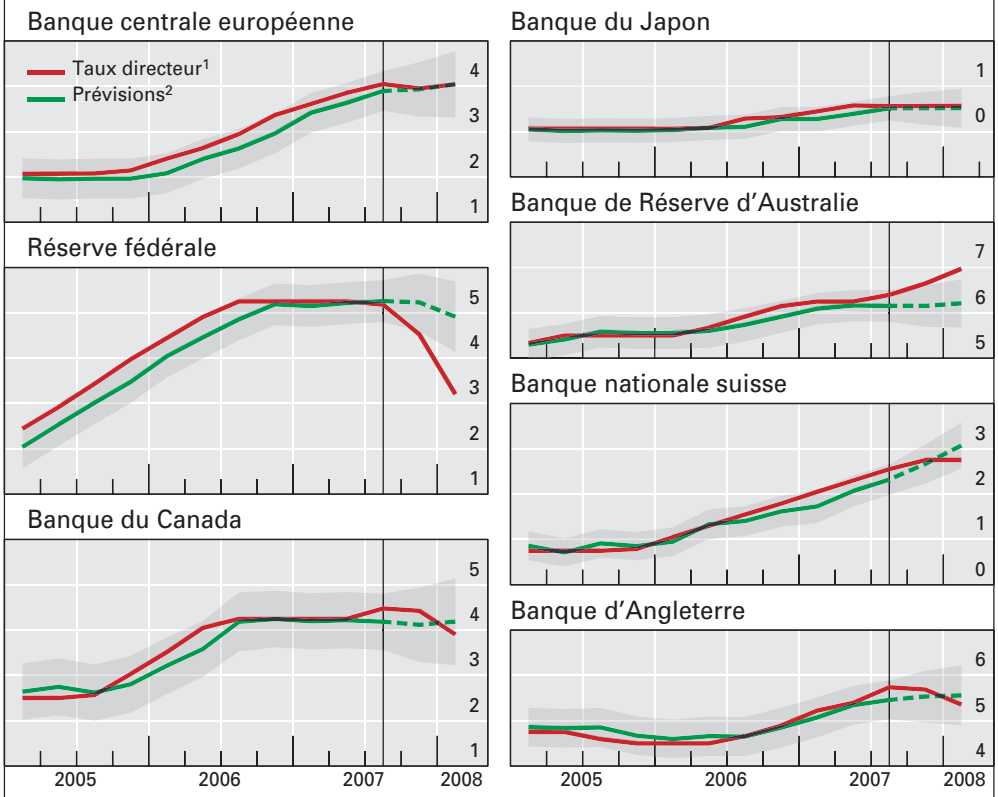
Des réponses différentes selon les pays...

Les différentes réponses apportées selon les pays et les zones monétaires au cours du second semestre 2007 et début 2008 traduisent, à des degrés variables, des disparités de situation économique, d'ampleur des tensions financières et de stratégies menées par les banques centrales pour faire face à des événements à probabilité faible mais à coût élevé.

Si le fléchissement de la demande mondiale et le renchérissement des produits de base ont été partout ressentis, leur incidence précise a fortement varié d'un pays à l'autre. Ainsi, la hausse des cours a stimulé l'activité dans les économies productrices de produits de base comme l'Australie, le Canada, la Norvège et la Nouvelle-Zélande, mais l'a freinée ailleurs. De même, leur incidence sur l'inflation a été fonction, notamment, des fluctuations des cours de change et du degré d'utilisation des capacités.

Il semblerait que, à quelques exceptions près, les banques centrales auraient réagi à peu près de la même façon que les années précédentes à l'évolution des conditions économiques au second semestre 2007 et début 2008. Les prévisions dynamiques calculées à partir d'équations simples mettant en relation taux directeurs avec écarts de production et inflation ainsi qu'avec taux directeurs décalés (pour tenir compte du lissage des taux d'intérêt) expliquent assez bien l'évolution de l'orientation monétaire au Canada, dans la zone euro, au Japon, au Royaume-Uni et en Suisse (graphique IV.3), globalement conforme à la tendance historique. En revanche, la Banque de Réserve d'Australie a augmenté ses taux directeurs, et la Réserve

Fonctions de réaction des banques centrales



[1] Voir tableau IV.1, note 1. [2] Obtenues par la régression suivante : $i_t = \alpha + \beta\, i_{t-1} + \gamma\, \pi_t + \delta\, écart_t + \varepsilon_t$, où i = taux directeur, moyenne sur la période ; π = inflation ; *écart* = écart de production. Données trimestrielles, période d'échantillon 1990–2007 ; lignes en pointillé : prévision dynamique ; zone ombrée : ±1 écart type. L'ajustement serré de l'équation jusqu'à mi-2007 résulte essentiellement de la prise en compte des taux d'intérêt retardés comme variables explicatives. L'incidence des taux d'intérêt retardés diminue régulièrement dans la prévision dynamique pour la période suivant le troisième trimestre 2007 par suite du recours aux prévisions du modèle.

Sources : banques centrales ; FMI ; OCDE ; Bloomberg ; estimations BRI. Graphique IV.3

fédérale a baissé les siens plus fortement que ne le prévoyaient les fonctions de réaction sur la base des réponses apportées auparavant aux variations de l'écart de production et de l'inflation. Pour ces deux banques centrales, un élément absent des équations, peut-être une modification des perspectives économiques qui n'était pas prise en compte dans les écarts de production et les taux d'inflation actuels, a dû influencer l'orientation monétaire de manière décisive.

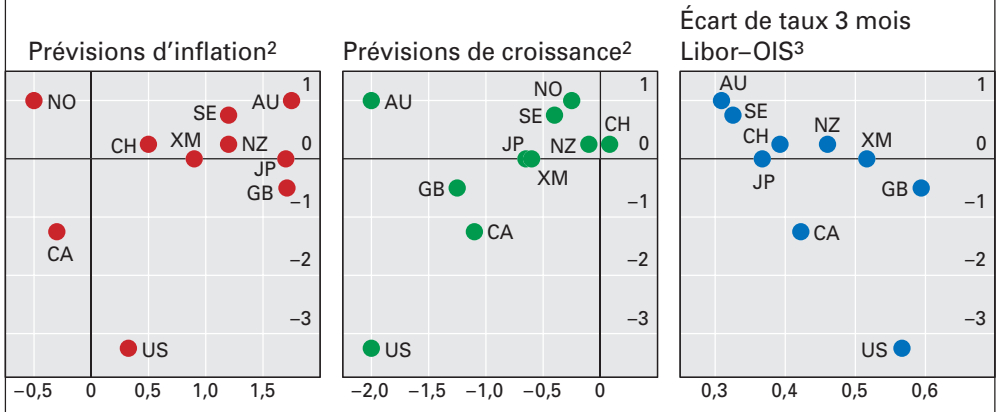
…reflétant des conditions économiques contrastées…

L'évolution des conditions économiques relatives semble pouvoir expliquer en partie les différences dans les ripostes des banques centrales (graphique IV.4). La plupart des institutions qui ont relevé leurs taux ou qui ne les ont pas modifiés ont aussi revu davantage à la hausse leurs prévisions d'inflation que celles qui ont assoupli leur politique. De même, de fortes révisions à la baisse des prévisions de croissance ont généralement été associées à un assouplissement monétaire plus marqué. Toutefois, la corrélation n'est pas parfaite. Ainsi, la Banque de Réserve d'Australie a nettement revu à la baisse ses prévisions de croissance et la Banque centrale de Norvège a réduit ses prévisions d'inflation. Pourtant, toutes deux ont relevé leurs taux directeurs. Ce contraste pourrait tenir à une certaine endogénéité, les corrections des prévisions s'expliquant par le ralentissement induit par le resserrement monétaire.

…des bouleversements financiers d'ampleur variable…

Une autre raison expliquant les différences de stratégie tient à ce que les pays n'ont pas tous été aussi durement frappés par les bouleversements financiers. Si l'on prend, comme mesure de la gravité des turbulences, l'écart moyen entre le Libor 3 mois et le taux des swaps jour le jour indiciels (OIS) de même échéance dans une monnaie donnée, on observe une relation étroite entre les inflexions des taux directeurs et l'ampleur des perturbations sur les marchés monétaires. Par exemple, les marchés monétaires australien et suédois ont été moins touchés par les turbulences que les marchés du dollar

Évolution des taux directeurs et des conditions économiques[1]



AU = Australie ; CA = Canada ; CH = Suisse ; GB = Royaume-Uni ; JP = Japon ; NO = Norvège ; NZ = Nouvelle-Zélande ; SE = Suède ; US = États-Unis ; XM = zone euro.

[1] Entre fin juin 2007 et mi-mai 2008 ; en pts de %. En ordonnée : évolution des taux directeurs ; en abscisse : tel que mentionné dans le titre du cadre. [2] Évolution des prévisions des banques centrales (si non disponibles : prévisions consensuelles) pour 2008. [3] Niveau moyen.

Sources : banques centrales ; Bloomberg ; © Consensus Economics. Graphique IV.4

des États-Unis et de la livre sterling. Ce constat cadre avec le fait que la Banque de Réserve d'Australie et la Banque de Suède ont relevé leurs taux, tandis que la Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre les ont abaissés. La corrélation entre l'ampleur des perturbations et l'assouplissement relatif de la politique monétaire demeure même après la prise en compte des révisions des prévisions de croissance et d'inflation (non représenté par un graphique).

...et une évaluation des risques variable

Les modifications de taux d'intérêt peuvent s'appuyer sur cette mesure des tensions sur le marché monétaire, même après prise en compte des révisions des prévisions, ce qui donne à penser que les banques centrales ont également intégré les risques qui pèsent sur ces prévisions. Toutes les banques centrales prêtent une certaine attention à ces risques, inhérents à la prospective, dans leurs décisions de politique monétaire, même si la nature précise des risques analysés sur la période, et leur incidence sur les décisions, ont beaucoup varié selon les institutions. Certaines se sont surtout attachées à éviter le risque d'un grave repli conjoncturel à très court terme, alors que d'autres redoutaient davantage les répercussions d'un assouplissement sur les résultats macroéconomiques à plus longue échéance.

La Réserve fédérale assume le rôle de gestionnaire des risques macroéconomiques

Parmi les banques centrales des principales économies avancées, c'est peut-être la Réserve fédérale qui s'est le plus appliquée à éviter la possibilité d'un grave ralentissement économique. Cette approche fondée sur la gestion des risques a constitué un facteur important dans les décisions de réduction des taux d'intérêt sur la période, comme mentionné à plusieurs reprises dans les procès-verbaux des réunions du CFOM et dans les déclarations de ses membres.

Le cadre à « deux perspectives » de la Banque du Japon met l'accent sur les risques à long terme

Les autorités monétaires japonaises ont sans doute souligné le plus explicitement les éventuelles répercussions à long terme de leurs choix de politique monétaire. La seconde perspective de leur cadre d'analyse monétaire privilégie les risques pesant sur les évolutions économiques au-delà d'un horizon 2 ans. Fin 2007, le Conseil de politique monétaire a conclu que la seconde perspective, à elle seule, appelait un resserrement, en raison du risque d'un recours excessif à l'emprunt et d'un emballement des dépenses en capital fixe si les intervenants estimaient que les taux d'intérêt resteraient faibles sur une longue période. Toutefois, en mars 2008, au moins un membre du Conseil a fait valoir que la seconde perspective signalait des risques à la baisse pour la croissance et l'inflation, estimant qu'il serait donc judicieux de procéder à un assouplissement monétaire pour éviter le retour de la déflation.

La plupart des autres banques centrales ont semblé moins mettre l'accent sur les risques associés à des évolutions extrêmes. Elles ont néanmoins dû continuer d'équilibrer les craintes d'une accélération de l'inflation plus forte qu'anticipé, susceptibles de provoquer une rupture de l'ancrage des anticipations d'inflation avec le risque d'un ralentissement économique plus net que prévu.

Disparités des mandats

Les conditions économiques actuelles et projetées ainsi que les risques pesant sur les prévisions sont à l'évidence des facteurs importants à la base des décisions de politique monétaire. Cependant, les analyses divergentes du fonctionnement de l'économie et la variété des mandats des banques centrales semblent aussi jouer un rôle. Ainsi, le double mandat de la Réserve fédérale,

qui accorde autant d'importance à la production qu'à l'inflation, semblerait justifier un assouplissement plus marqué face aux turbulences qu'un mandat ne faisant pas explicitement obligation de soutenir la production. *A contrario*, la politique de *statu quo* de la BCE, malgré la décélération de l'activité économique, cadre avec la priorité accordée dans son mandat à la stabilité des prix.

Évolution de la politique de communication des banques centrales

Les défis de la communication

L'incertitude associée aux turbulences financières et à leur incidence sur l'économie mondiale a posé des défis considérables à la stratégie de communication des banques centrales. Celles-ci ont dû veiller, en particulier, à ce qu'un assouplissement monétaire ne soit pas vu comme un relâchement des efforts de maîtrise de l'inflation ou une décision de « renflouer » les banques. Les banques centrales ont, en outre, dû tenir compte de l'influence qu'elles pouvaient avoir elles-mêmes, à travers leur communication, sur l'évolution des turbulences financières, étroitement liée à la confiance des intervenants. La présente section comporte deux parties. La première est consacrée à l'examen des changements d'ordre général apportés à la politique de communication de plusieurs banques centrales au cours de l'année écoulée. La seconde porte sur la communication relative à l'injection de liquidités lors des turbulences.

Changements relatifs à la communication de la politique monétaire

Plusieurs banques centrales ont modifié leur stratégie de communication sur la période afin de mieux faire comprendre au public la logique à laquelle ont obéi leurs décisions, confirmant la tendance – sur une dizaine d'années – à une transparence accrue.

Révision de la politique de communication à la Banque de Suède…

En mai 2007, bien avant l'apparition des tensions sur le marché monétaire, la Banque de Suède a annoncé qu'elle expliquerait davantage les raisons motivant ses décisions. Elle tiendrait une conférence de presse après chaque réunion de politique monétaire – et pas seulement après une modification des taux d'intérêt ou la publication d'un rapport de politique monétaire, comme c'était le cas auparavant – et elle nommerait dans le procès-verbal de ses réunions les auteurs des remarques formulées. Seulement quelques mois plus tôt, en février, la Banque de Suède avait décidé de publier les projections du Conseil sur l'orientation future des taux directeurs (*77e Rapport annuel*). Dans le cadre de sa nouvelle stratégie de communication, elle a en outre décidé de ne plus fournir d'indications, dans les discours prononcés et les communiqués de presse publiés entre les réunions, sur l'orientation future des taux, désormais jugées redondantes. Elle est toutefois revenue en partie sur cette dernière décision, en mai 2008, après examen des observations émises par les intervenants. La Banque de Suède s'abstiendra dorénavant d'annoncer à l'avance ses intentions, mais elle a estimé qu'il serait utile de commenter les nouveaux développements économiques et les derniers indicateurs, notamment sur la façon dont ils influencent son jugement.

...la Réserve fédérale...

Deux autres modifications majeures des cadres de communication – à la Réserve fédérale des États-Unis et à la Banque de Réserve d'Australie – étaient également largement engagées bien avant l'intensification des tensions financières. Au cœur de la nouvelle stratégie de communication de la Réserve fédérale, annoncée mi-novembre 2007, figure la publication quatre fois par an (au lieu de deux) des projections économiques établies en toute indépendance par chaque membre du CFOM. Comme par le passé, les projections seront élaborées dans l'hypothèse de la politique monétaire « appropriée ». La Réserve fédérale publiera la fourchette et la tendance centrale de ces prévisions, ainsi qu'une explication des éléments de fond pris en considération. L'horizon des projections a, en outre, été porté à trois années civiles afin de communiquer au public l'évaluation par le CFOM du comportement attendu à long terme de l'économie américaine. Cette mesure a pu donner une meilleure idée du taux d'inflation que le CFOM jugeait compatible avec le double objectif de maximisation de l'emploi et de stabilité des prix. En l'occurrence, la fourchette 1,6–1,9 % pour le taux d'inflation mesuré par le déflateur des dépenses de consommation des ménages en 2010, qui ressortait de la tendance centrale des prévisions d'octobre, correspondait dans une large mesure à l'objectif d'inflation du CFOM tel qu'anticipé par les intervenants.

...et la Banque de Réserve d'Australie

Dans le cadre de sa nouvelle stratégie de communication, dévoilée en décembre 2007, la Banque de Réserve d'Australie a décidé de publier une explication de ses décisions sur les taux, même lorsque ceux-ci sont laissés inchangés, ainsi que le procès-verbal des réunions du Conseil couvrant la politique monétaire. Elle s'était jusqu'alors abstenue de commenter les décisions de maintien du *statu quo*, qui signifiaient souvent (mais pas toujours) qu'elle n'avait aucun renseignement nouveau à communiquer. Compte tenu de l'expérience d'autres pays, elle a toutefois estimé que les avantages d'une explication l'emporteraient sur les risques.

Les décisions imminentes sont précédées de signaux moins nombreux

L'incertitude accrue quant aux perspectives d'inflation et de croissance sur la période analysée a également suscité certains changements dans la tactique de communication de quelques grandes banques centrales. De fait, elles ont estimé qu'il était plus difficile, ou moins souhaitable, de donner des indications sur les probables décisions de politique monétaire dans un tel contexte. Ainsi, le Conseil des gouverneurs de la BCE a laissé les taux inchangés lors de sa réunion de septembre 2007, même si le Président avait parlé de « très grande vigilance » dans le point presse un mois plus tôt. Cette expression avait immanquablement été employée avant chaque relèvement de taux depuis 2005. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a cessé de donner une évaluation explicite de l'équilibre des risques dans la déclaration du CFOM, à partir de la réunion de décembre 2007, compte tenu de la grande incertitude liée aux perspectives économiques.

Communication en période de crise financière

Volonté de rassurer le public...

Comme lors de crises précédentes, la première mesure adoptée par plusieurs banques centrales au cours des récentes turbulences a été d'informer le public qu'elles suivaient la situation de près et qu'elles prendraient les mesures

appropriées. La BCE et la Banque du Canada ont fait des déclarations en ce sens, le 9 août. De telles communications peuvent être plus bénéfiques que l'injection de liquidités si elles permettent d'assurer les intervenants que les autorités ont la situation bien en main.

...par le biais de communiqués publiés conjointement

Les communiqués publiés conjointement par un certain nombre de banques centrales en décembre 2007 ainsi qu'en mars et mai 2008 ont suscité des réactions positives du marché, mais de courte durée. Ces communiqués ont non seulement précisé les mesures que chaque banque centrale était prête à prendre mais aussi montré leur volonté et leur capacité d'opposer une action concertée aux turbulences. Un défi posé à la communication des banques centrales en période de crise financière est la possibilité que le public interprète des mesures exceptionnelles comme le signe d'une situation plus grave que prévu dans un pays particulier. En publiant conjointement des communiqués, les banques centrales ont peut-être réduit le risque de « signal négatif », car les actions concertées ne font pas ressortir les conditions spécifiques d'une zone monétaire particulière.

Volonté d'expliquer les opérations des banques centrales

La communication a aussi été motivée, en partie, par un besoin d'expliquer les modalités d'action, spécialement lors de la mise en place de nouvelles facilités. Il restait à convaincre le public que les opérations exceptionnelles d'injection de liquidités ne représentaient pas, en elles-mêmes, une modification de l'orientation monétaire. Au contraire, toutes les banques centrales concernées ont été très attentives à faire la distinction entre la fixation des taux d'intérêt, d'une part, et les stratégies visant à redistribuer la liquidité banque centrale et à améliorer celle des marchés, objet de la section suivante, d'autre part.

Opérations des banques centrales face aux turbulences financières

En raison des turbulences, les opérations ont dû être ajustées

Les banques centrales ont ajusté leurs opérations de politique monétaire de plusieurs façons exceptionnelles et inédites pour faire face aux turbulences financières qui éclatèrent en août 2007 (tableau IV.2). Quand les tensions ont gagné l'interbancaire, au milieu du mois, la demande de liquidité banque centrale dans les économies concernées est devenue plus instable et moins prévisible. Il a donc été beaucoup plus difficile pour les banques centrales de mettre en œuvre une orientation donnée à travers les opérations d'*open market* classiques et les facilités permanentes, qui sont les principaux instruments à leur disposition pour les interventions au jour le jour. En outre, les dépôts et prêts interbancaires à terme, qui jouent un rôle déterminant dans le système financier et le mécanisme de transmission monétaire, ont subi des pressions car les investisseurs n'ont consenti à placer leurs fonds dans des instruments non garantis que pour les horizons les plus courts. Enfin, la liquidité s'est détériorée sur plusieurs marchés des financements par nantissement, dont, en mars 2008, les titres pris en pension à court terme libellés en dollars. Les établissements ont donc eu des difficultés à financer leurs portefeuilles d'actifs devenus très illiquides. Tous ces développements justifiaient une intervention de la banque centrale, et s'y prêtaient dans une certaine mesure. Dans la présente section sont examinées

Mesures prises pendant les turbulences financières

	Fed	BoJ	BCE	BRA	BdC	BoE	BNS
Mesures exceptionnelles de réglage fin (fréquence, conditions)	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Opérations d'*open market* exceptionnelles à long terme	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Réserves obligatoires constituées en début de période par les établissements financiers			✓	•	•		✓
Modification de la facilité permanente	✓						
Élargissement de la liste des sûretés éligibles	✓			✓	✓	✓	✓[1]
Modification des réserves obligatoires ou de leurs objectifs				•	•	✓	
Élargissement des contreparties éligibles	✓					✓[2]	
Augmentation des prêts de titres, ou instauration de ce type de prêts	✓					✓	

Fed = Réserve fédérale ; BoJ = Banque du Japon ; BCE = Banque centrale européenne ; BRA = Banque de Réserve d'Australie ; BdC = Banque du Canada ; BoE = Banque d'Angleterre ; BNS = Banque nationale suisse. Coche (✓) = oui ; espace blanc ( ) = non ; point (•) = sans objet.

[1] Mesure non liée aux turbulences, entrée en vigueur le 1er octobre. [2] Seulement pour 4 adjudications de financement à terme annoncées en septembre 2007, qui n'ont toutefois donné lieu à aucune offre.

Sources : banques centrales. Tableau IV.2

successivement la façon dont les banques centrales ont ajusté leurs opérations de gestion de la liquidité afin de continuer à piloter les taux au jour le jour, les mesures qu'elles ont prises pour remplacer les sources de financement taries ainsi que certaines questions soulevées par les ripostes des banques centrales face aux turbulences.

Gestion de la liquidité banque centrale

Comme il en est question au chapitre VII, les turbulences financières ont placé les banques dans une situation de grande incertitude quant à leurs futurs besoins de financement et de doute quant à leur aptitude à y faire face rapidement, en raison de l'assèchement des marchés monétaires. Les banques sont devenues beaucoup plus prudentes, de sorte que la demande de liquidité banque centrale s'est avérée plus instable et moins prévisible.

L'instabilité de la demande de liquidité banque centrale…

Les banques centrales conduisent la politique monétaire en procédant régulièrement à des opérations de marché à court terme qui visent à maintenir leur offre de liquidités (les dépôts des banques auprès de la banque centrale) autour des besoins des banques, conservant ainsi les taux de référence du marché à des niveaux proches des taux directeurs. L'instabilité de la demande de la part des banques ayant rendu plus difficile toute projection précise de l'offre nécessaire, les banques centrales ont procédé à des ajustements compensatoires. En Australie, au Canada, aux États-Unis, dans la zone euro,

au Japon et en Suisse, et à partir de septembre au Royaume-Uni, la banque centrale a mené des opérations de marché en dehors du calendrier annoncé ou d'un montant supérieur à la normale, et pris d'autres mesures pour équilibrer l'offre et la demande au taux directeur. Ainsi, au début des turbulences, la BCE et la Réserve fédérale ont modifié leurs opérations sous l'influence de la forte pression haussière sur les taux au jour le jour, dans un contexte de profonde incertitude quant à la demande des banques. Pour sa première opération de riposte aux turbulences, le 9 août, la BCE s'est écartée de sa procédure habituelle en satisfaisant la totalité de la demande à 4 % (son taux directeur). Le 10 août, la Réserve fédérale a procédé à trois prises en pension d'un jour à l'autre sur appel d'offres, la dernière en début d'après-midi, bien après ses heures d'ouverture habituelles.

...est traitée par des opérations plus fréquentes et plus importantes

Dans la plupart des cas, les banques centrales n'ont pas injecté plus de liquidités qu'il n'était nécessaire pour maintenir les taux de référence à des niveaux proches des taux directeurs. Dans toutes les régions fortement touchées par les turbulences, la demande globale d'encaisses de précaution d'instruments liquides a progressé, mais la mesure dans laquelle cette augmentation a donné lieu à une demande accrue de liquidité banque centrale a spécifiquement dépendu du coût d'opportunité de ces liquidités. Aux États-Unis, où ces encaisses auprès de la banque centrale ne sont pas rémunérées, et dans la zone euro, où les dépôts au-delà des réserves obligatoires sont rémunérés à un taux inférieur de 100 pb au taux directeur, la demande n'a pas crû sensiblement et les injections nettes ont, dans presque tous les cas, été assez rapidement résorbées. La principale exception a été la période de constitution des réserves aux États-Unis début août lorsque, pendant quelques jours, elles n'ont pas été drainées, et le taux des fonds fédéraux est resté en moyenne bien inférieur au taux cible. En revanche, à la Banque d'Angleterre, où les objectifs de soldes, rémunérés au taux directeur, sont fixés par chaque banque à l'avance, les dépôts ont beaucoup augmenté à partir de la période de constitution de septembre. À la Banque de Réserve d'Australie et à la Banque du Canada, où le taux de rémunération n'est inférieur que de 25 pb au taux directeur, les dépôts ne se sont que légèrement accrus.

Rôle de la rémunération des dépôts auprès de la banque centrale

Presque toutes les banques centrales ont des facilités de refinancement permanentes au titre desquelles des prêts assortis de sûretés sont accordés aux banques à un taux supérieur au taux directeur. Ces facilités sont utilisées à différentes fins, dont celle de ligne de liquidité dans le cadre des opérations d'*open market*. Les prêts accordés au titre de ces facilités permettent d'injecter des liquidités supplémentaires, à la demande, le taux d'intérêt servant généralement de plafond au taux interbancaire au jour le jour. Les facilités de refinancement permanentes permettent aussi de fournir des fonds aux établissements ayant des problèmes de trésorerie isolés ou de procurer des liquidités à des établissements provisoirement incapables de lever des fonds, mais par ailleurs solides. Enfin, généralement à travers une facilité distincte, elles peuvent aussi servir à fournir les fonds nécessaires au traitement d'un établissement en difficulté.

L'utilisation des facilités permanentes de liquidité...

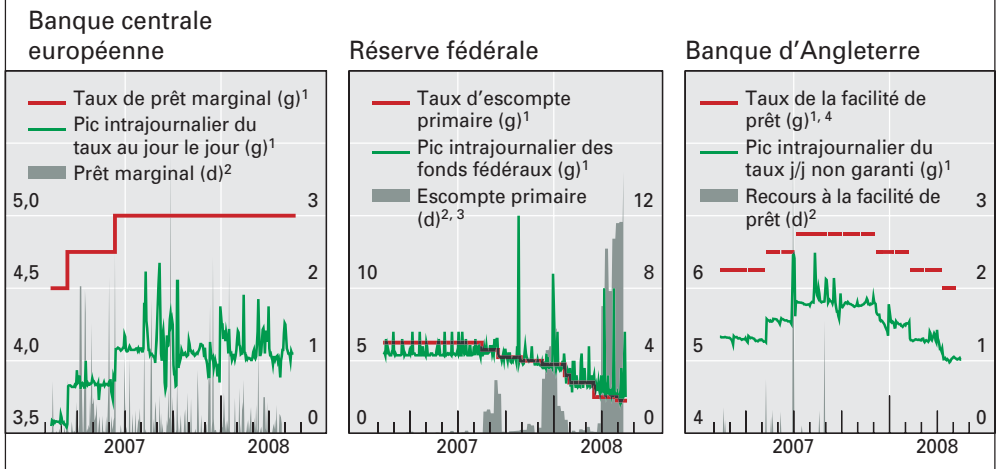
En l'occurrence, seule la Réserve fédérale a assoupli les conditions de sa facilité de prêt permanente (facilité d'escompte primaire) pour faire face aux

turbulences. Elle a réduit l'écart entre le taux d'intérêt applicable à la facilité – le « taux d'escompte » – et son taux directeur, le ramenant de 100 à 50 pb en août, puis à 25 pb en mars 2008. Elle a, en outre, allongé la durée possible des prêts au-delà du jour le jour, la portant à 30, puis 90 jours. Ces mesures avaient pour objectif de rassurer les banques quant au coût et à la disponibilité des financements. La réduction de l'écart entre taux de la facilité et taux directeur visait à faire reculer l'incidence à la hausse sur le taux des fonds fédéraux de toute tension transitoire sur l'interbancaire, tandis que l'allongement de la durée possible des prêts en a fait un meilleur substitut au crédit d'échéances comparables sur le marché monétaire, devenu de plus en plus rare.

...est limitée par la crainte d'éventuelles atteintes à la réputation

Toutefois, l'aversion des banques à recourir à la facilité de prêt permanente de la Réserve fédérale a nettement réduit son efficacité, à la fois à plafonner les taux au jour le jour et à atténuer les tensions sur le marché monétaire à terme. Même si les informations sur les emprunts individuels au guichet de l'escompte ne sont pas communiquées publiquement, il semble que les banques aient craint que leurs emprunts soient révélés et interprétés comme le signe de difficultés financières. Les banques ont parfois présenté des offres pour des prêts interbancaires au jour le jour et des dépôts en eurodollars à 30 jours à des taux bien supérieurs au taux de l'escompte (graphique IV.5). Au Royaume-Uni également, des informations de marché ont fait état de transactions bilatérales à des taux élevés, en particulier après l'octroi, en septembre, de liquidités d'urgence à un établissement de crédit hypothécaire en difficulté, Northern Rock (chapitre VII). Dans la zone euro, en revanche, le risque de réputation n'a pas pesé autant, peut-être parce que les recours à la facilité de prêt marginal de la BCE sont davantage courants. Aucune transaction interbancaire à des taux plus élevés n'a par conséquent été observée.

Mesures de « réticence » de la part des banques



[1] En %. [2] En milliards d'unités de monnaie locale. [3] Moyenne hebdomadaire. [4] L'écart entre le taux de la facilité de prêt et le taux directeur passe de 100 à 25 pb le dernier jour de la période mensuelle de constitution des réserves (observations non prises en compte).

Sources : banques centrales ; Bloomberg ; Datastream. Graphique IV.5

Substitut aux sources de financement taries

Les tensions sur les marchés monétaires à terme...

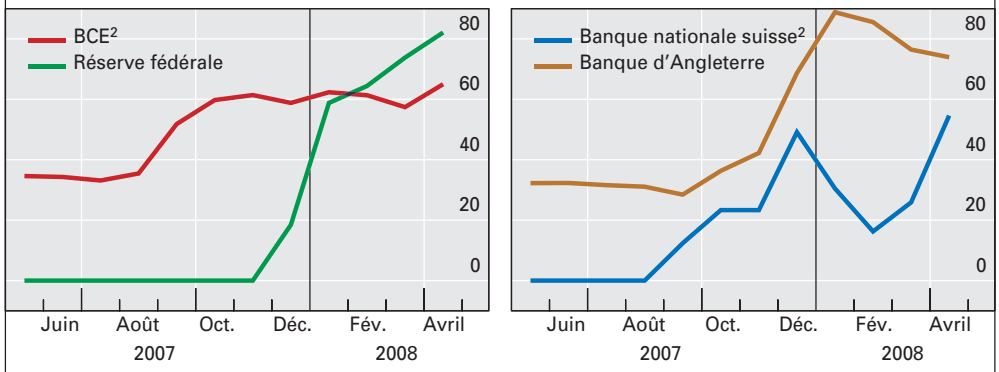
Les mesures prises pour maintenir les taux au jour le jour proches des taux directeurs visaient non seulement à mettre en œuvre l'orientation de la politique monétaire, mais aussi à trouver une solution à la relative pénurie de liquidités sur les autres échéances du marché monétaire. Ainsi, les établissements financiers pourraient être plus disposés à s'engager à terme s'ils étaient sûrs de pouvoir se financer à des taux raisonnables sur le marché au jour le jour. En outre, ils seraient moins agressifs dans leur levée de fonds s'ils avaient la certitude de pouvoir se reporter à tout moment sur les financements au jour le jour.

...ont entraîné un report sur des opérations à plus longues échéances...

À mesure de l'évolution des turbulences, néanmoins, les banques centrales ont tenté d'apaiser les tensions sur les segments les moins liquides du marché monétaire en octroyant directement des financements. Ainsi, la BCE et la Banque nationale suisse ont procédé à des opérations de financement supplémentaires à 3 mois, à partir respectivement d'août et septembre. En avril, la BCE a lancé des appels d'offres à 6 mois. À compter de décembre, la Banque d'Angleterre a procédé à des appels d'offres à 3 mois d'un montant supérieur à la normale alors que la Réserve fédérale a accordé des prêts à 1 mois, au titre de son nouveau dispositif d'adjudication, le TAF (*Term Auction Facility*), à des établissements présentant une situation financière saine. Ces initiatives ont sensiblement accru la proportion d'opérations à plus long terme (prêts ou prises en pension) dans le total des opérations de cession temporaire menées par ces banques centrales (graphique IV.6).

Grâce à ces opérations, les banques centrales ont pu rétablir le rôle des taux de référence et apaiser les tensions sur les marchés monétaires moins liquides, essentiellement en remédiant à la mauvaise répartition des dépôts détenus auprès d'elles par les banques, imputable à la perte d'efficacité de l'interbancaire. Dans plusieurs cas, les banques centrales ont élargi la gamme des sûretés éligibles et parfois allongé la liste des contreparties qui participent à leurs opérations, permettant ainsi aux intervenants de financer des

Part des opérations de cession temporaire à plus long terme dans certaines banques centrales[1]



[1] Opérations de cession temporaire à 1 mois ou plus, en % du total des cessions temporaires en cours ; moyenne mensuelle. [2] Y compris les opérations libellées en dollars.

Sources : banques centrales ; calculs BRI. Graphique IV.6

instruments dont les marchés étaient en proie à de graves perturbations. La Banque du Canada a décidé, en août, d'accepter temporairement comme sûretés tous les titres déjà éligibles pour sa facilité permanente de trésorerie. La Banque de Réserve d'Australie a, en septembre et octobre, inclus une gamme plus large de papier bancaire ainsi que les titres garantis par des crédits hypothécaires du secteur résidentiel et du papier commercial hypothécaire dans la liste des sûretés éligibles pour ses opérations ordinaires et ses pensions au jour le jour. La Banque d'Angleterre a lancé, en septembre, le premier de quatre appels d'offres exceptionnels à 3 mois, admettant une gamme plus large de sûretés qu'à l'accoutumée et un plus grand éventail de contreparties. En décembre, elle a également étendu la gamme de sûretés acceptées dans le cadre de ses opérations ordinaires à 3 mois. Toujours en décembre, la Réserve fédérale a procuré, dans le cadre du dispositif TAF, un financement au prix du marché à des établissements de dépôt, acceptant une sûreté au guichet de l'escompte, ce qui a élargi sensiblement la gamme de contreparties et de sûretés éligibles par rapport à ses autres opérations d'*open market*.

...et des changements concernant les sûretés éligibles

Initiatives prises conjointement au niveau international en décembre 2007...

Le dispositif TAF est un exemple des nombreuses mesures engagées à la suite de la déclaration conjointe, le 12 décembre, des banques centrales de cinq zones monétaires : Banque du Canada, BCE, Banque nationale suisse, Réserve fédérale et Banque d'Angleterre. La mise en place de lignes de swap de devises entre la Réserve fédérale, d'une part, et la BCE et la Banque nationale suisse, d'autre part, a également été annoncée. La BCE et la BNS ont utilisé ces lignes pour financer, dans leur juridiction, des adjudications régulières de crédits en dollars à terme. Le produit des adjudications a aidé les banques situées dans la zone euro et en Suisse à remplir leurs besoins de financement en dollars, ce que les perturbations du marché des swaps cambistes avaient rendu difficile (chapitre V). La volonté des banques européennes d'obtenir des financements en dollars dès l'ouverture des séances américaines avait suscité, le matin, des tensions haussières considérables sur les taux au jour le jour, ce qui compliquait la mise en œuvre de la politique monétaire américaine. Après le lancement des adjudications en dollars, ces tensions se sont temporairement dissipées. Les adjudications de financement en dollars à terme effectuées par les banques centrales en Europe se sont poursuivies en janvier, mais ont été suspendues en février lorsque les conditions de marché ont semblé s'améliorer.

...et à nouveau en mars 2008

Le répit a toutefois été de courte durée. Mi-mars, les conditions se sont à nouveau détériorées sur les marchés financiers, et les banques centrales ont pris plusieurs mesures supplémentaires pour permettre de financer les actifs illiquides figurant au bilan des établissements. La Réserve fédérale a sensiblement accru le montant disponible au titre du TAF et allongé la durée maximale de ses prises de pension, la portant de 2 semaines à 1 mois. Par ailleurs, les banques centrales qui avaient participé à l'action concertée en décembre ont annoncé ensemble des initiatives supplémentaires. Le volume des lignes de swap transatlantiques a été accru, tandis que la BCE et la Banque nationale suisse ont procédé à de nouvelles adjudications de crédits en dollars. En outre, la Réserve fédérale a lancé une nouvelle facilité de financement de prêts de titres à terme, la TSLF (*Term Securities Lending Facility*), qui permet

aux intermédiaires financiers spécialisés dans les titres du Trésor (la vingtaine de courtiers sur titres qui participent aux opérations d'*open market*) d'emprunter ceux-ci auprès de la Réserve fédérale de New York en contrepartie de certains titres moins liquides, dont des titres bien notés adossés à des hypothèques privées qui ne réunissaient pas les conditions requises pour les opérations d'*open market*.

La Fed accorde des crédits à des établissements autres que les établissements de dépôt

Les jours suivants, la Réserve fédérale a affiché sa détermination en accordant des prêts à des établissements autres que les banques de dépôt pour la première fois depuis les années 1930. Elle a tout d'abord fourni un financement, le 14 mars, pour faciliter l'acquisition par JPMorgan Chase de la banque d'affaires Bear Stearns, qui était au bord de la faillite. Puis, le dimanche 16 mars, elle a créé une facilité de crédit destinée aux intermédiaires spécialisés, la PDCF (*Primary Dealer Credit Facility*), pour des prêts au jour le jour au taux d'escompte, en contrepartie de titres bien notés d'émetteurs privés et publics. Cette facilité visait à permettre aux intermédiaires spécialisés de fournir plus facilement des financements (par le biais de pensions) aux intervenants sur les produits titrisés. Si le dispositif TAF avait rendu éligibles, pour un type d'opérations d'*open market*, les établissements ayant accès au guichet de l'escompte, la facilité PDCF a permis aux établissements qui participent aux opérations d'*open market* de bénéficier d'une facilité permanente. En conséquence, les deux nouvelles facilités ont déplacé le cadre opérationnel de la Réserve fédérale, qui offre désormais opérations de marché et facilités permanentes à la même gamme étendue d'établissements en échange d'une série plus homogène de sûretés.

La Banque d'Angleterre instaure un dispositif de swap de titres

Mi-avril, la Banque d'Angleterre a, quant à elle, mis en place un dispositif de swap de titres en vue d'améliorer la liquidité des banques affichant un bilan alourdi par une surabondance d'actifs illiquides. Ce dispositif, appelé *Special Liquidity Scheme*, consiste à permettre aux banques d'échanger des actifs de qualité, temporairement illiquides, contre des bons du Trésor britannique. Les swaps ont été mis à la disposition des banques pour toute période dans une fenêtre de 6 mois, et assortis d'échéances pouvant aller jusqu'à 3 ans. En outre, début mai, les principales banques centrales ont fait une nouvelle annonce conjointe. Le volume des lignes de swap transatlantiques et des adjudications de crédits en dollars a de nouveau été augmenté, et la Réserve fédérale a décidé d'inclure dans la liste des titres admissibles à sa facilité TSLF d'autres types de titres adossés à des actifs très bien notés.

Pour l'heure, il est difficile d'évaluer l'efficacité de ces opérations face aux turbulences financières. Les banques centrales sont parvenues à contenir la hausse de la volatilité des taux de marché ciblés, malgré la demande moins prévisible de liquidité banque centrale et l'efficacité réduite de certaines facilités de refinancement permanentes dans le plafonnement des taux. Mais les primes d'échéance sur le marché monétaire restent très élevées par rapport à leurs niveaux antérieurs, même en tenant compte d'un certain ajustement à la hausse par rapport à des niveaux peut-être excessivement bas avant les turbulences. L'augmentation des primes est sans nul doute imputable en partie aux préoccupations liées au risque de contrepartie, qui ne peuvent pas être dissipées à grande échelle par les interventions des banques centrales.

Toutefois, les primes d'échéance sont restées élevées même quand les primes de risque diminuaient pour les établissements financiers, ce qui suggère que les préoccupations concernant la liquidité n'ont pas été complètement surmontées, malgré les mesures sans précédent mises en œuvre à ce jour par les banques centrales.

Questions soulevées par la riposte des banques centrales aux turbulences financières

Les interventions des banques centrales engendrent des coûts…

Au moment de décider d'intervenir ou non en situation de crise financière, la banque centrale doit opérer un arbitrage, car l'intervention présente des avantages mais entraîne aussi des coûts. Il peut s'agir de coûts financiers directs, liés, par exemple, à l'octroi d'une garantie *ex post* à des établissements ou des investisseurs. D'autres coûts, sans doute plus importants à long terme, résultent du risque subjectif – ou aléa moral – associé à l'intervention, à savoir la possibilité que les intervenants prennent plus de risque et accroissent ainsi la probabilité de futures interventions, et les éventuels coûts y afférents, dès qu'ils savent que la banque centrale interviendra en leur faveur.

Les différents types de mesures que les banques centrales peuvent prendre s'accompagnent de risques subjectifs et de coûts financiers variables. Parmi celles prises lors des récentes turbulences, une gestion des liquidités plus active dans les cadres en place, visant à maintenir les taux de référence du marché proches des taux directeurs, a probablement minimisé l'aléa moral. L'allongement des listes de sûretés et de contreparties l'a sans doute accru, tout en présentant certains risques financiers, même si l'aléa moral aurait, en principe, dû être quelque peu atténué par le fait que la plupart des mesures prises relevaient d'opérations de marché où le prix est fixé par adjudication. S'agissant des risques financiers, les sûretés acquises par les banques centrales sont devenues un peu plus risquées et moins liquides, mais tout accroissement du risque a vraisemblablement été limité, en partie en raison des décotes plus importantes appliquées aux actifs plus risqués ou moins liquides lors de la fixation du montant de crédit que la banque centrale est disposée à offrir en contrepartie. L'aléa moral est sans doute plus important dans le cas des prêts visant à assister un établissement en difficulté. Généralement, dans de telles circonstances, les banques centrales cherchent à répercuter sur les actionnaires, les créanciers et la direction les coûts les plus élevés possible tout en autorisant l'établissement à poursuivre ses activités. Or, les mesures prises ont évité aux actionnaires et aux créanciers les coûts plus élevés d'une faillite désordonnée.

…et aussi des avantages…

Le principal avantage de l'intervention est qu'elle peut permettre d'éviter une crise financière, ou en réduire la gravité. Les crises financières peuvent diminuer fortement l'offre de crédit et se traduire par une détérioration de la confiance des entreprises et des ménages. Il s'ensuit un repli de l'activité économique, de l'emploi et de la richesse, qui affecte notablement la prospérité générale. Pour calculer l'avantage de l'intervention, il faut évaluer non seulement les coûts susceptibles d'être évités, mais aussi la probabilité de réussite des éventuelles stratégies d'intervention.

...y compris celui d'éviter une intervention ultérieure plus coûteuse

Certaines interventions visant à contenir une crise financière ont un autre avantage. Elles contribuent à réduire la nécessité de recourir ultérieurement à d'autres types de mesures assorties d'un aléa moral ou de coûts financiers encore plus élevés. Ainsi, des injections rapides et massives de liquidités par le biais d'opérations de marché peuvent rendre inutile l'octroi ultérieur de liquidités d'urgence.

Difficile de peser le pour et le contre en temps réel...

Il n'est pas toujours possible de calculer très précisément en temps réel les coûts et avantages probables de mesures particulières, face à une situation souvent très évolutive. Au final, avant de prendre une décision, les autorités doivent faire preuve de beaucoup de discernement. Cela étant, la définition préalable des objectifs et l'estimation des coûts et avantages probables de l'intervention constituent des étapes préparatoires importantes qui peuvent aider à structurer et faciliter la prise de décision, même la plus rapide.

...mais la clarté des objectifs peut limiter un « glissement » de la mission

Les récentes interventions destinées à favoriser le bon fonctionnement des marchés des pensions et des marchés monétaires au-delà du très court terme pourraient aussi indiquer que les banques centrales soutiendraient d'autres marchés ou établissements en cas de tensions similaires à l'avenir. L'aléa moral pourrait, de ce fait, encore s'accroître. En exposant clairement les objectifs qu'elles visent et les principes qui régissent leur réaction face aux perturbations financières, les banques centrales pourraient limiter un tel « glissement » de leur mission. Il pourrait aussi être utile de préparer des stratégies de sortie de ces opérations exceptionnelles.

La riposte nécessitera toujours un élément novateur

La prochaine crise financière aura, à coup sûr, des caractéristiques inédites et amènera les banques centrales à prendre des décisions qui ne peuvent être articulées à l'avance. Il est donc probablement impossible de concevoir des cadres opérationnels comportant un arsenal complet de dispositifs d'urgence. Dans une certaine mesure, la gestion des crises financières sera efficace si les banques centrales parviennent à préserver leur capacité à innover. De ce point de vue, il importe de rester en contact étroit avec les intervenants, de favoriser la communication avec les autres organismes financiers et les banques centrales et de disposer d'un personnel bien informé pour pouvoir rapidement recueillir, échanger et comprendre les données relatives aux situations nouvelles.

V. Marchés des changes

Faits marquants

La volatilité sur les marchés des changes s'est fortement accrue en août 2007, les turbulences sur d'autres marchés financiers affectant considérablement leur dynamique. Avant le mois d'août, la faiblesse historique de la volatilité et l'ampleur des écarts de taux d'intérêt avaient favorisé les flux de capitaux transfrontières, exerçant des pressions à la baisse sur les monnaies de financement, telles que le yen et le franc suisse, et soutenant les monnaies mieux rémunérées, comme les dollars australien et néo-zélandais. Plus tard, en raison de l'accroissement de la volatilité, des opérations de portage de devises (*carry trade*) à effet de levier ont été dénouées, provoquant un revirement du cours de change des monnaies concernées.

De plus, les anticipations relatives aux décisions de politique monétaire ont été très nettement révisées lorsque l'ampleur des difficultés sur les marchés financiers est apparue plus clairement. Dans ce contexte, des facteurs comme les écarts de croissance attendus, qui sont importants pour l'orientation future de la politique monétaire, ont davantage déterminé le sentiment des marchés que le niveau des taux d'intérêt en vigueur. Le renforcement des anticipations d'une récession et la détérioration des conditions sur les marchés du crédit aux États-Unis ont accentué la baisse du dollar début 2008, la monnaie américaine s'inscrivant à son plus faible niveau depuis douze ans vis-à-vis du yen et enregistrant des creux historiques par rapport à l'euro et au franc suisse. La dégradation des perspectives de croissance au Royaume-Uni vers la fin de 2007 a aussi provoqué une nette dépréciation de la livre sterling. En revanche, d'autres monnaies ont été stimulées par des anticipations de poursuite d'une forte croissance économique. Pour certaines économies émergentes, telles que la Chine et Singapour, les tensions à la hausse sont venues du dynamisme de la demande intérieure et d'une faible exposition directe aux turbulences financières mondiales. Dans d'autres cas, comme l'Australie et le Brésil, la solidité de la monnaie s'est appuyée sur la vitalité des exportations de produits de base et l'amélioration des termes de l'échange.

Malgré quelques fluctuations sensibles de cours, les marchés des changes au comptant ont dans l'ensemble continué de fonctionner sans heurts pendant toute la période de forte volatilité. Parallèlement, des signes de tension ont été observés sur certains marchés de swaps cambistes et de swaps de devises, qui sont plus étroitement liés aux marchés du crédit et aux financements internationaux. Même si des développements à plus long terme, comme l'élargissement de la base d'investisseurs et l'amélioration de la gestion du risque, ont sans doute renforcé les marchés des changes, il semble

que la relation étroite entre certains segments des marchés des changes et d'autres marchés financiers puisse rendre les premiers plus vulnérables aux chocs émanant des seconds.

Synthèse des évolutions

Les perturbations qui ont secoué les marchés monétaires et du crédit en juillet et août 2007 ont entraîné des modifications importantes des orientations des cours de change qui avaient prévalu pendant une bonne partie de 2006 et au premier semestre 2007, ainsi qu'une vive intensification de la volatilité sur de nombreuses paires de monnaies.

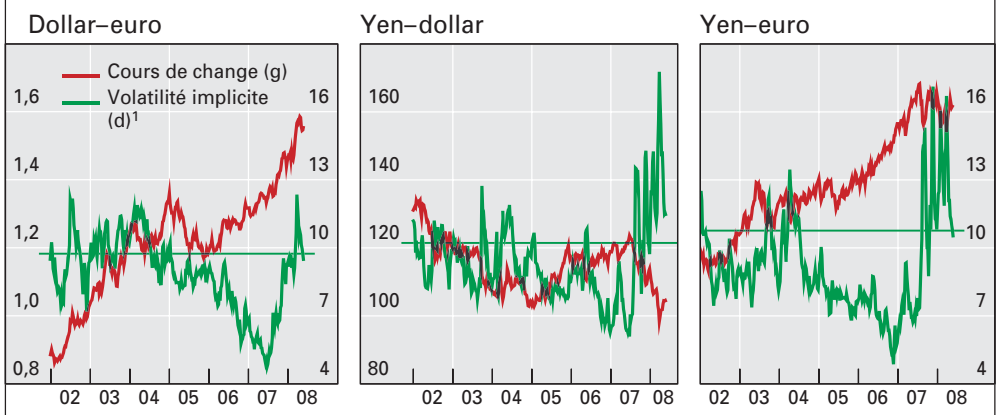
Le dollar et la livre sterling se sont dépréciés après mi-2007…

Alors qu'en 2006 et pendant les six premiers mois de 2007 le dollar s'était déprécié face à l'euro au rythme annualisé de 9 % et s'était apprécié marginalement vis-à-vis du yen, le recul régulier du dollar s'est accéléré par la suite (graphique V.1). De début juillet 2007 à fin avril 2008, sa dépréciation a atteint environ 20 %, en rythme annuel, par rapport à chacune de ces deux monnaies. Sur la base du taux effectif nominal, elle a plus que doublé (graphique V.2). De même, la livre sterling a baissé de près de 15 % en termes effectifs entre juillet 2007 et avril 2008. D'autres monnaies, comme le rouble russe, se sont repliées régulièrement en termes effectifs nominaux pendant la période.

…tandis que l'euro, le yen et le franc suisse s'appréciaient

En revanche, plusieurs monnaies ont progressé en termes effectifs au second semestre 2007 et début 2008. L'appréciation en rythme annuel de l'euro, tout particulièrement, a plus que doublé depuis août 2007 (graphique V.2). La mi-2007 a également marqué un tournant pour le yen et le franc suisse. Tandis qu'elles s'étaient dépréciées en 2006 et au premier semestre 2007, ces monnaies se sont appréciées, de 15 % et 9 % respectivement, au cours des dix mois jusqu'à avril 2008. Plusieurs monnaies asiatiques, dont le renminbi, le dollar de Singapour, le nouveau dollar de Taïwan et le baht thaïlandais, ont aussi fortement augmenté durant les quatre premiers mois de 2008.

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

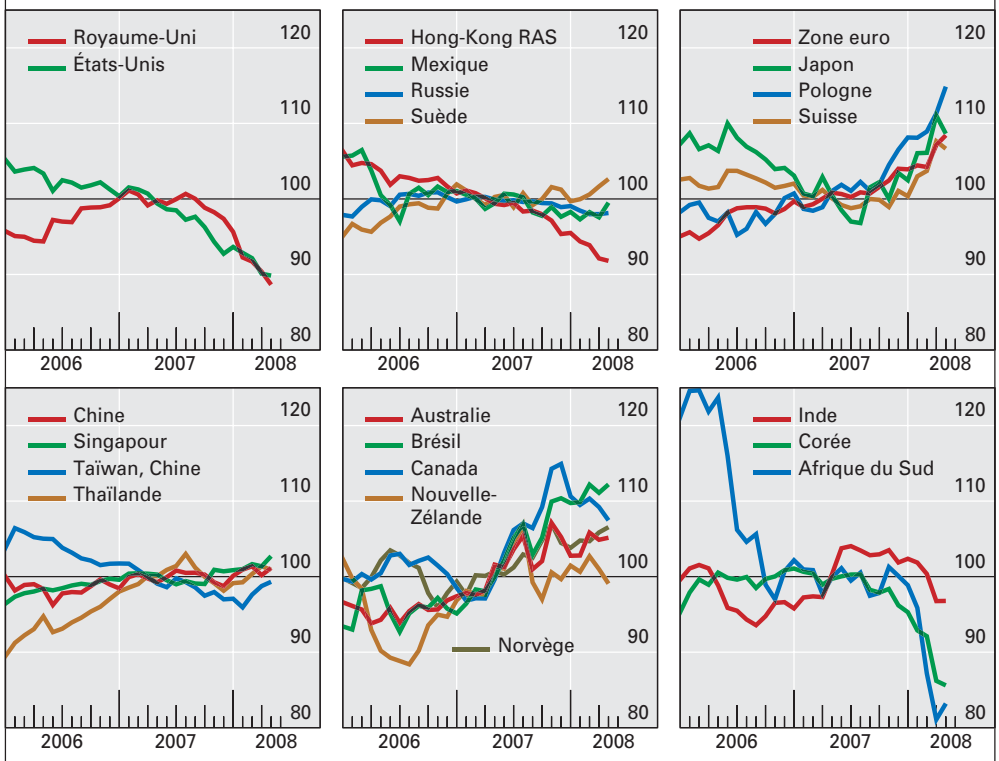


[1] Sur 1 mois, en %. Ligne horizontale : moyenne de janvier 1999–avril 2008.

Sources : Bloomberg ; données nationales. Graphique V.1

Cours de change effectif nominal[1]

Moyenne mensuelle, janvier–juin 2007 = 100



[1] Sur la base du panier large BRI (52 économies).

Source : BRI. Graphique V.2

D'autres monnaies ont subi des fluctuations sensibles

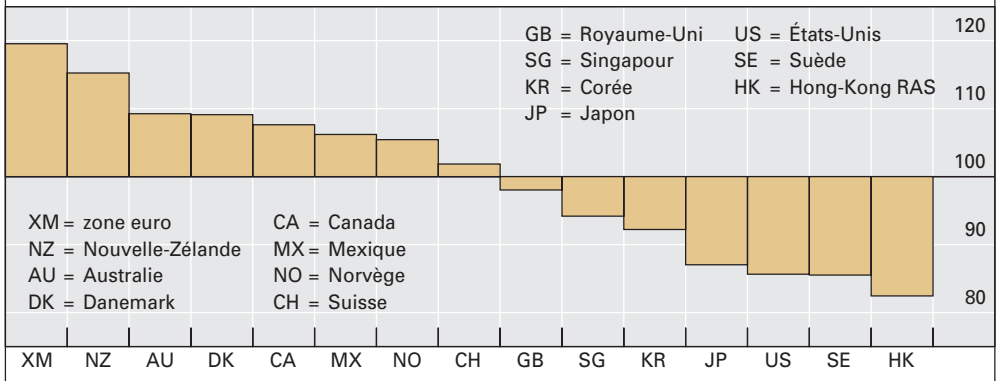
Certaines monnaies ont subi des fluctuations importantes de mi-2007 à avril 2008. Quelques-unes, le dollar australien et le real brésilien notamment, ont subi un net recul mi-août 2007, à la suite des difficultés sur les marchés monétaires internationaux, pour regagner le terrain perdu pendant les mois suivants (graphique V.2). D'autres, comme le dollar néo-zélandais, ne se sont redressées que modestement après de fortes dépréciations en août. Enfin, certaines monnaies qui avaient bien résisté en août, notamment le dollar canadien, la roupie indienne, le won coréen et le rand sud-africain, ont baissé de façon plus marquée entre novembre 2007 et avril 2008.

Certaines monnaies se sont nettement démarquées de leurs moyennes sur longue période

Les cours de change effectifs réels de bon nombre de monnaies sont actuellement à des niveaux très éloignés de leur moyenne sur longue période (graphique V.3). En avril 2008, l'euro et le dollar néo-zélandais s'échangeaient à des niveaux supérieurs de plus de 10 % à ces moyennes, tandis que le yen, le dollar de Hong-Kong, la couronne suédoise et le dollar des États-Unis se situaient à des niveaux plus de 10 % inférieurs. Globalement, des estimations plus élaborées du FMI concernant les cours de change réels par rapport à leur point d'équilibre à moyen terme dressent un tableau largement comparable. Les dollars australien et canadien, qui sont probablement moins surévalués que ne le suggère le graphique V.3 en raison de l'incidence positive de termes de l'échange favorables sur les cours de change d'équilibre, et le dollar, dont la dépréciation est conforme au déficit important et persistant des paiements courants aux États-Unis, constituent de notables exceptions.

Cours de change effectif réel sur longue période[1]

Avril 2008 ; janvier 1973–avril 2008 = 100



[1] En termes de prix à la consommation relatifs. Sur la base du panier restreint BRI (27 économies).

Source : BRI. Graphique V.3

Conditions sur les marchés des changes

La hausse de la volatilité a été plus forte...

La volatilité sur les marchés des changes, qui était progressivement revenue à des niveaux très faibles au premier semestre 2007, a augmenté à nouveau en juillet. La volatilité implicite a progressé nettement en trois occasions – mi-août, fin novembre 2007 et mi-mars 2008 – et plus modestement fin janvier 2008 (graphique V.4). Même s'ils ont été moins marqués, ces pics ont coïncidé avec ceux observés sur d'autres marchés financiers. Contrairement à ce qui a été constaté par le passé, la volatilité implicite des cours de change des monnaies des grandes économies avancées a constamment dépassé celle des monnaies des économies émergentes à partir du début du mois d'août 2007.

...pour certaines paires de monnaies que pour d'autres

La volatilité implicite de certaines paires de monnaies s'est nettement intensifiée en mars 2008. En ce qui concerne le cours dollar–euro, elle est remontée à un niveau comparable à celui observé lors du pic de septembre 2001, pendant que les volatilités dollar–yen et euro–yen atteignaient des valeurs inconnues depuis 1999 (graphique V.1). La volatilité implicite par rapport au dollar des États-Unis s'est aussi fortement accrue pour le real brésilien, le rand sud-africain et les dollars australien, canadien et néo-zélandais. Les sommets atteints pour ces trois dernières paires de monnaies sont comparables aux niveaux d'octobre 1998, pendant la période de volatilité associée à l'effondrement du fonds LTCM et au défaut de la Russie.

Les transactions au comptant ont augmenté

La hausse de la volatilité s'est accompagnée d'une augmentation des opérations au comptant. Les transactions effectuées sur la plateforme de courtage électronique EBS, qui représentent plus de 60 % du marché interbancaire au comptant, ont culminé à $456 milliards le 16 août 2007. À titre de comparaison, le volume de transactions quotidien moyen s'est établi en 2007 à $182 milliards. Les données relatives aux montants des règlements des opérations de change communiquées par CLS Bank (CLS), qui effectue le règlement final d'une part importante de l'ensemble des opérations de change, témoignent aussi d'un pic très net en août 2007, en particulier pour le yen et les dollars australien et néo-zélandais, monnaies très présentes dans les

opérations de portage. La hausse des transactions ne semble toutefois pas avoir été identique pour les différentes paires de monnaies. Les données d'EBS, par exemple, indiquent une augmentation beaucoup plus forte pour les paires dollar–yen et euro–yen au cours de la semaine du 13 août.

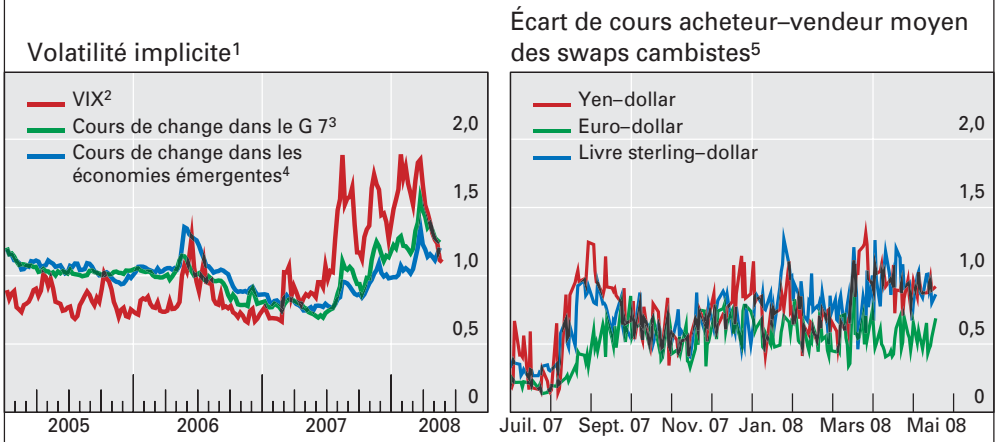
Les swaps cambistes ont été confrontés à quelques difficultés…

La persistance de volumes élevés de transactions et l'absence d'élargissement significatif des écarts de cours acheteur–vendeur donnent à penser que la liquidité sur le marché au comptant, pour les principales paires de monnaies, n'a pas souffert des perturbations sur d'autres marchés financiers. Les distorsions ont été en revanche plus apparentes pour les swaps cambistes. Les écarts de cours acheteur–vendeur se sont sensiblement creusés pendant les périodes de volatilité accrue et les taux d'intérêt américains dérivés des prix des swaps cambistes se sont nettement écartés du Libor effectif en dollars (graphique V.4 ; chapitre VI). Selon les statistiques de règlements communiquées par CLS, l'activité sur swaps cambistes entre certaines paires de monnaies, comme la livre sterling et le dollar néo-zélandais contre le dollar des États-Unis, s'est contractée tout au long du second semestre 2007. Pour la plupart des autres paires de monnaies, l'activité a été globalement stable pendant la période sous revue. Ces évolutions sont conformes aux données disponibles pour le Royaume-Uni et les États-Unis.

…tout comme les swaps de devises…

Des tensions sont aussi apparues sur les swaps de devises. Ces instruments sont comparables aux swaps cambistes, mais sont plus liquides à des échéances supérieures à 1 an et prévoient l'échange de paiements d'intérêts ainsi que du nominal dans différentes monnaies. Ils sont importants pour les institutions souhaitant couvrir un financement

Volatilité implicite et écart de cours acheteur–vendeur



[1] Niveau de volatilité divisé par la moyenne sur l'ensemble de la période représentée ; moyenne hebdomadaire. [2] Indice de volatilité du Chicago Board Options Exchange ; mesure les anticipations de la volatilité à court terme à partir des prix des options sur l'indice S&P 500. [3] Indice de référence de JPMorgan du niveau de volatilité implicite des monnaies du G 7. [4] Indice de référence de JPMorgan du niveau de volatilité implicite des monnaies des économies émergentes. [5] Taux implicite du terme 3 mois ; en points pip. Un point pip est la plus petite unité de variation d'un cours de change. Pour la plupart des paires de monnaies, dont celles représentées sur le graphique, un point pip correspond à la variation de la quatrième décimale. La valeur d'un point pip dépend de la paire de monnaies, selon la différence entre la monnaie de base et la monnaie de croisement. Les données se réfèrent aux moyennes journalières des relevés horaires des cours acheteur–vendeur de Bloomberg.

Sources : Bloomberg ; JPMorgan Chase. Graphique V.4

international à long terme. Pour quelques paires de monnaies, les prix des swaps de devises ont fortement fluctué pendant certaines périodes de volatilité accrue. Les prix des swaps euro–dollar et sterling–dollar à 1 an ou plus, par exemple, sont brusquement devenus négatifs après fin août 2007, signalant une vive augmentation de la demande de financements à plus long terme en dollars.

…ce qui concorde avec l'augmentation de la demande de capitaux en dollars

Le fait que les perturbations financières se soient en partie répercutées sur les marchés des swaps cambistes et de devises n'est pas véritablement étonnant, dans la mesure où ces instruments sont étroitement liés au marché monétaire et sont soumis à un risque de contrepartie. D'ailleurs, les tensions observées sur ces deux marchés ont coïncidé avec une augmentation de la demande de financements en dollars. Cela peut s'expliquer en partie par la volonté d'institutions financières non américaines d'obtenir des liquidités en dollars en échange d'autres devises. Les tensions ont donc largement reflété la rapide détérioration des conditions sur le marché monétaire, associée aux perturbations sur le marché mondial du crédit.

Variations de change : déterminants

Dans ce contexte de volatilité financière accrue et de plus grande incertitude entourant les perspectives économiques mondiales, les principaux déterminants de la dynamique des cours de change se sont modifiés. En particulier, les écarts de taux d'intérêt ont eu moins d'importance dans la mesure où les incertitudes quant aux évolutions des changes ont réduit l'attrait des opérations de portage. L'attention s'est alors reportée sur les écarts de croissance attendus ainsi que sur des facteurs plus structurels, comme les soldes des paiements courants. Si les politiques de change ont continué d'influencer les variations des monnaies de certaines économies émergentes, les évolutions des prix des produits de base et celles, plus spécifiques, des flux de capitaux ont aussi exercé une incidence considérable.

Écarts de taux d'intérêt et de croissance

Les opérations de portage, attrayantes au premier semestre 2007,…

Début 2007, avec la persistance d'une volatilité extrêmement faible, les écarts de taux d'intérêt et les opérations de portage sont demeurés les principaux facteurs de l'évolution sur les changes. Dans un tel environnement, les monnaies de financement telles que le yen et le franc suisse ont subi des pressions à la baisse, tandis que les monnaies à haut rendement comme les dollars australien et néo-zélandais se sont appréciées. Le terme *carry trade* ayant parfois été utilisé de façon quelque peu imprécise, il importe de souligner qu'il se réfère strictement à des opérations *à effet de levier* exploitant d'importants écarts de taux d'intérêt entre monnaies et la faible volatilité des cours de change en pariant sur l'échec du principe de la parité des taux d'intérêt non couverte. En pratique, ces opérations de portage sont généralement effectuées en combinant une transaction de change au comptant et un swap cambiste pour obtenir une position à terme « synthétique », longue sur la monnaie mieux rémunérée et courte sur la monnaie à taux faible. L'approche synthétique est privilégiée essentiellement pour des raisons de liquidité. Avant

tout, ces opérations permettent un effet de levier, car elles ne nécessitent pas de mises de fonds immédiates.

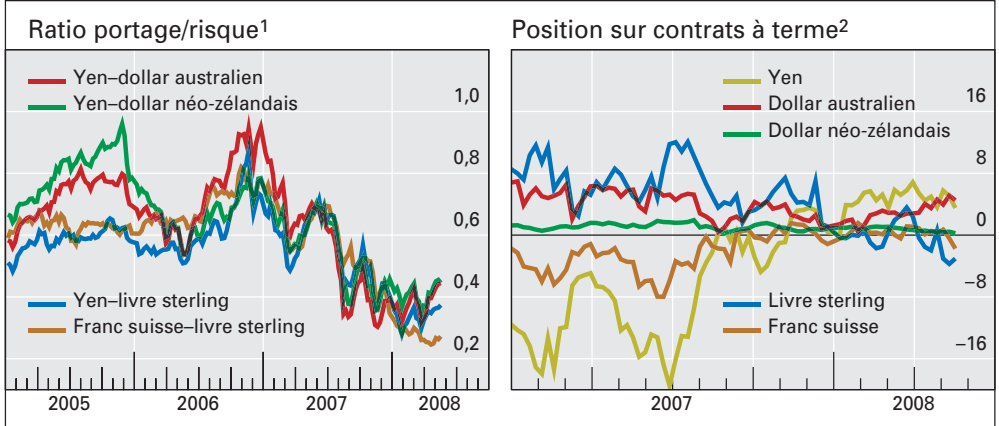
...l'ont été moins par la suite...

Les fortes turbulences sur les principaux marchés financiers, qui ont commencé en août et se sont amplifiées en novembre, ont gravement compromis la viabilité des opérations de portage. Tandis que la réévaluation générale du risque et la soudaine diminution de l'appétence pour le risque ont entraîné des baisses spectaculaires du prix d'un large éventail d'actifs financiers, la volatilité des changes s'est accentuée et les évolutions de plusieurs monnaies faisant l'objet d'opérations de portage se sont brusquement retournées. Ces développements sont conformes aux variations d'indicateurs de mesure de l'attrait de telles opérations comme le ratio portage/risque, qui exprime les écarts de taux d'intérêt corrigés des anticipations de risque implicite intégrées dans les options sur devise. Ces indicateurs ont reculé très nettement à partir de juillet pour les paires de monnaies les plus concernées, reflétant en grande partie la forte hausse des volatilités implicites évoquée dans la section précédente (graphique V.5).

...et ont été pour la plupart dénouées

Malgré l'absence de données directes sur l'ampleur du portage, qui fait surtout intervenir des expositions hors bilan, des signes indirects donnent à penser qu'un dénouement substantiel de ces stratégies s'est produit au second semestre 2007. Par exemple, les positions ouvertes non commerciales sur contrats à terme au Chicago Mercantile Exchange indiquent, pendant cette période, une réduction sensible des positions ouvertes nettes sur les principales monnaies utilisées dans les opérations de portage (graphique V.5). Notamment, les positions courtes spéculatives nettes sur le yen se sont inversées fin 2007. Malgré d'amples fluctuations des cours mi-août, ces dénouements n'ont pas provoqué de perturbations majeures sur le marché au comptant, contrairement à ce que certains avaient craint. De fait, alors que le yen s'est apprécié considérablement à partir du second semestre 2007, le dollar australien, qui avait constitué une importante monnaie cible, a continué de s'apprécier, en dépit d'une forte dépréciation initiale (graphique V.2).

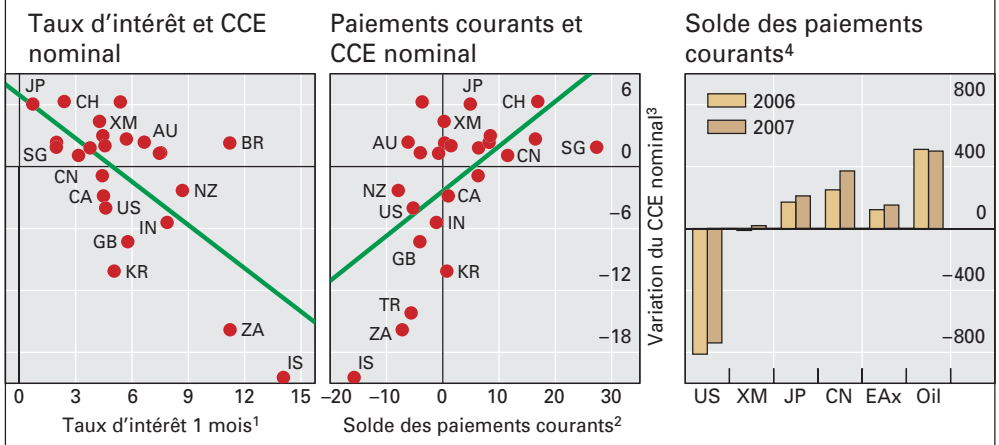
Ratio portage/risque et contrats à terme sur devise



[1] Écart de taux d'intérêt 3 mois divisé par la volatilité implicite inscrite dans les options 3 mois à parité. [2] Position longue nette à caractère non commercial sur le Chicago Mercantile Exchange ; sur la base des cours de change moyens en janvier 2007 ; en milliards de dollars.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; JPMorgan Chase. Graphique V.5

Cours de change, taux d'intérêt et paiements courants



AU = Australie ; BR = Brésil ; CA = Canada ; CH = Suisse ; CN = Chine ; GB = Royaume-Uni ; IN = Inde ; IS = Islande ; JP = Japon ; KR = Corée ; NZ = Nouvelle-Zélande ; SG = Singapour ; TR = Turquie ; US = États-Unis ; XM = zone euro ; ZA = Afrique du Sud. Autres économies représentées dans les deux premiers cadres : Danemark, Hongrie, Mexique, Norvège, Pologne, Suède, Taïwan (Chine) et Thaïlande. EAx = Asie émergente hors Chine ; Oil = pays exportateurs de pétrole.

[1] Au 2 janvier 2008 ; en %. [2] 2007 ; en % du PIB. [3] Variation, en %, du cours de change effectif (CCE) nominal entre décembre 2007 et avril 2008. [4] En milliards de dollars.

Sources : FMI ; données nationales ; BRI. Graphique V.6

L'attention du marché s'est tournée vers les perspectives de croissance…

Le portage devenant moins intéressant, les intervenants se sont moins focalisés sur les écarts de taux d'intérêt. En effet, les grandes monnaies ayant enregistré les plus fortes hausses au cours des trois premiers mois de 2008, en termes effectifs nominaux, ont été les deux monnaies les moins bien rémunérées, à savoir le yen et le franc suisse (graphique V.6). D'autres facteurs ont dès lors été pris en compte, comme les écarts de croissance, qui fournissent des informations sur les évolutions futures de politique monétaire, devenues de plus en plus incertaines. Il convient de relever que, malgré l'extraordinaire assouplissement monétaire opéré aux États-Unis en janvier 2008, le dollar a fait preuve dans un premier temps d'une étonnante résistance ; il n'a subi de nouvelles pressions à la baisse qu'en février, lorsque la confiance quant aux perspectives économiques a nettement reculé. La rapide dépréciation de la livre sterling vers la fin de 2007, puis en mars 2008, a également été associée aux révisions en baisse de la croissance.

Situation des paiements courants

…et la situation des paiements courants

Une plus grande aversion au risque a, de surcroît, ramené l'attention sur les soldes des paiements courants. Parmi les principales économies, les États-Unis et le Royaume-Uni, qui présentent tous deux d'importants déficits courants, ont enregistré un recul sensible de leur monnaie début 2008. Plusieurs pays de plus petite taille affichant eux aussi un déficit élevé, comme l'Afrique du Sud, la Hongrie, l'Islande et la Turquie, ont également été confrontés à de fortes pressions à la baisse sur leur monnaie lorsque les turbulences financières se sont amplifiées fin 2007 (graphique V.6). Ces évolutions suggèrent que les investisseurs se sont peut-être montrés plus réticents vis-à-vis de pays considérés comme vulnérables à un retournement des flux de capitaux dans un contexte de volatilité accrue et de diminution du

goût pour le risque. Sachant que, dans bon nombre de ces pays, les taux d'intérêt étaient en outre élevés, les pressions à la baisse sur les monnaies peuvent, dans une certaine mesure, avoir reflété un dénouement des positions de portage. Plus généralement, les évolutions des principales monnaies pendant la période sous revue – en particulier la dépréciation du dollar et l'appréciation du yen – sont cohérentes avec une diminution, ou du moins une stabilisation, des déséquilibres mondiaux (graphique V.6).

Politique de change

L'accumulation des réserves s'est accélérée…

Les interventions des banques centrales ont continué d'exercer une forte influence sur un certain nombre de monnaies. Les réserves de change officielles ont augmenté de plus de $1 300 milliards en 2007, un rythme

Réserves officielles en devises : variation annuelle

En milliards de dollars

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	*Encours (décembre 2007)*
	À cours de change courants						
Total	358,6	617,1	723,1	426,2	862,0	1 356,0	*6 392,8*
Économies avancées	117,4	216,2	198,0	–23,1	102,1	97,5	*1 501,2*
États-Unis	4,8	5,9	3,0	–4,9	3,1	4,9	*45,8*
Zone euro	8,0	–27,6	–7,0	–14,0	16,9	19,4	*203,5*
Japon	63,7	201,3	171,5	4,5	46,1	73,4	*948,4*
Asie	173,9	264,1	363,7	250,2	396,0	694,9	*2 912,6*
Chine	74,2	116,8	206,7	208,9	247,5	461,9	*1 528,3*
Corée	18,3	33,7	43,7	11,8	28,4	23,4	*261,8*
Hong-Kong RAS	0,7	6,5	5,2	0,7	8,9	19,5	*152,6*
Inde	21,7	30,6	27,5	5,9	39,2	96,4	*266,6*
Indonésie	3,7	4,0	–0,0	–1,8	7,9	13,9	*54,7*
Malaysia	3,8	10,4	22,1	4,5	12,3	18,9	*100,6*
Philippines	–0,2	0,3	–0,5	2,8	4,1	10,2	*30,1*
Singapour	6,4	13,9	16,4	3,9	20,1	26,7	*162,5*
Taïwan, Chine	39,4	45,0	35,1	11,6	12,9	4,2	*270,3*
Thaïlande	5,7	2,9	7,5	2,0	14,6	20,0	*85,1*
Amérique latine[1]	4,2	30,6	21,1	25,4	53,7	126,7	*397,2*
Argentine	–4,1	2,7	4,9	4,7	7,7	13,8	*44,2*
Brésil	1,6	11,7	3,6	0,8	31,9	94,3	*179,4*
Chili	0,8	0,4	0,3	1,2	2,5	–2,5	*16,7*
Mexique	5,5	7,8	5,0	10,2	2,4	10,9	*86,3*
Venezuela	–0,8	7,5	2,3	5,6	5,5	–5,2	*23,7*
PECO[2]	24,2	21,1	21,4	15,3	26,0	42,2	*223,6*
Moyen-Orient[3]	0,7	5,7	12,8	17,0	26,2	34,5	*135,9*
Russie	11,5	29,1	47,6	54,9	119,6	168,7	*464,0*
Exportateurs nets de pétrole[4]	*27,7*	*67,0*	*100,0*	*114,8*	*216,2*	*255,2*	*958,8*

[1] Pays cités plus Colombie et Pérou. [2] Pays d'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 investissement en titres étrangers. [4] Algérie, Angola, Kazakhstan, Mexique, Nigéria, Norvège, Russie, Venezuela et Moyen-Orient.

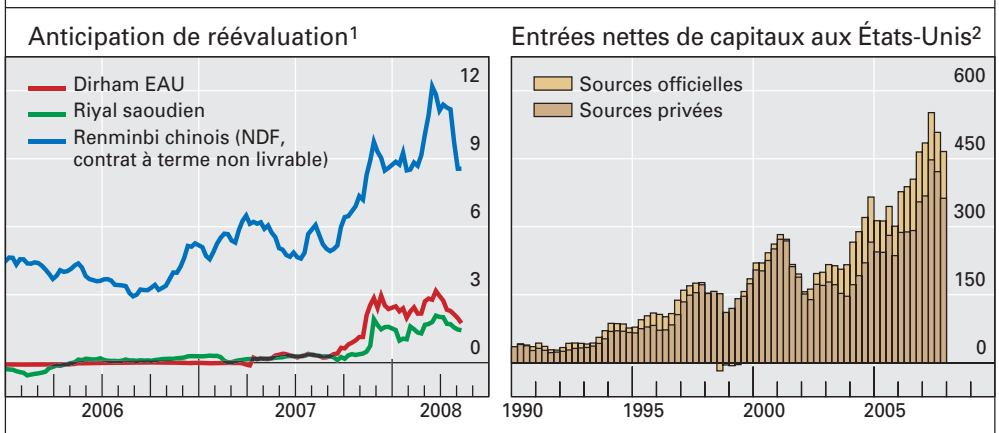
Sources : FMI ; Datastream ; données nationales. Tableau V.1

nettement supérieur à celui observé en 2006 (tableau V.1). La majeure partie de cette expansion est encore à mettre au compte de l'Asie, en particulier la Chine, mais le taux d'accumulation a plus que doublé en Amérique latine, par suite surtout d'un gonflement très sensible des réserves du Brésil. La Russie, de même que plusieurs autres exportateurs de pétrole, ont aussi enregistré de nouveaux accroissements marqués de leurs réserves. Les excédents des paiements courants et les entrées soutenues de capitaux ont une nouvelle fois constitué les facteurs déterminants, notamment pour l'Amérique latine, qui a enregistré d'importantes entrées de capitaux au second semestre 2007 (chapitre III). Malgré ces augmentations des réserves, les monnaies des pays dont les interventions ont été parmi les plus importantes, à savoir la Chine et le Brésil, se sont sensiblement appréciées (graphique V.2).

...mais à un coût économique et financier plus apparent

Sous l'effet de la dépréciation considérable du dollar, le coût associé à un régime de change étroitement lié à cette monnaie est apparu plus clairement. Cela a alimenté les spéculations quant à une éventuelle modification des politiques de change d'un certain nombre de pays. Une attention particulière s'est portée sur les pays du Golfe, où le recul persistant du dollar et la détente des conditions monétaires qui s'en est suivie ont renforcé l'incidence des nettes améliorations des termes de l'échange et ont contribué à l'accélération de l'inflation. En mai 2007, le Koweït a renoncé à l'ancrage au dollar, en place depuis 2003, pour privilégier une référence à un panier de monnaies. Fin avril 2008, le dinar koweïtien s'était apprécié de 8 % vis-à-vis du dollar, mais est resté relativement stable en termes effectifs nominaux. Par la suite, les spéculations se sont concentrées sur l'Arabie Saoudite, les Émirats arabes unis et le Qatar, pays les plus susceptibles de suivre cet exemple (graphique V.7). De fortes tensions se sont exercées sur les prix dans ces économies et des hauts responsables des deux derniers pays ont déclaré qu'un ajustement éventuel du régime de change était à l'étude. Parallèlement, la Chine a enregistré son taux d'inflation le plus élevé depuis onze ans et le renminbi a atteint de nouveaux pics par rapport au dollar, attisant les spéculations selon

Taux de change administrés et flux de capitaux vers les États-Unis



[1] Par rapport au dollar ; écart, en %, entre le cours au comptant et le cours à terme 12 mois (Chine : taux des contrats à terme non livrables) ; moyenne hebdomadaire. [2] Moyenne mobile sur 4 trimestres, en milliards de dollars.

Sources : Bloomberg ; données nationales. Graphique V.7

lesquelles la Chine pourrait prendre des mesures pour entériner un rythme plus rapide d'appréciation de sa monnaie (graphique V.7). Les importantes réductions des taux d'intérêt aux États-Unis et la dépréciation accélérée du dollar ont également alourdi le coût financier de l'accumulation de réserves. Cela a accentué le sentiment que les banques centrales pourraient être confrontées à des pressions les incitant à limiter les interventions.

D'éventuelles modifications de la composition des réserves ont continué de concentrer l'attention

Dans ce contexte, les analystes de marché ont aussi souligné la possibilité de réallocations majeures des réserves de change au détriment du dollar. Bien que les entrées nettes de capitaux officiels aux États-Unis soient faibles par rapport aux entrées nettes privées, elles peuvent influer de façon significative sur les anticipations du secteur privé (graphique V.7). Les informations sur des modifications possibles des flux et des stocks officiels peuvent donc en certaines occasions influencer les marchés. Cependant, la composition des réserves par devise tend à évoluer progressivement. Les données du FMI montrent que, au quatrième trimestre 2007, le dollar a gardé son rôle dominant, représentant environ 64 % du total des réserves investies, une proportion globalement inchangée par rapport à l'année précédente.

Les politiques de change ont été modifiées dans certains pays

D'autres évolutions notables des politiques de change n'ont pas été liées directement à la faiblesse du dollar. En Hongrie, la banque centrale a abandonné la bande de fluctuation du forint par rapport à l'euro pour laisser flotter librement sa monnaie à compter de février 2008. Après une forte hausse initiale due à l'effet de surprise, le cours de change a quelque peu reculé avant qu'une nette appréciation, fin avril 2008, le ramène à peu près au même niveau contre l'euro qu'en début d'année. En Thaïlande, la banque centrale a supprimé, en mars 2008, le contrôle sur les mouvements de capitaux en place depuis décembre 2006, évoquant des conditions de marché plus normales et des difficultés à mettre en œuvre les contrôles.

Évolutions des flux de capitaux

La tendance à une diversification internationale a été marquée...

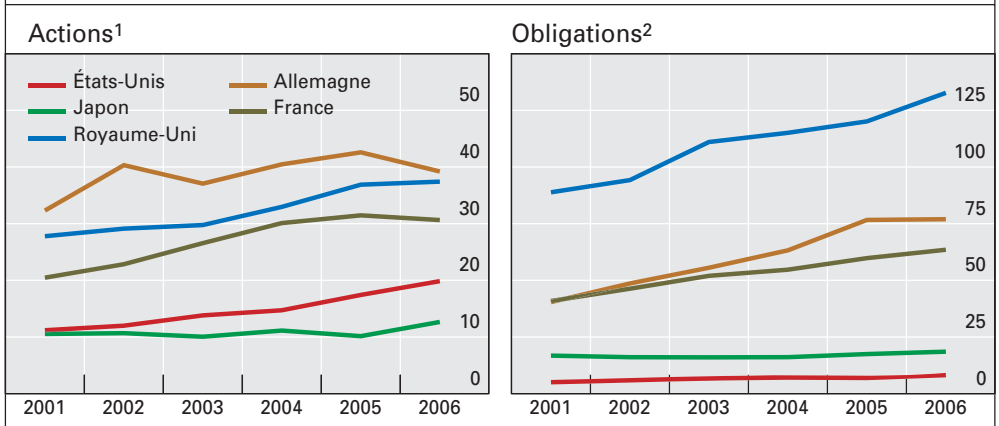
La tendance à une plus grande diversification internationale des actifs a provoqué des changements significatifs dans les flux de capitaux ces quelque cinq dernières années. Des opportunités à l'international accrues et davantage d'importance accordée au retour sur investissement dans de nombreux pays ont contribué à réduire la surpondération des actifs nationaux, ce que l'on appelle le « biais domestique ». Ces forces ont continué d'exercer une influence sensible sur les cours de change pendant la période sous revue.

...en particulier au Japon et aux États-Unis

Il est difficile, en raison du manque de données, d'évaluer avec précision le poids du biais domestique dans les différents pays. Des indications proches peuvent toutefois être obtenues en examinant les évolutions du comportement des investisseurs. L'Enquête coordonnée sur les investissements de portefeuille (*Coordinated Portfolio Investment Survey* – CPIS) du FMI fournit des informations utiles en la matière pour un grand nombre de pays. Il en ressort que, pour les principales économies de marché, la part des actions et des obligations étrangères s'inscrit en hausse depuis 2001 (graphique V.8). S'agissant des actions, l'accroissement du poids des actifs étrangers pour les résidents du Japon et des États-Unis s'est accéléré ces dernières années. Des données plus récentes confirment que cette tendance s'est poursuivie en 2007,

Part des actions et obligations étrangères dans le portefeuille

En %



[1] Part des titres étrangers dans le portefeuille total d'actions d'un pays *i*. Le total correspond à la capitalisation boursière plus les actions étrangères détenues par le pays *i* moins les actions du pays *i* détenues par les étrangers. [2] Part des titres étrangers dans le portefeuille total de titres d'emprunt d'un pays *i*. Le total correspond à l'encours de la dette intérieure plus les titres d'emprunt étrangers détenus par le pays *i* moins les titres d'emprunt du pays *i* détenus par les étrangers.

Sources : FMI ; Bloomberg ; World Federation of Exchanges ; BRI. Graphique V.8

la proportion des fonds de placement du Japon et des États-Unis investis dans des actifs étrangers continuant de s'inscrire résolument en hausse jusqu'à la mi-2007 (graphique V.9). Depuis le début des perturbations, ces proportions semblent s'être stabilisées plutôt qu'inversées.

Les obligations en devises ont aussi eu du succès au Japon

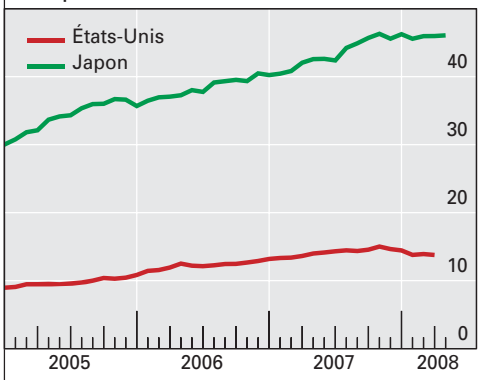
Au Japon, l'achat par les particuliers d'obligations en devises constitue un autre exemple notable de cette tendance à la diversification. L'émission de ces titres (obligations *uridashi*) a été stimulée par une forte demande de la part des particuliers japonais, notamment pour des titres en monnaies à haut rendement comme les dollars australien et néo-zélandais (graphique V.9). Ces investissements ont continué de donner lieu à des sorties soutenues de capitaux du Japon en 2007, avec une hausse sensible des obligations *uridashi* libellées en rands sud-africains au second semestre, puis début 2008.

Traditionnellement, le biais domestique a été assez marqué au Japon et aux États-Unis

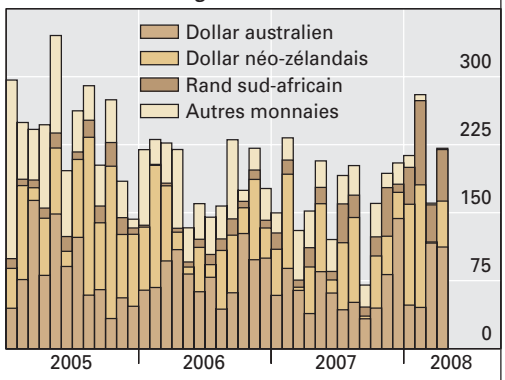
La forte diversification enregistrée aux États-Unis et au Japon peut en partie refléter le biais domestique qui était auparavant assez marqué dans ces deux pays. Dans le cas des États-Unis, la surpondération des actifs nationaux par le passé s'explique sans doute par la profondeur et l'ampleur exceptionnelles du système financier interne, qui offrait déjà un large choix sans devoir recourir aux actifs étrangers. Pour ce qui est du Japon, la concomitance du recul du biais domestique avec les changements de réglementation – tels que la privatisation du système d'épargne postal, la plus grande disponibilité de nouveaux instruments de placement et l'évolution des tendances démographiques – donne à penser que la diversification internationale avait été pour partie freinée par des facteurs structurels. Des éléments plus conjoncturels, comme la tendance soutenue à la hausse du yen dans les années 1980 et 1990, en réduisant la rentabilité des placements à l'étranger, avaient sans doute aussi joué un rôle. Cette plus grande diversification a en effet coïncidé avec une période de faiblesse prolongée du yen depuis 2004 et avec des taux d'intérêt intérieurs exceptionnellement bas.

Actifs étrangers dans les fonds de placement et émissions *uridashi*

Part des actifs étrangers dans les fonds de placement[1]



Émissions d'obligations *uridashi*[2]



[1] Part des actifs étrangers dans le total des fonds de placement ; en %. [2] Sur la base des cours de change du 2 janvier 2006. Titres émis hors du Japon, mais classés selon la législation japonaise sur les valeurs mobilières comme étant destinés aux investisseurs japonais ; en milliards de yens.

Sources : Bloomberg ; Investment Company Institute (ICI) ; The Investment Trusts Association.

Graphique V.9

La tendance à la diversification a eu une incidence significative sur les cours de change

L'intensification de la diversification internationale a eu une incidence significative sur les cours de change. À la marge, l'augmentation des investissements à l'étranger a probablement exercé des pressions à la baisse sur les monnaies nationales. En ce qui concerne le dollar, cependant, le poids des États-Unis sur les marchés financiers mondiaux est tel qu'une diminution du biais domestique dans les autres pays a vraisemblablement été associée à des investissements privilégiant les actifs américains, qui ont contrebalancé le gonflement des investissements à l'étranger par les résidents des États-Unis, l'incidence nette sur le dollar étant ainsi incertaine.

Cours des produits de base

Plusieurs monnaies ont été soutenues par la cherté des produits de base

La forte hausse des cours des produits de base a constitué un facteur important des fluctuations d'un certain nombre de monnaies durant la période sous revue. De très nettes améliorations des termes de l'échange ont contribué à soutenir les monnaies de pays exportateurs de nombreux produits de base, tels que l'Australie et le Brésil. Le dollar australien, en particulier, est resté ferme, malgré le dénouement d'un volume substantiel d'opérations de portage au second semestre 2007. Les cours élevés du pétrole ont aussi, dans l'ensemble, soutenu les monnaies des pays exportateurs de ressources énergétiques comme le Canada et la Norvège, même si le dollar canadien a subi un certain fléchissement vers la fin de 2007 en raison de moins bonnes perspectives économiques. Bien que le rouble russe ait atteint son plus haut niveau en plus de neuf ans par rapport au dollar en mars 2008, il a reculé régulièrement en termes effectifs nominaux tout au long de 2007.

Résilience des marchés des changes : analyse de long terme

Comme signalé plus haut, les effets des extraordinaires turbulences sur les marchés financiers mondiaux pendant la période sous revue n'ont pas été

homogènes sur les différents segments des marchés des changes. Dans une optique de long terme, un certain nombre d'évolutions notables peuvent avoir influencé leur résilience. Il s'agit notamment de l'augmentation du volume des opérations, de la diversité accrue de l'activité et des améliorations de l'infrastructure de gestion des risques.

Augmentation du volume des opérations et plus grande diversité des participants

Le volume des opérations s'est considérablement accru

Le volume des opérations sur les marchés des changes a continué d'augmenter rapidement ces dernières années. De 2001 à 2007, les transactions journalières sur l'ensemble des instruments ont progressé de quelque 18 % par an, pour atteindre une moyenne de $3 500 milliards (tableau V.2). Les transactions au comptant se sont accrues régulièrement, à un rythme annuel de 17 % pendant la même période, tandis que les swaps cambistes ont crû de façon spectaculaire, doublant pratiquement entre 2004 et 2007.

La composition par devise est plus diversifiée

Parallèlement, la composition par devise est à présent plus diversifiée. L'enquête triennale BRI la plus récente sur les marchés des changes et dérivés montre que le dollar reste la monnaie dominante, étant impliqué dans environ 86 % de toutes les opérations en avril 2007. La part des trois monnaies les plus échangées – le dollar, l'euro et le yen – n'en a pas moins reculé entre 2001 et 2007. La proportion d'autres monnaies a augmenté sensiblement durant cette période, en particulier les dollars d'Australie, de Hong-Kong et de Nouvelle-Zélande, et la couronne norvégienne. La part des monnaies des économies émergentes, notamment le renminbi et la roupie indienne, a aussi progressé pendant la même période.

Les clients financiers ont acquis une importance croissante…

La composition des intervenants a également beaucoup évolué. L'enquête triennale montre une présence nettement accrue des institutions financières non déclarantes, une catégorie qui comporte des entités comme les fonds alternatifs, les entreprises d'assurance et les fonds de pension (tableau V.3).

Transactions de change : volume global[1]

Moyenne journalière d'avril, en milliards de dollars

	1992	1995	1998	2001	2004	2007
Comptant	394	494	568	387	631	1 005
Terme sec	58	97	128	131	209	362
Swaps cambistes	324	546	734	656	954	1 714
Swaps de devises	…	…	10	7	21	32
Options sur devise	…	…	87	60	117	212
Autres dérivés sur devise	…	…	0	0	2	0
Lacunes dans les déclarations	44	53	53	30	90	151
Total	820	1 190	1 580	1 270	2 025	3 475
Total aux cours de change d'avril 2007	*880*	*1 150*	*1 750*	*1 510*	*2 110*	*3 475*

[1] Chiffres nets des doubles comptages locaux et transfrontières.

Source : BRI, enquête triennale des banques centrales sur les marchés des changes et dérivés. Tableau V.2

Transactions de change : volume déclaré, par contrepartie[1]

Moyenne journalière d'avril, en milliards de dollars

	1998	2001	2004	2007
Comptant				
Courtiers déclarants	347	218	310	426
Autres établissements financiers	121	111	213	394
Clientèle non financière	99	58	108	184
Volume total				
Courtiers déclarants	614	503	707	966
Autres établissements financiers	178	235	421	945
Clientèle non financière	166	115	169	409

[1] Chiffres nets des doubles comptages locaux et transfrontières. Hors lacunes dans les déclarations. En raison de la ventilation incomplète par contrepartie, la somme des chiffres du tableau ne correspond pas toujours aux totaux publiés dans l'enquête triennale.

Source : BRI, enquête triennale des banques centrales sur les marchés des changes et dérivés. Tableau V.3

Entre 2004 et 2007, ces contreparties ont représenté plus de la moitié de la hausse du volume agrégé des opérations de change et près de la moitié de l'augmentation des opérations au comptant.

...pour des raisons conjoncturelles...

Des raisons conjoncturelles et structurelles expliquent cette croissance assez rapide des opérations avec les institutions financières non déclarantes. Du point de vue conjoncturel, l'activité des investisseurs a été encouragée jusqu'en 2007 par la faible volatilité et les évolutions des cours de change, qui ont, pendant une bonne partie des six dernières années, généré des rendements intéressants en termes corrigés du risque. La diversification internationale des portefeuilles des ménages évoquée plus haut a sans doute aussi constitué un facteur favorable, à la fois en termes d'achat initial et probablement en termes de couverture récurrente du risque de change. Par ailleurs, au moins trois changements structurels importants ont entraîné non seulement une augmentation du volume des opérations, mais aussi une plus grande diversité de tels intervenants.

...et structurelles, notamment le développement des activités de courtage...

Premièrement, les activités de courtage ont enregistré une forte croissance. Un courtier, généralement une grande banque, met à la disposition de sa clientèle une gamme de services, y compris la possibilité de négocier avec des contreparties, au nom du courtier, sous réserve de plafonds de crédit et de garanties. Les clients, habituellement de petites institutions financières comme des fonds alternatifs, peuvent ainsi utiliser la notation de l'établissement de courtage et accéder à des liquidités à moindre coût. En échange de l'acceptation du risque de crédit du client, les courtiers reçoivent une rémunération sous la forme de commissions et disposent de possibilités accrues de vendre d'autres produits. L'activité de courtage s'est développée rapidement à la fin des années 1990 mais, au début des années 2000, le secteur est devenu plus concurrentiel, les commissions diminuant de façon sensible. Du point de vue de la profondeur du marché, la croissance de cette activité a permis aux fonds alternatifs d'intervenir plus activement sur les marchés des changes, même si les récentes turbulences financières ont peut-être réduit l'octroi de crédits par les courtiers à ces institutions.

...la négociation algorithmique...

Deuxièmement, le recours à la négociation automatisée, appelée aussi négociation algorithmique, s'est développé rapidement. Ce phénomène, stimulé par l'apparition des plateformes de négociation électronique, a permis à certaines institutions financières, en particulier les fonds alternatifs, de tirer parti de nouvelles stratégies, comme les opérations à haute fréquence. Parallèlement, de nombreuses institutions financières ont pu utiliser le négoce algorithmique pour accroître leur efficacité. Par exemple, les petites opérations au comptant peuvent être dirigées vers des « moteurs d'autonégociation », libérant les opérateurs physiques qui peuvent ainsi se consacrer davantage à des opérations complexes, tandis que les opérations de couverture peuvent être automatisées pour améliorer la gestion des risques. Les estimations de l'importance de la négociation algorithmique vont de plus de 20 % pour les opérations au comptant, qui sont relativement simples, à un pourcentage négligeable pour les options sur devise, qui sont moins homogènes. La plupart des études sur les marchés signalent un développement rapide de la négociation algorithmique depuis 2005.

...et la demande des investisseurs individuels

Troisièmement, la présence de particuliers parmi les investisseurs a sensiblement augmenté, surtout ces cinq dernières années. Selon certaines estimations, le volume des opérations de change réalisées par des particuliers a progressé d'environ 30 % par an et représente désormais à peu près 2 % du volume agrégé et quelque 10 % des opérations au comptant en dehors du marché interbancaire. Bien que les particuliers aux États-Unis effectuent de nombreuses opérations de change, la croissance de ce segment ces dernières années provient essentiellement de l'Asie, notamment du Japon. La principale innovation dans ce domaine est l'œuvre des *retail aggregators* (agrégateurs de positions d'investisseurs individuels), qui proposent des interfaces sur Internet permettant à leurs clients d'effectuer des opérations de change à la marge. Généralement, les *retail aggregators* affichent des prix présentant des écarts relativement étroits par rapport aux tarifs pour les opérations de gros volume : dans le cas du cours dollar–euro, les écarts ne dépassent parfois pas 2 points pip. Bon nombre de *retail aggregators* externalisent l'apport de liquidité à une grande banque effectuant des opérations de change de gros dans le cadre d'un accord appelé *white labelling* (commercialisation en marque blanche). Comme pour la négociation algorithmique, les avancées technologiques ont largement contribué au développement de ce nouveau segment.

Amélioration de la gestion des risques

Le risque de règlement a suscité des craintes...

Une autre évolution essentielle de ces dernières années est la conséquence des efforts réalisés pour améliorer la gestion du risque de règlement. En 1996, une étude sur le risque de règlement dans le cadre d'opérations de change réalisée par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR), sis à la BRI, avait confirmé que certaines institutions financières devaient faire face, sur les opérations de change, à des expositions de règlement extrêmement importantes par rapport à leurs fonds propres. Compte tenu de l'ampleur de ces expositions et de la taille des marchés des changes, il a été considéré que cette situation faisait courir un risque important au système financier mondial. En réaction, les banques centrales du G 10 ont défini une

stratégie visant à réduire le risque de règlement sur les marchés des changes, et demandant que des mesures soient prises par les banques, les groupes professionnels et les banques centrales.

...qui ont abouti à la création de CLS...

Cette stratégie a abouti à une décision importante, à savoir la création de CLS en 2002 par des intervenants majeurs du secteur privé. CLS propose à ses membres un service de règlement de type paiement contre paiement qui, en veillant à ce que les deux monnaies associées à une transaction de change fassent l'objet d'un règlement définitif simultané, élimine le risque de capital qui survient quand un volet est réglé avant l'autre, comme cela se produit souvent lors de règlements bancaires classiques entre établissements correspondants. La valeur des opérations de change réglées à travers CLS a augmenté régulièrement au fil du temps. Une autre étude menée par le CSPR en avril 2006 a montré que CLS servait à régler environ 55 % des engagements de change et que 550 institutions y avaient eu recours pour régler des transactions dans 15 devises, soit directement en tant que membres de CLS, soit indirectement en tant que tiers. Le CSPR estime que les risques de règlement auraient été trois fois supérieurs si d'autres méthodes, comme les activités traditionnelles de banques correspondantes, avaient été utilisées.

...et à d'autres efforts en cours

Si le risque est considérablement réduit, les expositions restent substantielles. Environ 32 % des obligations liées à des opérations de change se règlent encore au moyen d'accords classiques entre correspondants bancaires, et la moitié de cette valeur encourt un risque à 24 heures et non pas seulement intrajournalier. De plus, un risque de retour en arrière existe, surtout compte tenu de l'évolution des pratiques et des pressions sur les coûts, comme la réduction des barrières à l'entrée résultant de l'utilisation de la négociation algorithmique. Au vu de cette évaluation, le CSPR a recommandé un certain nombre de mesures – initiatives directes par les institutions elles-mêmes, nouveaux services et efforts de formation de la part des associations professionnelles, soutien apporté par les banques centrales – pour permettre aux institutions de réduire et/ou de mieux contrôler leurs risques en matière de règlement de change.

Conséquences pour la résilience des marchés

Les marchés des changes sont probablement devenus plus résistants au fil du temps...

Les tendances mises en lumière plus haut ont sans doute favorisé la résilience des marchés des changes jusqu'à présent, en particulier sur le comptant. Dans la mesure où elle est structurelle, l'expansion continue des opérations a assurément apporté un surcroît de liquidité, renforçant la capacité des marchés à absorber aisément de grosses transactions individuelles sans incidence sensible sur les prix. Dans le même temps, la diversité croissante des intervenants et l'hétérogénéité de motivations qui en résulte ont pu contribuer à une plus grande profondeur du marché. Enfin, la diminution du risque de crédit dans le cadre de la compensation et du règlement des contrats interbancaires a probablement encouragé la participation et a donc constitué un facteur d'approfondissement du marché.

...mais des risques demeurent

En dépit de ces évolutions, certaines raisons portent à rester vigilant et à soutenir la dynamique en faveur de meilleures pratiques de gestion des risques. Premièrement, le fait que les marchés des changes ne se soient pas

trouvés au cœur des turbulences actuelles et que les segments du marché qui ont été les plus étroitement liés à ces perturbations aient traversé quelques difficultés appelle naturellement à une certaine prudence. Deuxièmement, la profondeur accrue du marché à travers l'arrivée de nouveaux intervenants, comme les institutions à fort effet de levier, et le développement de certaines techniques de négociation, en particulier la négociation algorithmique, ne sont pas sans risque. Il se peut, par exemple, qu'un pic d'aversion au risque incite une majorité d'intervenants à se retirer au même moment, réduisant ainsi la liquidité et la profondeur du marché, surtout dans le contexte d'opérations à effet de levier. En conséquence, une part de l'augmentation constatée du volume des opérations peut constituer une « liquidité de beau temps » qui contribue à la profondeur du marché quand tout va bien, mais disparaît en cas de tensions. Enfin, si la migration vers CLS s'est faite sans heurts jusqu'à présent, le système n'a pas encore été mis totalement à l'épreuve par des difficultés de règlement émanant d'un grand intervenant.

VI. Marchés financiers

Faits marquants

De juin 2007 à la mi-mai 2008, les préoccupations suscitées par les pertes sur prêts hypothécaires à risque (*subprime*) aux États-Unis n'ont cessé de s'amplifier, donnant lieu à des tensions financières généralisées. Elles ont engendré des craintes pour la stabilité des banques et autres établissements financiers. Ce qui apparaissait au départ comme un problème limité s'est rapidement propagé aux autres segments du crédit et aux marchés en général, au point de provoquer des dysfonctionnements importants au sein des composantes clés du système. Une demande exacerbée de liquidité, conjuguée à des inquiétudes croissantes au sujet du risque de contrepartie, a créé des tensions sans précédent sur les grands marchés interbancaires. Parallèlement, dans les économies avancées, les rendements obligataires ont chuté, les investisseurs cherchant des valeurs refuges dans un contexte de craintes d'un ralentissement économique, et les valeurs boursières se sont repliées, le recul étant particulièrement marqué dans le secteur financier. L'élément positif est venu des économies émergentes, qui, à la différence des précédents épisodes de faiblesse généralisée des actifs, ont fait preuve d'une plus grande résilience que les économies avancées.

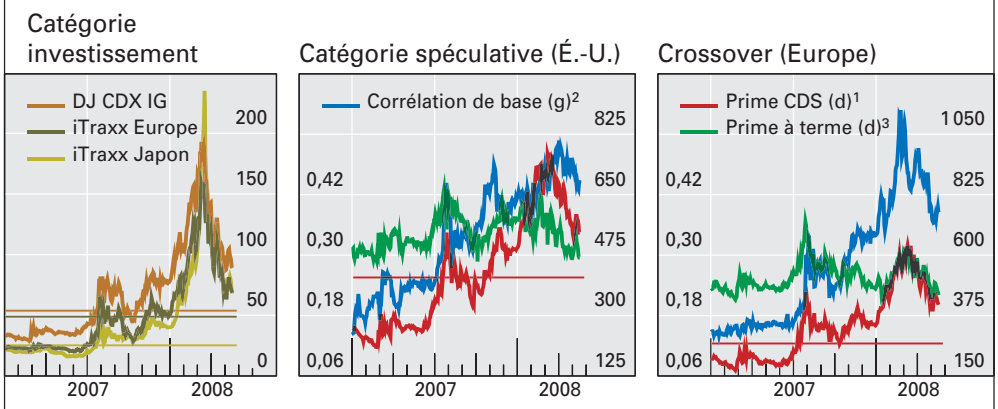
Le déroulement des événements s'est fait en six phases, à partir de la mi-juin 2007 : i) augmentation spectaculaire des primes des prêts hypothécaires à risque, faisant suite à d'importants déclassements de titres *subprime* et à la fermeture d'un certain nombre de fonds alternatifs présentant des expositions dans ce domaine ; ii) mi-juillet : extension du repli à de nombreux marchés, notamment celui de la dette, et à ceux des produits structurés en général ; iii) fin juillet : propagation des perturbations aux segments du crédit à court terme et, en particulier, à l'interbancaire ; iv) mi-octobre : aggravation des problèmes du secteur financier, notamment pour les organismes de garantie financière ; v) début 2008 : accentuation des dysfonctionnements dans le contexte d'une forte dégradation des perspectives macroéconomiques aux États-Unis ; parallèlement, montée des craintes de risques systémiques, alors même que les primes des actifs les mieux notés atteignaient des niveaux inhabituels ; vi) redressement, après le rachat facilité par la Réserve fédérale, en mars 2008, d'une banque d'investissement américaine en difficulté.

Anatomie des turbulences de 2007–2008 sur les marchés de la dette

Le net repli des marchés de la dette…

Partout dans le monde, les marchés de la dette ont enregistré un net repli durant la période étudiée, avec la conjonction d'un désendettement généralisé et d'incertitudes sur la taille et la valorisation des expositions de crédit. Tout a commencé par ce qui est apparu au départ comme un problème relativement

Principaux contrats dérivés indiciels sur défaut[1]



[1] Prime moyenne CDS 5 ans, en pb, dernière définition ; qualité investissement : DJ CDX IG, iTraxx Europe, iTraxx Japon ; qualité inférieure : DJ CDX High Yield, iTraxx Crossover. Les lignes horizontales représentent les moyennes antérieures à 2007 (DJ CDX IG : 2003–2006 ; iTraxx Europe : 2002–2006 ; iTraxx Japon : 2004–2006 ; DJ CDX High Yield : 2001–2006 ; iTraxx Crossover : 2003–2006). [2] Corrélation de défaut implicite dans les prix des tranches de pertes 0–10 % de chaque indice. [3] Prime CDS implicite 5 ans à horizon 5 ans, calculée avec un taux de recouvrement de 40 %, en supposant un temps continu et le coupon couru, en pb.

Sources : JPMorgan Chase ; Markit ; calculs BRI. Graphique VI.1

circonscrit au segment *subprime* aux États-Unis, mais s'est propagé rapidement. En présence de conditions financières plutôt favorables et d'un goût affirmé pour le risque, le recours à la titrisation et aux dérivés de crédit avait stimulé l'effet de levier dans l'ensemble du système financier. Lorsque le processus a commencé à s'inverser par suite des pertes sur ces créances de qualité médiocre, la détérioration des prix a provoqué des appels de marge et de nouveaux dénouements de positions. Avec l'assèchement de la liquidité, les valorisations ont encore été poussées à la baisse et sont devenues de plus en plus incertaines. Le désengagement qui en est résulté a conduit à une révision brutale et désordonnée de la valeur des actifs à risque, qui s'est poursuivie sur une bonne partie de la période.

...a marqué le début de la crise des *subprime*

Les primes de risque sur les divers marchés ont nettement monté par rapport à leurs niveaux exceptionnellement bas du début de 2007 (graphique VI.1). Ces relèvements ont coïncidé avec une augmentation substantielle de la volatilité implicite des options sur indices CDS (*credit default swap*, contrats dérivés sur défaut) (graphique VI.2, cadre de droite). Après un pic au début des turbulences, la volatilité est restée élevée au regard des niveaux observés depuis la création des indices en 2002–2003, signe d'une incertitude accrue sur les perspectives à court terme. À son tour, le recul marqué de la tolérance des investisseurs à l'égard du risque s'est traduit par une ample majoration des primes sur les instruments de dette (graphique VI.2, cadres de gauche et du milieu). Le prix du risque de crédit, dérivé des probabilités de défaut à la fois empiriques et implicites dans les primes de risque pour les emprunteurs de qualité inférieure, a fortement progressé en juin et juillet, puis de nouveau en 2008.

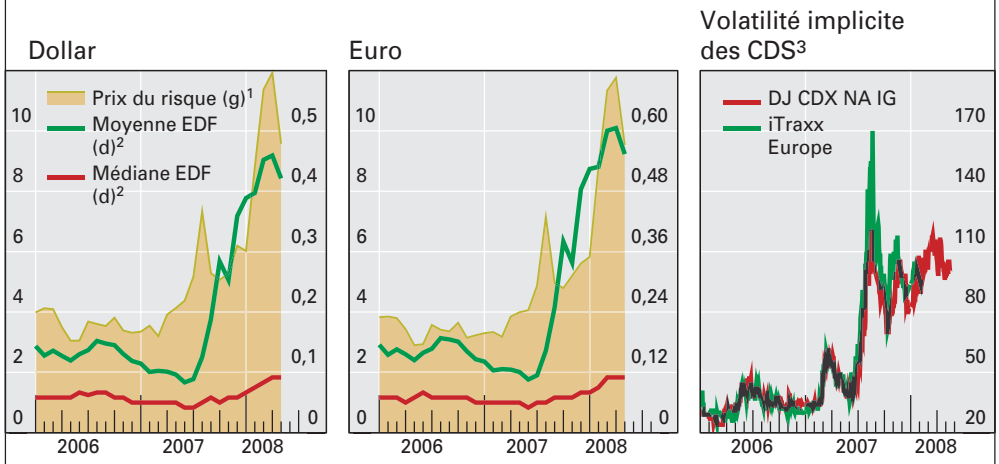
Les primes se sont nettement élargies...

...et la volatilité a atteint des sommets...

Malgré un redressement des marchés à la fin de la période examinée, les primes de risque avaient, à mi-mai 2008, atteint des niveaux comparables aux sommets des cycles précédents, traduisant la perception d'une forte

...correspondant à des taux de défaut en forte hausse

Goût pour le risque sur les marchés de la dette

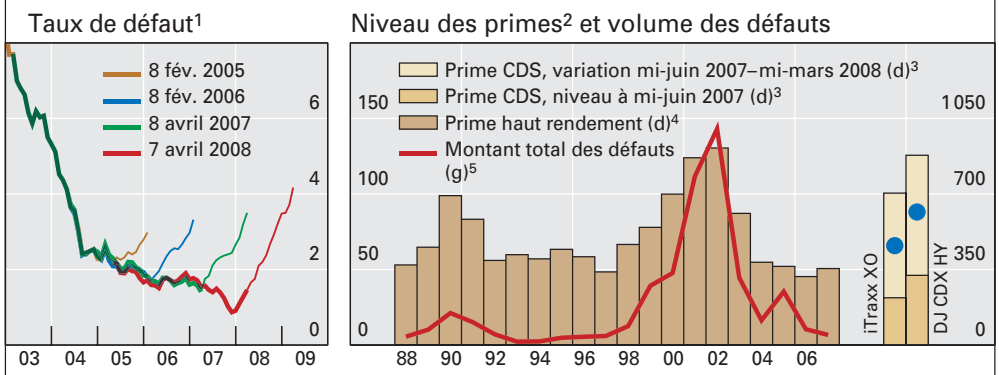


[1] Ratio probabilité de défaut implicite (dans lhypothèse de neutralité au risque)/probabilité de défaut empirique. Les probabilités de défaut empiriques sont fondées sur les données Moody's KMV EDF relatives à la probabilité de défaut attendue. Les probabilités de défaut dans l'hypothèse de neutralité au risque sont estimées à partir des primes CDS (contrats avec clause de restructuration modifiée – MR) et du taux de recouvrement estimé. Le ratio représenté correspond à la signature médiane parmi un large échantillon de signatures notées BBB ou moins. [2] En %. [3] Volatilité, implicite dans le prix des options de 1 à 4 mois à parité, des primes CDS 5 ans (dernière définition) qualité investissement aux États-Unis (CDX IG) et en Europe (iTraxx Europe) en %.

Sources : JPMorgan Chase ; Markit ; Moody's KMV ; calculs BRI. Graphique VI.2

accentuation du risque de défaut. Ces dernières années, les taux de défaut sur obligations d'entreprise sont invariablement ressortis en dessous des prévisions des agences de notation, s'inscrivant à de faibles niveaux tant en termes relatifs qu'absolus (graphique VI.3). Néanmoins, contrairement aux années précédentes, les corrélations de défaut implicites dans les produits structurés par tranches référencés sur indice sont devenues fortes, ce qui

Niveau des primes, taux de défaut et volume des défauts d'entreprise



[1] Catégorie spéculative globale ; lignes épaisses : valeur effective ; lignes fines : prévisions à 12 mois aux dates indiquées (Moody's). [2] En pb. [3] Prime sur bon du Trésor (Europe : iTraxx XO ; États-Unis : DJ CDX HY), ajustée des primes sur swap 5 ans ; le point représente le niveau enregistré à mi-mai 2008. [4] Moyenne mensuelle des primes des obligations à haut rendement au comptant sur bon du Trésor. [5] Montant annuel des défauts d'entreprise à haut risque sur obligations et prêts (Moody's), en milliards de dollars.

Sources : Deutsche Bank ; JPMorgan Chase ; Moody's ; calculs BRI. Graphique VI.3

Chronologie des principaux événements

2007	
14–22 juin	Selon des rumeurs, deux fonds alternatifs investis en titres adossés à des prêts hypothécaires de moindre qualité (*subprime*), gérés par Bear Stearns, auraient subi de lourdes pertes et $3,8 milliards d'obligations seraient mises en vente pour financer des appels de marge. Il est confirmé par la suite que l'un des fonds est maintenu grâce à l'injection de capitaux, le second devant, en revanche, être liquidé.
10–12 juillet	S&P met sous surveillance négative $7,3 milliards d'ABS série 2006 garantis par des prêts au logement et met sous surveillance des opérations de CDO exposées à ce type de sûreté ; Moody's déclasse $5 milliards d'obligations adossées à des hypothèques *subprime* et place 184 tranches de CDO adossés à des hypothèques sous surveillance en vue d'un possible déclassement. Fitch met sous surveillance négative 33 classes de 19 CDO structurés.
30 juillet–1er août	En Allemagne, la banque IKB annonce des pertes liées aux *subprime* et révèle s'être tournée vers son principal actionnaire, Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), pour s'acquitter de ses engagements financiers dans le cadre de lignes de crédit liées à une structure d'émission de papier commercial adossé à des actifs (ABCP) exposée aux *subprime*. Un fonds de secours de €3,5 milliards est constitué par KfW et un groupe de banques des secteurs public et privé.
31 juillet–9 août	American Home Mortgage Investment Corp. annonce son incapacité à financer ses obligations de prêt puis demande, une semaine plus tard, à bénéficier du chapitre 11 de la loi sur les faillites. Union Investment, un gestionnaire de fonds allemand, interrompt les retraits de l'un de ses fonds. Trois programmes ABCP, dont un lié à American Home, allongent l'échéance de leurs emprunts, fait sans précédent. BNP Paribas gèle les rachats sur trois fonds de placement, invoquant une incapacité à procéder à une évaluation appropriée des actifs en raison du contexte.
9–10 août	La BCE injecte €95 milliards de liquidités sur le marché interbancaire, marquant le début d'une série d'interventions exceptionnelles des banques centrales. La Réserve fédérale procède à trois appels d'offres exceptionnels de fonds au jour le jour pour un total de $38 milliards et publie un communiqué comparable à celui de la BCE.
13–17 septembre	Northern Rock, banque britannique spécialisée dans le crédit immobilier, connaît des problèmes de liquidité qui provoquent une fuite des épargnants et l'annonce de l'instauration, par le gouvernement britannique, d'une garantie des dépôts.
18 septembre–4 novembre	De grands établissements financiers font état de dépréciations successives et de pertes trimestrielles. Plusieurs dirigeants d'établissement quittent leur poste dans le cadre d'une réorganisation de la haute direction.
11–23 octobre	Moody's déclasse quelque 2 500 titres *subprime* émis en 2006, suivi par S&P. S&P met en outre sous surveillance négative 590 CDO et déclasse 145 tranches de CDO représentant un total de $3,7 milliards ; la même semaine, Moody's baisse la note de 117 tranches de CDO, Fitch place quelque $37 milliards de CDO sous revue.
24 octobre–5 novembre	Plusieurs organismes de garantie financière déclarent des pertes au troisième trimestre ; Fitch annonce son intention de revoir à la baisse la note AAA de certains rehausseurs de crédit.
12 décembre	Les banques centrales de cinq zones monétaires annoncent une action concertée destinée à fournir à de nombreux établissements financiers les liquidités nécessaires pour passer le changement d'année.
19 décembre	L'organisme de garantie financière ACA est déclassé de A à CCC par S&P, ce qui provoque des appels de garantie de la part de ses contreparties, avec lesquelles plusieurs périodes de report sont négociées au cours des mois suivants. S&P fait passer de « stable » à « négative » la perspective d'autres rehausseurs de crédit.

2008	
2–4 janvier	La faiblesse de l'indice d'achat PMI et du marché de l'emploi révèle un ralentissement marqué de l'économie américaine et suscite des craintes quant à la croissance mondiale.
14–31 janvier	La BCE, la Banque nationale suisse et la Réserve fédérale procèdent à de nouvelles opérations de financement à long terme en dollars.
15 janvier	Citigroup annonce des pertes au quatrième trimestre, du fait, en partie, de nouvelles dépréciations à hauteur de $18 milliards sur des positions liées à des titres hypothécaires. D'autres établissements financiers communiquent par la suite des informations similaires.
18–31 janvier	Fitch rabaisse de deux crans (de AAA à AA) la note du rehausseur de crédit Ambac, avant de ramener les rehausseurs SCA et FGIC à respectivement A et AA. Quelque 290 000 émissions assorties d'une garantie financière, essentiellement des obligations de collectivités territoriales, sont alors déclassées. Plus tard, S&P rabaisse FGIC à AA. Au cours des semaines suivantes, les trois grandes agences de notation interviennent de nouveau sur la note des rehausseurs de crédit.
21–30 janvier	Dans un contexte de faiblesse généralisée des marchés des actions et de la dette, la Réserve fédérale abaisse de 75 pb son taux directeur hors réunion du comité de politique monétaire. Elle procède à une réduction supplémentaire de 50 pb la semaine suivante.
28 février–7 mars	Peloton Partners annonce la liquidation d'un fonds ABS de $2 milliards et gèle les rachats sur un autre fonds en raison d'appels de marge. Thornburg Mortgage admet avoir des difficultés à faire face aux appels de marge sur des opérations de pension et être finalement en défaut de paiement sur ses emprunts. Le fonds d'obligations hypothécaires de Carlyle Group est également incapable de répondre aux appels de marge, ce qui entraîne la suspension de sa cotation sous la pression des investisseurs requérant la vente de certains avoirs. Les tensions se propagent sur les marchés des emprunts d'État européens, avec une forte différenciation de liquidité entre émetteurs et segments de marché.
7–16 mars	La Réserve fédérale annonce une hausse de $40 milliards des montants alloués à son nouveau dispositif d'adjudication (*Term Auction Facility*). Quelques jours plus tard, elle étend son activité de prêt de titres par une facilité à terme (*Term Securities Lending Facility*) de $200 milliards grâce à laquelle il est possible d'emprunter des titres du Trésor contre un large éventail d'actifs éligibles. Plus tard dans la semaine, elle annonce une nouvelle facilité de crédit aux intermédiaires spécialisés (*Primary Dealer Credit Facility*), qui octroie des prêts comparables à l'escompte. Certaines banques centrales annoncent d'autres initiatives, parmi lesquelles de nouvelles adjudications de crédits en dollars.
14–17 mars	Bear Stearns, dans l'incapacité de reconduire des pensions, est à court de liquidités. Elle obtient un emprunt d'urgence au guichet de l'escompte avant d'être rachetée par JPMorgan.
2 mai	La BCE, la Banque nationale suisse et la Réserve fédérale annoncent une nouvelle extension des opérations d'apports de liquidité en dollars.

Sources : Bloomberg ; *Financial Times* ; *The Wall Street Journal* ; communiqués de presse des entreprises. Tableau VI.1

suggère que les marchés ont accordé davantage d'importance aux risques d'une augmentation soudaine des taux de défaut. La stabilité relative des primes implicites dans les contrats à terme pour les échéances plus lointaines a montré, pour sa part, que ce risque supplémentaire était en grande partie anticipé sur le court terme (graphique VI.1, cadres du milieu et de droite). Dans le même temps, à leurs sommets de mars 2008, les primes CDS à haut

rendement restaient à quelque 250 pb en deçà du niveau le plus élevé comparable de septembre 2002 sur le marché au comptant. Ce constat, ajouté aux conditions de financement favorables et aux dérives patentes des normes d'octroi de prêts ces dernières années, laisse à penser que les primes pourraient encore s'accroître si l'environnement macroéconomique et financier continuait de se dégrader (graphique VI.3, cadre de droite).

Première phase : crise initiale des subprime *(juin à mi-juillet 2007)*

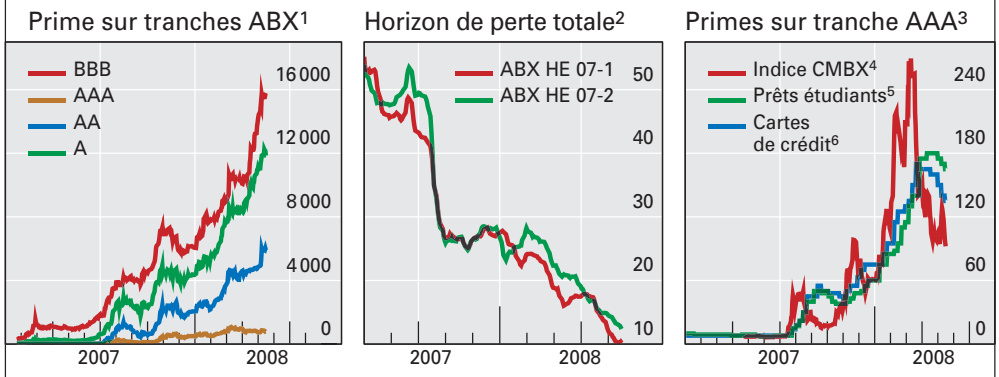
Le repli initial limité aux *subprime*...

La première des six phases de turbulences sur les marchés de la dette a commencé à mi-juin 2007. Des signes de réévaluation imminente du risque étaient déjà apparus en janvier et février, à la suite d'un fléchissement des prix de l'immobilier résidentiel aux États-Unis remontant à 2006, mais cette première dépréciation des instruments exposés aux prêts hypothécaires s'était partiellement inversée les mois suivants. En juin, toutefois, au vu des indications révélant depuis 2006 une sérieuse érosion de la qualité des titres hypothécaires, une vaste révision des notations des RMBS (*residential mortgage-backed securities,* titres adossés à des hypothèques sur immobilier résidentiel) s'est effectuée, au moment de l'annonce de la fermeture prochaine de deux fonds alternatifs présentant de grosses expositions sur le marché *subprime* (tableau VI.1, pages 102–103). Lorsque ces deux fonds ont été contraints de vendre des titres pour faire face à leurs engagements, le risque de cessions précipitées d'actifs a fait monter les primes sur ce marché au-delà de leurs sommets antérieurs (graphique VI.4, cadre de gauche).

Deuxième phase : propagation aux autres marchés de la dette (mi-juillet à fin juillet 2007)

Si, au départ, les pertes résultant de la dépréciation des expositions et instruments bien notés ont été relativement limitées, hormis pour les titres

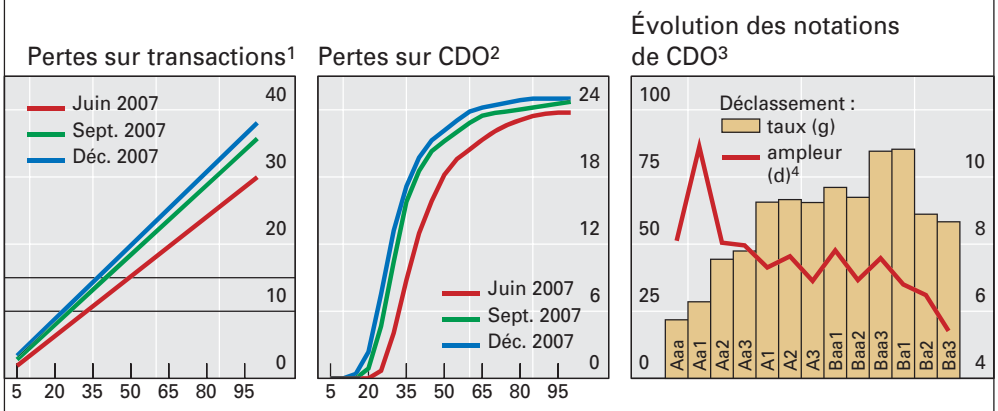
États-Unis : marché de la titrisation



[1] Primes CDS sur obligations hypothécaires à risque (indices ABX HE 07-1), en pb. [2] Estimation du nombre de mois jusqu'à la perte totale du principal de la tranche BBB– à partir du prix des séries indicielles ABX HE 07-1 et 07-2 (adossées aux *subprime* MBS émis aux second semestre 2006 et premier semestre 2007, respectivement). [3] En pb. [4] Prime CDS indiciels des tranches notées AAA de titres adossés à des prêts hypothécaires commerciaux (indice CMBX, série 3). [5] Marges des ABS adossés à des prêts étudiants à 10 ans par rapport au Libor 1 mois. [6] Marges des prêts à 10 ans sur carte de crédit à taux variable par rapport au Libor 1 mois.

Sources : JPMorgan Chase ; Markit ; calculs BRI. Graphique VI.4

Marchés *subprime* : projections de pertes et évolution des notations



[1] Projections de pertes moyennes (ordonnée ; en % de l'encours initial) sur la durée de vie des hypothèques *subprime* titrisées sous-jacentes à l'indice ABX HE 07-1 en fonction des pertes en cas de défaut (abscisse ; en % de l'encours initial), dans l'hypothèse d'une transition vers le défaut de 65 % des prêts en souffrance (pour la méthodologie, voir le chapitre « Vue d'ensemble », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2007). Les lignes horizontales délimitent la tranche de 10 % à 15 % de pertes. [2] Projections de pertes moyennes (ordonnée ; en % de l'encours initial) sur un CDO hypothétique adossé à des tranches *mezzanine* (10–15 %) de l'indice ABX HE 07-1 pour différentes pertes en cas de défaut (abscisse) et portant sur 25 % du total des créances sous-jacentes (le solde est supposé sans défaillance). [3] Taux de déclassement à fin 2007 (nombre de tranches déclassées, en % du nombre de tranches notées) ; tranches de CDO structurés aux États-Unis des séries 2006 et 2007 notées par Moody's ; sur la base des notations d'origine. [4] Valeur moyenne des déclassements, en nombre de crans.

Sources : JPMorgan Chase ; Moody's ; UBS ; calculs BRI. Graphique VI.5

...a cependant gagné rapidement les autres marchés...

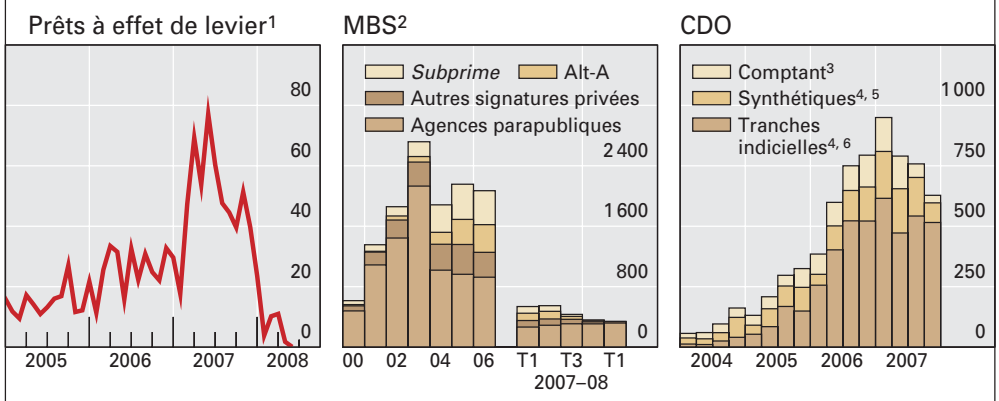
adossés à des prêts hypothécaires aux ménages, le repli s'est rapidement étendu durant cette deuxième phase (graphique VI.4, cadres de gauche et de droite). De plus en plus, les bailleurs de fonds ont estimé ne pas bénéficier d'une protection adéquate dans un contexte de volatilité croissante, ce qui a entraîné des décotes plus importantes sur les RMBS, des appels de marge et un désendettement plus généralisé. En présence de préoccupations suscitées par les ventes forcées de titres de bonne qualité, les pertes sur valorisations au prix du marché se sont amplifiées. Les perturbations se sont alors aggravées de mi-juillet jusqu'en août, touchant des secteurs tels que les prêts à effet de levier et les hypothèques commerciales. Avec le tarissement de la demande de prêts et d'actifs analogues portant sur des CDO (*collateralised debt obligations,* titres garantis par des créances), de nombreuses opérations de LBO (*leveraged buyout*, rachat à effet de levier) ont dû être différées ou annulées. Les titres adossés à des créances hypothécaires commerciales ont également connu des difficultés, comme en témoignent des indicateurs tels que l'indice CMBX ; cette situation pouvait refléter les inquiétudes des intervenants se demandant dans quelle mesure le relâchement des normes d'octroi de crédit pour l'immobilier résidentiel avait éventuellement gagné le segment de l'hypothécaire commercial (graphique VI.4, cadre de droite).

...reflétant les incertitudes sur l'ampleur et la distribution des pertes...

Les incertitudes sur l'ampleur et la distribution des pertes liées aux créances hypothécaires, ainsi que sur les délais dans leur réalisation, ont constitué les principaux facteurs de l'évolution sur les marchés. Elles se sont accompagnées d'un scepticisme accru concernant la fiabilité de la notation

Volume des émissions

En milliards de dollars



[1] LBO (*leveraged buyouts*, rachats d'entreprise à effet de levier) ; volumes globaux. [2] MBS (*mortgage-backed securities*, titres adossés à des hypothèques) sur biens résidentiels américains. [3] Sur créances achetées. [4] Montant notionnel, non corrigé du risque des diverses tranches. [5] Contrats sur défaut se référant à des portefeuilles composés d'obligations d'entreprise, de titres d'État et d'instruments adossés à des actifs. [6] Contrats sur défaut se référant à des CDS indiciels.

Sources : Dealogic ; LoanPerformance ; SIFMA ; UBS. Graphique VI.6

pour les produits structurés et le lien entre la baisse de qualité des créances hypothécaires et les révisions des notes de crédit. Les défauts sur prêts immobiliers se multipliant, les pertes projetées ne pouvaient qu'augmenter, impliquant des taux de pertes sur les lots d'hypothèques *subprime* récentes de l'ordre de 20 % et plus, même sur la base d'hypothèses relativement optimistes (graphique VI.5, cadre de gauche). Partant de là, les investisseurs ont donc redouté un débordement à toute la chaîne de titrisation, par exemple aux instruments tels que les CDO, qui eux-mêmes retitrisent les tranches *mezzanine* des créances *subprime*. Les pertes projetées sur ces CDO sont sensibles à toute détérioration de la qualité du crédit au sein des lots sous-jacents ainsi que de l'ampleur supposée des pertes ; ces deux éléments ont peu à peu renforcé la probabilité d'une disparition complète des tranches incluses dans le lot d'adossement du CDO. La dégradation du marché hypothécaire et les révisions des hypothèses des agences de notation se sont donc traduites par des déclassements sans précédent, à la fois en nombre et en ampleur, pour les instruments adossés aux *subprime* (graphique VI.5, cadres du milieu et de droite).

...et le nombre record de déclassements

Dans un tel contexte, beaucoup d'investisseurs ont choisi de se défaire de leurs actifs structurés. Ceux, en particulier, qui s'en étaient toujours remis essentiellement aux notations dans leur gestion du risque et leurs placements ont commencé à s'interroger sur le bien-fondé de cette pratique au vu de la multiplication inattendue des déclassements. En raison de cette perte de confiance, la demande d'instruments de crédit recomposés s'est effondrée par rapport aux sommets de ces dernières années, accentuant ainsi la régression des volumes d'émissions amorcée au début de la crise (graphique VI.6). En revanche, malgré les perturbations, l'activité sur CDS à signature unique et multiple s'est bien comportée, avec une progression de plus de 35 % des montants notionnels au second semestre 2007.

Troisième phase : assèchement et réintermédiation involontaire (août 2007)

Apparition d'une véritable crise en août…

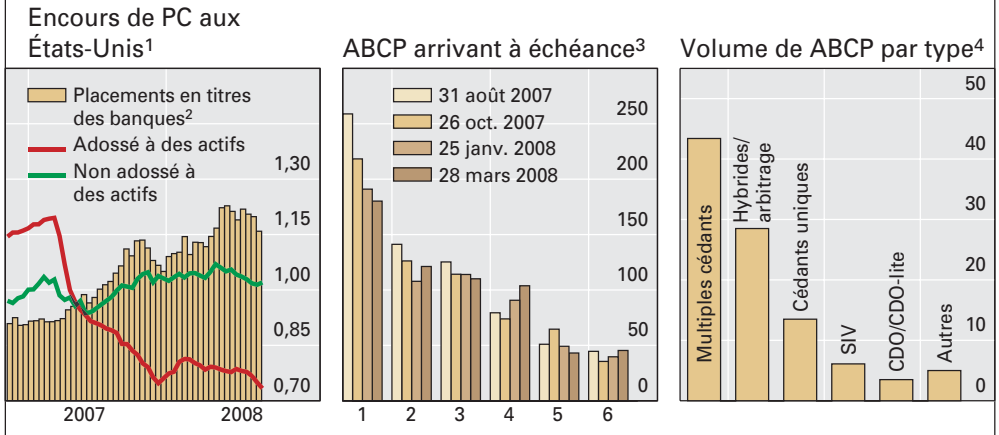
Durant la troisième phase, les turbulences sur les marchés de la dette se sont propagées à ceux du crédit à court terme et à l'interbancaire. Les premières corrections sur les titres hypothécaires ont été absorbées par les intermédiaires, qui ont repris les actifs affectés en présence d'une diminution de la demande. Comme les établissements émetteurs continuaient d'alimenter les titrisations avec de nouveaux prêts, les opérateurs se sont retirés, forçant ainsi les premiers à se financer sur leurs lignes de crédit. Les investisseurs ont alors commencé à s'intéresser de plus près aux questions de qualité du crédit et de valorisation sur des marchés asséchés, et plusieurs gérants de fonds ont interrompu les remboursements aux souscripteurs.

…suite au retrait des investisseurs en ABCP…

Comme la crise portait de plus en plus sur la valorisation des actifs, les investisseurs se sont désengagés, provoquant ainsi un afflux sans précédent de réintermédiations involontaires. Les premiers signes de tarissement imminent de la liquidité sont apparus sur le marché de l'ABCP (*asset-backed commercial paper,* papier commercial adossé à des actifs), lorsque les émetteurs ont commencé à éprouver des difficultés à se refinancer. Les problèmes étaient particulièrement complexes pour les structures ne bénéficiant pas de liquidités suffisantes de la part des établissements promoteurs, comme l'ABCP destiné à financer les lots d'actifs de SIV (*structured investment vehicles,* véhicules d'investissements structurés) ou les titres adossés à des actifs d'un seul émetteur (graphique VI.7, cadre de droite). Les volumes se sont effondrés et le profil d'échéances des encours s'est dégradé, la stabilisation des marchés n'intervenant qu'au début de 2008. Si certains des montages les plus éprouvés ont été liquidés, bien d'autres ont été réintégrés au bilan de l'initiateur, gonflant ainsi les portefeuilles des banques (graphique VI.7, cadres de gauche et du milieu). Par la suite, lorsque la nervosité entourant les besoins de financement et les engagements conditionnels des banques s'est accentuée, la demande de

…et à l'essor de la demande de liquidité sur l'interbancaire

Marchés du papier commercial (PC) adossé à des actifs (ABCP)



[1] Papier commercial, en milliers de milliards de dollars. [2] « Autres titres » détenus par les grandes banques commerciales américaines et les établissements américains de banques étrangères ; données non cvs. [3] ABCP arrivant à échéance dans les *n* semaines (en abscisse) suivant les dates citées ; en milliards de dollars. [4] Encours global d'émissions à fin mars 2007, en % du grand total.

Sources : Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale ; Bloomberg ; Citigroup ; calculs BRI.

Graphique VI.7

liquidité s'est fortement accrue, entraînant sur l'interbancaire des perturbations d'une intensité et d'une durée inhabituelles annonçant l'arrivée d'une crise financière plus généralisée.

Quatrième phase : généralisation des tensions financières (septembre–novembre 2007)

Après un court répit…

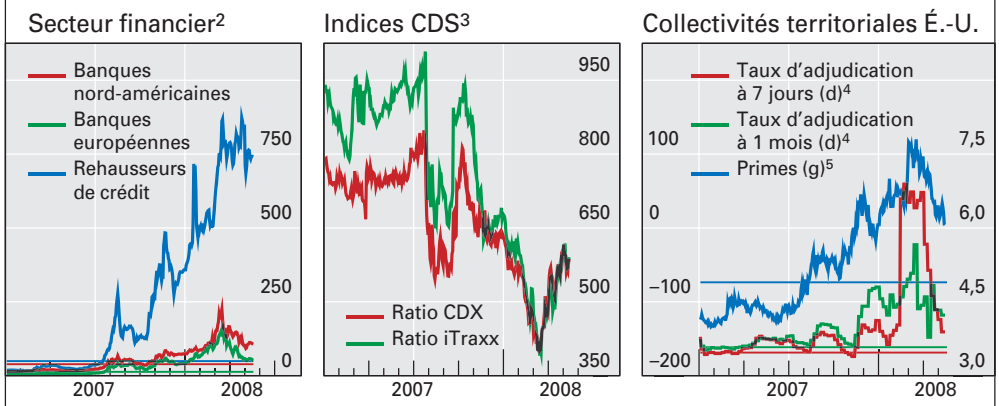
Les marchés de la dette se sont momentanément repris en septembre, mais un nouvel élargissement important des primes est intervenu en octobre et novembre. Le répit était dû notamment à des injections répétées de liquidité par des banques centrales, en vue de limiter l'érosion sur les marchés monétaires. Fin septembre, en particulier, un redressement général s'est produit, la décision du Comité fédéral de l'*open market* d'abaisser de 50 pb, le 18 du mois, le taux cible des fonds fédéraux déclenchant une vive réaction des prix dans tous les compartiments. Le sentiment positif a été renforcé par l'annonce de dépréciations substantielles par de grandes banques commerciales et d'investissement, qui ont été considérées comme des gages de transparence indispensables par rapport aux pertes liées aux titres hypothécaires. Le regain de demande pour de telles expositions a alors permis aux banques de placer une partie de leurs encours de prêts à effet de levier et d'obligations en attente de financement (graphique VI.6, cadre de gauche, et chapitre VII). Cependant, le climat s'est à nouveau détérioré à partir de la mi-octobre, après une nouvelle série de déclassements de RMBS et CDO et des nouvelles négatives en provenance du secteur financier.

…le climat s'est à nouveau détérioré…

Au cours de cette quatrième phase, les pertes de crédit se sont révélées supérieures aux prévisions, accentuant les incertitudes concernant les valorisations des actifs et les craintes de généralisation du ralentissement économique (chapitre VII). D'importantes révisions en hausse des dépréciations déjà annoncées, en particulier, ont jeté le trouble parmi les investisseurs quant

…suite à de multiples dépréciations par de grandes banques…

Primes de risque : secteur financier et collectivités territoriales



[1] Les lignes horizontales représentent les moyennes antérieures à 2007 (cadre de gauche : 2001–2006 ; cadre de droite : taux 7 jours et 1 mois : mai–décembre 2006, municipalités : 2001–2006). [2] L'échantillon se compose de 14 banques commerciales et d'investissement ayant leur siège en Amérique du Nord, de 11 banques universelles dont le siège se situe en Europe et, pour les rehausseurs de crédit, de 7 organismes de garantie financière ; en pb. [3] Données relatives aux derniers indices de CDS 5 ans ; CDX : haut rendement, par rapport à la catégorie investissement ; iTraxx : catégorie crossover, par rapport à l'indice général. [4] Taux indiciel brut SIFMA ; en %. [5] Par rapport aux titres du Trésor 2 ans, en pb.

Sources : Bloomberg ; Markit ; calculs BRI. Graphique VI.8

à la capacité des banques d'évaluer et de gérer correctement leurs expositions. Tout cela, ajouté au nouvel accès de faiblesse des marchés de la dette, semblait annoncer l'imminence de nouvelles pertes effectives. La tarification des protections contre le risque de défaut des banques et autres établissements financiers, avec des primes dépassant leurs sommets de l'été, traduisait ce climat d'inquiétude (graphique VI.8, cadre de gauche).

...aux préoccupations suscitées par des dénouements en série de positions...

Les incertitudes persistantes au sujet des valorisations se fondaient en partie sur les craintes de ventes d'actifs par des véhicules structurés et d'une nouvelle dégradation du marché hypothécaire. L'un des sujets d'inquiétude concernait l'existence de clauses liées aux notations et à la valeur de marché, dans les CDO et les SIV, susceptibles de contraindre à liquider les sous-jacents dès le franchissement de seuils spécifiques à chaque contrat. Autre élément préoccupant : les opérateurs s'attendaient de plus en plus à ce que les pertes sur les expositions à risque finissent par franchir tous les seuils de protection (graphique VI.5, cadre de gauche), amenant les tranches privilégiées des créances hypothécaires récemment titrisées à enregistrer de moins bons résultats que celles de notation inférieure. Les prix de ces dernières, à leur tour, ont commencé à refléter des anticipations de perte totale sur leur principal d'ici début 2010. Si l'accentuation de la dégradation des fondamentaux du marché hypothécaire a raccourci par la suite les délais implicites jusqu'à la dépréciation, on pensait néanmoins que l'accumulation des pertes se poursuivrait durant une bonne partie de 2009 (graphique VI.4, cadre du milieu).

...et à la perspective de déclassements de rehausseurs de crédit

Lors de ces corrections de prix, des pertes sur prêts hypothécaires ont commencé à apparaître hors du secteur bancaire, notamment parmi les rehausseurs de crédit spécialisés dans l'octroi d'assurance de divers produits structurés et obligations bien notées. L'élargissement des primes sur les tranches supérieures des instruments structurés avait entraîné des décotes sur la valeur de marché des assurances offertes par ces organismes pour les produits hypothécaires. L'augmentation anticipée d'une hausse des sinistres a fait ainsi fortement augmenter, au quatrième trimestre et au début 2008, les primes sur les CDS liés à ces rehausseurs de crédit, laissant présager une série de déclassements parmi les plus importants d'entre eux (graphique VI.8, cadre de gauche). Cette perspective était, quant à elle, synonyme de nouvelles pressions sur les bilans bancaires pour deux raisons : d'une part, les banques détenaient encore des expositions sur tranches supérieures de CDO garantis par ces organismes, dont la valorisation pouvait baisser ; d'autre part, les banques avaient consenti des lignes de liquidité pour les instruments du marché monétaire garantis par ces organismes. En conséquence, la majoration des primes du secteur financier a été plus marquée que dans les autres segments, ce qui a contribué aux mauvais résultats globaux des titres de qualité investissement par rapport aux actifs moins bien notés (graphique VI.8, cadre du milieu).

Cinquième phase : craintes pour la croissance et dysfonctionnement des marchés (janvier à mi-mars 2008)

Après une brève accalmie sur les marchés de la dette en décembre, une série d'indicateurs macroéconomiques décevants a entraîné, début 2008, une

nouvelle réévaluation généralisée des risques. Ce cinquième épisode de pessimisme faisait suite à la publication, début janvier, de chiffres signalant une faible croissance du secteur manufacturier aux États-Unis ainsi qu'une évolution décevante sur le marché du travail. Les inquiétudes au sujet de la croissance ont été renforcées par la crainte grandissante d'un rationnement du crédit (chapitres II et VII). La nervosité qui en est résulté à propos des interactions entre évolutions macroéconomique et financière a atteint son apogée les 21 et 22 janvier. Après la rétrogradation d'un important rehausseur de crédit le vendredi précédent, les actifs à risque ont chuté sur l'ensemble des marchés et pays, et la volatilité a persisté jusqu'en février et mars, malgré des abaissements exceptionnels des taux directeurs de la Réserve fédérale, les 22 et 30 janvier.

Dans le contexte d'une intensification des craintes pour la croissance…

À ce moment-là, le retrait des investisseurs sur divers marchés s'était tellement intensifié que des pans entiers du système financier présentaient des dysfonctionnements, provoquant donc de nouveaux désengagements. Dans ces conditions, les primes des actifs pourtant les mieux notés et par ailleurs liquides sont montées, début 2008, à des niveaux inhabituels. C'est ce qui s'est passé notamment sur les marchés de la titrisation de prêts étudiants aux États-Unis, où les expositions sous-jacentes sont presque intégralement protégées par des garanties fédérales (graphique VI.4, cadre de droite). Même si, malgré ces primes élevées, les émissions de titres se sont poursuivies, les banques chefs de file n'ont réussi à placer que les tranches privilégiées. Elles ont dû conserver les autres, ce qui a accentué les contraintes déjà existantes sur le capital bancaire.

…les dysfonctionnements des marchés de la dette se sont multipliés…

Fin février et début mars, des pressions sur les bilans continuant de s'intensifier, les banques ont tenté de réduire encore leurs expositions dans divers secteurs, portant ainsi un nouveau coup au goût des investisseurs pour le risque. On peut citer à cet égard le retrait du soutien implicite de liquidité des banques au marché des ARS (*auction rate securities)*, estimé à $330 milliards ; il s'agit de produits à taux révisable par voie d'enchères qui, aux États-Unis, permettent aux collectivités territoriales notamment de se financer à long terme. Les adjudications non abouties et les révisions de taux qui en ont résulté ont relevé le coût du financement pour ces emprunteurs (graphique VI.8, cadre de droite). Des pressions se sont également fait sentir ailleurs, comme dans le compartiment des titres bien notés adossés à des hypothèques émis aux États-Unis par les agences parapubliques et le secteur privé, où les incertitudes concernant les prix se sont rapidement amplifiées. La perte de confiance dans la valeur des actifs a atteint son maximum début mars, lorsque le durcissement des décotes sur les opérations de pension a contraint plusieurs fonds alternatifs et autres investisseurs à effet de levier à dénouer leurs positions, faisant planer la menace d'une nouvelle succession d'appels de marge et de relèvements des primes.

…accentuant les désengagements…

…et renforçant les incertitudes sur les prix des actifs

Les événements se sont précipités dans la semaine du 10 mars. Tout d'abord, la Réserve fédérale a annoncé qu'elle allait élargir ses activités de prêt de titres aux principaux intermédiaires spécialisés américains ; ce dispositif a été ensuite complété par une facilité temporaire permettant d'obtenir des prêts au jour le jour en échange d'un large éventail de sûretés (chapitre IV). Si, dans

Série d'actions de la banque centrale…

...et rachat d'une grande banque d'investissement...

un premier temps, cette annonce a semblé procurer quelque répit, la banque d'investissement américaine Bear Stearns a pâti d'une grave pénurie de liquidité durant la semaine, qui a entraîné son rachat par JPMorgan le lundi suivant, avec l'aide de la Réserve fédérale.

Sixième phase : la crise du crédit à son plus haut (mi-mars à mai 2008)

...qui ont semblé marquer une inflexion du sentiment du marché

Ces développements ont semblé constituer un point d'inflexion, les marchés entrant dans la sixième et, pour l'instant, dernière phase de la crise. Conformément aux perceptions d'une ample réduction du risque systémique, les primes, surtout celles des entreprises financières et autres signatures de qualité investissement, ont sensiblement baissé après le rachat de Bear Stearns par rapport à leurs sommets des semaines précédentes. En présence de signes de couvertures de positions courtes, le repli s'est poursuivi tout le mois d'avril, les primes retrouvant leurs valeurs de la mi-janvier et paraissant s'y stabiliser à partir de début mai.

L'interbancaire, cependant, ne s'est pas repris. Étant donné la persistance de contraintes en termes de capital et de financement pour certains investisseurs et la disparition de la demande émanant de structures telles que les SIV et les CDO, la surabondance d'actifs a continué à peser sur les marchés. À la mi-mai, avec la poursuite de la dégradation du cycle du crédit et la perspective d'une élévation des taux de défaut, il était toujours difficile de dire si l'offre de liquidité et le goût pour le risque avaient retrouvé des niveaux suffisants pour garantir un redressement durable des marchés de la dette.

Les marchés monétaires touchés par l'érosion de la liquidité

De graves perturbations sur l'interbancaire...

La crise financière a été notamment caractérisée par des perturbations sans précédent sur l'interbancaire, ainsi que sur les marchés monétaires plus généralement, sous l'effet de l'essor de la demande de liquidité et d'une perte de confiance dans la solvabilité des contreparties. Ces graves tensions ont d'abord été déclenchées par de sérieux problèmes de liquidité sur le segment de l'ABCP ($1 200 milliards) pendant la troisième phase (*supra*). Ils ont rapidement suscité de vives inquiétudes à propos des effets délétères d'une possible réintermédiation à grande échelle, avec des banques procurant des lignes de crédit de soutien à des véhicules actifs sur le marché de l'ABCP puis sur d'autres marchés. Les craintes liées aux implications pour les banques de ces questions de liquidité et de capital ont engendré une méfiance croissante à l'égard des contreparties, tandis que s'amplifiaient les doutes concernant la stabilité de l'ensemble du système bancaire, comme l'indiquait l'augmentation des primes des swaps de taux (*infra*). Dans ces conditions, les banques sont devenues plus réticentes à se prêter entre elles, tandis que, simultanément, les inquiétudes au sujet de leurs propres besoins de liquidité faisaient progresser rapidement la demande d'emprunts. De plus, leur goût pour le risque ayant nettement diminué, les fonds de placement monétaires, qui constituent leur source de financement traditionnelle, se sont détournés des établissements bancaires pour placer une grande partie de leurs ressources dans des titres sûrs de la dette publique (*infra*).

Les injections de liquidité par les banques centrales ont atténué dans une certaine mesure les pressions sur l'interbancaire (chapitre IV), mais elles n'ont pas dissipé les incertitudes sur les besoins de liquidité à venir et le risque de contrepartie. En conséquence, les taux sur l'interbancaire sont restés élevés et volatils par rapport aux autres taux comparables pendant une bonne partie de la période étudiée. En outre, la plupart des banques centrales cherchant tout d'abord à apaiser les pressions sur le segment à très court terme, les difficultés sur les autres échéances se sont vite amplifiées, amenant les banques centrales à recentrer de plus en plus leur attention sur les pénuries de liquidité dans ces derniers compartiments.

...ont provoqué une forte tension des taux interbancaires...

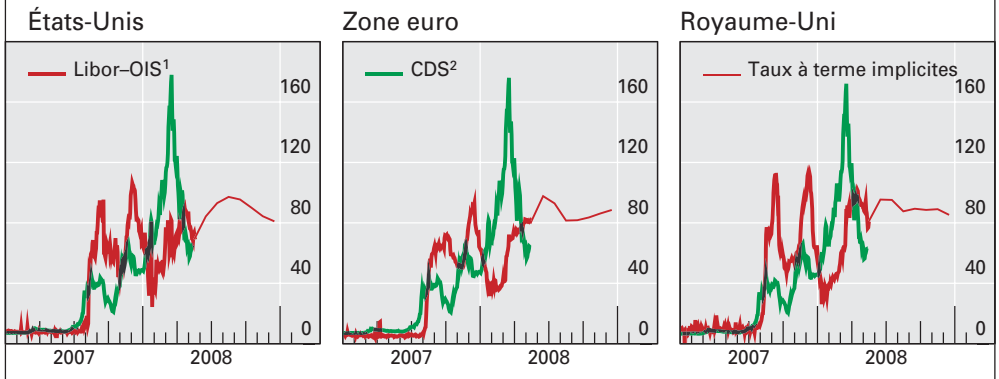
Ces tensions sur la liquidité ressortaient clairement de l'élargissement persistant et sans précédent de l'écart entre le taux interbancaire des prêts à terme et le taux OIS (*overnight index swaps*, swaps jour le jour indiciels) de même échéance. Ainsi, avant l'éclatement de la crise, le Libor 3 mois dépassait le taux OIS d'à peine quelques points de base en moyenne. À compter de fin juillet 2007, la différence était parfois supérieure à 100 pb (graphique VI.9). Ces deux références reflètent les anticipations des investisseurs sur l'évolution des taux d'intérêt ; cependant, comme les prêts interbancaires apportent un financement immédiat tandis que les OIS sont réglés sur une base nette à échéance, leurs implications pour les risques de liquidité et de crédit diffèrent sensiblement. L'accentuation de l'écart Libor–OIS indiquait donc clairement une préférence accrue pour la liquidité ainsi qu'une hausse de la prime de risque de contrepartie. De surcroît, les écarts à terme implicites à la fin de la période considérée suggèrent que les investisseurs pensaient que ce phénomène allait durer (graphique VI.9).

...due aux préoccupations sur le risque de contrepartie et à la flambée de la demande de liquidité

Il est très difficile de distinguer les contributions relatives des risques de liquidité et de crédit dans la hausse des taux interbancaires, en raison notamment des interrelations étroites entre ces deux composantes. Le comportement des primes CDS des banques membres du panel Libor vis-à-vis de l'écart Libor–OIS laisse penser que, si les inquiétudes relatives au crédit

Primes de risque sur l'interbancaire et CDS

En pb



[1] Écart entre taux Libor 3 mois et taux OIS de même échéance (zone euro : EONIA). [2] Moyenne des primes des indices de CDS 5 ans (dernière définition) de l'échantillon des banques du panel Libor pour les monnaies respectives.

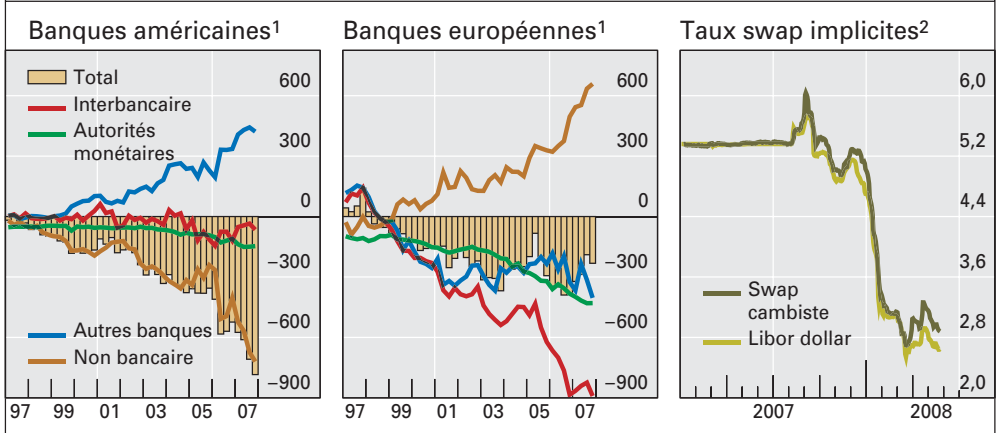
Sources : Bloomberg ; calculs BRI. Graphique VI.9

ont effectivement influé sur l'orientation des taux interbancaires durant les turbulences, les facteurs liés à la liquidité sont essentiellement responsables de leur évolution (graphique VI.9). De plus, la cyclicité de l'écart Libor–OIS témoigne également, dans une certaine mesure, de pénuries saisonnières de liquidité, liées aux problèmes de financement de fin de trimestre et de fin d'année, qui ont été plus importantes que d'habitude après le premier semestre 2007. À cela sont venues s'ajouter des interrogations sur la fiabilité du mécanisme de fixation des taux Libor, qui ont commencé à apparaître pendant le blocage des marchés interbancaires, surtout pour les prêts en dollars. En fait, les intervenants soupçonnaient certaines banques membres du panel Libor d'avoir annoncé des taux inférieurs à leurs véritables coûts d'emprunt afin de paraître plus solides en regard du risque de liquidité ou de crédit. À la suite de déclarations indiquant, en avril, que la British Bankers' Association examinait cette question, les taux Libor dollar sont brusquement montés à des niveaux qui semblaient davantage correspondre à la réalité.

Les banques européennes ont été touchées par des problèmes de financement en dollars

Lors des perturbations sur l'interbancaire, les banques européennes, en particulier, semblent avoir éprouvé des difficultés pour obtenir des financements en dollars, en raison d'une forte augmentation de la demande dans cette monnaie. Selon des données BRI sur le montant total des positions transfrontières par pays d'origine des banques, des différences notables dans les schémas de financement des banques européennes et américaines peuvent être à l'origine de ces problèmes. Depuis quelques années, les banques des États-Unis empruntent de plus en plus en dollars auprès d'établissements non bancaires et acheminent ces fonds vers des banques non apparentées (graphique VI.10, cadre de gauche). Parallèlement, les banques européennes transforment de plus en plus leurs ressources interbancaires,

Financement en dollars sur l'interbancaire et taux swap implicites



[1] Créances nettes, par pays d'origine de la banque ; créances transfrontières moins engagements transfrontières. L'élément « Interbancaire » se décompose en créances intragroupes (non représentées), créances sur d'autres banques et créances sur les autorités monétaires officielles ; en milliards de dollars. [2] Taux 3 mois en dollars implicites dans les prix des swaps cambistes par rapport à l'euro Libor, en % ; estimations suivant la méthodologie décrite dans l'article de N. Baba, F. Packer et T. Nagano, « The spillover of money market turbulence to FX swap and cross-currency swap markets », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2008.

Sources : Bloomberg ; BRI, statistiques bancaires territoriales (par pays d'origine de la banque déclarante) ; calculs BRI. Graphique VI.10

et celles provenant des autorités monétaires, en créances en dollars sur le secteur non bancaire (graphique VI.10, cadre du milieu). Globalement, au quatrième trimestre 2007, les créances nettes en dollars des banques américaines sur les autres banques atteignaient au total $421 milliards, tandis que les engagements interbancaires nets en dollars des banques européennes s'inscrivaient à près de $900 milliards. Pendant longtemps, les renouvellements fréquents d'emprunts en dollars à court terme sur l'interbancaire, pratiqués par les banques européennes pour financer leurs investissements à long terme dans le secteur non bancaire, n'ont posé aucun problème. Cependant, avec la montée des tensions au second semestre 2007, et compte tenu de la part des banques européennes dans le repli de $380 milliards de l'encours d'ABCP qui a dû être réintégré dans les bilans, ce besoin constant de refinancement a contribué à la crise de la liquidité sur l'interbancaire. Certains marchés de swaps cambistes et de devises ont enregistré des signes de tension notables allant dans ce sens : les taux d'intérêt aux États-Unis implicites dans les swaps de devises se sont parfois éloignés sensiblement du Libor dollar durant les turbulences (graphique VI.10, cadre de droite).

Les turbulences gagnent les places boursières

Les cours des actions ont commencé à baisser durant l'été…

Dans les économies avancées, sous l'effet de l'élargissement des primes CDS au début des turbulences sur les marchés de la dette, les cours des actions ont commencé à baisser durant l'été 2007 (graphique VI.11, cadre de gauche). Le mouvement s'est accentué en fin d'année et début 2008, avec la recrudescence des perturbations et la dégradation des perspectives macroéconomiques aux États-Unis, qui ont suscité des doutes au sujet des bénéfices attendus et rendu les investisseurs moins tolérants à l'égard du risque. À partir de la mi-mars 2008, cependant, un redressement marqué s'est opéré sur l'ensemble des places, à la suite du rachat de Bear Stearns par JPMorgan. Entre fin mars 2007 et la mi-mai 2008, l'indice S&P est resté pratiquement inchangé, alors que le Nikkei 225 et le DJ EURO STOXX ont perdu respectivement 18 % et 9 %.

Le secteur financier et les actions japonaises principalement touchés

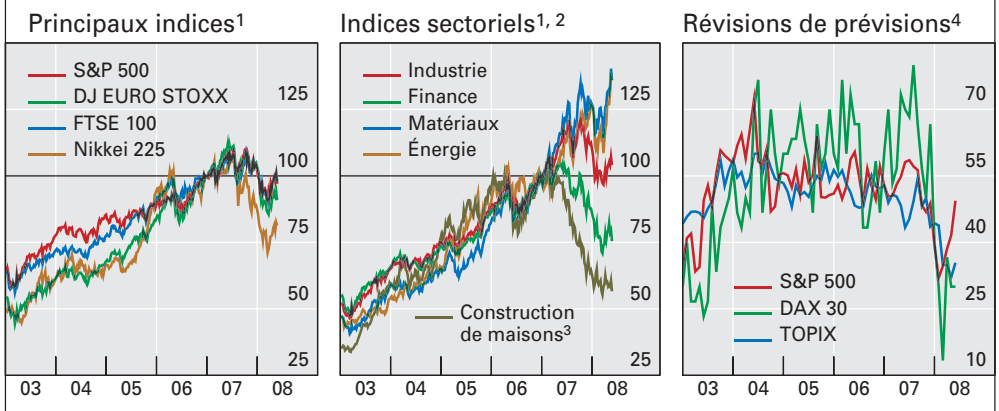
…surtout dans le secteur bancaire…

Le repli boursier a d'abord concerné essentiellement le secteur financier, surtout les titres bancaires. De fin mars 2007 à la mi-mai 2008, l'ensemble des valeurs financières a cédé près de 20 %, ce qui constitue la baisse la plus rapide depuis la création de l'indice Morgan Stanley Capital International (MSCI) à la fin de 1994. Dans les autres secteurs, en revanche, le bilan a été plus contrasté : si le tassement de l'immobilier résidentiel aux États-Unis a été source de mauvais résultats et d'une chute des cours dans certains secteurs comme la construction de logements, des gains ont été enregistrés pour les matériaux et l'énergie, grâce au dynamisme des marchés des produits de base (graphique VI.11, cadre du milieu).

Les actions japonaises les plus durement touchées

Au sein des économies avancées, ce sont les actions japonaises qui ont été les plus durement touchées (graphique VI.11, cadre de gauche). Alors que les établissements financiers sont apparus moins exposés aux *subprime* que

Cours des actions et prévisions de bénéfice



[1] Données de fin de semaine, en monnaie locale ; fin décembre 2006 = 100. [2] Indices MSCI. [3] Indice établi par Datastream. [4] Indice de diffusion des révisions mensuelles concernant les prévisions de bénéfices par action à 12 mois. L'indice est calculé comme la somme du pourcentage des entreprises dont le bénéfice prévu a été révisé à la hausse et de la moitié du pourcentage de celles pour lesquelles les prévisions sont restées inchangées (afin de tenir compte d'une tendance systématique des analystes à surestimer les bénéfices).

Sources : Bloomberg ; Datastream ; I/B/E/S ; calculs BRI. Graphique VI.11

leurs homologues aux États-Unis et en Europe, les titres de ce secteur ont subi de lourdes pertes. Leur ampleur s'explique également par les inquiétudes suscitées par l'incidence d'un ralentissement de l'économie américaine sur les exportateurs japonais ainsi que par la poursuite de l'appréciation du yen. Les épisodes de hausse rapide de la monnaie nipponne par rapport au dollar ont souvent coïncidé dans le passé avec une faiblesse des cours des actions japonaises. D'ailleurs, le principal indice boursier du pays s'est replié de plus de 20 % entre fin 2007 et mi-mars 2008, période où la progression du yen a été relativement marquée (14 %) vis-à-vis du dollar.

Le risque élevé de récession aux États-Unis pèse sur les anticipations de bénéfices

Retournement des anticipations de bénéfices devant les signes d'affaiblissement économique

Dans les économies avancées, les cours des actions ont essentiellement pâti du retournement brutal des anticipations de bénéfices des sociétés cotées. Cette évolution reflétait dans une large mesure la probabilité croissante d'un ralentissement de l'économie américaine plus profond et plus prolongé qu'on ne le pensait initialement. À compter de mi-2007, les indicateurs de diffusion des révisions du bénéfice par action à horizon 12 mois sur les principaux marchés sont tombés à des niveaux que l'on n'avait plus vus depuis 2002 (graphique VI.11, cadre de droite). Ces prévisions pessimistes ont été corroborées ensuite par les bénéfices publiés. Aux États-Unis, les bénéfices cumulés par action ont diminué de plus de 20 % au quatrième trimestre 2007 (d'une année sur l'autre, en termes pondérés par le nombre d'actions en circulation), soit bien plus que sur les trois mois précédents (–3 %). En janvier 2008, l'accumulation de signes révélant un affaiblissement de l'économie réelle a entraîné de nouvelles révisions en baisse des bénéfices attendus. À partir de mars 2008, toutefois, les anticipations ont commencé à s'améliorer aux États-Unis et en Europe.

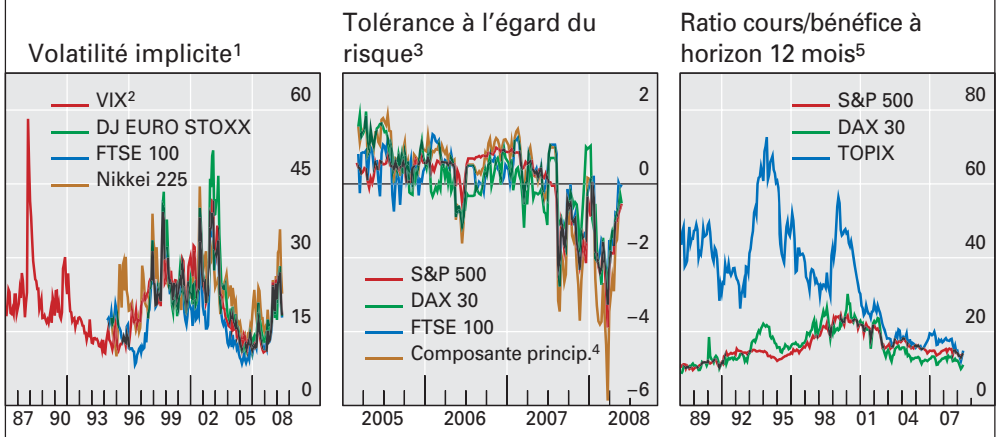
Volatilité accrue et tolérance moindre à l'égard du risque

Dans le même temps, les perspectives toujours plus incertaines ont nettement amplifié la volatilité et réduit la tolérance à l'égard du risque. Aux États-Unis, la volatilité implicite dans les options, qui ne cesse d'augmenter depuis début 2007, a atteint 30 % en août 2007 et début 2008, non loin des niveaux observés pour la dernière fois en avril 2003. Cela représente plus du double de la moyenne de 2004–2006 (14 %) et sensiblement davantage que la moyenne historique (1986–2006) de quelque 20 % (graphique VI.12, cadre de gauche). Sur les autres marchés d'actions, la volatilité a suivi une trajectoire analogue, avec une envolée particulièrement notable au Japon, où elle a approché le pic de 2001. Les indicateurs de la tolérance des investisseurs pour le risque, mesurée par l'écart entre la répartition statistique des rendements réels des actions et des rendements attendus implicites dans les prix des options, se sont, eux aussi, fortement détériorés jusqu'en mars 2008, touchant leurs plus bas niveaux depuis 2005 (graphique VI.12, cadre du milieu). Suite à l'annonce du rachat de Bear Stearns par JPMorgan à la mi-mars, cependant, les cours se sont redressés dans les économies avancées, en liaison avec une baisse de la volatilité et un goût retrouvé pour le risque.

Les mesures prospectives des valorisations ont chuté

Le recul des valorisations, sur la base des ratios cours/bénéfice, traduit également la diminution du goût pour le risque jusqu'en mars 2008. Sur la période examinée, les mesures prospectives ont chuté, les révisions en baisse des bénéfices n'ayant pas suivi le rythme de la dépréciation accentuée des cours, malgré le pessimisme croissant des analystes. Ainsi, le S&P 500 est passé d'environ quatorze fois les bénéfices attendus à 1 an en 2006 à treize en mars 2008, son plus mauvais résultat depuis 1995. Ce niveau de mars était très inférieur à sa moyenne depuis 1988 mais cadrait avec celles de 1988–1997, qui excluent donc les extrêmes de la fin des années 1990 caractérisée par un

Volatilité des actions et ratio cours/bénéfice



[1] Volatilité (annualisée) implicite dans le prix des contrats sur options d'achat à parité sur indices boursiers ; moyenne mensuelle, en %. [2] Sur la base du S&P 500 ; jusqu'en 1990 : sur la base du S&P 100. [3] Indicateur obtenu à partir de la différence entre deux distributions des rendements, l'une implicite dans les primes des options, l'autre fondée sur les rendements effectifs estimés à partir de données historiques ; moyenne hebdomadaire des données journalières. [4] Première composante principale obtenue à partir des indicateurs de tolérance à l'égard du risque pour chaque indice. [5] Ratio cours/bénéfice attendu par action à horizon 12 mois.

Sources : Bloomberg ; I/B/E/S ; calculs BRI. Graphique VI.12

optimisme extrême des investisseurs en actions (graphique VI.12, cadre de droite). Les mesures des valorisations fondées sur le DAX et le TOPIX ont également diminué et se situaient, en mars 2008, bien en dessous de leurs moyennes de long terme.

Chute des rendements obligataires avec l'aggravation des turbulences

Effondrement des rendements obligataires…

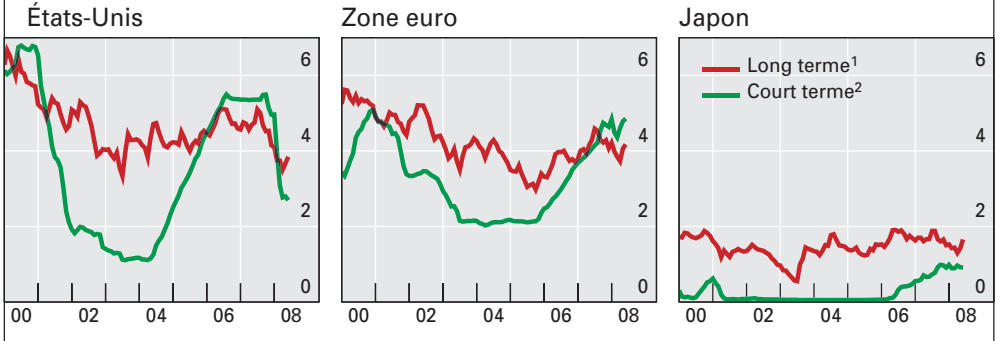
Après avoir le plus souvent progressé au premier semestre 2007, les rendements des titres souverains des économies avancées ont rapidement baissé lors de l'apparition des turbulences. Ce mouvement s'explique par la conjonction de la recherche de valeurs refuges et d'anticipations de recul des taux d'intérêt en présence d'une détérioration des perspectives de croissance. L'incidence de ces deux facteurs a été flagrante aux États-Unis, où l'économie est apparue particulièrement fragile. Entre le pic local de mi-juin 2007 antérieur aux turbulences, qui restait modeste par comparaison avec ses valeurs historiques, et l'effondrement de Bear Stearns vers la mi-mars 2008, l'obligation 10 ans du Trésor américain a perdu près de 200 pb, à environ 3,35 %, son niveau de 2003 (graphique VI.13, cadre de gauche). Les rendements ont aussi diminué dans la zone euro et au Japon, mais à un degré moindre, traduisant une perception de risques moins élevés qu'aux États-Unis : le 10 ans a cédé non loin de 100 pb dans la zone euro, à moins de 3,70 %, et autour de 70 pb au Japon, soit juste en dessous de 1,30 % (graphique VI.13, cadres du milieu et de droite). Lorsque la situation a paru se stabiliser sur les marchés financiers mondiaux, et s'améliorer quelque peu à compter de la mi-mars 2008, ils se sont légèrement redressés : de mi-mars à mi-mai, le 10 ans a repris autour de 50 pb aux États-Unis ainsi que dans la zone euro et plus de 40 pb au Japon.

La recherche de la qualité provoque une ruée sur les titres d'État

Lorsque les marchés de la dette ont amorcé leur premier repli à l'été 2007, les investisseurs ont rapidement réduit leur portefeuille d'actifs à risque, ce qui

Taux d'intérêt

En %



[1] Rendement de l'obligation d'État 10 ans ; zone euro : *Bund*. [2] Taux interbancaire offert 3 mois.

Sources : Bloomberg ; données nationales. Graphique VI.13

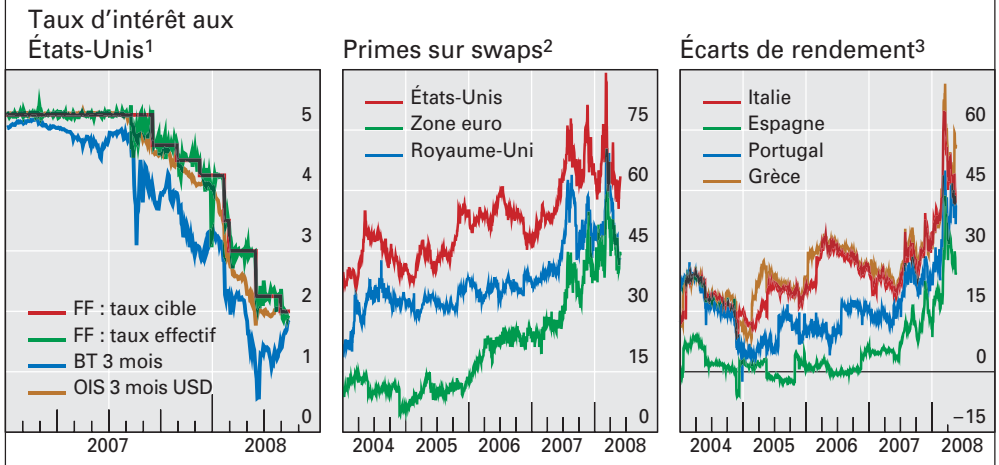
a fait bondir la demande de titres d'État, plus sûrs. Outre une chute des rendements, il en est résulté une pénurie de bons et d'obligations du Trésor pour les opérations de pension, surtout vers la fin de 2007 et début 2008. Aux États-Unis, cette pénurie s'est traduite par une multiplication de « manquements », c'est-à-dire de cas où une transaction comportant des titres du Trésor n'est pas réglée à la date contractuelle (défaut de réception et défaut de livraison). En moyenne hebdomadaire, ces défauts, qui se chiffraient à environ $90 milliards au cours des trois premiers trimestres 2007, ont plus que doublé au quatrième, dépassant $200 milliards, puis sont montés en flèche au-delà de $700 milliards au premier trimestre 2008 et sur les six semaines suivantes.

...en raison de la recherche de valeurs refuges...

L'engouement pour les titres refuges, conjugué à la recherche de liquidité, a provoqué une augmentation notable des apports aux fonds de placement monétaires. Ainsi, aux États-Unis, alors que le total de leur actif net fluctuait entre $1 800 et $2 400 milliards sur 2000–2006, il est passé à $3 100 milliards fin 2007 et atteignait plus de $3 500 milliards trois mois plus tard, avant de se stabiliser. Ces capitaux ont été essentiellement placés en titres d'État à court terme, qui ont été soumis à de nouvelles pressions à la baisse substantielles, en particulier les bons du Trésor (graphique VI.14, cadre de gauche). Il est arrivé que le bon à 3 mois se négocie à plus de 180 pb au-dessous du taux moyen attendu des fonds fédéraux, qui ressort du taux des OIS. Parallèlement, les turbulences ont affecté plusieurs fonds ayant investi dans des titres à court terme liés à des prêts immobiliers à risque. Dans certains cas, ces fonds ont d'ailleurs dû demander à leur société-mère des injections de liquidités pour empêcher la valeur de leur actif net de tomber au dessous du pair.

À mesure que les turbulences s'accentuaient, les primes des swaps se sont sensiblement élargies, atteignant des niveaux jamais observés depuis 2001 pour le 10 ans aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni (graphique VI.14, cadre du milieu). Cette évolution semblait refléter en partie

Taux d'intérêt et écarts de taux



[1] En %. FF = fonds fédéraux ; BT = bons du Trésor. [2] 10 ans, en pb. [3] Rendement de l'obligation d'État 10 ans moins rendement du *Bund* 10 ans, en pb.

Sources : Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale ; Bloomberg ; JPMorgan Chase ; calculs BRI.

Graphique VI.14

les préoccupations accrues des investisseurs au sujet des risques systémiques, avec des craintes de plus en plus fortes d'instabilité dans le système bancaire. Elle traduisait, en outre, la désaffection envers les actifs à risque, au profit des titres de la dette publique, ainsi que le recours accru aux swaps pour tenter de couvrir les expositions de crédit, dans un contexte de raréfaction de la liquidité sur les marchés de couverture traditionnels.

...en présence d'un goût moindre pour le risque...

Autre signe de la préférence accrue pour la liquidité et d'un goût moindre pour le risque, l'écart de rendement entre les obligations d'État de l'Allemagne et d'autres pays de la zone euro s'est élargi à des niveaux inhabituels après la mi-2007 (graphique VI.14, cadre de droite). Sur l'obligation 10 ans, il est passé de quelque 5 pb en juin 2007 à plus de 40 pb en mars 2008 vis-à-vis de l'Espagne. Dans le cas de l'Italie, il s'est inscrit à 60 pb, contre 20 pb environ auparavant, puis est légèrement redescendu mi-mai. Pour certains observateurs, cette évolution était due notamment à des tensions croissantes au sein de l'union monétaire liées à des différences dans les fondamentaux. Il est toutefois plus probable qu'elle résultait principalement de l'extrême réticence des investisseurs à détenir autre chose que les titres les plus liquides.

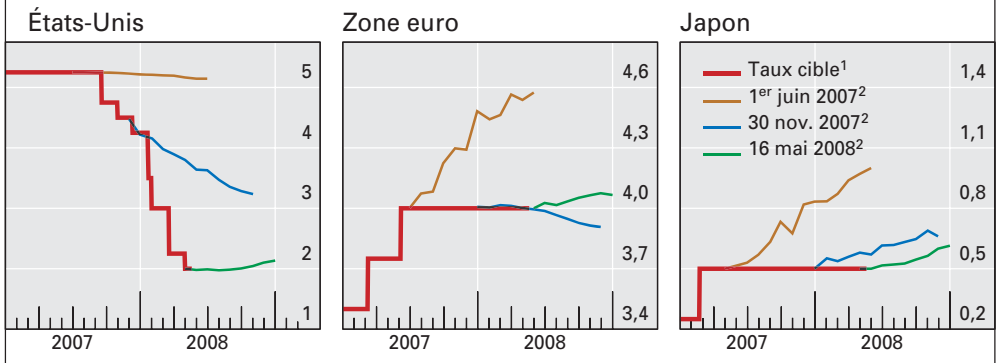
Les craintes de récession ont accentué la baisse des rendements

...et d'anticipations de ralentissement de la croissance

Sous l'effet de la perception d'une dégradation des perspectives économiques, la recherche de valeurs refuges a exercé des pressions de plus en plus fortes sur les rendements. À cet égard, la baisse en valeur nominale des rendements sur l'obligataire long terme aux États-Unis et dans la zone euro depuis mi-2007 est imputable, pour les trois quarts environ, à leur repli en termes réels. Celui-ci a été encore plus marqué pour le court et le moyen terme : ainsi, le rendement réel 3 ans estimé des titres à coupon zéro aux États-Unis a régressé de près de 300 pb entre fin mai 2007 et mi-mars 2008, pour devenir négatif (graphique VI.16, cadre de gauche). Cette évolution reflétait dans une large mesure des anticipations selon lesquelles les taux nominaux à court terme

Taux directeurs et anticipations implicites

En %



[1] Taux directeur ; États-Unis : taux cible des fonds fédéraux ; zone euro : taux principal de refinancement de la BCE ; Japon : taux des prêts en blanc au jour le jour de la Banque du Japon. [2] Taux implicite 1 mois ; les observations sont représentées au dernier jour ouvré du mois indiqué dans la légende ; États-Unis : contrats à terme sur fonds fédéraux ; zone euro : swaps référence EONIA ; Japon : OIS en yens.

Sources : Bloomberg ; calculs BRI. Graphique VI.15

resteraient en moyenne inférieurs à l'inflation pendant plusieurs années, en raison de la persistance de taux directeurs peu élevés – sous l'effet probablement de la faiblesse de la croissance –, et d'une inflation tenace. Les rendements réels à court terme ont également diminué dans la zone euro, mais sensiblement moins qu'aux États-Unis : sur cette même période, ils ont cédé 130 pb, à 0,90 % environ, sur le titre à 3 ans. Lorsque les turbulences sur les marchés financiers se sont atténuées, ils se sont légèrement redressés entre mi-mars et mi-mai 2008.

Malgré des tensions inflationnistes persistantes, la détérioration des perspectives de croissance a renforcé les anticipations de baisse des taux directeurs, en particulier aux États-Unis. Si, au début de l'été 2007, les prix des contrats à terme sur fonds fédéraux traduisaient des attentes d'une politique monétaire relativement stable pendant quelque temps, cadrant alors avec l'attitude de la Réserve fédérale, l'aggravation de la situation sur les marchés financiers a rapidement changé la donne (graphique VI.15, cadre de gauche). Lors de la quatrième phase de la crise, en novembre 2007, le taux cible des fonds fédéraux avait déjà été réduit de 75 pb, mais les marchés attendaient encore de nouveaux assouplissements pour les mois à venir. Lorsque la situation a empiré début 2008, l'abaissement supplémentaire de 200 pb annoncé par la banque centrale américaine au premier trimestre allait même au-delà des anticipations de fin 2007. Ces décisions, conjuguées aux nouvelles mesures prises pour injecter de la liquidité et au sauvetage de Bear Stearns en mars, semblent avoir redonné confiance aux investisseurs. À la mi-mai, après une nouvelle réduction de 25 pb le 30 avril, les prix des contrats à terme sur fonds fédéraux anticipaient une période de stabilité des taux d'intérêt.

La Réserve fédérale a nettement abaissé ses taux…

Dans la zone euro et au Japon, les turbulences ont aussi nourri des attentes de baisse des taux directeurs, mais de manière plus mesurée qu'aux États-Unis, comme l'attitude des autorités l'a d'ailleurs confirmé par la suite. Avant la crise, ces taux y avaient fait l'objet de relèvements réguliers (graphique VI.15, cadres du milieu et de droite). Comme les acteurs du marché avaient le sentiment que ces économies étaient moins vulnérables que celle des États-Unis et qu'ils tenaient compte des signaux donnés par les banques centrales, ils n'ont que graduellement révisé leurs anticipations concernant les taux directeurs au second semestre 2007.

…et les investisseurs attendaient un assouplissement monétaire dans d'autres pays

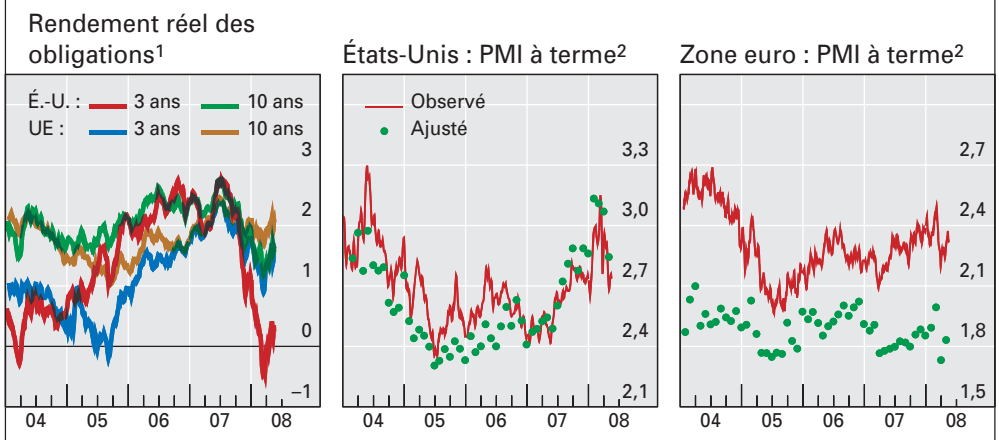
Hausse des points morts d'inflation malgré la détérioration des perspectives économiques

La dégradation des perspectives économiques liée aux turbulences financières ne paraît guère avoir atténué les anticipations d'inflation, mesurées par des enquêtes auprès d'analystes. Ce constat s'explique sans doute en partie par l'accélération de la hausse des prix du pétrole et le renchérissement marqué des denrées alimentaires, qui se sont répercutés sur les chiffres de l'IPC. Cela a probablement contribué à la stabilité et, parfois à la hausse, des points morts d'inflation calculés sur obligations au comptant à coupon zéro aux États-Unis et dans la zone euro.

Fait plus significatif, le point mort d'inflation à terme 5 ans à horizon 5 ans, qui constitue une mesure courante de la prime d'inflation moins

Rendement réel des obligations et point mort d'inflation (PMI) à terme

En %



[1] Estimation du rendement réel des obligations à coupon zéro, fondée sur les cours des obligations indexées ; moyenne mobile sur 5 jours. [2] PMI à terme 5 ans à horizon 5 ans, calculé à partir des PMI estimés sur obligations au comptant à coupon zéro ; au contraire des PMI observés, le PMI ajusté prend en compte les primes de risque d'inflation à terme (estimations sur base mensuelle). Primes estimées au moyen d'une version modifiée du modèle macrofinancier de type essentiellement affine de la structure d'échéances décrit dans « Inflation risk premia in the term structure of interest rates », P. Hördahl et O. Tristani, *BIS Working Papers*, nº 228, mai 2007. Estimations fondées sur des rendements nominaux et réels à diverses échéances, des données sur l'inflation, l'écart de production et enquêtes sur les anticipations des taux et de l'inflation.

Sources : Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale ; Bloomberg ; calculs BRI. Graphique VI.16

La hausse des points morts d'inflation à terme…

susceptible d'être affectée par le renchérissement du pétrole et d'autres chocs temporaires, a augmenté aux États-Unis et dans la zone euro au second semestre 2007 et début 2008 (graphique VI.16, cadres du milieu et de droite). Cette augmentation a été particulièrement prononcée aux États-Unis et a coïncidé avec la réduction globale de 300 pb du taux cible des fonds fédéraux opérée par la banque centrale américaine entre septembre 2007 et mars 2008. Les investisseurs en ont peut-être déduit que cette dernière, et éventuellement d'autres banques centrales, seraient amenées à suivre une orientation plus accommodante que la normale pour préserver la croissance en présence de marchés financiers durement éprouvés, autrement dit d'adopter une approche monétaire de « gestion du risque » (chapitre IV). Lorsque la situation s'est améliorée après la mi-mars, et que les anticipations de nouvelles réductions substantielles des taux se sont atténuées, les points morts sont redescendus de leurs sommets.

Une certaine prudence s'impose cependant dans l'interprétation des points morts d'inflation, qui reflètent non seulement les anticipations d'inflation mais aussi diverses primes de risque liées notamment à l'inflation et à la liquidité, voire les effets de certains facteurs institutionnels. De plus, en période de vives tensions sur les marchés, des facteurs techniques tels que la recherche de la qualité et le dénouement rapide de positions peuvent influer sur ces points morts et compliquer leur interprétation. Abstraction faite de ces influences et des effets de liquidité, les points morts d'inflation traduisent deux éléments : l'inflation anticipée à l'horizon visé et une prime de risque associée aux incertitudes relatives à l'inflation. Pour se faire une idée un peu plus

précise des anticipations des investisseurs, on peut essayer de corriger les points morts observés en fonction de ces primes de risque estimées. Elles peuvent être calculées, par exemple, en modélisant conjointement les trajectoires des rendements obligataires nominaux et indexés et en y associant des variables macroéconomiques. D'après les estimations ainsi obtenues, l'augmentation du point mort d'inflation à terme aux États-Unis semble due essentiellement, jusqu'aux environs de la mi-mars, à la progression des anticipations d'inflation à horizon éloigné (graphique VI.16, cadre du milieu). En revanche, si certaines fluctuations transitoires des points morts à terme dans la zone euro paraissent aussi avoir reflété des modifications dans les anticipations, les estimations du modèle incitent à penser que, pour une large part, la hausse intervenue au second semestre 2007 et début 2008 a résulté de l'accroissement des primes de risque relatives à l'inflation (graphique VI.16, cadre de droite).

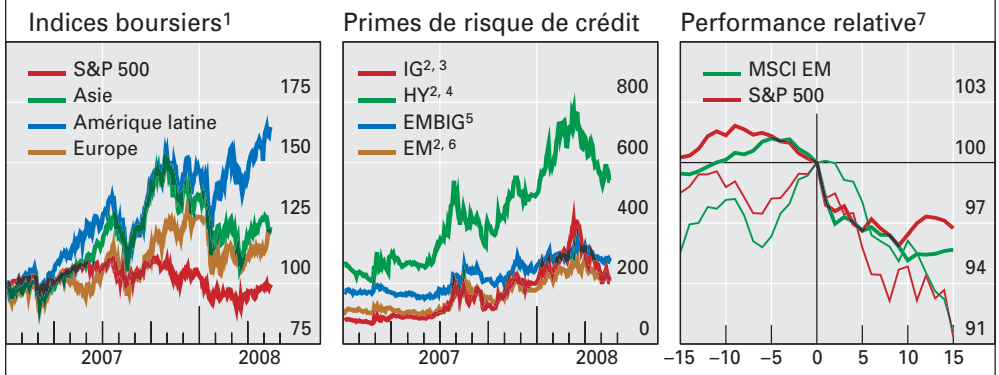
...a semblé annoncer une montée de l'inflation attendue aux États-Unis

Résilience des marchés d'actifs des économies émergentes

Les actifs des économies émergentes, qui se sont sensiblement appréciés au premier semestre 2007, ont généralement fait preuve, pendant les turbulences, d'une plus grande résilience que les catégories comparables des économies avancées, mais aussi que lors des précédentes périodes de crise au sein du second groupe.

Au premier semestre 2007, les prix des actifs des marchés émergents ont connu une ascension fulgurante, grâce notamment à une nouvelle année de bons résultats économiques. La croissance y est restée vive et, dans bien des cas, le renchérissement des produits de base a contribué à la poursuite de l'amélioration du solde budgétaire et de la balance des paiements (chapitre III). Malgré un bref épisode de turbulences fin février 2007, l'indice JPMorgan

Économies émergentes : indicateurs financiers



[1] 3 janvier 2007 = 100. [2] Indices sur derniers contrats CDS d'échéance 5 ans, en pb. [3] DJ CDX IG High Volatility. [4] DJ CDX HY. [5] Obligations souveraines (hors clauses de garantie) ; JPMorgan Chase EMBI Global (EMBIG), en pb. [6] DJ CDX EM. [7] Lignes épaisses : moyenne sur 11 périodes de turbulences entre 2000 et juillet 2007, définies comme une hausse brutale et durable de l'indice VIX. Lignes fines : moyenne sur 3 périodes de turbulences depuis juillet 2007, commençant respectivement le 20 juillet, le 1er novembre et le 27 décembre. En abscisse : nombre de jours ouvrés avant et après le début d'une période de turbulences.

Sources : Bloomberg ; JPMorgan Chase ; calculs BRI. Graphique VI.17

EMBIG des primes sur la dette souveraine en dollars a continué de baisser jusqu'au milieu de l'année, pour inscrire un creux historique de 151 pb début juin (graphique VI.17, cadre du milieu). Les marchés d'actions ont également fortement progressé, l'indice MSCI affichant un gain de 16 % en milieu d'année (graphique VI.17, cadre de gauche).

Dans le contexte d'une réévaluation générale du risque, la valeur des actifs des économies émergentes a connu d'amples fluctuations au second semestre, moindres toutefois que celles observées dans certaines économies avancées. Entre fin juin et le 26 novembre 2007, les primes sur leur dette souveraine se sont élargies de 107 pb, soit beaucoup moins, pour la même période, que celles des titres à haut rendement aux États-Unis. De plus, si le coût de l'assurance contre le défaut sur la dette des économies émergentes, mesuré par l'indice CDX EM, s'est renchéri pendant les turbulences, les primes CDS d'échéance analogue sur certains titres de qualité investissement aux États-Unis ont progressé encore davantage. En novembre 2007, l'indice CDX EM était tombé bien au-dessous de la composante à forte volatilité de l'indice CDX Amérique du Nord, qualité investissement (graphique VI.17, cadre du milieu).

Dans les économies émergentes, les actifs ont suivi le mouvement mondial de baisse en août…

Les marchés boursiers émergents ont été particulièrement touchés lors des premières phases de la crise, même si, par la suite, ils ont fait preuve d'une plus grande résilience que ceux de certaines économies avancées. Après avoir atteint un sommet le 23 juillet, ils ont perdu le mois suivant une grande partie du terrain gagné au premier semestre ; au 17 août, l'indice large MSCI marchés émergents cédait 18 %, contre 10 % pour l'indice mondial sur la même période. Ils ont rebondi, cependant, en septembre et octobre, grâce à des résultats particulièrement bons en Asie (24 %) et en Amérique latine (25 %) pendant ces deux mois. À la fin de l'année, les indices larges couvrant chacune des trois régions émergentes demeuraient supérieurs à leurs niveaux du 23 juillet, tandis que les principaux indices pour les États-Unis, le Japon et l'Europe étaient tous en repli de 4 % ou plus.

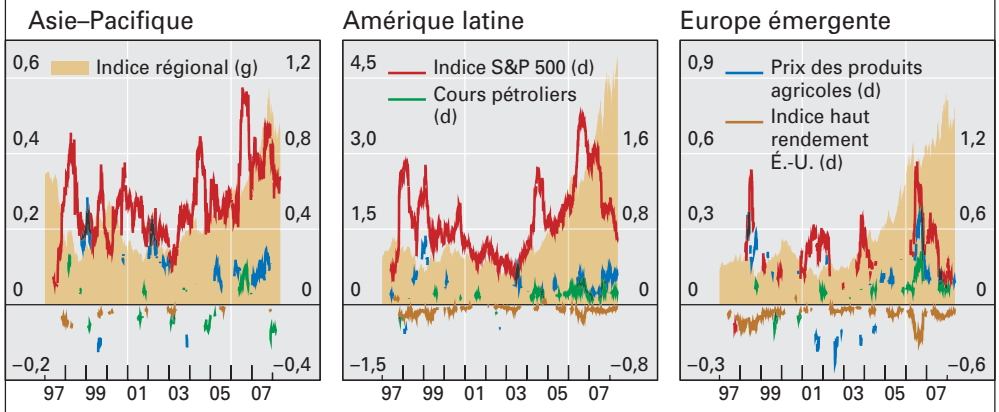
…et début 2008

Comme dans les économies avancées, la crainte d'une généralisation du ralentissement de la croissance commençait à peser, début 2008, sur de nombreux marchés émergents. La série de mauvaises statistiques sur l'économie réelle aux États-Unis publiées en janvier a provoqué un tassement mondial des actions, qui s'est traduit par une baisse de plus de 10 % sur le mois de l'indice large marchés émergents. Parallèlement, les primes sur la dette souveraine se sont accentuées, l'EMBIG atteignant 339 pb le 17 mars, à l'annonce de l'aggravation des difficultés financières de Bear Stearns.

Dans certains pays, l'envolée des cours des produits de base a soutenu les actions

Le recul prononcé des places boursières émergentes, début 2008, a pris une tournure différente selon les pays. En Russie, en Amérique latine et au Moyen-Orient, le renchérissement des produits de base a constitué un stimulant mais, dans le même temps, il a avivé les craintes d'une poussée inflationniste généralisée (chapitre III). Les marchés boursiers d'Amérique latine ont rapidement rebondi après le repli de janvier, les indices pour le Brésil, le Chili et le Pérou étant revenus, fin mars, près de leurs sommets historiques. En revanche, les bourses asiatiques avaient perdu à la mi-mars plus de 20 %, les plus touchées étant celles de Chine, d'Inde et des Philippines. Dans ce premier pays, en particulier, les efforts déployés par les autorités

Indicateurs de sensibilité des indices boursiers émergents[1]



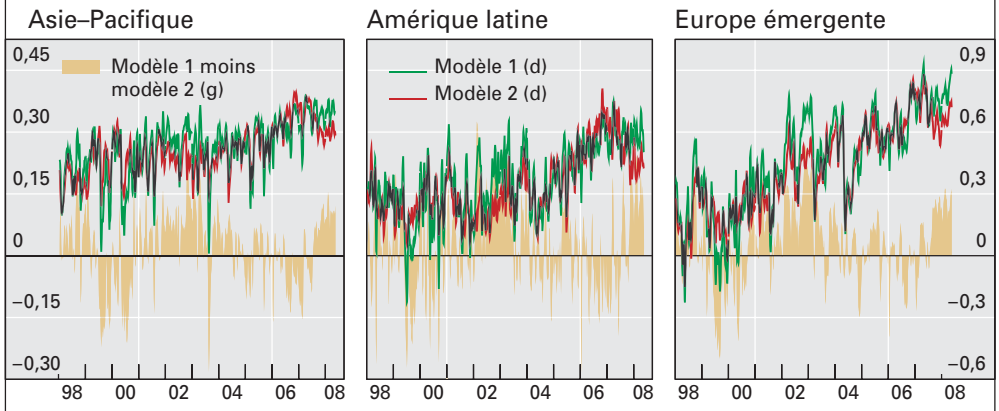
[1] Les lignes représentent les coefficients de régression estimés sur 100 jours glissants de la variation quotidienne (en %) de l'indice boursier régional MSCI par rapport à celle de chaque indicateur cité (indice haut rendement É.-U. : prime de l'indice Merrill Lynch US High Yield ajustée des options implicites). Uniquement les coefficients dont la valeur t de Student est supérieure à 1,5.

Source : calculs BRI. Graphique VI.18

nationales pour freiner l'économie, conjugués à une appréciation du renminbi vis-à-vis du dollar et à l'augmentation des prix de l'alimentaire et du pétrole, ont amené les investisseurs à s'interroger sur la valorisation des entreprises chinoises, qui affichaient, fin 2007, des ratios cours/bénéfice proches de 50. Le 18 avril 2008, l'indice de la bourse de Shanghaï avait chuté de près de 50 % par rapport à son maximum du 16 octobre 2007, effaçant une bonne partie des gains réalisés dans l'année.

Pendant toute la période de turbulences, dans beaucoup d'économies émergentes, les risques de ralentissement apparaissaient plus limités qu'aux États-Unis et dans les autres économies avancées, ce qui a soutenu la valeur

Corrélation conditionnelle entre primes de risque marchés émergents/haut rendement américain[1]



[1] Modèle 1 : corrélation conditionnelle dynamique entre la variation journalière de l'indice JPMorgan Chase EMBI Global Diversified pour chaque région et celle de la prime de l'indice Merrill Lynch US High Yield (ajustée des options implicites), estimée à partir d'un modèle GARCH bivarié. Modèle 2 : corrélation du modèle 1 après prise en compte de facteurs globaux (sur base de la prime de l'indice Merrill Lynch US Investment Grade ajustée des options implicites, MSCI Global Equity et GSCI Commodity Price de S&P) ; moyenne mobile sur 10 jours.

Sources : Bloomberg ; JPMorgan Chase ; Merrill Lynch ; données nationales ; calculs BRI. Graphique VI.19

La sensibilité des prix aux fluctuations des marchés américains a diminué...

des actifs (chapitre III). Sur les marchés des actions et de la dette, les prix se sont donc montrés moins sensibles qu'avant aux fluctuations enregistrées aux États-Unis. Ainsi, pendant trois épisodes distincts d'appréciation soudaine et durable de la volatilité des marchés d'actions américains depuis juillet 2007, les cours se sont relativement bien comportés sur les marchés émergents, faisant mieux que le S&P 500 sur les quinze premières séances de chacune de ces périodes (graphique VI.17, cadre de droite). Cette bonne tenue contraste avec le phénomène inverse observé précédemment.

...tant sur les marchés d'actions...

Pour beaucoup, la résilience des marchés reflète en partie le dynamisme de la croissance interne et le soutien apporté par le renchérissement marqué des produits de base. Des statistiques obtenues à partir de régressions d'un panel sur fenêtre mobile paraissent confirmer cette observation (graphique VI.18). La sensibilité aux marchés d'actions américains, qui s'accentuait dans la plupart des régions depuis 2003, a commencé à s'atténuer mi-2006, puis a nettement diminué après juillet 2007, au début de la crise. Sur la même période, il semble que les variations au jour le jour des cours des produits de base aient joué un rôle plus important dans la hausse des rendements boursiers des marchés émergents, surtout en Amérique latine.

...que sur ceux de la dette

Les estimations reposant sur les primes de risque font apparaître un décrochage analogue entre la dette souveraine des économies émergentes et les titres à haut rendement aux États-Unis. Selon une projection simple, la corrélation, variable dans le temps, entre les primes sur ces marchés s'est maintenue à un niveau relativement plus élevé que par le passé, après avoir suivi une tendance générale à la hausse depuis au moins 2004 (graphique VI.19, ligne verte). Si l'on tient compte toutefois (ligne rouge) d'autres facteurs américains et mondiaux (cours des produits de base, cours mondiaux des actions et primes des obligations de qualité investissement aux États-Unis), les corrélations apparaissent en net recul durant la récente période de crise sur les marchés de la dette.

VII. Le système financier dans les économies avancées

Faits marquants

La période examinée s'est caractérisée par des tensions généralisées dans le système financier des économies avancées.

Plusieurs années de croissance et de rentabilité accrue des entreprises financières ont pris brutalement fin en 2007 lorsque des difficultés provenant essentiellement d'expositions sur l'immobilier résidentiel se sont propagées à travers tout le système financier. Des défaillances à répétition sur le marché américain des prêts hypothécaires à risque (*subprime*) ont entraîné d'énormes dépréciations dans les portefeuilles de titrisation d'actifs immobiliers de nombreux établissements. La situation s'est détériorée par vagues successives après l'été, quand de nombreuses institutions ont eu du mal à se financer sur l'interbancaire. La dégradation a été ponctuée par la quasi-faillite de quelques gros établissements, qui a amené le secteur public à intervenir pour éviter les retombées systémiques d'un effondrement désordonné.

La gravité des tensions et la vitesse avec laquelle elles se sont propagées ont constitué un important test de la solidité de multiples structures innovantes introduites dans le système financier ces dernières années ; elles ont aussi souligné le degré d'interconnexion des marchés et des établissements. Ce qui était, à l'origine, un problème spécifique à un segment du marché hypothécaire américain est devenu source de pertes, dans le monde entier, pour les établissements détenant des titres s'y rattachant. L'incertitude concernant l'ampleur et la répartition des pertes a été accrue par la complexité des nouvelles structures utilisées dans le processus de titrisation. L'aversion pour le risque a entraîné un désengagement qui a tari la liquidité et mis à jour les faiblesses des modes de financement de divers acteurs du système financier.

Comme de nombreux établissements cherchent maintenant à remédier à la faiblesse de leur bilan et que l'environnement macroéconomique continue de s'assombrir, un renversement du cycle du crédit aura vraisemblablement des effets négatifs durables. L'évolution de la situation dépendra avant tout des interactions dynamiques entre le système financier et la macroéconomie. Une contraction du crédit résultant des efforts des entreprises financières pour protéger leurs fonds propres pourrait prolonger la période de faible rentabilité en affectant la dépense globale, l'activité économique et la qualité des actifs. Les répercussions pourraient s'étendre au-delà des frontières, car les systèmes bancaires affaiblis ont tendance à réduire leur exposition internationale. Outre ses conséquences conjoncturelles, cette période de vives tensions annonce également des changements structurels. Les établissements financiers s'appliquent à réviser les hypothèses qui les avaient conduits à adopter un modèle centré sur l'octroi de prêts, puis leur cession via la

titrisation. Pour leur part, les autorités révisent les aspects du dispositif prudentiel qui n'ont pas fonctionné comme prévu.

Tensions dans le système financier

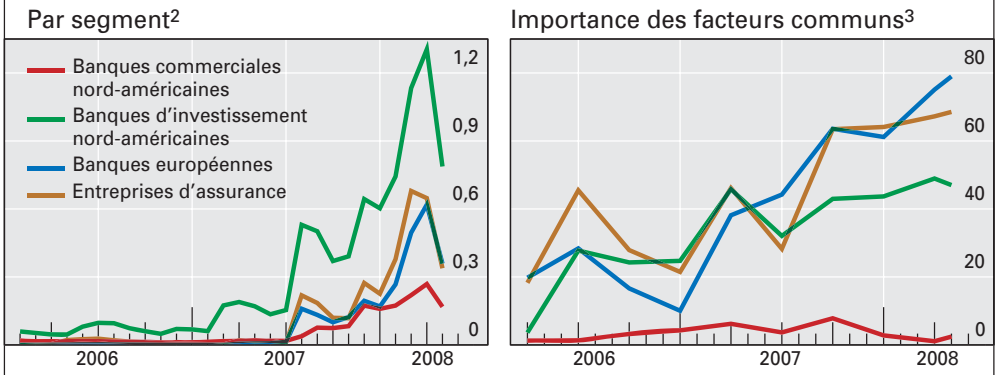
La persistance et la complexité des turbulences…

Les turbulences ont affecté, à des degrés divers, les acteurs de pratiquement tous les segments du système financier des économies avancées. Elles se sont révélées à la fois plus persistantes et plus complexes que lors des précédents épisodes de tensions. Les intervenants et les autorités ont été surpris par l'ampleur de leur propagation entre établissements et marchés, et par l'efficacité limitée des instruments habituellement mis en œuvre pour y remédier. Le coût de l'assurance contre de fortes baisses de valeur des actifs des plus grands établissements financiers constitue une mesure des réévaluations de la probabilité de risque systémique par les intervenants ainsi que de leur degré d'aversion pour le risque. Un indicateur de ce coût tiré des primes CDS (*credit derivative swaps*, contrats dérivés sur défaut) a atteint un sommet sans précédent durant l'été 2007, et il est resté élevé, jusqu'à la fin de la période examinée, dans tous les segments du système financier (graphique VII.1). Cette envolée peut être attribuée au fait que les intervenants parvenaient à une perception plus aiguë du risque de défaillance et qu'ils considéraient que ce risque résultait de facteurs touchant tous les segments.

…accroissent la perception des risques pesant sur tous les acteurs

Cette période de vives tensions s'est caractérisée par trois éléments interdépendants. Premièrement, les taux de défaillance sur prêts à l'immobilier résidentiel ont été bien supérieurs aux anticipations contenues dans la tarification des prêts. Deuxièmement, l'incapacité de nombreux participants à comprendre pleinement des montages financiers opaques en raison de leur structure complexe a rendu l'évaluation des expositions malaisée. Lorsque les établissements se sont empressés de réévaluer les risques présents dans

Prix de l'assurance contre les difficultés financières systémiques[1]



[1] En %. Sur la base des primes CDS pour 10 banques commerciales et 8 banques d'investissement ayant leur siège en Amérique du Nord, 16 banques universelles ayant leur siège en Europe et 14 entreprises d'assurance ayant leur siège aux États-Unis ou en Europe. [2] Anticipation, dans l'hypothèse de neutralité des préférences à l'égard du risque, de pertes de crédit égales ou supérieures à 15 % des engagements du segment en 2006 (par unité d'exposition à ces engagements). [3] Corrélation de rendement des actifs implicite dans l'évolution parallèle des primes CDS sur les entreprises financières du segment.

Sources : Bankscope ; Markit ; calculs BRI.

Graphique VII.1

leur bilan, ils ont pris conscience de la sensibilité des valorisations aux modifications des hypothèses sur lesquelles reposaient leurs modèles de valorisation. Troisièmement, l'incertitude des intervenants quant à l'ampleur des pertes sous-jacentes et à leur répartition au sein du système s'est traduite par un assèchement de la liquidité, qui, à son tour, a aggravé les incertitudes sur les prix et rendu les conditions de financement de plus en plus difficiles.

Banques commerciales

Les banques commerciales et universelles ont été parmi les établissements les plus touchés par les tensions. Les dépréciations d'actifs liées aux expositions sur les prêts hypothécaires américains ont largement entamé leur rentabilité. Les bénéfices des banques pour 2007, année de la première vague de dépréciations, stables dans le meilleur des cas, ont diminué dans la plupart des pays (tableau VII.1).

Forte baisse des bénéfices pour les banques des États-Unis…

La nette détérioration des bénéfices des banques aux États-Unis a reflété une dégradation générale des grandes composantes de leur revenu. Les marges d'intérêt ont diminué, tandis que les charges d'exploitation augmentaient, après plusieurs années de maîtrise des coûts. Tous les indicateurs de coût du crédit se sont tendus. Les provisions pour créances irrécouvrables ont connu leur plus fort accroissement depuis vingt ans, en raison des problèmes des marchés hypothécaires et, peut-être, dans l'anticipation du ralentissement progressif de l'activité économique ainsi que la hausse des taux de défaillance. Malgré cela, les provisions ne se sont pas accrues au même rythme que les créances douteuses, de sorte que le ratio de couverture est tombé au-dessous de 1 pour la première fois depuis 1993.

Grandes banques : rentabilité[1]

En % du total de l'actif moyen

		Bénéfice avant impôt			Provisions pour créances irrécouvrables			Marge d'intérêt			Charges d'exploitation		
		2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Autriche	(3)	0,85	1,64	1,29	0,30	0,38	0,28	1,64	1,90	2,24	2,10	2,40	2,40
Australie	(4)	1,52	1,62	1,67	0,14	0,13	0,15	1,92	1,96	2,01	1,70	1,64	1,63
Canada	(5)	1,01	1,32	1,27	0,10	0,10	0,14	1,79	1,64	1,68	3,00	2,56	2,57
Suisse	(6)	0,66	0,87	0,31	0,00	0,00	0,01	0,63	0,53	0,45	1,67	1,73	1,70
Allemagne[2]	(7)	0,38	0,55	0,28	0,06	0,07	0,04	0,65	0,68	0,52	0,96	1,32	0,98
Espagne	(5)	1,15	1,51	1,65	0,23	0,33	0,41	1,55	1,78	1,94	1,70	1,91	1,96
France	(5)	0,76	0,87	0,41	0,06	0,06	0,09	0,93	0,76	0,47	1,47	1,43	1,28
Royaume-Uni	(8)	0,87	0,97	0,67	0,23	0,27	0,23	1,23	1,26	0,94	1,59	1,70	1,36
Italie	(4)	1,23	1,12	0,88	0,23	0,26	0,25	1,95	1,93	1,71	2,34	2,34	2,01
Japon[2]	(13)	0,66	0,67	0,50	0,12	0,15	0,13	0,89	0,97	0,75	1,05	1,15	0,80
Pays-Bas	(4)	0,58	0,57	0,38	0,05	0,10	0,10	1,09	1,17	0,99	1,29	1,48	1,37
Suède	(4)	0,90	1,06	0,98	0,01	–0,03	0,01	1,03	1,08	1,07	1,07	1,11	1,07
États-Unis	(11)	1,93	1,82	1,02	0,20	0,20	0,56	2,72	2,50	2,47	3,44	3,12	3,51

[1] Chiffres établis selon les normes IFRS ; entre parenthèses : nombre de banques de l'échantillon. [2] Chiffres établis par combinaison des principes comptables nationaux généralement reconnus et de ceux généralement reconnus aux États-Unis.

Sources : Bankscope ; FitchRatings. Tableau VII.1

...de Suisse et d'Allemagne

En Europe, la situation a été plus nuancée. Les bénéfices ont diminué dans l'ensemble, mais les charges d'exploitation, dans plusieurs pays, ont poursuivi la baisse observée ces dernières années. Les provisions sont restées stables dans la plupart des pays, et la perte de rentabilité semble plus étroitement liée à une baisse des marges d'intérêt. Celle-ci a pu être provoquée par un recours croissant aux financements de marché et de gros, dont le prix est généralement plus sensible aux variations de la courbe des rendements que les dépôts de petite clientèle. Les banques espagnoles ont constitué l'exception, puisqu'elles ont connu une hausse de leurs bénéfices, y compris au titre des marges d'intérêt, malgré une nette augmentation de leurs provisions. Les bénéfices des établissements suisses et allemands ont très nettement chuté, alors même que leurs provisions restaient assez stables, sans doute parce que les tensions ont essentiellement pénalisé leurs portefeuilles de titres plutôt que leurs prêts. En France, la découverte de la plus grande fraude attribuable à un *trader* (€4,9 milliards) a mis en relief des faiblesses dans les contrôles internes, sans toutefois mener à l'implosion de l'établissement.

Au Royaume-Uni, des problèmes de financement ont conduit à la nationalisation d'un établissement...

Les banques du Royaume-Uni ont annoncé d'importantes dépréciations d'actifs du fait de leur exposition à l'immobilier américain, mais elles n'ont pas déclaré de fortes pertes sur l'année. Toutefois, lorsque les difficultés de Northern Rock à financer son portefeuille de prêts hypothécaires sur le marché monétaire de gros sont apparues au grand jour, une vague de retraits par les petits déposants a fourni une illustration des difficultés au sein du système bancaire. La détérioration rapide de la liquidité de Northern Rock a provoqué l'intervention des autorités prudentielles nationales, qui a d'abord pris la forme d'une injection de liquidités contre remise de sûretés non liquides. Finalement, l'établissement a dû être nationalisé afin de le préserver, dans l'attente d'une

Grandes banques : ratios de fonds propres et de liquidité[1]

		Fonds propres de base/ actifs pondérés des risques			Créances douteuses/ total des actifs			Prêts nets/total des dépôts		
		2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Autriche	(3)	7,7	8,9	8,1	2,3	2,1	1,8	56,4	58,1	63,2
Australie	(4)	7,5	7,2	6,8	0,1	0,2	0,2	88,3	89,8	85,1
Canada	(5)	9,9	10,4	9,6	0,3	0,2	0,2	58,3	56,2	57,2
Suisse	(4)	11,7	11,7	9,8	0,2	0,2	0,1	25,2	26,1	27,3
Allemagne	(7)	8,4	8,4	8,0	1,0	0,6	0,8	36,2	30,4	25,4
Espagne	(5)	7,9	7,6	7,9	0,5	0,5	0,6	69,9	76,7	76,1
France	(4)	8,1	7,9	7,4	1,2	1,2	1,3	32,3	36,5	25,8
Royaume-Uni	(7)	7,5	7,9	7,6	0,8	0,7	0,8	54,8	54,5	51,1
Italie	(4)	4,7	5,0	6,6	4,0	3,2	3,1	42,7	49,6	70,9
Japon	(10)	7,3	7,9	7,4	1,1	1,0	0,9	53,1	55,1	62,5
Pays-Bas	(4)	10,4	9,4	10,0	0,6	0,6	0,4	54,1	55,8	55,1
Suède	(4)	7,1	7,2	7,1	0,4	0,4	0,3	71,7	74,2	74,9
États-Unis	(11)	8,4	8,6	8,0	0,3	0,3	0,6	63,4	63,6	61,5

[1] Moyenne pondérée par le total des actifs des banques, en % ; entre parenthèses : nombre de banques de l'échantillon.

Source : Bankscope. Tableau VII.2

amélioration des conditions de marché. Pour éviter un nouveau vent de panique chez les déposants, le gouvernement a annoncé qu'il garantissait tous les dépôts auprès de banques britanniques. Les autorités du Royaume-Uni ont également entamé une révision en profondeur des dispositifs institutionnels pour le traitement des banques en grande difficulté.

...alors que, au Japon, les banques ont été moins affectées par les turbulences

Les banques du Japon ont vu leurs bénéfices décroître pendant la période examinée, mais elles ont été moins affectées par les turbulences que leurs homologues d'Europe et d'Amérique du Nord. Le ratio créances douteuses/actifs a continué de baisser, mais les provisions n'ont guère diminué, surtout en raison d'expositions envers des sociétés de crédit à la consommation. Pour les établissements japonais globalement, les ratios de fonds propres n'ont pas trop souffert et leur accès aux financements n'a pas été mis en cause, grâce notamment à leur importante base de dépôts.

Banques d'investissement

Les graves difficultés des banques d'investissement...

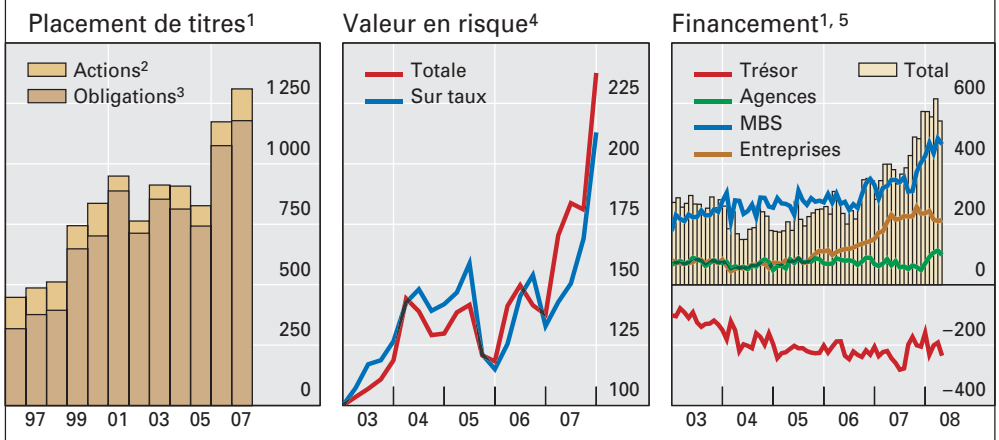
Les banques d'investissement ont certainement été les plus affectées par les turbulences. Les bénéfices ont chuté de façon spectaculaire et plusieurs d'entre elles ont été contraintes de procéder à d'importantes augmentations de capital. La quasi-faillite de l'un des plus gros établissements de Wall Street a marqué un point particulièrement bas. Mais, par ailleurs, les soutiens de liquidité fournis à ce secteur par les autorités américaines signalent un changement d'attitude qui pourrait avoir des répercussions à long terme sur l'architecture de la surveillance prudentielle.

Pour les banques d'investissement, la rentabilité a fortement baissé après août 2007. Sur l'année, le rendement des fonds propres des plus grands établissements des États-Unis et d'Europe a chuté à respectivement 7,4 % et 4,6 % environ, soit moins d'un tiers des sommets de 2006 ; quelques établissements ont même enregistré des résultats négatifs. Cet effondrement des résultats s'explique essentiellement par des pertes sur expositions aux titres adossés à des hypothèques, des prêts à la consommation et des dérivés connexes. Les revenus des activités de négociation ont diminué de moitié en raison des effets des turbulences sur de nombreux marchés de titres. En revanche, les bénéfices ont été généralement soutenus par les revenus provenant de la gestion de patrimoine ainsi que par des commissions sur introductions en bourse et conseil en fusions–acquisitions, du moins jusqu'en fin d'année (graphique VII.2). Ces deux lignes de métier ont, en effet, donné des signes clairs d'affaiblissement au premier trimestre 2008, de nombreuses introductions en bourse étant même annulées.

...dues à une forte exposition aux risques de contrepartie et de liquidité...

De par la nature de leurs activités, les banques d'investissement sont plus exposées à des conditions de marché défavorables que les banques commerciales. Elles ont un volant de fonds propres moins important et prennent volontiers plus de risques. Ne recevant pas de dépôts de petite clientèle, elles se reposent davantage sur les marchés des capitaux pour lever des fonds et sont plus tributaires du bon fonctionnement des marchés monétaires pour gérer leurs liquidités à court terme. Pendant les turbulences financières, l'incertitude de leurs contreparties concernant l'ampleur et la répartition de leurs expositions envers des catégories d'actifs dont la valeur

Banques d'investissement : indicateurs d'activité et de risque



[1] En milliards de dollars. [2] Introductions en bourse dans les pays suivants : Allemagne, États-Unis, Japon et Royaume-Uni. [3] Titres de dette internationaux ; émissions effectives. [4] Pour 8 grandes institutions ; moyenne, pondérée par la capitalisation boursière ; 2002 T4 = 100. [5] Courtiers principaux aux États-Unis : financement net, mesuré comme montant net de fonds empruntés – y compris sous forme de pensions –, ventilé par catégorie de titres à revenu fixe utilisés comme sûretés ; encours.

Sources : Banque de Réserve fédérale de New York ; Dealogic ; Thomson Financial ; BRI. Graphique VII.2

diminuait a entraîné une forte pénurie de liquidités. Les établissements non adossés à un groupe comportant des activités de banque commerciale ont été les plus touchés. La gravité des problèmes de financement a conduit la Réserve fédérale à ouvrir exceptionnellement ses facilités aux maisons de titres qui sont également courtiers principaux pour ses opérations de marché (chapitre IV). Les banques d'investissement y ont eu largement recours, présentant leurs MBS (*mortgage-backed securities*, titres adossés à des hypothèques) pour obtenir des titres d'État qu'elles ont pu mettre en pension afin de se refinancer (graphique VII.2, cadre de droite).

...ont incité les autorités à engager des actions de grande ampleur

La quasi-faillite de Bear Stearns a constitué un moment clé de cette période prolongée de difficultés du système financier. Ce grand établissement de Wall Street s'est retrouvé au cœur des événements, dès le début des turbulences, en raison de son rôle majeur dans la titrisation des prêts hypothécaires. À l'été 2007, il s'est senti obligé de soutenir des fonds alternatifs lui appartenant, qui avaient enregistré d'importantes pertes sur expositions aux prêts hypothécaires à risque. En mars 2008, la liquidité de l'établissement s'est détériorée rapidement, de sorte que la Réserve fédérale a dû intervenir. Elle a utilisé une forme d'action jamais mise en œuvre depuis la Grande Dépression : elle a d'abord accordé un prêt à Bear Stearns par l'intermédiaire d'une banque commerciale, puis elle a fourni à cette dernière des financements et des garanties pour lui permettre une prise de contrôle totale quelques jours plus tard. Cette action exceptionnelle avait pour but d'éviter un dénouement désordonné des importantes positions de Bear Stearns sur les marchés au comptant et dérivés, qui aurait aggravé les incertitudes et le manque de liquidité du marché. Les préoccupations concernaient tout particulièrement les expositions découlant des fonctions de Bear Stearns comme teneur de marché pour les CDS et intermédiaire pour les pensions tripartites. La détermination dont ont fait preuve les autorités

pour stabiliser la situation a aidé à dissiper le sentiment négatif des participants et elle a entraîné une baisse des marges et des primes de risque (graphique VII.1 ; chapitre VI). Mais, par ailleurs, la nature non conventionnelle des mesures prises a soulevé des questions quant à leur effet à long terme sur les incitations données aux établissements. La volonté démontrée par les autorités d'étendre le filet de sécurité de la banque centrale aux banques d'investissement, même dans les circonstances les plus extrêmes, risque d'avoir des répercussions sur l'architecture de la surveillance prudentielle de ces établissements, qui ne sont pas soumis au contrôle de la banque centrale.

Entreprises d'assurance

Résilience générale du secteur de l'assurance…

Dans l'ensemble, les entreprises d'assurance ont moins souffert des turbulences que les établissements bancaires. Elles ont, pour la plupart, enregistré des résultats positifs, et les revenus tirés des primes sont restés solides. Hormis les rehausseurs de crédit, elles n'étaient généralement pas exposées envers les catégories d'actifs les plus touchés par les perturbations. D'importantes dépréciations de portefeuilles liés aux crédits hypothécaires chez quelques-unes des plus grandes entreprises d'assurance ont été gérables, à de rares exceptions près, et ne se sont pas traduites par des problèmes de liquidité comme pour les banques.

Pour l'assurance multirisque, l'absence de grandes catastrophes naturelles a contribué à comprimer le coût des sinistres et à soutenir les bénéfices et les ratios de fonds propres. Pour l'avenir, cependant, la fréquence de plus en plus élevée des risques naturels de moindre ampleur peut laisser penser que les estimations de coûts devront être revues à la hausse.

…mais difficultés pour les rehausseurs de crédit à fort levier financier

Le segment le plus touché a été celui des rehausseurs de crédit, qui, à l'origine, fournissaient des garanties surtout aux obligations des collectivités locales et ont peu à peu étendu leurs activités aux produits structurés. L'effondrement de ces produits a entraîné des déboursements plus importants que prévu, ce qui a mis à rude épreuve le bilan des rehausseurs, qui s'appuie sur un fort levier financier. En conséquence, leur notation a été remise en question et la valorisation de leurs obligations a chuté (graphique VI.8, cadre de gauche). Certains, parmi les plus petits, ont été déclassés et d'autres ont été obligés de rechercher des apports en capital pour conserver leur note AAA, cruciale pour le maintien de leur activité. Les problèmes qu'ils ont rencontrés pour lever des capitaux ont amené les autorités prudentielles à intervenir afin d'éviter des répercussions sur les autres segments du marché obligataire et sur les autres entreprises financières.

Investisseurs à effet de levier

Avec le durcissement des conditions de financement…

Le secteur des investisseurs à effet de levier a, lui aussi, souffert des tensions dans le système financier, quoique de manière essentiellement indirecte. Les teneurs de marché et les bailleurs de fonds ont réagi à l'affaiblissement des bilans et à la baisse des bénéfices en resserrant les conditions de financement. En conséquence, les fonds alternatifs et les fonds de capital-investissement ont dû adapter leur prise de risques au renchérissement des ressources.

Alors que les turbulences sont nées des fonds alternatifs associés à de grosses banques d'investissement, les résultats du secteur ont été assez solides, dans un premier temps. En 2007, les rendements sont, pour la plupart, demeurés généralement supérieurs à ceux de 2006 pour les diverses familles de fonds, à l'exception majeure de la catégorie à revenu fixe, qui a enregistré une baisse régulière (graphique VII.3). Sur l'année, la collecte a été du même ordre de grandeur que les années précédentes, pour toutes les familles.

...l'activité des fonds alternatifs a fini par fléchir...

Durant les premiers mois de 2008, un environnement de marché difficile a été la source de résultats bien souvent décevants pour les fonds alternatifs, qui ont incité les investisseurs à se retirer. À cela s'est ajoutée la volonté des sociétés de courtage de réduire leur exposition en multipliant leurs appels de marge et en durcissant les conditions de financement. De nombreux fonds, notamment ceux de second rang, ont eu du mal à conserver leurs positions ouvertes et ont été forcés de liquider une partie de leur portefeuille.

...tandis que les tensions montaient sur les fonds de capital-investissement...

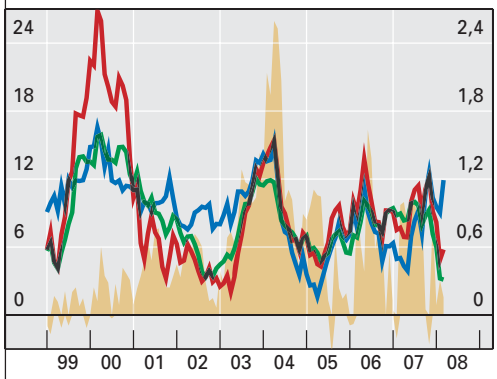
Les fonds de capital-investissement ont subi de fortes tensions durant la période examinée, en raison du resserrement des conditions de financement et de la raréfaction des opportunités de placement. La collecte avait été telle, ces dernières années, que les ressources n'avaient pas pu être placées selon les critères stratégiques de ces fonds. Les investissements de portefeuille en titres structurés ont entraîné d'importantes pertes pour quelques fonds de capital-investissement et la faillite retentissante d'une entité, associée à un grand fonds de capital-investissement, qui venait d'être introduite en bourse.

...entraînant une contraction du marché des LBO

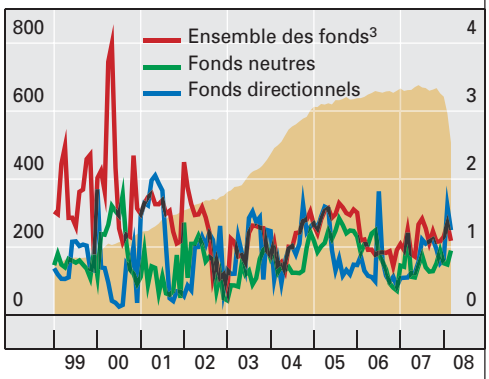
Les financements de LBO (*leveraged buyouts*, rachats d'entreprise avec effet de levier) ont fortement diminué au second semestre 2007 et pratiquement stoppé au premier trimestre 2008 (graphique VII.4). Les prêteurs, qui ne désiraient pas conserver ces prêts dans leur portefeuille et trouvaient

Fonds alternatifs : collecte, résultats et effet de levier

Rendement[1] et collecte



Effet de levier[2] et actifs

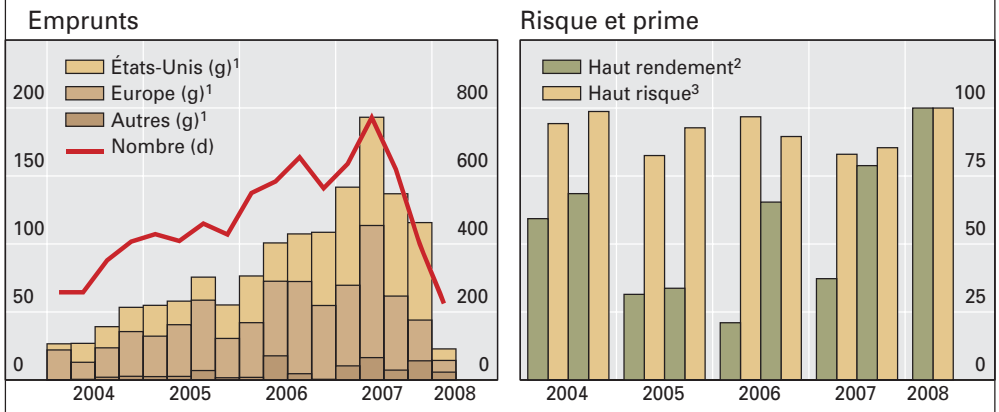


Zone ombrée : flux et stocks, respectivement, en milliards de dollars (g).

[1] Moyenne annualisée (moyenne mobile sur 12 mois), en pts de % (d), sur l'ensemble des fonds alternatifs, de l'écart par rapport au rendement des bons du Trésor américain 3 mois. [2] Multiplicateur (d) ; estimé selon la méthodologie décrite dans l'étude de P. McGuire, E. Remolona et K. Tsatsaronis, « Fonds spéculatifs : évolution de l'exposition au risque et effet de levier », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2005. [3] Moyenne, pondérée par les actifs sous gestion, de toutes les familles connues de fonds alternatifs.

Sources : Hedge Fund Research, Inc. ; calculs BRI. Graphique VII.3

LBO : emprunts, risque et prime



[1] En milliards de dollars. [2] Emprunts LBO assortis d'une prime égale ou supérieure à 250 pb, en % du volume total des emprunts LBO notés. [3] Emprunts LBO de note inférieure à BB, en % du volume total des emprunts LBO notés.

Source : Dealogic Loanware. Graphique VII.4

de plus en plus difficile de les titriser en phase d'aversion pour le risque, ont donc cessé de les octroyer, pour ne pas encore accroître leurs risques de crédit et de concentration.

Rôle des marchés immobiliers dans les dépréciations d'actifs

Le ralentissement des marchés immobiliers...

L'évolution du marché immobilier a joué un rôle déterminant dans l'apparition et la dynamique des turbulences financières. Les expositions aux prêts immobiliers américains, surtout à leur segment à risque, ont été la principale source de pertes directes sur les portefeuilles de prêts hypothécaires et indirectes sur les portefeuilles de titres adossés à ces prêts. L'orientation future du marché immobilier pourrait aussi constituer un facteur clé de l'évolution générale.

...a causé de fortes dépréciations d'actifs dans les établissements financiers...

La plupart des dépréciations d'actifs déclarées par les établissements financiers ont été liées à une baisse de valeur de leurs portefeuilles liés à des hypothèques. Les pertes comptabilisées depuis août 2007 ont été très importantes (tableau VII.3), sous l'effet conjugué d'une hausse du taux de défaillance sur dette hypothécaire et d'une dévalorisation massive des

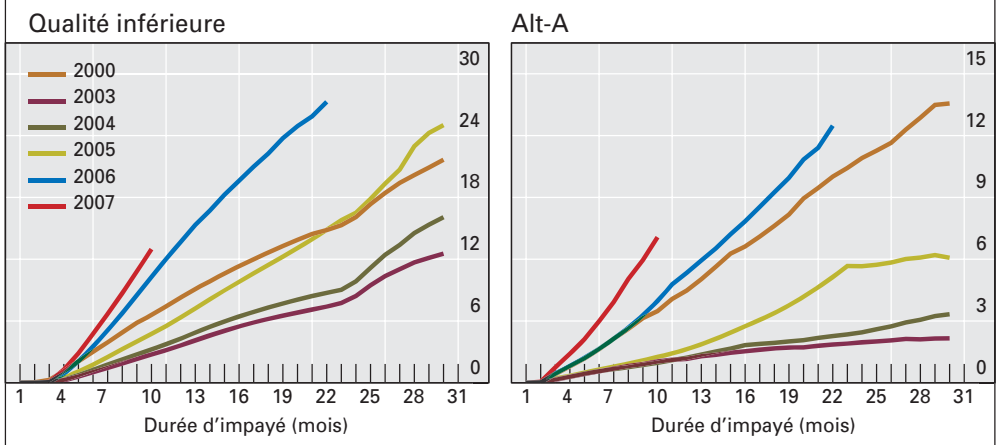
Dépréciations liées aux *subprime* et levée de capitaux[1]

	Dépréciations			Capitaux levés[2]
	Total[2]	% du bénéfice[3]	% du capital[4]	
Banques commerciales[5]	197	102	21	169
Banques d'investissement[6]	64	163	24	37

[1] Données à mi-mai 2008. [2] En milliards de dollars. [3] Bénéfice avant impôt en 2007 (2006 pour 2 banques commerciales). [4] Banques commerciales : fonds propres de base en 2007 ; banques d'investissement : total des fonds propres. [5] Les 20 principaux établissements. [6] Les 5 principaux établissements.

Sources : Bankscope ; Bloomberg. Tableau VII.3

Prêts hypothécaires : taux de défaillance[1]



[1] Taux de défaillance (60 jours et plus) par année d'émission, en %.

Sources : CPR & CDR Technologies, Inc. ; UBS. Graphique VII.5

portefeuilles de titres hypothécaires. L'ampleur des pertes a poussé un grand nombre d'établissements à lever de nouveaux capitaux en vue d'assainir leur bilan.

Sur le marché hypothécaire des États-Unis, les taux de défaillance étaient montés, en septembre 2007, à 3,1 % pour les prêts de qualité et à 16 % pour les prêts à risque. Parmi ces derniers, les plus récents ont affiché des taux bien plus hauts, ce qui révèle un relâchement progressif des conditions d'octroi pendant le boum de l'immobilier (graphique VII.5).

...et une révision des modèles de valorisation

L'augmentation des défaillances a déclenché une réévaluation des hypothèses sur lesquelles reposait la valorisation des titres hypothécaires. Le bas niveau des primes sur créances hypothécaires titrisées reflétait en partie l'opinion que les emprunteurs fortement endettés n'auraient pas de difficulté à se refinancer ou à vendre leur bien sur un marché immobilier en pleine expansion, évitant ainsi de coûteuses procédures de saisie. En outre, la valorisation des produits structurés liés à des hypothèques s'appuyait sur l'hypothèse optimiste d'une relation étroite entre défaillances et facteurs de risque « systématique ». En conséquence, la perception d'un accroissement des risques a entraîné d'importants abaissements de la note de crédit des MBS et une nette diminution de la valeur de marché des produits structurés connexes.

La complexité des structures a amplifié les dépréciations

Deux caractéristiques des produits structurés ont amplifié les baisses de prix. Premièrement, la répartition des flux de revenus entre investisseurs est régie par une structure complexe. La titrisation consiste à redistribuer les risques en les concentrant sur les tranches de rang inférieur. Le faible taux de pertes attendues sur les tranches supérieures est toutefois obtenu au prix d'une plus grande sensibilité aux hypothèses de valorisation sous-jacentes. Deuxièmement, les marchés secondaires de ces titres étant peu liquides, les valorisations étaient de plus en plus fondées sur les prix à l'émission des nouvelles générations de structures semblables ou sur des modèles, plutôt que sur des informations actualisées concernant les créances sous-jacentes. Lorsque la demande de nouveaux titres s'est tarie et que les hypothèses

initiales sur les prix ont dû être révisées, la nature non linéaire des rendements et des risques a nécessité des ajustements très importants des valorisations comptabilisées. Ceci explique pourquoi les dépréciations déclarées par les établissements financiers ont été beaucoup plus élevées que les pertes effectives sur les prêts hypothécaires eux-mêmes.

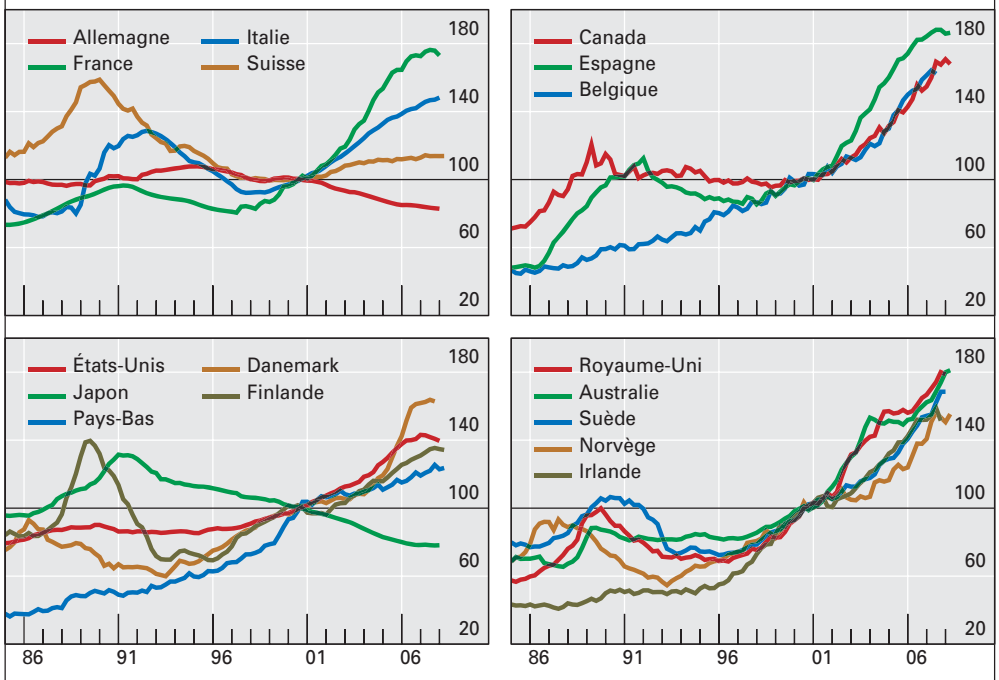
Le net ralentissement de la hausse des prix du logement…

Les tendances du marché immobilier ont été les éléments déterminants du retournement du cycle actuel. L'ascension des prix de l'immobilier résidentiel s'est interrompue pendant la période examinée (graphique VII.6). Dans la plupart des pays, ils se sont stabilisés ou n'ont progressé qu'à un rythme nettement ralenti. Aux États-Unis, ils ont diminué. Le repli de l'indice national masque toutefois une importante disparité entre marchés locaux. Les zones ayant connu les augmentations de prix les plus rapides ces dernières années sont aussi celles où ils ont le plus chuté dernièrement. En outre, les indices les plus représentatifs des grandes métropoles et des biens financés par des hypothèques importantes ou insuffisamment documentées affichent des baisses de prix de l'ordre de 12 % l'an. Plus généralement, l'atténuation du renchérissement peut être attribuée surtout à une contraction de la demande de logements, après un boum récent de la construction dans certains pays. La montée des taux hypothécaires, un début de ralentissement économique et les hauts niveaux d'endettement des ménages ont, à des degrés variés, souvent joué un rôle dans le tassement de la demande.

…s'est étendu à l'immobilier commercial

Le ralentissement a également touché l'immobilier commercial. Dans ce secteur, les prix s'étaient emballés dans plusieurs pays au cours des dernières années, à partir d'un rythme plus faible, toutefois, que celui de

Prix du logement corrigés de l'inflation[1]



[1] Prix nominaux corrigés par le déflateur des prix à la consommation des ménages ; 2000 = 100. Allemagne, France, Italie et Japon : valeurs trimestrielles interpolées à partir de relevés moins fréquents par application des techniques Ginsburgh.

Sources : associations immobilières ; données nationales ; calculs BRI. Graphique VII.6

Prix de l'immobilier commercial[1]

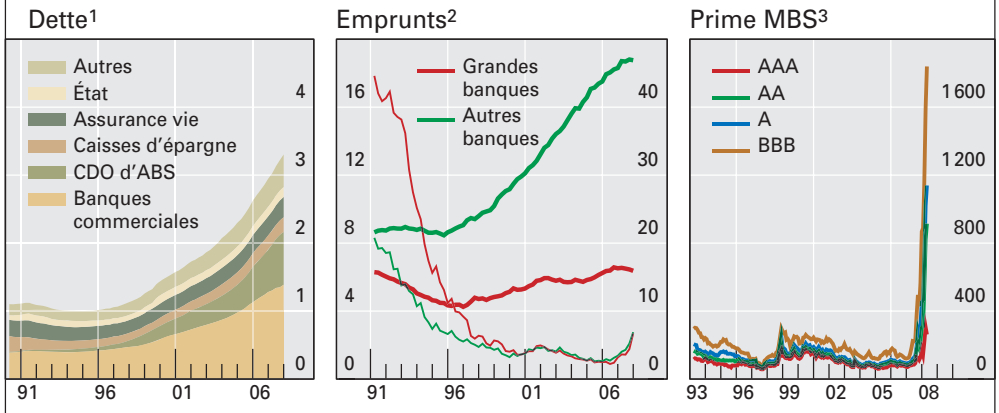
	Variation nominale[2]			Niveau[3]	*Taux d'inoccupation des bureaux*[4]		
	1998–2006	2006	2007	2007	*2005*	*2006*	*2007*
États-Unis	3,2	12,3	15,9	47,1	*13,9*	*12,6*	*12,8*
Japon	–3,1	19,6	11,9	21,4	*3,9*	*3,0*	*2,1*
Allemagne	–2,1	–5,1	–1,3	34,9	*11,6*	*9,9*	*9,8*
Royaume-Uni	5,4	17,2	–4,8	64,7	*7,3*	*5,7*	*4,2*
France	6,0	15,0	11,8	78,0	*6,5*	*5,1*	*5,2*
Italie	10,2	1,3	3,9	86,0	*6,1*	*6,1*	*5,8*
Canada	3,3	12,9	11,6	64,7	*12,1*	*10,5*	*7,2*
Espagne	10,0	10,7	5,9	76,1	*6,1*	*3,4*	*4,3*
Pays-Bas	2,4	4,3	4,6	83,1	*13,6*	*11,7*	*10,6*
Australie	2,7	10,8	14,9	50,6	*9,0*	*8,1*	*4,7*
Suisse	1,3	–0,0	0,6	60,2	*11,5*	*10,9*	*10,2*
Suède	3,0	9,8	9,4	51,4	*16,8*	*15,4*	*11,7*
Norvège	2,8	10,7	12,4	69,7	*9,0*	*8,2*	*4,5*
Danemark	8,4	9,6	5,6	100,0	*7,9*	*5,0*	*4,3*
Finlande	0,5	1,8	3,3	56,9	*9,0*	*8,1*	*7,0*
Irlande	10,5	21,7	6,1	100,0	*15,2*	*12,0*	*11,3*

[1] Australie, Espagne et Italie : immeubles de qualité dans les grandes villes ; Japon : prix des terrrains. [2] Variation annuelle, en %. [3] Pic des prix de l'immobilier commercial en termes réels = 100. [4] Espaces immédiatement disponibles (sous-locations comprises), en % du parc total. États-Unis et Suisse : ensemble du pays ; Allemagne, Australie, Espagne, France, Italie et Pays-Bas : moyenne des grandes villes ; autres pays : ville la plus grande.

Sources : Catella Property Consultants ; CB Richard Ellis ; Investment Property Databank Ltd ; Japan Real Estate Institute ; Jones Lang LaSalle ; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries ; Sadolin & Albæk ; Wüest & Partner ; données nationales. Tableau VII.4

l'immobilier résidentiel et de façon moins uniforme entre pays (tableau VII.4). Les expositions des banques envers le secteur se sont aussi accrues. Aux États-Unis, les expositions directes à l'immobilier commercial représentent près

États-Unis : immobilier commercial



[1] Dette hypothécaire de l'immobilier commercial (logement multifamilial compris) ; encours, par secteur créancier, en milliers de milliards de dollars. [2] En %. Lignes épaisses : ratio montant du prêt/volume d'actifs portant intérêt (d). Lignes fines : taux de défaillance (g). Grandes banques : 100 premiers établissements. [3] En pb.

Sources : JPMorgan Chase ; données nationales. Graphique VII.7

de 14 % du total des actifs des banques, et cette part a progressé de 19 % à 33 % pour les établissements de taille moyenne au cours des six dernières années (graphique VII.7).

Des signes d'une plus grande sensibilité des investisseurs aux risques liés à l'immobilier commercial se sont cependant accumulés. La hausse tendancielle des émissions de titres adossés à des investissements dans l'immobilier commercial s'est inversée l'an dernier. Simultanément, les primes sur ces titres ont énormément augmenté (graphique VII.7, cadre de droite). Cette évolution intervient après des indices de relâchement progressif des conditions d'octroi ces dernières années, comme dans l'immobilier résidentiel.

Analyse des turbulences financières

La période de tensions qui a dominé le paysage financier à partir de mi-2007 compte certainement parmi les plus graves de l'histoire récente. Elle a touché un grand nombre d'entreprises financières et s'est révélée plus persistante que maints épisodes antérieurs d'instabilité financière généralisée. Du point de vue des autorités, les turbulences ont soulevé d'importantes questions concernant les interactions entre sphère financière et sphère réelle de l'économie. La première, essentielle, est de savoir si le cycle du crédit entraîne un retournement du cycle conjoncturel quand les établissements financiers réagissent à la détérioration de leur bilan en réduisant leur offre de crédit. Ensuite, la transmission des tensions à travers le marché bancaire international montre que les répercussions économiques pourraient aller bien au-delà des foyers initiaux de tensions. La dernière série de questions a trait à la nature du risque systémique et au rôle, à cet égard, du modèle d'intermédiation fondé sur l'octroi, puis la cession de crédits.

Le cycle du crédit

D'importantes pertes ont forcé les banques…

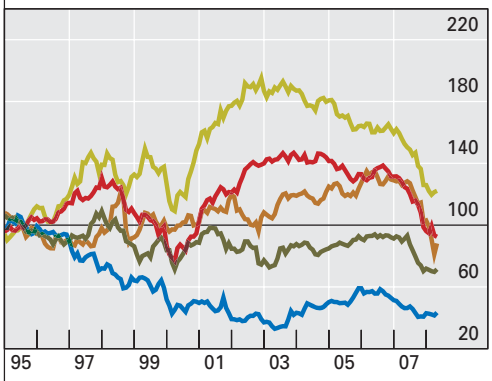
Les vives tensions de la période examinée ont forcé les institutions financières à réviser leur stratégie. Dans de nombreux cas, les établissements qui ont vu fondre leurs fonds propres ont dû recourir à une recapitalisation d'urgence pour conserver leur rang dans leur domaine d'activité. Une question essentielle pour l'avenir, toutefois, est de savoir dans quelle mesure les répercussions des turbulences affecteront l'offre de crédit au secteur non financier.

…à lever de nouveaux capitaux…

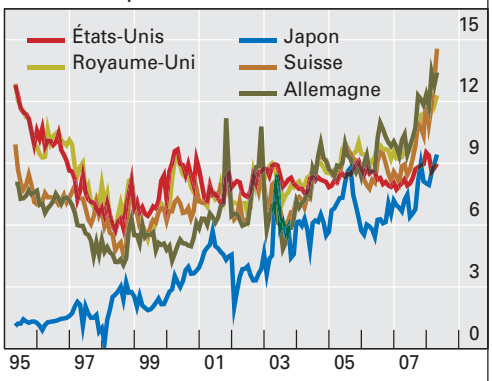
Les dépréciations d'actifs liés à des hypothèques ainsi que la perspective d'une détérioration supplémentaire de la qualité des actifs ont poussé de nombreuses banques à prendre des mesures pour assainir leur bilan. Élément le plus visible : de nombreux grands établissements ont levé de nouveaux fonds propres par émission d'actions ou par placement privé, pour un total de quelque $200 milliards (tableau VII.3). Ces opérations ont été particulièrement coûteuses dans des conditions de marché défavorables, les préoccupations des investisseurs quant à la fragilité des résultats des établissements financiers pesant sur le cours des actions (graphique VII.8). Pour plusieurs banques, cependant, le coût financier et l'atteinte à la réputation liés à une

Banques : cours des actions et coût du capital

Cours des actions[1]



Coût du capital[2]



[1] Indice sectoriel rapporté à l'indice boursier large ; 1995 = 100. [2] Implicite dans le ratio cours/bénéfice anticipé à 12 mois ; en %.

Sources : Datastream ; calculs BRI. Graphique VII.8

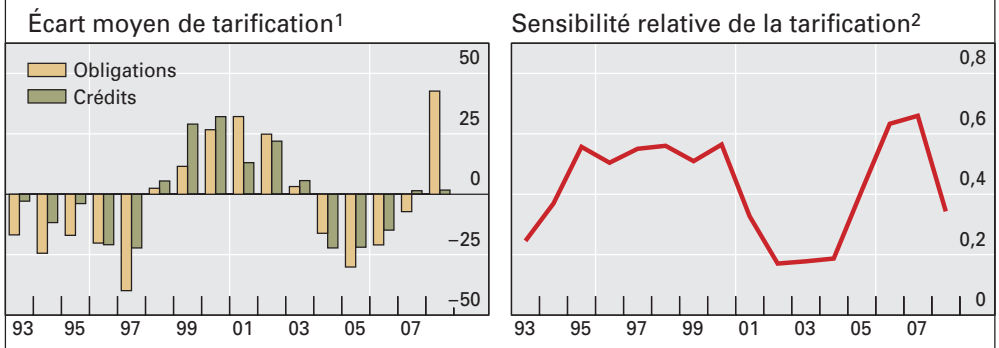
réaction rapide ont été compensés par un double avantage : elles se procuraient un volant de fonds propres suffisant pour conserver leur rang et à des conditions moins onéreuses que si elles attendaient. Ces efforts ont, en outre, été approuvés par les autorités prudentielles, qui les ont encouragées à réexaminer leur niveau de fonds propres d'un œil critique et à corriger leurs faiblesses sans tarder.

...et à resserrer les conditions du crédit

Une autre réaction, plus répandue parmi les institutions financières, a consisté en une attitude plus défensive en termes de croissance du bilan. La détérioration de la qualité des actifs a conduit les bailleurs de fonds à se désengager des segments de marché les plus affectés, comme ceux des prêts hypothécaires et des crédits à la consommation. Les enquêtes indiquent toutes un resserrement des conditions du crédit dans ces deux segments, aussi bien aux États-Unis, où le rendement de ces activités s'est notablement détérioré, qu'en Europe, où les problèmes de cette nature ont été bien moindres (chapitre II ; graphique II.12, cadre de droite). Le crédit aux entreprises présente également quelques signes de tension, car les banques ont resserré leurs conditions de prêt. On a ainsi vu disparaître les contrats assortis de clauses peu contraignantes, qui s'étaient multipliés pendant le boum récent des financements à effet de levier. En outre, les marges de crédit se sont généralement élargies, même si cette augmentation a été plus sensible sur le marché obligataire que sur celui des prêts (graphique VII.9).

Dans de nombreux pays, les taux de croissance du crédit ont légèrement baissé par rapport à leurs sommets récents (graphique VII.10). Cependant, ces statistiques peuvent, dans certains cas, sous-estimer la contraction de l'offre de crédit et ce, pour plusieurs raisons. Premièrement, du fait des mauvais résultats des instruments titrisés, les banques, ayant créé des entités juridiques distinctes dans le cadre de la titrisation, ont réintégré dans leur bilan les portefeuilles qu'elles leur avaient transférés. La décision a été motivée par l'existence d'engagements de financement à l'égard de ces entités, mais aussi par le désir de réduire le plus possible leur risque de réputation en cas de défaut de ces entités. Deuxièmement, de nombreux

Crédits consortiaux et obligations : tarification du risque

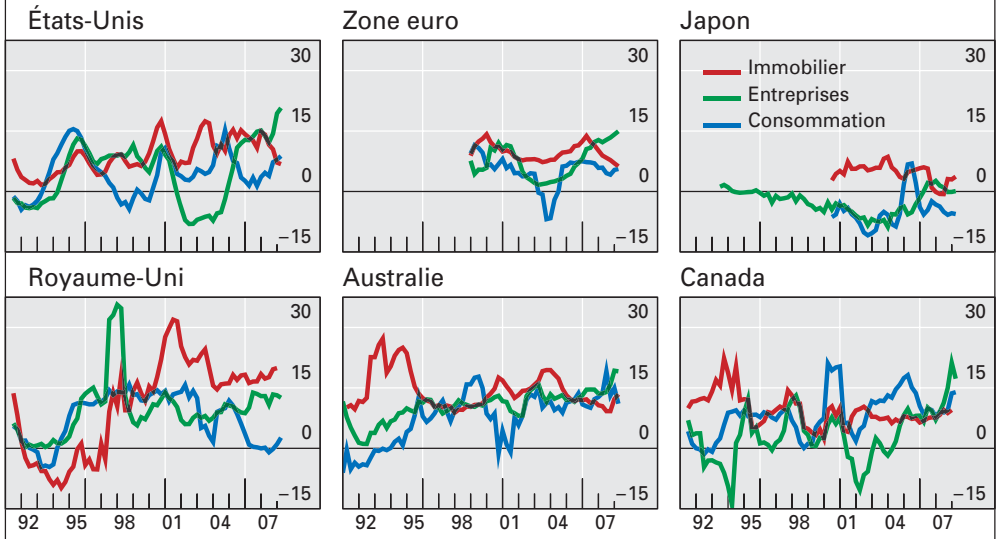


[1] Moyenne, pondérée du montant des facilités, des écarts (en pb) entre primes observées et primes implicites dans un modèle intégrant taux d'intérêt à court terme, note, échéance résiduelle, garanties, sûretés, risque de change et montant. Une valeur négative indique que les primes observées sont inférieures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

Sources : Dealogic ; données nationales ; calculs BRI. Graphique VII.9

grands établissements qui avaient financé des LBO à l'apogée du boum de ces financements à effet de levier se sont retrouvés avec de grandes quantités de prêts non vendus au moment où le marché secondaire s'est tari, à l'été 2007. Leur accumulation, estimée par des observateurs de marché à près de $250 milliards à leur maximum, a pesé sur le bilan des banques. La réouverture progressive du marché, vers la fin de la période examinée, s'explique en partie par la demande des fonds de capital-investissement. Troisièmement, une sous-estimation de la contraction de l'offre de crédit pourrait provenir du fait que, quand les prêts sont plus difficiles à obtenir, les

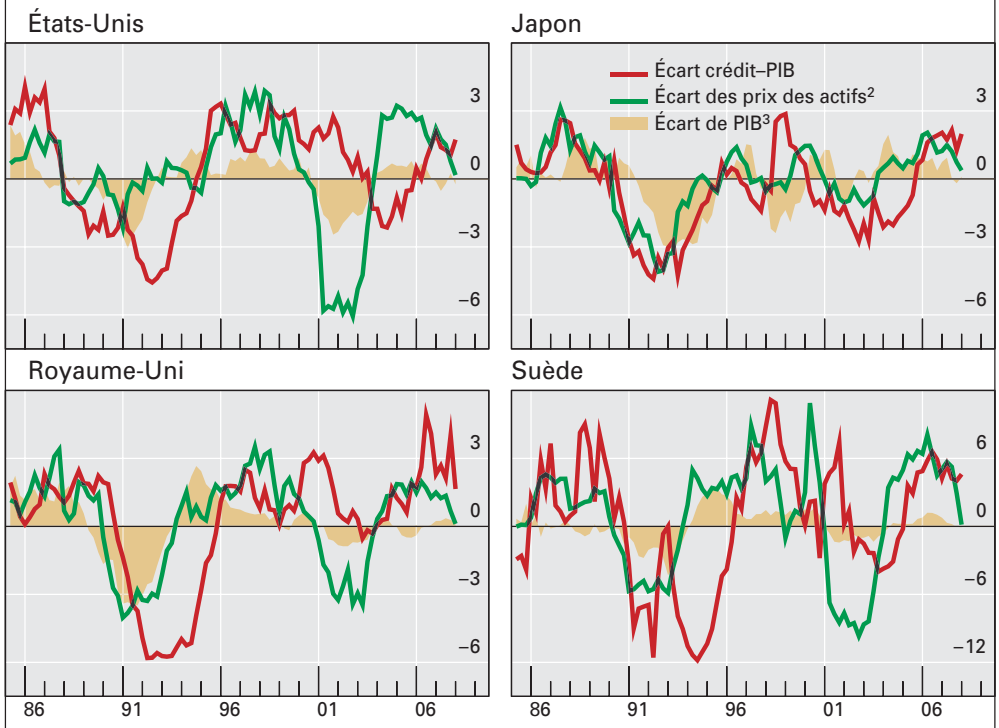
Prêts bancaires, par secteur[1]



[1] Taux de croissance en rythme annuel, en %.

Sources : Datastream ; données nationales. Graphique VII.10

Marchés financiers et économie réelle[1]



[1] Écarts par rapport à la tendance, en %. Chaque tendance est obtenue par calcul itératif annuel. [2] Sur la base d'un indice combinant cours réels des actions et prix réels de l'immobilier résidentiel et commercial ; représenté à l'échelle 1/3. [3] Sur la base du logarithme du PIB réel.

Sources : FMI ; OCDE ; données nationales ; calculs BRI. Graphique VII.11

emprunteurs ont généralement recours à des tirages sur les lignes de crédit que leur ont consenties leurs banques.

Interactions entre le cycle du crédit…

À court et moyen terme, la disponibilité du crédit dépendra de deux éléments : la reconstitution des fonds propres par les banques et l'évolution de la qualité de leurs actifs. Ces deux aspects sont étroitement liés ; quant au second, il dépend beaucoup, à son tour, de l'évolution macroéconomique.

…et les résultats de l'économie réelle

Les épisodes passés de tensions dans le système financier peuvent aider à anticiper l'avenir, même s'ils ne sauraient fournir des prévisions exactes. Les similitudes entre le présent retournement du cycle du crédit et ceux des vingt dernières années sautent aux yeux si l'on examine l'évolution de l'expansion du crédit, des prix des actifs et de l'économie réelle (graphique VII.11). Indépendamment de leurs spécificités, les épisodes antérieurs ont été précédés de périodes de croissance du crédit supérieure à la moyenne et d'une envolée des prix des actifs, très souvent tirée par les prix de l'immobilier. Les phases d'expansion du crédit ont été associées à un assouplissement des critères d'octroi et à une baisse du coût du risque (graphique VII.9, cadre de gauche) ; elles ont coïncidé avec un grand dynamisme de l'économie.

L'inversion du processus a souvent été assez brutale. L'évolution des indicateurs du système financier a généralement précédé celle de l'économie réelle : la croissance du crédit s'est ralentie et les prix des actifs ont baissé avec un temps d'avance sur le PIB et la dépense. En phase descendante du cycle, la situation des établissements financiers s'est détériorée, comme le montrent

les indicateurs de résultats. S'il est difficile de tirer de ces indicateurs des relations générales de cause à effet, la dynamique suivie par la situation du système financier, par la croissance du crédit et des prix des actifs ainsi que par l'économie réelle souligne de larges interactions.

Au-delà du court terme, les principaux risques semblent associés à la réaction de la demande globale devant l'affaiblissement des banques et le durcissement des conditions de prêt. L'endettement des ménages reste élevé dans de nombreux pays, et la contraction de l'offre de crédit pourrait avoir des répercussions sur la dépense (chapitre II). Le niveau vers lequel tendent les prix du logement et la durée du processus de stabilisation joueront un rôle très important dans les économies où le boum de l'immobilier a été le plus vif.

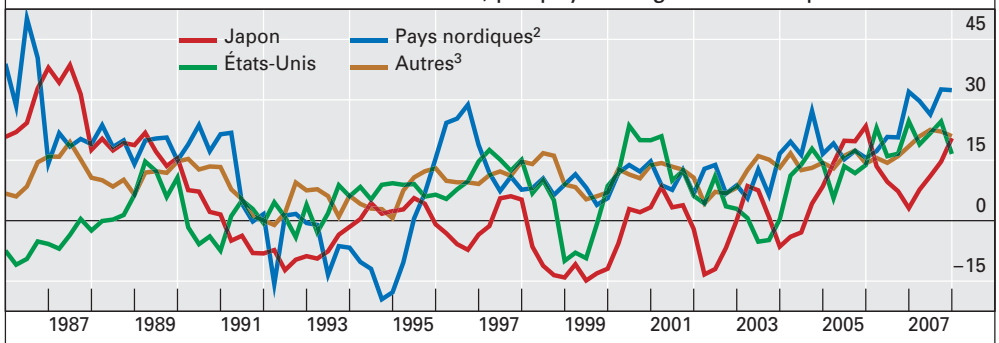
Marché bancaire international et transmission des tensions

Les tensions risquent d'avoir des répercussions mondiales via…

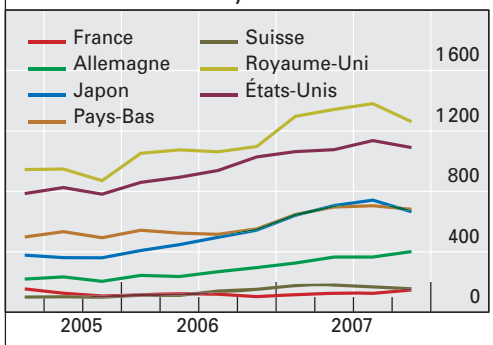
La mondialisation croissante de la finance signifie que l'état de santé du système bancaire d'un pays peut avoir des conséquences au-delà de ses frontières. Des difficultés persistantes dans quelques grands établissements qui dominent le marché bancaire international peuvent influencer les conditions financières dans d'autres économies.

Prêts internationaux et expositions interbancaires

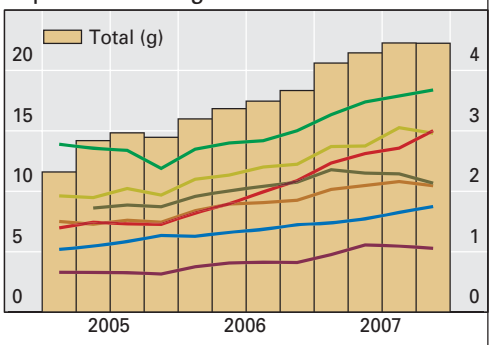
Croissance des créances internationales, par pays d'origine des banques[1]



Créances sur les systèmes bancaires[4, 5]



Exposition étrangère[5, 6]



[1] Taux de croissance, en glissement annuel, des créances internationales comptabilisées par les banques ayant leur siège dans les pays cités ; hors créances en devises sur les résidents. [2] Banques danoises, finlandaises, norvégiennes et suédoises. [3] Total des créances internationales, moins celles des banques ayant leur siège aux États-Unis, au Japon et dans les pays nordiques. [4] Créances étrangères des banques déclarantes BRI sur les banques des pays cités ; en milliards de dollars. [5] Sur la base du risque ultime et hors transferts intragroupes. [6] Créances étrangères, comptabilisées par les banques ayant leur siège dans les pays cités, sur les secteurs bancaire et non bancaire des économies avancées ; en milliers de milliards de dollars.

Source : BRI, statistiques bancaires internationales. Graphique VII.12

Les années 1990 offrent des exemples de crises bancaires dans des économies avancées qui ont eu des répercussions directes dans le monde. C'est l'époque où les banques japonaises, grevées par les créances douteuses résultant de l'éclatement de la bulle des prix des actifs, ont réduit leurs opérations internationales (graphique VII.12, cadre du haut). À l'issue d'une longue période de croissance généralement négative, la part des banques japonaises dans les créances internationales est revenue de 38 % en 1990 à moins de 8 % en 2007. La crise des banques nordiques a eu un effet semblable sur leurs créances internationales – dont le volume était toutefois déjà peu élevé à l'origine. Les épisodes de contraction des opérations internationales des banques des États-Unis sont également associés à des périodes de tensions financières locales, comme à la fin des années 1980, au début de la décennie 1990 et à l'automne 1998.

...une baisse des prêts transfrontières...

Dans tous ces cas, les banques concernées ont réduit les crédits acheminés par leurs implantations étrangères. Ces réductions ont donc constitué des chocs négatifs sur l'offre de crédit dans les pays d'accueil, induits par la situation de la banque dans son pays d'origine. À l'opposé, pendant la majeure partie de cette période, les prêts internationaux accordés par les autres établissements ont suivi des variations moins sensibles, n'affichant de croissance négative que brièvement en 1992.

Depuis, le marché bancaire international s'est nettement développé, augmentant par là l'effet potentiel d'un tel désengagement. Les créances internationales des banques déclarantes BRI (prêts locaux compris) sont passées de $6 000 milliards en 1990 à $37 000 milliards en 2007 (soit plus de 70 % du PIB mondial), dont plus de $4 000 milliards de créances totales sur les économies émergentes. Si les établissements d'un grand système bancaire national venaient à se retirer, cela pourrait, d'une part, avoir des répercussions sur les économies avancées et, d'autre part, limiter les financements aux économies émergentes (chapitre III). Plusieurs de ces dernières, en Europe et en Amérique latine, sont devenues plus dépendantes des crédits bancaires étrangers, qu'ils soient transfrontières ou acheminés par l'intermédiaire de succursales locales. Cela étant, les statistiques disponibles jusqu'à fin 2007 indiquent que les prêts bancaires aux économies émergentes ont continué de s'accélérer, contrairement à l'activité bancaire entre économies avancées.

...et les relations interbancaires

Même si la situation actuelle des banques internationales peut être considérée comme moins problématique qu'au début des années 1990, leurs expositions communes (notamment aux actifs adossés aux prêts hypothécaires américains) ont augmenté, et les établissements sont devenus fortement interdépendants en raison de relations interbancaires, d'engagements de crédit et de garanties. Des signes de contraction du crédit ont commencé à apparaître. Les banques internationales se sont mises à réduire leur exposition directe envers divers systèmes bancaires nationaux. Ce sont les établissements du Royaume-Uni, de France et des États-Unis qui ont été les plus touchés, suivis des banques d'Allemagne et de Suisse (graphique VII.12, cadre du bas, à gauche). À leur tour, plusieurs systèmes bancaires importants, comme ceux des États-Unis, du Royaume-Uni et de Suisse, montrent des signes de repli de leur

exposition à l'international (cadre du bas, à droite). L'existence de relations bancaires très étendues montre bien, plus généralement, que des difficultés locales persistantes peuvent pousser les banques à un désengagement international, dont les répercussions risquent de se faire sentir bien au-delà des grands centres financiers.

Modèle « octroi puis cession » de crédits

Le modèle d'octroi puis cession de crédits…

Par maints aspects, les récentes turbulences sur le marché de la dette reproduisent les caractéristiques des cycles financiers passés et font partie intégrante des mécanismes gouvernant l'ampleur des cycles d'expansion et de contraction. Un élément relativement nouveau du dernier épisode de tensions est le rôle central joué par le modèle d'intermédiation appelé « octroi puis cession » de crédits. Ce modèle repose sur la dispersion des expositions à travers divers marchés par transfert des risques et associe toute une gamme d'intervenants aux différentes étapes du processus – octroi du crédit, restructuration des caractéristiques et acceptation du risque ultime. Si la titrisation n'est pas une nouveauté, elle s'est notablement développée, ces dernières années, notamment grâce aux structures complexes.

…facilite le transfert des risques…

La croissance des marchés de la titrisation est indissociable de la phase d'expansion de l'actuel cycle du crédit. L'innovation financière – sous la forme de nouvelles structures régissant la distribution aux investisseurs finals des flux de revenus générés par les actifs titrisés – a grandement favorisé l'abondante offre de crédit aux ménages et aux entreprises. La restructuration de prêts hypothécaires en tranches assorties de caractéristiques de risque différentes a stimulé les financements accordés par divers types d'investisseurs ayant des degrés variés de tolérance pour le risque. En outre, la plus large répartition des risques au sein du système financier a sans doute contribué à la compression des primes de risque, les investisseurs s'estimant plus aptes à accorder leur appétit pour le risque avec la composition de leur portefeuille.

…mais souffre de faiblesses structurelles…

Mais les turbulences de marché qui ont déclenché la phase de contraction du cycle ont aussi mis à jour des faiblesses de ce modèle d'intermédiation financière, concernant surtout certaines pratiques plus récentes. Ces faiblesses résident essentiellement dans les interactions entre les incitations des divers participants au processus de titrisation et la qualité du flux d'informations. Une opération de titrisation bien conduite joue sur la complémentarité des différents intervenants ; encore faut-il que les décisions prises à chaque étape reposent sur des informations adéquates, de façon à favoriser une meilleure répartition des risques et des ressources économiques.

…dans le processus d'octroi des prêts…

La banque cédant ses créances tient un rôle clé dans le succès de la structure de titrisation. Les informations fournies plus tard par les autres parties sont, tout au plus, un substitut imparfait de l'évaluation de la qualité des actifs à la phase initiale. Les insuffisances de l'information dues à un manquement au devoir de diligence ou au laxisme des conditions de prêt à ce premier stade sont très difficiles à surmonter. Des déficiences sont clairement apparues dans le cas de la titrisation des prêts *subprime*. La concurrence entre établissements prêteurs qui n'avaient jamais eu l'intention d'assumer le

risque et recherchaient uniquement le revenu lié au volume de titres cédés a entraîné une baisse du niveau de vérification et de documentation des prêts. Dans les cas les plus extrêmes, des prêts ont été accordés à des emprunteurs manifestement incapables de les rembourser, hormis dans des scénarios très optimistes d'appréciation future des prix du logement.

Les intermédiaires financiers spécialisés dans la création et la gestion des entités de titrisation ont les mêmes incitations que les établissements cédants. Leur revenu dépend essentiellement du volume d'activité plutôt que du profil risque–rendement des actifs titrisés. Ils ne supportent généralement qu'une faible partie du risque et, dans le contexte d'euphorie qui entourait le boum du marché, ils sont parvenus à réduire notablement cette exposition. Enfin, la création de structures complexes insérant plusieurs strates de titrisation superposées entre les actifs sous-jacents et les flux de revenus distribués aux agents endossant le risque ultime a souvent masqué le risque assumé par les gestionnaires des structures.

...de titrisation...

L'investisseur final qui supporte le risque a pour rôle d'imposer la discipline dans le processus de titrisation en exigeant de recevoir des informations pertinentes concernant les risques sous-jacents avant de prendre des positions. Les incitations à jouer ce rôle ont toutefois été affaiblies par le fait que de nouvelles et complexes opérations de titrisation ont accordé à une grande quantité d'actifs le statut de créances de premier rang recevant la meilleure note de la part des agences de notation. Dans cette catégorie de créances, les investisseurs reçoivent une rémunération généreuse, par rapport à des titres de note comparable, mais pas assez élevée pour justifier un examen exhaustif des risques inhérents aux structures complexes. Ce rôle est dévolu aux investisseurs plus spécialisés de la tranche *mezzanine*, qui détiennent des créances de moindre rang et sont mieux rémunérés. Leur aptitude à analyser les montages et à instiller la discipline financière a toutefois été émoussée par le très fort volume d'émissions lancées dans le cadre de titrisations, ces dernières années, qui allait au-delà de leurs capacités. En outre, la titrisation par strates, créant de nouvelles structures et créances privilégiées à partir des tranches *mezzanine*, a encore amoindri leur aptitude à évaluer et surveiller les risques de façon fiable.

...et de notation

Le développement de formes de titrisation plus complexes a pu affaiblir les incitations des établissements cédants et des gestionnaires des structures à exécuter les procédures de vérification et de vigilance ; il a aussi accru l'influence des notations dans le fonctionnement du marché. Les investisseurs dans les tranches de rang supérieur ont accordé de plus en plus d'importance aux évaluations des agences de notation, oubliant souvent que les notes se fondent surtout sur les pertes de crédit moyennes (ou attendues) et qu'elles ne rendent pas compte de l'étendue des pertes potentielles. Or, du fait de la complexité des structures de titrisation à strates multiples, l'éventail des pertes potentielles est bien plus large, à note égale, que pour les prêts ou les obligations. De plus, les notations font abstraction des pertes potentielles dues à l'interaction entre facteurs de risque de marché et de crédit, qui est également amplifiée par certaines de ces structures. De fait, tirant les leçons des turbulences, les investisseurs semblent avoir fui la complexité, et les

agences de notation ont commencé à chercher des moyens de mieux exprimer les importantes nuances de leurs évaluations.

Mesures visant à remédier à ces faiblesses

Malgré ses imperfections, largement illustrées par le présent épisode de tensions, le modèle d'octroi puis cession de crédits présente des avantages pour les établissements individuellement et pour l'efficacité du système financier dans son ensemble. Le principal défi, pour les intervenants et les autorités, est de corriger ses imperfections tout en améliorant ses points forts. Diverses initiatives sont actuellement en cours. Le secteur privé travaille dans plusieurs directions : rendre la documentation plus complète dès la cession des crédits et mieux diffuser l'information à toutes les étapes de la titrisation ; mieux tenir compte du fait que la discipline est plus respectée lorsque les participants, à chaque phase du processus, conservent une part suffisante d'exposition au risque global ; s'efforcer, pour les agences de notation, d'affiner les évaluations. Les autorités, pour leur part, s'attachent à concevoir et mener à bien la mise à jour des normes prudentielles à la lumière de ce qu'elles ont appris sur les risques inhérents aux structures de titrisation les plus complexes et à traiter les faiblesses révélées par les liens entre, d'une part, la liquidité – tant au niveau du marché que de chaque intervenant – et, d'autre part, le risque global encouru par les établissements financiers.

L'enseignement général des turbulences financières est que le bon fonctionnement et la résilience du système financier reposent sur une interdépendance étroite entre marchés et établissements. Le modèle d'octroi puis cession de crédits est fondé sur le postulat que le risque est transféré à l'investisseur final par des transactions de marché. Cependant, ainsi que l'a montré la période examinée, ce sont les fonds propres des établissements financiers qui assurent, en fin de compte, la viabilité de toutes ces transactions. Comme nous l'avons vu, les établissements cédants et les gestionnaires des actifs titrisés se sont vus dans l'obligation de soutenir les structures de titrisation et les entités de placement auxquelles ils étaient associés. L'incertitude quant à la capacité de ces établissements à supporter les pertes sur les expositions connexes a engendré une méfiance généralisée vis-à-vis des actifs titrisés et interrompu non seulement les transactions sur le marché secondaire, mais aussi le montage de nouvelles opérations. Enfin, lorsque la liquidité s'est tarie sur le marché monétaire, le financement des entités de hors-bilan est devenu entièrement dépendant de la capacité des établissements qui les avaient créées à honorer leurs engagements de soutien de liquidité.

Du point de vue de l'action à mener par les autorités, l'interdépendance entre établissements et marchés plaide en faveur d'un renforcement des éléments macroprudentiels dans la conception de l'architecture opérationnelle et dans le calibrage des instruments. Les lacunes du modèle d'octroi puis cession de crédits peuvent être attribuées essentiellement au fait que les divers intervenants ne sont pas parvenus à avoir une perception d'ensemble des risques, car ils étaient trop étroitement concentrés sur des considérations propres et ont perdu de vue les facteurs de risque et les interdépendances au niveau du système. Il en est de même pour les autorités : un point de vue trop étroit peut les empêcher d'agir de façon préventive au moment où les

risques d'interactions perturbatrices s'accumulent. Par ailleurs, l'expérience de la gestion de cette période de tensions a montré que, pour être efficace, l'action des autorités passe par des mesures visant à la fois à faciliter le bon fonctionnement des marchés et à aider les établissements financiers à faire face aux difficultés.

VIII. Conclusion : limiter les dégâts, tâche délicate

Les turbulences actuelles sur les principales places financières sont sans précédent dans la période de l'Après-guerre. Le risque important de récession aux États-Unis, conjugué à la vive montée de l'inflation dans nombre de pays, fait naître la crainte que l'économie mondiale est peut-être à un tournant critique. Cette crainte n'est pas infondée. Une interaction puissante et durable, associant innovation financière, gouvernance interne et externe insuffisante, et conditions monétaires mondiales depuis longtemps accommodantes, a conduit aux difficultés actuelles. Mais, plutôt que de chercher les culpabilités, il convient avant tout de réfléchir aux réponses les plus adaptées.

Il est primordial de prendre en considération tous ces facteurs – ainsi que leur interaction –, sans se focaliser sur les innovations financières, comme cela a été fait jusqu'à présent. Une vision trop étroite présente deux dangers. Premièrement, elle débouche sur des politiques correctives d'une portée limitée, potentiellement insuffisantes pour gérer une crise ayant des causes profondes tant dans l'économie réelle que dans le secteur financier. Il convient, en particulier, de faire face aux problèmes d'endettement (créances douteuses et poids du service de la dette) qui se posent depuis des années dans certaines grandes économies et de résister avec détermination à la tentation de masquer ces problèmes par encore plus de crédit et d'inflation. Deuxièmement, braquer les projecteurs sur les défauts des dernières innovations financières risque de pousser les autorités à s'attaquer aux symptômes, non aux causes profondes, dans les mesures correctives qu'elles adoptent. Il importe, sans conteste, d'isoler, dans les difficultés actuelles, ce qui relève des différences par rapport au passé de ce qui relève des analogies.

On ne saurait nier que certaines mutations financières, en particulier l'application inappropriée du modèle d'intermédiation « octroi puis cession » de crédits (*originate-to-distribute*), ont eu de déplorables effets secondaires. Des prêts de qualité de plus en plus médiocre ont été consentis puis cédés à des investisseurs crédules ou bien cupides, ces derniers recourant souvent à l'effet de levier par financement à court terme dans le but d'accroître encore leurs gains. En soi source non négligeable de vulnérabilité, ce processus s'est caractérisé par une telle opacité que – plus grave encore – il n'est pas toujours évident de déterminer le détenteur du risque ultime. Comment alors corriger un problème dont on ne sait même pas où il se situe ?

Les innovations ont accentué ce qui semble être une tendance inhérente à la procyclicalité de systèmes financiers libéralisés. En effet, l'expansion du crédit, en stimulant la croissance économique – et donc le prix des actifs –, encourage l'optimisme, réduisant la perception du risque. L'expansion du crédit s'en trouve encore favorisée, ne serait-ce que par l'accroissement des

garanties, ce qui mène à des comportements en matière de dépenses potentiellement intenables à la longue. L'exubérance, justifiée au départ, pourrait ainsi devenir irrationnelle et créer les conditions d'un éventuel effondrement ultérieur.

On ne saurait nier non plus que, comme ce fut le cas à maintes reprises par le passé, la gouvernance interne et la surveillance externe des établissements financiers ont été défaillantes. Certains ont subi de lourdes pertes, et les recapitalisations forcées entraîneront une dilution des rendements pour les actionnaires. Rien de surprenant donc à ce que ces derniers soient profondément indignés du comportement tant des directions que des conseils de surveillance. En outre, face à l'accumulation des signes de dysfonctionnement du système financier tout entier, les responsables de la surveillance prudentielle doivent, eux aussi, s'interroger. Comment, par exemple, un système bancaire parallèle si important a-t-il pu se développer sans que les autorités expriment haut et clair leurs préoccupations ? Peut-être, comme dans le cas des processus de gouvernance interne, est-ce simplement que personne n'a ressenti l'urgence de poser la délicate question de la source des profits quand tout allait si bien. On peut se consoler en se disant que les éléments de Bâle I qui ont contribué aux excès, en particulier l'absence effective d'exigences de fonds propres en regard des entités hors bilan associées aux banques, n'auront plus leur place dans le cadre de Bâle II. Plus tôt le nouveau dispositif sera pleinement appliqué, mieux cela vaudra.

Enfin, il est incontestable qu'un facteur encore plus classique était aussi en cause. Les taux d'intérêt réels – à l'échelle mondiale et pas seulement dans quelques économies avancées – sont demeurés à des niveaux exceptionnellement bas durant la majeure partie de la présente décennie. Dans un contexte d'inflation initialement faible et stable, les taux directeurs, les taux longs et les primes de risque ne se sont pas ajustés au rythme de la croissance mondiale, qui atteignait des records. L'expansion des agrégats de monnaie et de crédit s'est accélérée, alors même que l'augmentation des réserves de change était sans précédent, les autorités monétaires des économies émergentes étant intervenues massivement pour prévenir l'appréciation de leurs monnaies respectives. En outre, comme le faible niveau des taux d'intérêt, l'accélération de l'expansion des agrégats est une tendance généralisée, observée dans presque toutes les grandes régions du monde.

Une explication plausible pour cette longue période de souplesse des conditions de liquidité et de crédit est que les banques centrales n'ont pas encore entièrement intégré dans leurs politiques respectives les effets croissants de la mondialisation. Pendant des années, l'inflation mondiale a été maintenue à de bas niveaux par les retombées de chocs d'offre positifs, nombreux et imbriqués, résultant de la déréglementation et du progrès technique, mais peut-être davantage encore par l'entrée de grandes économies émergentes dans le système des échanges mondiaux. Toutefois, au lieu de traiter ce recul de l'inflation comme un phénomène transitoire, ainsi qu'elles l'avaient fait pour les chocs d'offre négatifs, les autorités y ont vu une raison de ne pas relever les taux d'intérêt en phase d'expansion accélérée et de les abaisser aux premiers indices d'un ralentissement. Il n'est dès lors pas

déraisonnable d'avancer que ces bas niveaux de taux d'intérêt pourraient, malheureusement, avoir incité les emprunteurs à l'imprudence et, au final, entraîné le retour de l'inflation. De même, on peut s'interroger sur la pertinence de conduire une politique nationale qui ignorerait délibérément les prix de l'alimentation et de l'énergie au prétexte qu'ils sont soumis à des facteurs externes. À l'échelle mondiale, il ne s'agit pas là de chocs d'offre externes, mais plutôt, semble-t-il, d'effets de demande. Ces considérations montrent que le cadre des politiques nationales doit être mieux adapté aux réalités de la mondialisation.

La multiplicité des facteurs à l'origine des difficultés économiques et financières actuelles, leurs interactions et leur persistance sont telles qu'il ne faut pas s'attendre à un retour à la normale rapide et spontané. Pas plus qu'il ne faut compter sur des solutions faciles et immédiates. Les difficultés inhérentes à la correction des excès passés renforcent la conviction qu'il est nécessaire de prévenir l'apparition même de tels excès liés au crédit facile en adoptant des politiques appropriées. Si l'instauration d'un nouveau cadre d'orientation présente des difficultés, les coûts économiques considérables des crises passées justifient, sans aucun doute, qu'on aborde sérieusement la question.

Ampleur des risques pour les perspectives économiques

Dans ce contexte, si un certain affaiblissement de la croissance mondiale est attendu par la plupart des observateurs, une incertitude exceptionnelle plane sur son degré de gravité. Pour preuve, la diversité croissante des prévisions dans la moyenne consensuelle ainsi que les écarts atypiques entre les prévisions de certaines autorités nationales et celles du FMI. Des divergences entre les grandes zones dans l'orientation de la politique monétaire, quoique dénotant de multiples influences, témoignent aussi d'évaluations différentes quant aux effets potentiels des turbulences actuelles sur les économies nationales. Une telle disparité se retrouve au niveau des prévisions d'inflation, avec des indicateurs annonçant cependant plutôt une hausse qu'une chute brutale. Par conséquent, d'aucuns voient des parallèles entre la situation présente et le début des années 1970, quand les tensions inflationnistes ont fortement augmenté, d'autres, avec le début des années 1990, quand les systèmes bancaires et l'économie ont souffert d'un endettement excessif du secteur privé. Au bout du compte, les deux camps pourraient bien avoir raison.

Un retour en arrière permet de comprendre, dans une certaine mesure, le degré d'incertitude qui règne actuellement. En soi, ce qui a conduit à la situation présente est très inhabituel. Sur le front de l'économie réelle, l'effet de la mondialisation ces dernières années a déjà été noté. Mais il ne faudrait pas oublier la dépendance exceptionnelle, dans de nombreux pays, à l'égard de la dépense des ménages et de leur endettement, lors de la dernière reprise. La sphère financière a, quant à elle, connu une expansion en volume sans précédent sur bien des marchés, avec la multiplication de nouveaux instruments et l'arrivée d'une multitude de nouveaux acteurs. Sur le front de

l'action des autorités, le degré de stimulation budgétaire et monétaire qu'il a fallu maintenir pour assurer la reprise après le ralentissement de 2001 a été, lui aussi, inégalé. Dans ce contexte, et au vu de la persistance des turbulences sur les marchés financiers, il est tout bonnement improbable que les modèles de prévision classiques continuent à être fiables, pour autant qu'ils l'aient jamais été.

Si l'on se tourne vers l'avenir, l'incertitude est grande quant à l'ampleur des répercussions, sur la croissance, d'un certain nombre d'interactions au sein du système financier et de l'économie réelle, mais aussi entre les deux, vulnérabilités auxquelles s'ajoute le risque de contagion entre régions géographiques. Il faut, en outre, compter avec les effets néfastes d'une accélération de l'inflation sur l'économie réelle et les possibles perturbations provoquées par les déséquilibres commerciaux. Derrière ces interactions se profilent le spectre d'une inversion de l'effet de levier, après de nombreuses années d'accumulation de dettes, et le problème du « sophisme de composition » : en s'efforçant de régler rationnellement leurs problèmes, certains acteurs économiques pourraient ne faire qu'aggraver ceux des autres. De tels processus, qui peuvent être bien plus que simplement cumulatifs, risquent d'entraîner un ralentissement mondial beaucoup plus marqué que généralement anticipé et, pour un temps au moins, une hausse de l'inflation.

Au sein du secteur financier, l'interaction la plus déterminante s'exerce entre les établissements et les marchés. Ayant des difficultés à estimer leurs besoins futurs en fonds propres et en liquidités, avec l'accumulation des pertes et le gonflement non voulu des bilans, les banques sises dans les principaux centres ont déjà réduit l'offre de crédit aux établissements financiers et durci leurs conditions concernant les dépôts de garantie, deux tendances qui pourraient bien s'accentuer. De leur côté, les emprunteurs qui ne peuvent pas satisfaire aux exigences accrues pourraient être obligés de brader des actifs sur des marchés qui demeurent illiquides en dépit des interventions exceptionnelles des banques centrales. Pareilles « ventes au rabais » pourraient avoir un impact non négligeable sur les prix, ainsi que sur les fonds propres des établissements financiers. Une telle dynamique pourrait entraîner une nouvelle détérioration de la liquidité si les teneurs de marché, privés de financement, étaient contraints de réduire encore leurs activités.

Au sein de l'économie réelle, la principale préoccupation tient à ce que les ménages lourdement endettés, et parfois confrontés à une chute des prix immobiliers, vont chercher à augmenter le niveau historiquement faible de leur épargne en réduisant très sensiblement leur consommation. Le fait que, aux États-Unis et dans certaines autres économies avancées, les parcs de logements, voitures et autres biens durables semblent déjà importants pourrait encourager un tel comportement. Malheureusement, tout le monde ne peut se mettre à épargner davantage en même temps, dans la mesure où la dépense des uns correspond au revenu des autres. Cela se traduirait, au final, par un fléchissement de l'activité et de l'emploi, non seulement dans ces économies, mais aussi dans les pays qui en sont tributaires pour leurs exportations. Et il n'est guère probable qu'une hausse de l'investissement aux États-Unis ait un effet compensateur suffisant. En pareilles circonstances, il

se pourrait fort que les entreprises, estimant que la demande pour leurs produits ne reprendra probablement pas de sitôt, diffèrent simplement leurs investissements tout en réduisant leurs coûts. Certes, une chute du cours effectif du dollar créerait des emplois et réduirait le déficit commercial des États-Unis, mais ne ferait qu'affaiblir les exportations des autres pays.

Entre les sphères financière et réelle, il pourrait aussi se produire d'inquiétantes interactions. Pour l'heure, le plus grand motif de préoccupation tient à ce que des conditions de crédit encore plus strictes seront appliquées aux emprunteurs non financiers. Si, dans son ensemble, le secteur des entreprises n'est vraiment pas à court de liquidités, on ne peut pas en dire autant de beaucoup de grandes sociétés qui ont récemment été impliquées dans des rachats par effet de levier. Par ailleurs, la situation financière des ménages dans de nombreux pays n'est pas bonne. Le simple fait de ne plus pouvoir mobiliser des fonds par nantissement de la valeur du bien immobilier a déjà eu un effet sensible sur la consommation, à tout le moins aux États-Unis. Un resserrement encore plus marqué des conditions de crédit pourrait exacerber ces tendances et entraîner encore des pertes d'emploi et des faillites, dont se ressentirait à son tour le système financier.

Compte tenu du risque d'une telle détérioration de l'environnement économique et financier, il ne serait pas surprenant que la valorisation des actifs soit soumise à de nouvelles pressions, les prix du logement restant souvent au cœur des préoccupations. Aux États-Unis, le stock de maisons invendues demeure particulièrement élevé. Il pourrait bien augmenter encore si les propriétaires sont tentés de renoncer à leur bien dès lors que la valeur de leur logement tombe en deçà du montant du prêt à rembourser. Cela pèserait encore sur les fonds des prêteurs et comprimerait un peu plus les prix du logement ainsi que les prix de l'ensemble des instruments financiers adossés aux instruments hypothécaires. Dans plusieurs pays, les prix de l'immobilier commercial commencent aussi à diminuer, tendance généralement de mauvais augure pour les prêteurs. Il est clair que ces interactions entre sphères réelle et financière sont tout à la fois complexes et potentiellement dangereuses.

La mondialisation accroît le risque de contagion entre régions géographiques. Il ne peut guère faire de doute à ce stade que l'économie des États-Unis est confrontée à de graves difficultés et qu'elle est la plus susceptible de pâtir des interactions déjà mentionnées. D'autres pays affichant de faibles taux d'épargne pourraient être exposés, eux aussi, quoique peut-être moins fortement. Il reste l'espoir que le ralentissement ne se propage que sous une forme très atténuée. Le cœur de l'Europe semble fondamentalement solide, mais on ne peut pas en dire autant de sa périphérie. L'Espagne et l'Irlande connaissent des problèmes déjà manifestes dans le secteur du bâtiment, tandis que certains pays d'Europe orientale affichent un déficit courant particulièrement ample. En outre, leur dépendance à l'égard des banques d'Europe occidentale est potentiellement une autre source importante de vulnérabilité, si les circonstances forçaient ces banques à se désengager. Le Japon, de par ses liens commerciaux étroits avec les États-Unis, se trouve lui aussi exposé, mais il semble ne pas connaître

l'endettement du secteur privé accumulé ces dernières années, qui menace désormais maints autres pays.

La capacité des économies émergentes de se découpler totalement ou partiellement des contreperformances enregistrées par les pays avancés constitue une source d'incertitude supplémentaire. Certes, leur demande intérieure semble être orientée à la hausse et leurs exportations sont de plus en plus tournées vers le monde émergent. Cependant, une grande partie de l'investissement intérieur ainsi que l'exportation de biens intermédiaires vers les autres économies émergentes restent fondamentalement subordonnées à la consommation finale dans les pays avancés. De plus, les conditions sur les marchés financiers et la confiance générale jouent probablement un rôle dans un environnement de plus en plus « mondialisé ». Ces considérations laissent supposer que les corrélations et les vulnérabilités observées lors de replis cycliques antérieurs sont loin d'avoir été éliminées.

Autre source de préoccupation grave et contradictoire : la montée de l'inflation mondiale. Quel niveau pourrait-elle atteindre et combien de temps y restera-t-elle ? La récente accélération mondiale est essentiellement due aux cours des produits de base, en partie parce que ni leur demande ni leur offre ne réagissent rapidement aux variations des prix. Mais de plus en plus de produits sont concernés par les pressions sous-jacentes de la forte demande mondiale sur les capacités d'offre à court terme. En outre, si la stabilité des salaires et des anticipations d'inflation, à ce jour, est rassurante pour certains, d'autres sont moins optimistes pour l'avenir. Presque partout, l'augmentation des prix a déjà comprimé les salaires réels, au point même de provoquer des troubles sociaux et politiques dans plusieurs économies émergentes. En réponse, un grand nombre de gouvernements ont recouru à des mesures administratives pour contenir la hausse des prix et limiter les exportations, ce qui donne à penser que les forces inflationnistes sous-jacentes sont même plus vives encore qu'il n'y paraît. Un ralentissement économique mondial permettrait, évidemment, de réduire les tensions inflationnistes globales, mais compte tenu de l'inertie dans le processus d'inflation, cela pourrait encore prolonger la période de forte inflation et de fléchissement de la croissance d'une manière difficilement tenable. En outre, un ralentissement pourrait encourager des tendances protectionnistes généralisées et potentiellement dangereuses.

Au-delà de ces risques mondiaux propres à l'inflation, les variations de change ne seront pas sans incidence sur les perspectives d'inflation et de croissance dans chaque région. L'évolution sur les marchés des changes est, en soi, source de préoccupations. Dans le contexte d'un déficit courant toujours ample aux États-Unis et d'un alourdissement de la dette extérieure, la chute du cours effectif du dollar est, à ce jour, restée remarquablement ordonnée. Cela ne présage toutefois pas nécessairement de l'avenir. Les investisseurs étrangers en actifs libellés en dollars ont connu de lourdes pertes mesurées en dollars, et plus lourdes encore mesurées dans leur propre monnaie. Tout en étant peu vraisemblable, et de fait très improbable dans le cas des avoirs officiels, un dégagement inopiné ne saurait être complètement exclu.

Enfin, toute modification des cours de change présentera des coûts – mais aussi des bénéfices – non négligeables, quelle que soit leur ampleur. Des pays dont la monnaie se déprécie devraient voir l'incidence bénéfique des effets de substitution sur la croissance. C'est le cas des États-Unis qui, en outre, continueront de bénéficier des effets de valorisation, leurs dettes étant, pour l'essentiel, libellées en dollars, contrairement à leurs actifs, qui profitent de l'effet de change. Par contre, les pays dont la monnaie s'apprécie verront probablement leur croissance pâtir et perdront ainsi sur les deux tableaux.

S'agissant de l'incidence sur l'inflation des variations de change, l'évaluation coûts/avantages est plus complexe et, pour certains pays, plus préoccupante. Par exemple, si le dollar et la livre sterling continuaient de se déprécier en termes effectifs, les tensions inflationnistes devraient s'accentuer aux États-Unis et au Royaume-Uni. La transmission des variations de change aux prix a été relativement ténue ces dernières années dans les deux pays, ce qui a eu tendance à comprimer les marges bénéficiaires dans les pays exportateurs et à inciter les entreprises à augmenter la productivité plus rapidement que les salaires. Toutefois, sur la durée, les deux processus se font de plus en plus laborieux, ce qui accroît le risque d'inflation. Par contre, dans la plupart des pays dont la monnaie est susceptible de s'apprécier, particulièrement en Asie et en Europe occidentale, l'inflation dépasse l'objectif et les effets désinflationnistes d'une hausse de la monnaie par rapport au dollar seraient manifestement bienvenus.

À cet égard, le Japon reste un pays « hors norme », au point d'en être préoccupant. Avec un cours effectif proche d'un creux de trente ans, associé à un important excédent courant et d'énormes réserves de change, le yen pourrait donc encore s'apprécier. Si tel était le cas, dans un contexte de recul des échanges commerciaux et de croissance toujours atone, un retour de la déflation ne saurait être exclu. Si l'économie japonaise semble moins exposée que bien d'autres aux interactions dommageables déjà évoquées, la marge de manœuvre des autorités est devenue quasi inexistante. Le pays a une gigantesque dette publique et les taux directeurs sont proches de zéro, héritage d'une utilisation répétée et quasi exclusive des instruments macroéconomiques pour faire face au contrecoup de l'éclatement, au début des années 1990, de la bulle financière.

Après une bonne dizaine d'années de croissance inférieure à son potentiel, la persistance d'un risque à la baisse pour le Japon permet deux constats pertinents pour d'autres pays dans le contexte actuel. Premièrement, si les autorités japonaises s'étaient attaquées à la bulle plus tôt et plus énergiquement, on ne serait pas allé si loin dans l'excès durant le boum. Deuxièmement, faute d'une restructuration rapide et ordonnée de la dette des entreprises et des établissements financiers, le coût final de la phase ultérieure de contraction a été beaucoup plus élevé qu'il n'aurait dû l'être.

Riposte face à des risques contradictoires

L'apparition des problèmes actuels tient fondamentalement à une longue période d'expansion excessive et imprudente du crédit qui, depuis longtemps déjà, portait en elle deux risques, sans qu'on ne sache jamais lequel se matérialiserait en premier : une montée de l'inflation, au fur et à mesure que l'économie mondiale se rapprochait de son potentiel de production, et une accumulation des déséquilibres liés à l'endettement dans la sphère financière et l'économie réelle qui, à terme, se révélerait intenable et entraînerait un important ralentissement. En l'occurrence, l'économie mondiale semble avoir subi les deux phénomènes en même temps, à des degrés il est vrai très différents selon les pays, comme c'est souvent le cas.

Les autorités voient ainsi leur tâche considérablement compliquée. Ne pas agir énergiquement pour lutter contre l'inflation, qui s'intensifie actuellement presque partout, fait courir le risque d'une révision à la hausse des anticipations dans ce domaine, potentiellement très coûteuse à corriger. Mais ne pas casser l'engrenage décrit plus haut fait planer la menace d'une spirale à la baisse dans l'économie, qui pourrait très facilement s'emballer. Pourtant, ces menaces diffèrent dans leur urgence : de fait, l'accélération de l'inflation est déjà une réalité, tandis que le fort ralentissement de la croissance n'est, dans bien des cas, qu'une éventualité. En principe, cela devrait se traduire par une orientation générale des politiques beaucoup moins accommodante.

Même dans cette dernière hypothèse, les risques contradictoires en jeu font qu'il est impossible de recommander des politiques monétaire et budgétaire uniformes et valables pour tous. Chaque banque centrale doit évaluer avec soin une série de facteurs dont l'importance relative varie d'un pays à l'autre : la vigueur des tensions inflationnistes existantes et le risque de révision à la hausse des anticipations d'inflation ; l'éventualité d'autres chocs pour l'inflation, avec en point de mire les cours des produits de base, les cours de change et les termes de l'échange ; l'influence sur les perspectives de variations, potentiellement amples, des prix des actifs et de la perception de richesse, en particulier dans le contexte d'un lourd endettement ; enfin, l'état du système financier et l'éventualité d'une raréfaction du crédit.

L'évaluation incontournable de tous ces facteurs ne peut mener qu'à des divergences, d'un pays à l'autre, dans la trajectoire des taux d'intérêt. Si la montée de l'inflation est partout un risque évident, elle est déjà une réalité dans la plupart des économies émergentes. En effet, les produits alimentaires y représentent une plus grande part du panier du consommateur et les antécédents de stabilité des prix y sont, parfois, moins bien établis. Par ailleurs, les menaces, pour la croissance, des excès bilantiels et le durcissement des critères d'octroi de crédit semblent généralement moins présents que dans certains grands pays avancés. Il va de soi qu'un resserrement de la politique monétaire relativement plus fort dans les économies émergentes supposerait également une volonté plus affirmée de permettre à la monnaie de s'apprécier en conséquence. Cette seconde orientation devrait, de toute façon, être recommandée comme instrument à la

fois de lutte contre l'inflation et de réduction des déséquilibres commerciaux dans le monde. Étant donné que, dans le monde avancé, des considérations analogues semblent justifier un durcissement en Europe continentale (par rapport aux États-Unis, où la menace de récession semble plus grande), l'appréciation des monnaies dans les économies émergentes contribuerait aussi à atténuer les tensions haussières sur l'euro.

De toute évidence, la politique devrait en principe être conduite non seulement dans l'optique de remédier aux problèmes du moment, mais aussi en se plaçant dans une perspective de long terme, d'où là aussi des contradictions pouvant donner matière à des choix divergents. Il n'est pas impossible que l'éclatement de la bulle du crédit débouche, au sortir d'une période transitoire de hausse de l'inflation, sur une déflation qui pourrait être difficile à gérer, d'autant que le niveau initial d'endettement nominal est élevé. De telles considérations ont conduit certains, surtout aux États-Unis, à plaider en faveur d'un recours particulièrement vigoureux à l'assouplissement monétaire comme « assurance » contre la déflation, laquelle, quoique peu probable, pourrait être lourde de conséquences.

Cela étant, d'autres, surtout en Europe continentale, ont exprimé des préoccupations différentes. Outre les inquiétudes à court terme quant à une poussée d'inflation, nombreux sont ceux qui pensent qu'un assouplissement important des politiques monétaires ne fera que favoriser la formation d'une autre bulle intenable du crédit et des prix des actifs – ce qui expliquerait, en partie, les évolutions récentes sur les marchés des produits de base – et craignent que les déséquilibres de la dépense et des échanges commerciaux actuels tendent à s'aggraver. Ceux qui partagent ce point de vue rappelleront les bulles en série, surtout aux États-Unis, et l'apparente nécessité d'une riposte monétaire toujours plus importante pour contrer les replis successifs. Une autre préoccupation, étroitement liée, tient à ce que l'assouplissement monétaire pourrait même, au final, ne plus stimuler du tout la croissance réelle mais n'induire que des hausses de prix. De fait, plusieurs théoriciens avaient mis en garde, avant-guerre, contre une telle possibilité. Faute de prendre suffisamment en compte cette éventualité de l'assouplissement monétaire, les autorités risqueraient – et c'est le grand danger – de trop tarder à se tourner vers d'autres mesures plus aptes à atténuer un repli cumulé de l'activité.

L'autre solution la plus évidente, peut-être, serait le recours à des mesures budgétaires incitatives. Dans la plupart des pays avancés, les ralentissements déclenchent un certain degré de stabilisation automatique ; le phénomène est, toutefois, moins courant dans les économies émergentes. Par ailleurs, les mesures budgétaires discrétionnaires restent une réalité politique, surtout face aux perspectives d'un grave repli. C'est incontestablement, en partie, le cas aux États-Unis, où les craintes d'un grave repli ont servi à justifier un train de mesures de relance budgétaire, début 2008, qualifié de « opportun, ciblé et temporaire ».

Dans le même temps, néanmoins, il faut reconnaître certains inconvénients à cette approche. Premièrement, il se pourrait qu'une incitation budgétaire préventive, tout comme l'assouplissement monétaire, favorise une hausse des anticipations d'inflation faute d'un excédent de capacités préalable.

Deuxièmement, dans nombre de pays, la dette publique, explicite et implicite, est déjà tellement élevée qu'on se demande si les engagements existants pourront être honorés en intégralité. Une nouvelle incitation budgétaire pourrait alors entraîner une élévation des primes de risque qui pourrait faire remonter les taux d'intérêt. Troisièmement, pour les pays affichant un ample déficit ou une lourde dette vis-à-vis de l'extérieur, le cours de change pourrait aussi être durement touché. Quatrièmement, la marge de manœuvre budgétaire serait encore limitée par les craintes que le traitement des problèmes de surendettement des établissements financiers ou des ménages retomberait, au bout du compte, sur le contribuable.

La dette, essentiellement aux États-Unis aujourd'hui, mais aussi à terme dans plusieurs autres pays peut-être, est si lourde que son service ne peut pas toujours être assuré aux conditions convenues initialement ; les prêts hypothécaires à risque aux États-Unis l'illustrent bien. Dans de telles circonstances, créanciers et débiteurs devraient en principe viser à un rééchelonnement ordonné, afin de préserver la valeur résiduelle, dans l'intérêt des deux parties, tout en limitant l'aléa moral (ou risque subjectif). L'intervention des gouvernements pourrait néanmoins devenir nécessaire dans la mesure où les procédures actuelles de restructuration et de liquidation dans le secteur privé, ainsi que l'infrastructure sur laquelle elles reposent, pourraient ne pas permettre un traitement rapide et efficace à l'échelle requise. Un autre obstacle de taille à une solution exclusivement de marché est l'arrivée de nouveaux acteurs et instruments au sein du système financier mondial. Les actifs sous-jacents continuant de se déprécier, la localisation, la valorisation et l'importance finale des pertes restent incertaines. Se pose, de plus, la question de savoir qui possède le droit de réclamer le recouvrement de la valeur résiduelle présumée des actifs.

Un autre élément, qui distingue bien la situation présente des crises récurrentes de la dette souveraine, est la multiplicité des emprunteurs en difficulté, notamment les ménages aux États-Unis, ainsi que des prêteurs. Outre la complexité accrue qui en résulte, le recours généralisé aux instruments de transfert du risque de crédit a rompu la communauté d'intérêt des investisseurs dans l'arbitrage entre pertes et défaut. En résumé, une sortie de crise ordonnée par le seul secteur privé ne sera pas chose aisée. Aussi, le rôle le plus utile que pourraient jouer les gouvernements consisterait-il à chercher des solutions aptes à améliorer rapidement la situation.

Si les gouvernements jugent nécessaire d'intervenir directement pour réduire le poids de l'endettement, il est crucial qu'ils aient conscience de certaines évidences. Trop élevés, les prix des actifs finiront par reculer. Trop bas, les taux d'épargne finiront par se redresser. Et si le débiteur est défaillant, la créance finira en profits et pertes. Tenter de nier ces évidences – en recourant à toutes sortes d'artifices – ne fera qu'aggraver les choses. Peut-être convient-il maintenant d'énoncer certains principes, en se référant, pour ce faire, au traitement des crises antérieures au Japon, en Suède et ailleurs, mais en gardant à l'esprit que passer de la théorie à la pratique n'est pas sans poser d'autres difficultés.

Premièrement, le gouvernement doit, en principe, agir rapidement et avec détermination, en levant toute ambiguïté quant aux pertes que devrait assumer le secteur privé. Ce fut le cas s'agissant de la crise bancaire suédoise au début des années 1990, alors qu'au Japon le gouvernement a par trop tergiversé. En pratique, néanmoins, un certain délai est toujours nécessaire pour évaluer la gravité de la situation et les mesures appropriées. Deuxièmement, les pertes devraient en principe être supportées par ceux qui ont pris le risque à l'origine : les emprunteurs d'abord, puis les prêteurs imprudents. En pratique, toutefois, il faut aussi prendre en compte les répercussions que peut avoir une généralisation des faillites dans le secteur des ménages (sans parler des litiges qui en résultent). Troisièmement, si le secteur public choisit de « socialiser » les pertes, il devrait le faire de manière explicite et transparente, sans faire porter les conséquences bilantielles sur la banque centrale. En pratique, cependant, comme on l'a vu au Japon au début des années 1990, une législation insuffisante en matière d'assurance des dépôts n'a guère laissé d'autre choix à la banque centrale que d'octroyer des liquidités d'urgence aux établissements insolvables. Quatrièmement, enfin, en contrepartie de l'aléa moral associé à l'utilisation des deniers publics, il faudrait instaurer des mesures visant à éviter que des problèmes analogues se reproduisent à l'avenir. Les questions pratiques qui peuvent alors se poser sont évoquées ci-après.

La plupart des suggestions formulées jusqu'ici sur le rôle des pouvoirs publics visaient à réduire l'éventualité d'un assèchement total du crédit au sein du système financier mondial, en atténuant l'interaction potentiellement dévastatrice des incertitudes quant à la solvabilité des emprunteurs – les ménages surtout – et à celle des prêteurs. En fait, des mesures ont déjà été prises aux États-Unis pour soutenir les marchés hypothécaires, et ainsi indirectement, les prix du logement, les propriétaires et les prêteurs, en s'appuyant sur les agences gouvernementales et paragouvernementales. Dans plusieurs pays, certains ont demandé que le gouvernement procède à des achats directs afin d'enrayer la chute des prix de divers instruments financiers. Bien entendu, cette solution n'est pas compatible avec la détermination du prix d'équilibre dans un marché appelé à retrouver sa propre dynamique et expose le gouvernement à de futures pertes si les prix continuent de chuter malgré tout. Une autre proposition consisterait à cibler non pas les actifs des ménages mais leur passif, par une forme d'allègement général, étroitement encadré par les pouvoirs publics. Les inconvénients apparaissent bien sûr clairement : le coût potentiel direct à la charge du gouvernement, l'aléa moral qui en résulte et la profonde indignation politique à l'idée que les emprunteurs « prudents » et les contribuables subventionnent « l'imprudence » des autres.

Par quelles actions les gouvernements pourraient-ils contribuer à réduire les incertitudes quant à la solvabilité des banques et, ainsi, la menace d'un tarissement du crédit ? De toute évidence, il faudrait commencer par encourager l'autofinancement. Il faudrait réduire aussi bien les dividendes que les primes pour augmenter les volants de fonds propres. Il faudrait également mobiliser des capitaux privés, par le biais d'augmentations de capital ou en

faisant appel à des investisseurs extérieurs. Une plus grande limpidité concernant les véritables besoins en fonds propres, dans la perspective de pertes potentielles et aussi d'un éventuel gonflement non voulu des bilans, faciliterait, il va sans dire, le processus. Or, en l'absence de marché, de nombreux produits structurés sont difficiles à évaluer et l'utilisation de modèles présente d'importantes lacunes. La solution suggérée, à savoir que les banques, conscientes de ces inconvénients, puissent convenir d'une « grille » d'évaluation commune, mérite qu'on s'y attarde.

Certes, cette procédure d'évaluation pourrait aussi révéler de lourdes pertes, difficiles à supporter, possibilité à laquelle les autorités devraient se préparer. Si les instances réglementaires étaient en mesure d'établir que les pertes estimées « à la juste valeur » étaient beaucoup plus élevées que leur niveau effectif probable, une solution serait peut-être de faire preuve d'un certain degré de tolérance. En revanche, si les régulateurs ne s'estimaient pas en mesure de le faire, alors le gouvernement ne devrait pas hésiter à intervenir directement sous réserve des principes susmentionnés. Les fusions, les acquisitions, la mise en place d'une structure de défaisance (ou « *bad bank* ») destinée à reprendre des créances douteuses, la recapitalisation au moyen des fonds publics, voire la nationalisation, sont autant de procédures qu'il convient d'envisager au cas par cas.

Quand une intervention directe des pouvoirs publics paraît indispensable, son cadre juridique et l'éventuelle nécessité d'impliquer des instances étrangères sont des facteurs importants qui restreignent, dans la pratique, le champ des ripostes possibles. À ce stade, le manque de préparation à une crise éventuelle apparaîtra clairement et rapidement. Si les autorités doivent, vaille que vaille, intervenir, l'expérience acquise dans la gestion de la crise servira, au minimum, à repérer ces insuffisances.

Amélioration de la prévention et de la gestion des crises

Il faut être réaliste : les crises financières ayant eu un coût économique élevé ne sont pas une nouveauté, et il ne faudrait pas croire qu'on pourra les éliminer un jour. Cela étant, il est possible de s'y préparer, autant pour atténuer les excès de la phase expansionniste du cycle du crédit que pour réduire les coûts lors du repli, par des procédures de gestion de crise. Les coûts du présent retournement étant de plus en plus apparents, la volonté politique de s'atteler à cette tâche devrait être à la hauteur des enjeux. En outre, un engagement en ce sens contribuerait à réduire l'aléa moral d'une intervention directe du gouvernement, effective ou supposée, pour faire face aux difficultés actuelles.

Comme le note l'Introduction de ce rapport annuel, les causes des turbulences actuelles présentent à la fois des différences et des similitudes avec les épisodes antérieurs. Divers groupes de travail ont déjà mis en évidence ce qui distingue les marchés financiers d'aujourd'hui et ont déjà formulé maintes suggestions. L'objectif est de réduire les risques manifestement imputables à ces « différences », tout en en préservant autant que possible les bienfaits. D'ailleurs, c'est le cas tout particulièrement

du modèle d'octroi puis cession de crédits dont les avantages théoriques restent encore à concrétiser.

Une moindre attention a été prêtée aux remèdes à apporter aux facteurs récurrents – les similitudes – à savoir : la procyclicalité inhérente du système financier et l'expansion excessive du crédit. Ce manque d'intérêt est surprenant à deux titres. Premièrement, comprendre que l'expansion excessive du crédit est le problème de fond permet de mieux s'expliquer non seulement les turbulences actuelles, mais aussi les déséquilibres présents dans l'économie réelle et la montée de l'inflation, et cela en appliquant simplement le principe de parcimonie. Deuxièmement, il se pourrait fort que la propension, potentiellement néfaste, d'une expansion rapide du crédit à produire des effets secondaires aille en s'accentuant. La mondialisation et la concentration, ainsi que la titrisation, sont des tendances qui rendent plus probables non seulement les comportements excessifs en période d'expansion mais, sans doute, aussi les coûts du renversement.

Compte tenu de tout ce qui précède, il paraît nécessaire de mettre en place un nouveau cadre de stabilité macrofinancière pour contrer la procyclicalité inhérente du système financier. Le recours à des instruments réglementaires macroprudentiels ainsi qu'à un resserrement monétaire pour freiner la reprise pourrait permettre d'éviter les pires excès. De fait, la perspective d'une résistance active par le secteur officiel pourrait tempérer le comportement du secteur privé. Il convient, ainsi, de souligner comment la nouvelle priorité donnée par les banques centrales à l'inflation a influé sur les anticipations. Par ailleurs, des excès moins nombreux en période d'expansion signifieraient probablement des déséquilibres moins nombreux à corriger après coup, ainsi qu'une plus grande marge de manœuvre pour assouplir une orientation qui aurait été plus systématiquement durcie dans une précédente phase.

Un tel cadre privilégierait avant tout les aspects systémiques. Il veillerait à mettre l'accent sur les dangers que représente le fait qu'une multitude d'établissements soient exposés aux mêmes chocs – un renversement du cycle immobilier, par exemple. Il prendrait également en considération les interactions endogènes entre établissements, et entre marchés et établissements, dont les effets peuvent être hautement non linéaires. Cette approche ne conduirait pas à accorder moins d'attention à la santé de tel ou tel établissement, mais elle supposerait certainement une amélioration de la surveillance des sociétés de très grande taille ou ayant des relations complexes avec d'autres parties du système.

Le cadre définirait ensuite une application beaucoup plus « symétrique » ou anticyclique des instruments de politique monétaire, prévoyant un resserrement lors de la phase expansionniste du cycle du crédit et un assouplissement lors du renversement. À noter que le nouveau cadre ne ferait ainsi que traduire ce qui est désormais le principe consacré en matière de politique budgétaire : les périodes de prospérité doivent servir à se préparer aux périodes difficiles. À l'heure actuelle, en période de reprise, il n'y a pas un instrument monétaire ni réglementaire qui serve à répondre en toute circonstance aux types de déséquilibres décrits plus haut. En outre, les

instruments réglementaires ne sont généralement durcis que lorsque la situation se gâte, au risque d'aggraver le repli.

Pour être plus précis, un resserrement monétaire serait envisageable, même avec une inflation maîtrisée, dès lors que la conjonction d'une expansion rapide du crédit, d'un renchérissement des actifs et de distorsions en matière de dépense ou de production, est suffisamment préoccupante. Cette proposition est très différente du simple ciblage des prix des actifs en ce qu'elle s'articule autour d'un groupe d'indicateurs systémiques. Les instruments macroprudentiels seraient utilisés dans une perspective comparable, soit en gardant une certaine liberté d'appréciation, soit en suivant certaines règles de fonctionnement, pour faire en sorte que les primes de risques, les provisions pour créances irrécouvrables et les fonds propres réglementaires contribuent tous à réduire l'amplitude du cycle du crédit. L'une des difficultés techniques serait de veiller à ce que les exigences de fonds propres soient adaptées au comportement de chaque établissement, tout en répondant aux nouveaux développements à l'échelle du système. Heureusement, la flexibilité instituée par les piliers de Bâle II facilite la recherche d'une solution.

Enfin, le cadre de stabilité macrofinancière pourvoirait à une coopération encore plus étroite entre banques centrales et instances réglementaires pour tenter de repérer l'accumulation de risques systémiques et décider des mesures correctives à mettre en œuvre. Il faudrait aussi mieux intégrer les points de vue particuliers et les capacités d'analyse de chacune des parties. Une définition plus claire des responsabilités respectives ainsi que des accords formels pour faire en sorte que les décisions soient prises en temps voulu afin de veiller à la stabilité systémique seraient aussi d'une grande utilité pratique.

Il existe de nombreux obstacles pratiques à la mise en place d'un cadre opérationnel macrofinancier. En premier lieu, tout le monde n'accepte pas l'idée qu'une expansion excessive du crédit est à l'origine du problème, ni qu'il pourrait être difficile d'effacer les séquelles des phases d'excès. Sans aller jusqu'aux hypothèses extrêmes, si les coûts des turbulences actuelles continuent à monter et que les mesures prises par les autorités se révèlent dans l'ensemble inefficaces, il est probable que de telles convictions seront remises en question. Il est difficile, en second lieu, dans la pratique, de savoir à quel moment il devient nécessaire de freiner la reprise, et, en troisième lieu, de trouver la volonté d'agir, surtout quand les conditions semblent encore favorables. Ces défis sont réels mais ils ne devraient pas être insurmontables, et ils paraissent presque dérisoires à côté des probables difficultés qui surgissent au moment où une phase d'expansion non maîtrisée cède la place à une phase de contraction.

Un cadre conçu pour réduire l'amplitude des cycles induits par le crédit ne les éliminera pas. Il faudra toujours faire face à des périodes de turbulences et de crise caractérisée et les gérer ; il faudra également s'y préparer en instaurant un train cohérent de mesures de type « filet de sécurité ». Il convient d'évaluer l'efficacité des mécanismes d'assurance des dépôts et de s'attaquer à leurs insuffisances, de créer des « banques de secours » pour que les fonctions essentielles des banques en faillite soient maintenues, de promulguer des lois

conférant aux autorités les pouvoirs nécessaires pour répondre aux difficultés à mesure qu'elles apparaissent. Il faut aussi signer des protocoles d'accord, au niveau tant national qu'international. Et ceux qui seraient appelés à gérer en temps réel les problèmes devraient se prêter à des exercices de simulation. Bien entendu, il y a une part d'aléa moral dans toutes les initiatives de cette nature. Mais, si elle a la moindre valeur d'exemple, l'expérience montre que, faute de s'atteler à cette tâche, on se condamne à devoir recourir à des mesures encore plus onéreuses et dangereuses durant la crise elle-même. On juge naturel que les entreprises et les banques élaborent des plans de continuité d'exploitation pour se préparer à d'éventuelles crises. On devrait donc s'attendre à ce que les autorités monétaires en fassent au moins autant.

Table des matières

Organisation, gouvernance et activités 165

Organisation et gouvernance de la Banque 165
La Banque, sa structure de gouvernance et ses actionnaires 165
Organigramme de la BRI au 31 mars 2008 167
Changements dans la gouvernance de la Banque 167
Promotion de la coopération financière et monétaire internationale : contribution de la BRI 168
Consultations régulières sur des questions monétaires et financières 168
Bureaux de représentation 169
Institut pour la stabilité financière 172
Rôle des comités permanents accueillis par la BRI dans la promotion de la stabilité financière 173
Comité de Bâle sur le contrôle bancaire 173
Comité sur le système financier mondial 176
Comité sur les systèmes de paiement et de règlement 177
Comité des marchés 178
Groupe de dissuasion de la contrefaçon 179
Contributions de la BRI à la coopération financière internationale au sens large 179
Groupe des Dix 179
Forum sur la stabilité financière 179
Association internationale des contrôleurs d'assurance 181
Association internationale de protection des dépôts 183
Autres domaines d'action de la BRI en faveur de la coopération des banques centrales 184
Recherche 184
Gouvernance des banques centrales 185
Coopération dans le domaine statistique 185
Groupe des experts informaticiens des banques centrales des pays du G 10 188
Coopération avec les groupes régionaux de banques centrales 188
Audit interne 189
Services financiers de la Banque 189
Gamme des services financiers 189
Opérations financières en 2007/08 190
Graphique : Total du bilan et placements de la clientèle, par produit 191
Fonctions d'agent et de mandataire (trustee) 192
Aspects institutionnels et administratifs 193
Administration de la Banque 193
Résultats financiers et répartition du bénéfice 196
Résultats financiers 196
Proposition de dividende 199
Proposition de répartition du bénéfice net pour l'exercice 200
Répartition de la baisse des réserves statutaires de la Banque au 31 mars 2007 200
Rapport des commissaires-vérificateurs 200

Conseil d'administration et Direction 202

Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction de la Banque 203

Banques centrales membres de la BRI 205

États financiers 207

Bilan 208
Compte de profits et pertes 209
Tableau des flux de trésorerie 210
Évolution des fonds propres de la Banque 212
Proposition d'affectation du bénéfice 214
Évolution des réserves statutaires de la Banque 214
Conventions comptables 215
Notes annexes 221
1. Introduction 221
2. Utilisation d'estimations 221
3. Incidence de la modification des conventions comptables 222
4. Encaisse et comptes à vue auprès des banques 224
5. Or et dépôts en or 224
6. Actifs en monnaies 224
7. Dépôts à terme et avances aux banques 226
8. Instruments dérivés 227
9. Créances à recouvrer 228
10. Immobilisations corporelles 228
11. Dépôts en monnaies 229
12. Dépôts en or au passif 230
13. Titres donnés en pension 230
14. Engagements à payer 230
15. Autres passifs 230
16. Capital 230
17. Réserves statutaires 231
18. Actions détenues en propre 231
19. Autres comptes de fonds propres 231
20. Obligations au titre des avantages postérieurs à l'emploi 233
21. Produits d'intérêts 237
22. Charges d'intérêts 237
23. Variation nette d'évaluation 238
24. Produit net d'honoraires et de commissions 238
25. Gain/(perte) de change net(te) 238
26. Charges d'exploitation 239
27. Perte nette sur ventes de titres disponibles à la vente 239
28. Gain net sur ventes d'actifs de placement en or 239
29. Bénéfice par action 239
30. Trésorerie et quasi-trésorerie 240
31. Impôts 240
32. Cours de change 240
33. Éléments de hors-bilan 240
34. Engagements de crédit 240
35. Taux d'intérêt effectif 241
36. Analyse géographique 242
37. Parties liées 242
38. Passifs éventuels 244
Adéquation des fonds propres 245
Gestion des risques 248
1. Risques auxquels la Banque est exposée 248
2. Gestion des risques : approche et organisation 248
3. Risque de crédit 249
4. Risque de marché 256
5. Risque de liquidité 261
6. Risque opérationnel 265

Rapport des commissaires-vérificateurs 266

Récapitulatif des cinq derniers exercices 267

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 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 578 personnes originaires de 48 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 système 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 qui ont pour objectif de promouvoir 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.

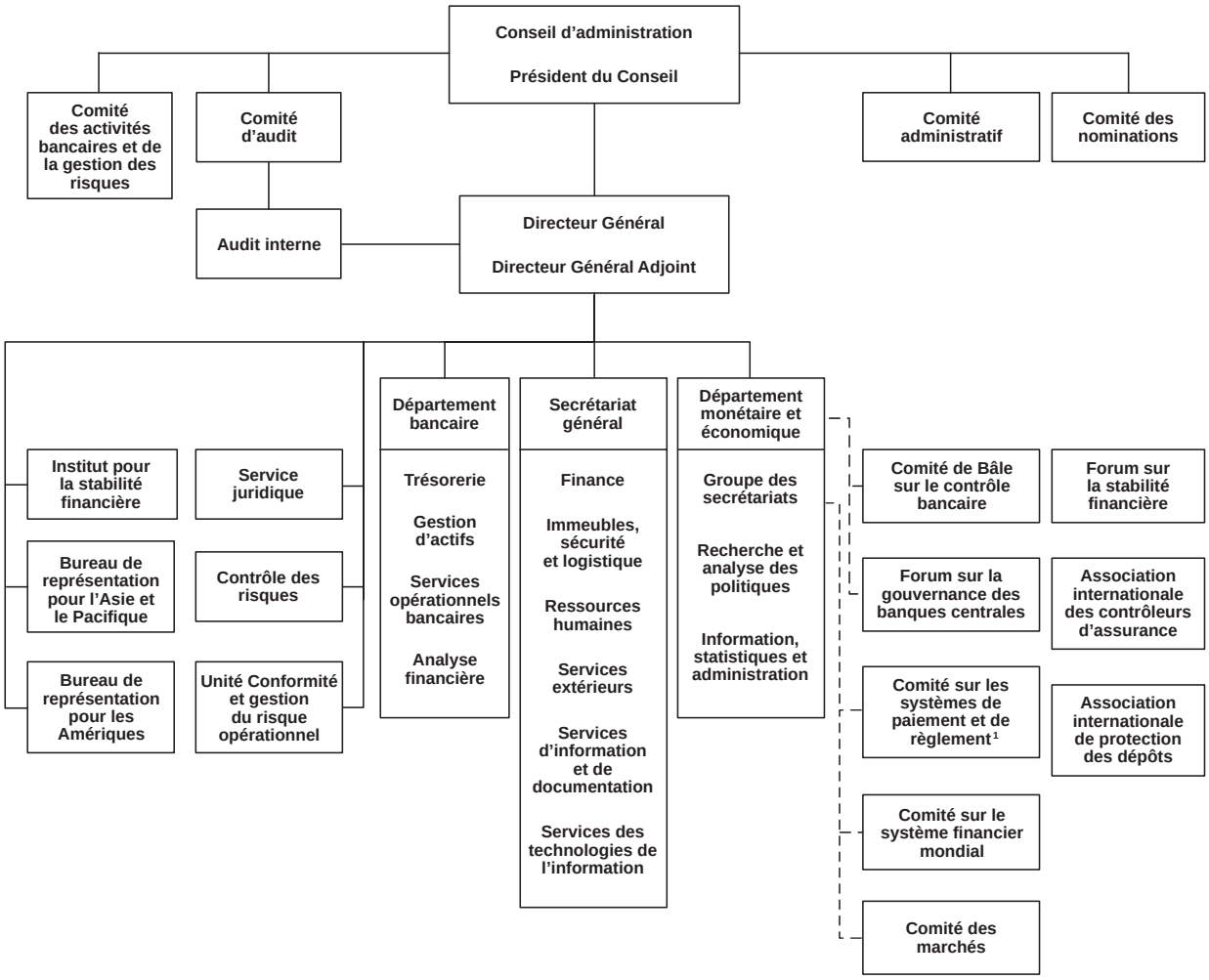
La Banque est constituée de trois grandes entités : le Département monétaire et économique, le Département bancaire et le Secrétariat général. S'y ajoutent le Service juridique, l'unité Conformité et gestion du risque opérationnel, l'Audit interne et le Contrôle des risques ainsi que l'Institut pour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

Pour les questions de gouvernance et de gestion de la Banque, il y a trois grands niveaux décisionnels :

- l'Assemblée générale, à laquelle 55 banques centrales ou autorités monétaires disposent du droit de vote et de représentation. L'Assemblée générale ordinaire se tient dans les quatre mois suivant la date de clôture de l'exercice (31 mars). En 2007, 110 banques centrales – dont 78 étaient représentées par leur gouverneur ou président – y ont participé et 17 institutions internationales y ont envoyé des délégués ;
- le Conseil d'administration, qui compte actuellement 20 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 quatre comités, dont les membres sont choisis parmi les administrateurs : Comité administratif, Comité d'audit, Comité des activités bancaires et de la gestion des risques et Comité des nominations ;
- le Directeur Général, qui est responsable devant le Conseil d'administration de la conduite de toutes les affaires importantes concernant la Banque dans son ensemble. Pour prendre ses décisions, il est assisté d'un comité consultatif (Executive Committee). Ce comité, présidé par le Directeur Général, se compose aussi du Directeur Général Adjoint, des chefs de département et d'autres responsables de rang similaire, nommés par le Conseil d'administration.

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 2008



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

Changements dans la gouvernance de la Banque

Organes consultatifs auprès du Conseil d'administration

Afin d'améliorer encore sa gouvernance, le Conseil d'administration a mené, en 2007, un réexamen de la structure, du mandat et de la composition des comités qui lui sont rattachés. Il a décidé d'en établir de nouveaux pour faire en sorte qu'un plus grand nombre de membres du Conseil prennent part à l'élaboration de ses décisions.

Deux nouveaux comités sont ainsi venus s'ajouter, en juillet 2007, au Comité administratif (anciennement Comité consultatif) et au Comité d'audit :

- le Comité des activités bancaires et de la gestion des risques, qui prépare l'examen, par le Conseil, de questions relevant de ces domaines et sur lesquelles le Conseil doit statuer ;
- le Comité des nominations, qui assiste le Conseil dans la sélection des personnes appelées à siéger à l'Executive Committee de la BRI.

En outre, en novembre 2007, le Conseil d'administration a pris la décision de créer un Comité consultatif Amériques (CCAm), constitué des gouverneurs des banques centrales membres de la BRI dans la région Amériques. Faisant écho au rôle clé confié au Comité consultatif Asie (CCAs) dans l'orientation des activités de la BRI en région Asie–Pacifique, la mission du CCAm consistera à permettre une communication directe entre les banques centrales membres dans la région Amériques, d'une part, et le Conseil d'administration et la Direction de la BRI, d'autre part, sur des questions intéressant la communauté des banques centrales de la région.

Promotion de la coopération financière et monétaire internationale : contribution de la BRI

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 avis et expérience sur des sujets d'actualité les concernant. Ces réunions bimestrielles, qui se tiennent d'ordinaire à Bâle, sont, pour la BRI, un moyen privilégié de promouvoir la coopération au sein de la communauté des banques centrales. La réunion de novembre 2007 a été accueillie par la Banque de Réserve d'Afrique du Sud, au Cap. À cette occasion, une table ronde spéciale des gouverneurs de banques centrales africaines a été organisée pour discuter des résultats enregistrés par les pays africains au plan macroéconomique et des défis auxquels ces pays doivent faire face pour développer leurs marchés financiers.

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.

La Réunion de tous les gouverneurs, à laquelle sont conviés les gouverneurs des banques centrales actionnaires, est l'occasion d'aborder certaines questions intéressant l'ensemble des banques centrales membres de la BRI. En 2007/08, les thèmes suivants ont été évoqués :

- causes sous-jacentes et éventuelles conséquences économiques des turbulences financières actuelles ;
- rôle des agrégats de monnaie et de crédit dans la politique monétaire ;
- raison d'être et conception des fonds souverains ainsi que rôle des banques centrales dans ce domaine ;
- rôle des banques centrales dans le développement du système financier. À l'occasion du débat sur ce sujet, le Professeur Amartya Sen, lauréat 1998 du Prix de la Banque de Suède en sciences économiques en

mémoire d'Alfred Nobel, était l'hôte de la BRI pour présenter son point de vue sur le rôle des banques centrales dans les sociétés démocratiques.

Étant donné que toutes les banques centrales membres de la BRI ne participent pas directement aux travaux des différents comités, organes et groupes spécialisés ayant leur secrétariat à la BRI, la Réunion de tous les gouverneurs est aussi un moyen de faire le point sur les activités de ces groupes spécialisés. En 2007/08, les gouverneurs ont ainsi examiné les travaux du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire à la lumière des événements récents sur les marchés financiers.

D'autres réunions se tiennent aussi à l'occasion des rencontres bimestrielles : la Réunion des gouverneurs des pays du G 10 et la Réunion des grandes économies émergentes, au cours desquelles sont abordées des questions conjoncturelles intéressant plus spécifiquement ces deux groupes d'économies. Les gouverneurs qui sont membres du Groupe de gouvernance se rencontrent aussi périodiquement.

Sur les questions de stabilité financière, les gouverneurs accordent une grande importance au dialogue qu'ils entretiennent 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, mettant l'accent sur leur intérêt commun à promouvoir et à 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, aux flux de capitaux et actifs financiers à destination des économies émergentes : leurs déterminants, leurs conséquences et les défis qu'ils présentent pour les banques centrales.

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 la BRI et les 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'information 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 dépêchant des missions périodiques auprès des responsables de la gestion des réserves des

banques centrales et en organisant des rencontres avec des experts techniques et des hauts responsables.

Asie–Pacifique

Au cours de l'année écoulée, la BRI a approfondi ses relations avec ses actionnaires de la région Asie–Pacifique. À cette fin, elle a organisé des réunions conjointes de haut niveau avec quatre banques centrales membres et collaboré à des travaux de recherche, en utilisant les ressources du programme de recherche Asie.

Ces réunions ont porté sur les sujets suivants :

- implications du développement des marchés financiers pour la politique monétaire (Banque centrale de Malaysia) ;
- développement du marché monétaire (Banque de Réserve de l'Inde) ;
- transparence et communication de la politique monétaire (Banque centrale des Philippines) ;
- défi présenté par l'évolution de la dette des ménages du point de vue de l'action des autorités (Banque de Corée).

Le Bureau d'Asie a également organisé des réunions à l'intention de gestionnaires de réserves des banques centrales, d'acteurs de la politique monétaire, d'auditeurs et d'experts juridiques de banques centrales appartenant ou non à la région. Des économistes du Bureau d'Asie ont assuré des services de secrétariat lors des rencontres bisannuelles du Forum EMEAP (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks) ayant trait aux marchés des changes.

Parallèlement, le représentant de l'Institut pour la stabilité financière (ISF) au Bureau d'Asie a fourni des services de secrétariat au Groupe de travail de l'EMEAP sur la supervision bancaire à l'occasion de la réunion consacrée à la stabilité financière et aux fonds propres réglementaires. Des économistes du Bureau d'Asie ont, par ailleurs, rédigé une note d'information pour la première réunion de sous-gouverneurs organisée par le Comité EMEAP sur la stabilité monétaire et financière.

Activités bancaires et Fonds obligataire Asie

La salle des opérations du Bureau d'Asie a encore étendu les services bancaires offerts à la clientèle de la région. Un nombre croissant de banques centrales d'Asie négocient désormais une gamme variée de produits avec la Trésorerie régionale de la BRI. En outre, la salle des opérations a renforcé son investissement dans la région en augmentant ses placements auprès de contreparties, dont elle a accru le nombre, tout en maintenant une gestion prudente des risques.

La BRI a continué, en qualité d'administrateur, à aider à l'introduction en bourse des fonds de placement composant le second Fonds obligataire Asie (ABF2) de l'EMEAP. Onze banques centrales ont fourni le capital de lancement, en prélevant sur leurs réserves internationales pour acquérir des parts de ces fonds, investis en obligations libellées en monnaies locales émises par des emprunteurs souverains et quasi souverains de huit économies de l'EMEAP. Fin mars 2008, l'actif des fonds composant ABF2 totalisait $3,3 milliards, dont

$765 millions provenaient du secteur privé, la part des banques centrales étant, quant à elle, passée de $2 milliards à $2,5 milliards. Après son lancement comme fonds de placement à capital variable en Indonésie, en mars 2007, l'Indonesia Bond Index Fund de l'ABF a été le premier fonds indiciel négociable en bourse admis à la cote à Jakarta, en décembre. Le Pan Asia Bond Index Fund a, de son côté, obtenu un rendement de près de 29 % sur les 33 premiers mois à fin mars 2008, résultat nettement supérieur au rendement de la dette de duration équivalente du Trésor ou des agences des États-Unis.

Comité consultatif Asie et Réunion spéciale des gouverneurs d'Asie

Le Comité consultatif Asie (CCAs), actuellement présidé par Y. V. Reddy, Gouverneur de la Banque de Réserve de l'Inde, est un trait d'union entre les gouverneurs des banques centrales actionnaires de la BRI dans la région Asie–Pacifique, d'une part, et le Conseil d'administration et la Direction de la BRI, d'autre part. Lors des deux réunions du CCAs tenues cette année, les gouverneurs ont centré leurs discussions sur les rencontres à organiser et les recherches à entreprendre dans le cadre du programme de trois ans (*infra*). En faisant part de leurs points de vue sur ces questions au Conseil d'administration et à la Direction de la BRI, les gouverneurs ont contribué à dégager les domaines et les questions prioritaires et à éviter les doubles emplois.

En février, la BRI a organisé une nouvelle réunion spéciale des gouverneurs d'Asie–Pacifique qui a rassemblé des banques centrales de la région et d'ailleurs. Accueillie, cette année, à Bombay, par la Banque de Réserve de l'Inde, la rencontre a porté sur les leçons prudentielles à tirer des récentes turbulences financières, les perspectives économiques et le développement de marchés monétaires solides.

Programme de recherche Asie

Le programme de recherche sur trois ans est arrivé à mi-parcours début 2008. Des progrès ont été accomplis sur une série de projets destinés à aider les autorités régionales à améliorer leur politique et leurs opérations monétaires, à développer leurs marchés financiers, à maintenir la stabilité financière et à renforcer leur politique prudentielle. Cinq banques centrales ont détaché des chercheurs au Bureau d'Asie. D'ici au terme du programme, ce type de collaboration sur des sujets intéressant les banques centrales et les autorités prudentielles de la région aura été mené avec pratiquement toutes les banques centrales membres d'Asie–Pacifique, ainsi qu'avec plusieurs universités et instituts de recherche de la région. Ces travaux non seulement ont fourni la matière de nombreuses réunions avec les banques centrales régionales, mais encore ont donné lieu à des publications dans des revues spécialisées ou dans le *Rapport trimestriel BRI*. À la demande des gouverneurs du CCAs, les économistes ayant participé au programme de recherche Asie ont également rédigé des notes sur des questions de stratégie spécifiques, l'une notamment traitant des mesures à prendre face aux flux de capitaux dans la région et une autre relative aux instruments structurés et entités de hors-bilan apparus sur

les marchés régionaux du crédit. Deux réseaux de recherche organisés à l'échelle régionale dans le cadre du programme de recherche ont tenu leur premier atelier annuel en janvier.

Amériques

Les initiatives de la BRI ont visé à servir les banques centrales actionnaires, mais aussi à établir de nouveaux contacts, en organisant des manifestations, avec des banques centrales non membres, les autorités réglementaires et le monde universitaire. Ces efforts ont donné lieu à la publication de plusieurs articles dans diverses revues ainsi que dans le *Rapport trimestriel BRI* et dans la série *BIS Papers*.

Parmi les activités du Bureau des Amériques, il convient de noter :

- la première conférence sur les nouvelles tendances de financement en Amérique latine, organisée en collaboration avec la Banque de Réserve fédérale d'Atlanta et tenue à Mexico ;
- une réunion sur les flux de capitaux, tenue en Uruguay, à l'intention des banques centrales de la région.

En outre, le Bureau a accueilli la première réunion du Réseau de gouvernance des banques centrales à avoir lieu dans la région Amériques ainsi qu'une réunion du Comité de direction du Groupe de dissuasion de la contrefaçon. Il a organisé des rencontres à l'intention de gérants de réserves de banques centrales appartenant ou non à la région, ou encore de gestionnaires des risques de banques centrales, et appuyé des manifestations de l'ISF (Institut pour la stabilité financière) dans la région.

Le Bureau des Amériques a aussi apporté son appui et participé à des réunions avec des pays tiers accueillies par des banques centrales de la région, notamment : réunion, au Brésil, du Groupe d'étude sur les marchés d'Amérique latine coorganisée avec le Comité des marchés ; réunion, sur le financement du logement, tenue au Chili, en collaboration avec le Comité sur le système financier mondial ; réunion, au Mexique, du Groupe de travail de la BRI sur la politique monétaire en Amérique latine.

Comme indiqué précédemment, le Conseil d'administration de la BRI a décidé en novembre 2007 de créer un Comité consultatif Amériques (CCAm), qui sera officiellement constitué en 2008. Le Bureau des Amériques fournira des services de secrétariat aux réunions du CCAm, qui auront lieu au moins une fois l'an.

Institut pour la stabilité financière

L'Institut pour la stabilité financière (ISF) a pour mandat d'aider les autorités prudentielles du secteur financier à travers le monde à renforcer la surveillance de leurs systèmes financiers et, ce faisant, à promouvoir la stabilité financière. 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. Il comprend des séries de séminaires, de conférences et de réunions de haut niveau, qui ont lieu à Bâle mais aussi ailleurs dans le monde. En 2007, l'Institut a organisé 55 événements portant sur un large éventail de thèmes en rapport avec le secteur financier. Plus de 1 900 représentants des banques centrales et des autorités de surveillance de l'assurance et du secteur bancaire y ont participé. L'ISF a poursuivi ses réunions de haut niveau à l'intention des sous-gouverneurs et des responsables d'autorités de contrôle. Ces réunions, qui se sont tenues en Afrique, en Asie, en Europe et au Moyen-Orient, ont en particulier porté sur la mise en œuvre de Bâle II, ainsi que sur d'autres questions prudentielles importantes.

FSI Connect

FSI Connect, outil d'information et de formation en ligne destiné aux superviseurs bancaires, constitue le second volet des activités de l'ISF. Cet outil, qui s'adresse à des superviseurs de tout niveau d'expérience et de compétence, propose actuellement plus de 140 modules sur une grande diversité de sujets. Au cours de l'année écoulée, des modules ont été ajoutés dans deux nouveaux domaines : comptabilité, et systèmes de paiement et de règlement. Plus de 150 banques centrales et autorités prudentielles sont actuellement abonnées à FSI Connect, soit quelque 8 000 utilisateurs.

Autres actions

En 2007, l'ISF a publié, dans un *Occasional Paper*, les résultats d'une enquête sur l'organisation institutionnelle de la supervision du secteur financier. Le document dégage les tendances récentes dans ce domaine et présente les principaux acteurs de la surveillance du secteur financier et du suivi global de la stabilité financière. Il traite également de questions relatives à la coopération prudentielle intersectorielle et transfrontière.

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, a pour but d'améliorer la compréhension des questions prudentielles et la qualité de la surveillance bancaire dans le monde. Il permet aux superviseurs d'entretenir un dialogue, qui inclut notamment l'échange d'information sur les pratiques prudentielles nationales, le renforcement de l'efficacité des techniques de surveillance de l'activité bancaire internationale et la détermination de normes prudentielles minimales dans les domaines où elles sont jugées souhaitables.

Réactions aux turbulences sur les marchés

Avant le début des turbulences sur les marchés financiers, mi-2007, le Comité avait formé des groupes de travail sur divers sujets liés à la gestion des risques et à la surveillance prudentielle, comme, par exemple, le risque de liquidité et les pratiques de valorisation des instruments financiers par les banques. En raison des faiblesses révélées par les turbulences, le Comité a avancé et, dans certains cas, modifié son programme de travail. Les importants enseignements tirés des événements survenus sur les marchés aideront également le Comité à renforcer le dispositif de Bâle II. Ces initiatives constituent un élément essentiel des efforts déployés dans le monde pour accroître la résilience du système bancaire.

Gestion et surveillance du risque de liquidité

Les travaux du Comité sur le risque de liquidité ont commencé fin 2006. Ils se sont d'abord concentrés sur les pratiques prudentielles des pays membres. Compte tenu des événements sur les marchés, le mandat initial a été étendu aux points forts et aux faiblesses de la gestion du risque de liquidité en temps de crise, et, en février 2008, le Comité a publié un rapport intitulé *Liquidity risk: management and supervisory challenges*. Ce document recense les développements sur les marchés financiers qui ont une incidence sur la gestion du risque de liquidité. Il examine différents régimes prudentiels nationaux, dégage quelques conclusions préliminaires de la période actuelle de tensions et esquisse les grandes lignes des travaux futurs qui pourraient être utilement menés concernant la gestion et la supervision du risque de liquidité. Le Comité procède actuellement à une révision complète des normes internationales de gestion et de surveillance du risque de liquidité (*Sound practices for managing liquidity in banking organisations*), parues en 2000. Les nouvelles normes devraient être publiées mi-2008.

Pratiques de valorisation des banques

Début 2007, le Comité de Bâle a entrepris une étude des pratiques suivies par les banques pour valoriser les instruments financiers. Le but de cet exercice était de mieux comprendre les méthodes faisant appel à des modèles afin de produire des évaluations utilisées pour la gestion des risques ou la communication financière. Il s'agissait également de passer en revue les pratiques de contrôle, d'audit et de gouvernance en rapport avec ces évaluations. Après les turbulences sur les marchés, le Comité a étendu la portée de ses travaux afin d'y englober les mesures prises par les banques pour faire face aux tensions et de dégager les premiers enseignements à en tirer. Le Comité a conclu que, si les pratiques et procédures actuelles de valorisation n'étaient pas la cause fondamentale des turbulences sur les marchés, les difficultés dans ce domaine participaient aux effets de ces turbulences et les amplifiaient. Il entend mettre au point des recommandations pour aider les autorités prudentielles à juger du caractère rigoureux des procédures de valorisation des banques et, ce faisant, à améliorer la gestion des risques.

Bâle II

Les turbulences sur les marchés financiers ont confirmé qu'il importe de mettre rapidement en œuvre Bâle II en vue d'améliorer la gestion des risques et le contrôle bancaire. Face aux événements sur les marchés, le Comité a entrepris de passer en revue le dispositif de Bâle II afin de recenser les domaines susceptibles d'amélioration dans chacun des trois piliers : exigences minimales de fonds propres (1er pilier) ; processus de surveillance prudentielle (2e pilier) ; discipline de marché (3e pilier). Parmi ces domaines, il faut citer les exigences de fonds propres applicables au portefeuille de négociation, lesquelles pourraient être renforcées. En octobre 2007, le Comité a publié un document consultatif intitulé *Guidelines for computing capital for incremental default risk in the trading book*. Il entend désormais étendre la portée des recommandations initiales de façon à prendre en compte d'autres risques circonstanciels potentiels dans le portefeuille de négociation. La proposition concernant le risque circonstanciel devrait être mise en consultation en 2008.

Les turbulences sur les marchés ont aussi souligné l'importance d'une application internationale, effective et homogène de Bâle II. À cet égard, en novembre 2007, le Comité a publié un document sur le risque opérationnel intitulé *Principles for home-host supervisory cooperation and allocation mechanisms in the context of advanced measurement approaches* (AMA). En outre, le Groupe pour l'application de l'accord (GAA) continue de traiter les problèmes pratiques que pose aux contrôleurs bancaires dans le monde la mise en œuvre de Bâle II et d'œuvrer en faveur d'une application homogène.

Autres initiatives concernant la gestion des risques et la surveillance prudentielle

Le Comité a continué de participer activement à l'élaboration de normes internationales de comptabilité et d'audit. À cet effet, il a travaillé en étroite collaboration avec l'International Accounting Standards Board (IASB) et le Conseil des normes internationales d'audit et d'assurance (IAASB). Compte tenu de l'application croissante du principe de la juste valeur, le Comité est soucieux de faire en sorte que les estimations présentées dans les états financiers établis sur ce principe soient fiables, pertinentes et vérifiables. En plus de ses travaux sur les normes comptables relatives aux instruments financiers, le Comité s'intéresse à des questions liées à l'élaboration d'un cadre conceptuel commun et à l'examen des grandes questions d'audit dans une perspective de contrôle bancaire.

Face à l'importance croissante prise par les activités bancaires transfrontières ces dernières années, le Comité a formé, en 2007, un groupe de travail chargé d'étudier les questions du traitement des difficultés des grandes banques opérant dans plusieurs pays. L'analyse des stratégies actuelles en la matière, de la répartition des responsabilités et des cadres juridiques servira à mieux comprendre quels obstacles peuvent se poser à la coopération dans ce domaine et comment l'améliorer.

Le Comité continue, par ailleurs, à jouer un rôle de premier plan dans la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme. Dans une lettre d'information d'octobre 2007, il a invité les représentants des

secteurs public et privé à accroître la transparence des paiements internationaux pour soutenir les efforts de lutte contre la criminalité dans le monde. Le Comité poursuit son examen de questions de contrôle bancaire liées aux paiements de couverture (« *cover payments* ») afin d'arriver à un consensus sur les principes sur lesquels fonder politiques et priorités des autorités de contrôle pour faire appliquer les règles de transparence dans les paiements internationaux.

Élargissement du champ d'action du Comité

Le Comité de Bâle continue d'étendre le champ de son action pour inclure les juridictions non membres et pour faciliter encore le dialogue avec les autorités prudentielles du monde entier. Outre les 13 pays représentés au Comité, plus de 20 autres participent directement à divers sous-groupes, ce qui a permis d'accroître les échanges d'information entre un grand nombre de pays. Cela s'est aussi révélé être un excellent moyen, pour le Comité, d'obtenir des informations de régions telles que l'Amérique latine et l'Asie, et de diffuser des données aux membres de groupes régionaux de contrôleurs bancaires. Le Groupe de liaison international du Comité permet également à des pays non membres de prendre part aux nouvelles initiatives du Comité de Bâle et de mettre au point des propositions. Le Comité continuera d'œuvrer à l'élargissement du dialogue avec les pays non membres par le biais des travaux du Groupe de liaison international, de rencontres avec des groupes régionaux d'autorités de contrôle bancaire ainsi que de la conférence bisannuelle ICBS et d'autres mécanismes.

Comité sur le système financier mondial

Présidé par Donald L. Kohn, Vice-Président du Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale, le Comité sur le système financier mondial (CSFM) suit l'évolution des marchés financiers et en analyse les implications en termes de stabilité financière. 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 économies suivantes : Australie, Brésil, Chine, Corée, Espagne, Hong-Kong RAS, Inde, Mexique et Singapour.

Au cours de l'année écoulée, l'ordre du jour du Comité a largement reflété l'évolution des turbulences financières. Dans le cadre du suivi régulier du système financier mondial, les thèmes suivants ont été évoqués :

- causes de la détérioration généralisée du crédit dans la finance structurée et répercussions à d'autres segments du système financier ;
- effets des turbulences récentes sur les bilans des banques, leur exposition à la crise du marché du crédit – notamment du fait des risques encourus sur certains actifs dans l'attente de leur cession – et leur exposition aux entités de hors-bilan telles que celles qui investissent en produits structurés ;
- capacité des banques de lever des financements et capitaux à court terme dans le contexte des perturbations ininterrompues des marchés monétaires et financiers ;

- conséquences de la détérioration rapide des marchés du crédit et éventuel impact, pour l'économie, du resserrement des conditions du crédit.

De plus, le Comité a établi des groupes de travail chargés de passer en revue des aspects spécifiques des récentes turbulences sur les marchés. Le premier avait pour tâche d'étudier comment les investisseurs utilisent les notations relatives aux produits structurés, thème ayant également fait l'objet d'un atelier qui a réuni, à Londres, le CSFM, des agences de notation et des investisseurs. Le second groupe de travail devait se pencher, avec le Comité des marchés, sur l'efficacité des réactions des banques centrales aux tensions sur les marchés monétaires. Enfin, le groupe de travail sur le capital-investissement et les financements à effet de levier, créé avant le début des turbulences, a réorienté ses travaux pour analyser les implications possibles, pour la stabilité financière, du développement rapide des marchés des financements à effet de levier à la lumière des événements récents.

Dans le cadre de ses efforts pour mieux comprendre les évolutions structurelles des marchés financiers mondiaux, le Comité a créé un groupe de travail chargé d'étudier les incidences financières de la hausse importante des flux de capitaux à destination des économies émergentes ces dernières années.

En outre, le Comité a organisé plusieurs réunions spéciales comprenant notamment une série de rencontres régionales sur le financement du logement (après la publication, en 2006, du rapport de son groupe de travail sur le crédit au logement dans le système financier mondial), ainsi qu'une table ronde sur le développement des marchés d'obligations en monnaie locale en Afrique.

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, œuvre au renforcement de l'infrastructure des marchés financiers en encourageant la mise en place de systèmes de paiement et de règlement sûrs et efficients.

En juillet 2007, le Comité a publié un rapport consultatif intitulé *Progress in reducing foreign exchange settlement risk*. Ce document s'appuie sur une enquête de grande ampleur sur les modalités de gestion, dans les banques et autres établissements financiers, des risques associés au règlement des opérations de change. Il conclut que, malgré les importants progrès accomplis (comme en témoignent, notamment, la création et le développement de CLS Bank), une part significative des opérations de change demeure réglée selon des méthodes génératrices de risque de règlement potentiellement élevé. Le rapport recommande donc aux établissements financiers, associations professionnelles et banques centrales des mesures spécifiques pour réduire et contrôler les expositions durables de montant élevé qui subsistent. Pour donner suite à ce rapport, le Comité examinera, avec le Comité de Bâle, quels pourraient être les moyens de s'assurer que les banques

appliquent à leurs expositions au risque de règlement de change des pratiques appropriées de gestion des risques.

Le Comité a continué de promouvoir la coopération entre banques centrales, et notamment avec celles des économies émergentes. Il a également apporté son soutien et son savoir-faire lors d'ateliers et de séminaires organisés par la BRI, en collaboration avec les groupes régionaux de banques centrales, sur des questions liées aux systèmes de paiement.

Comité des marchés

Le Comité des marchés (CM), présidé par Hiroshi Nakaso, Directeur général du département Marchés financiers de la Banque du Japon, réunit les hauts responsables des opérations de marché des banques centrales du G 10, pour des échanges de vues. Participent aussi régulièrement à ces débats les représentants des banques centrales ou autorités monétaires des économies suivantes : Australie, Brésil, Chine, Corée, Espagne, Hong-Kong RAS, Inde, Mexique et Singapour.

Au cours de leurs réunions bimestrielles, et aussi souvent qu'elles l'estiment nécessaire, les banques centrales participantes (ou quelques-unes d'entre elles) examinent ensemble les évolutions récentes des marchés financiers et leurs implications à court terme pour le fonctionnement de ces marchés et leurs propres opérations.

Cette année, les réunions régulières ont été l'occasion d'aborder les thèmes suivants :

- impact des décisions de politique monétaire sur les marchés et éventuelles difficultés liées à la communication des banques centrales ;
- facteurs sous-jacents aux tensions observées sur les marchés, notamment monétaires, ainsi que nature et effets des mesures correctrices prises par les banques centrales ;
- conséquences sur les monnaies de revirements soudains dans les stratégies de *carry trade* ;
- tendances à court terme des flux mondiaux de capitaux.

Le Comité a également tenu des réunions spéciales, parfois avec le secteur privé, pour évoquer des sujets de nature plus structurelle, notamment : compréhension et suivi, par les banques centrales, des stratégies des fonds alternatifs ; évolution des marchés de matières premières ; rôle croissant des fonds souverains sur les marchés mondiaux des capitaux. Il a également organisé, en coopération avec le Bureau des Amériques, une réunion sur les marchés d'Amérique latine qui s'est tenue à la Banque centrale du Brésil.

Par suite des tensions sur les marchés monétaires, le Comité a jugé nécessaire d'avoir des discussions plus fréquentes et plus techniques concernant l'évolution des marchés et les aspects techniques des opérations de marché des banques centrales. Pour accroître la transparence du marché et la compréhension de l'action des banques centrales, le Comité a également publié, pour la première fois, des informations sur le cadre opérationnel pour la prise de décision et la mise en œuvre de la politique monétaire par ses membres, sous forme d'un compendium. Enfin, il a pris part aux travaux d'un

groupe d'étude chargé d'examiner, en coordination avec le CSFM, l'efficacité des mesures prises par les banques centrales face aux tensions sur les marchés monétaires.

Groupe de dissuasion de la contrefaçon

Le Groupe de dissuasion de la contrefaçon (GDC) est mandaté par les gouverneurs des banques centrales du G 10 pour étudier les menaces sur la sécurité des billets de banque et proposer des solutions aux instituts d'émission. Il a défini des éléments à intégrer destinés à empêcher la reproduction de billets au moyen de photocopieurs couleur ou d'autres appareils faisant appel à la technologie numérique (ordinateurs personnels, imprimantes, scanneurs). La BRI apporte son soutien au GDC en hébergeant son secrétariat et en lui servant d'agent dans ses relations contractuelles.

Contributions de la BRI à la coopération financière internationale au sens large

Groupe des Dix

La BRI a continué de contribuer aux travaux des ministres des Finances et des gouverneurs de banque centrale des pays du G 10, en assistant, en qualité d'observateur, aux réunions du Groupe et en fournissant des services de secrétariat. Lors de leur rencontre annuelle, les ministres et gouverneurs du G 10 ont examiné les progrès réalisés dans la mise en œuvre des recommandations énoncées dans le rapport du Forum sur la stabilité financière (FSF) sur les institutions à fort effet de levier (*Report on highly leveraged institutions*). Ils se sont félicités des avancées enregistrées dans deux domaines : l'examen prudentiel conjoint des pratiques suivies par les grands intermédiaires en matière de gestion du risque de contrepartie ; les efforts entrepris par des groupes de travail du secteur privé, aux États-Unis et au Royaume-Uni, pour mettre au point des pratiques optimales pour les fonds alternatifs afin de renforcer la discipline de marché. Les ministres et gouverneurs du G 10 ont également approuvé le renouvellement, pour une période de cinq ans, des Accords généraux d'emprunt (AGE).

Forum sur la stabilité financière

Le Forum sur la stabilité financière (FSF) 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 développant l'échange d'information et la coopération en matière de supervision et de surveillance financières. Il a pour mission d'évaluer les risques et les vulnérabilités affectant le 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 comités composés d'experts de banque centrale (CSFM et CSPR). Il est présidé par Mario Draghi, Gouverneur de la Banque d'Italie.

Le FSF tient habituellement deux réunions plénières chaque année ; les plus récentes ont eu lieu à New York, en septembre 2007, et à Rome, en mars 2008. Lors de ces rencontres, les membres du FSF ont évoqué les difficultés et vulnérabilités actuelles des marchés financiers, les mesures prises pour y remédier et les actions envisageables à l'avenir. Le Forum organise aussi des réunions régionales ponctuelles destinées à favoriser de plus larges échanges de vues sur les vulnérabilités du système financier et les travaux en cours pour orienter les politiques à mettre en œuvre.

En mai 2007, le Forum a publié une mise à jour de son rapport sur les établissements à fort effet de levier. Si le secteur des fonds alternatifs n'est pas la cause première des récentes turbulences sur les marchés, la gravité des problèmes a souligné combien il importait d'assurer une saine gestion du risque de contrepartie dans les établissements soumis à une surveillance prudentielle et de favoriser l'échange d'une information pertinente entre les fonds alternatifs et leurs contreparties. Le document passe en revue des questions clés dans ce domaine et formule une série de recommandations. Par la suite, le Forum a salué les initiatives du secteur privé visant à étoffer les recommandations portant sur des pratiques saines de gestion et destinées aux gestionnaires de fonds alternatifs ainsi qu'aux investisseurs. Lors de sa réunion de Rome, le Forum a émis le souhait que des rapports soient établis régulièrement sur l'adoption des normes par le secteur des fonds alternatifs et sur l'adéquation entre ces normes et les objectifs visés (accroître la transparence et perfectionner les pratiques de gestion des risques).

Lors de sa réunion de septembre 2007, le Forum a fait le point sur l'état d'avancement de son initiative sur les places franches financières (PFF), en examinant le rapport de son groupe chargé du suivi des PFF. Il a reconnu les importants progrès accomplis par les PFF, même si des motifs de préoccupation subsistent. Il a réitéré son engagement d'encourager le respect des normes internationales, y compris en matière de coopération et d'échange d'information.

À la demande des ministres des Finances et des gouverneurs de banque centrale du G 7, le Forum a élaboré un rapport recensant les principales faiblesses à l'origine des turbulences apparues sur les marchés à l'été 2007 et recommandant des mesures permettant d'y répondre. Ce rapport sur l'amélioration de la résilience des marchés et institutions, publié en avril 2008, a été rédigé par un groupe de travail réunissant les hauts responsables de grands centres financiers et d'établissements financiers internationaux ainsi que les présidents d'organismes réglementaires et prudentiels internationaux. Il formule des recommandations spécifiques dans les domaines suivants : surveillance prudentielle en matière de fonds propres, de liquidité et de gestion des risques ; pratiques en matière de transparence, de communication

et de valorisation ; rôle et utilisation des notations de crédit ; réactivité des autorités vis-à-vis des risques et dispositifs pour faire face aux tensions dans le système financier. Il s'agit de recommandations concrètes et opérationnelles dont le Forum supervisera la prompte mise en œuvre.

Enfin, le FSF a continué de soutenir les efforts entrepris pour renforcer les normes et pratiques internationales en matière de comptabilité et d'audit. Dans son rapport au G 7, il a invité les organes de normalisation de la comptabilité à renforcer les normes de communication financière relatives aux entités de hors-bilan, aux valorisations et à la publication des risques, alors que les organes de normalisation de l'audit et les autorités prudentielles étaient encouragés à préciser leurs recommandations sur la vérification de la valorisation des produits financiers complexes ou illiquides.

Lors de leur réunion d'avril 2008, à Washington, les ministres et gouverneurs du G 7 ont résolument adhéré au rapport et désigné parmi les recommandations celles à mettre en œuvre en priorité, notamment : initiatives sur les normes de communication et de comptabilité ; renforcement des pratiques de gestion des risques et des niveaux de fonds propres ; publication de recommandations en matière de gestion du risque de liquidité ; révision des codes de conduite à l'usage des agences de notation.

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'information et de l'assistance mutuelle. Elle a participé avec d'autres régulateurs internationaux (tels que ses partenaires de l'Instance conjointe, le Comité de Bâle et l'OICV) à la mise au point de principes pour la surveillance des conglomérats financiers. Elle s'est fortement développée ces dernières années.

L'AICA participe activement aux travaux du FSF et, en particulier, à ceux de son groupe de travail sur la résilience des marchés et des institutions. Au cours de l'année, elle a mené trois enquêtes pour évaluer l'impact potentiel, sur le secteur de l'assurance, des développements sur les marchés financiers mondiaux. Les résultats des enquêtes aideront à déterminer ses activités futures et à en fixer le degré de priorité ; en outre, ils apporteront une perspective prudentielle aux travaux du FSF.

Les principales initiatives de l'année écoulée concernaient les domaines traités ci-après.

Comptabilité

L'AICA veille à ce que la communication financière soit de grande qualité et offre une image significative et économiquement fiable de la santé financière des assureurs. Elle suit de près les évolutions de la communication financière internationale susceptibles d'avoir le plus d'influence sur le modèle comptable

global pour les compagnies d'assurances soumises à une surveillance prudentielle. En 2007, l'AICA a largement contribué aux travaux de l'IASB sur les contrats d'assurance, ainsi qu'à divers autres projets intéressant les assureurs, comme les évaluations à la juste valeur. L'AICA formule aussi des commentaires sur les documents diffusés aux fins de consultation par la Fédération internationale des comptables (International Federation of Accountants ou IFAC) concernant les normes internationales d'audit applicables au secteur de l'assurance.

Adéquation des fonds propres et solvabilité

En octobre 2007, l'AICA a approuvé trois documents d'orientation visant à faciliter la comparabilité et la convergence de l'évaluation internationale de la solvabilité des assureurs. Ces documents portent sur les thèmes suivants :

- exigences basées sur des principes de haut niveau pour un régime de solvabilité concernant les fonds propres réglementaires ;
- mise en place et utilisation d'un cadre de gestion du risque d'entreprise par les assureurs ;
- recours à des modèles internes pour l'évaluation quantitative et qualitative des risques, et pour la gestion des fonds propres.

Contrôle consolidé

Consciente de l'internationalisation croissante du marché de l'assurance et du fait qu'une grande part de l'activité est traitée au sein de structures de groupe, l'AICA a continué de bien progresser dans l'élaboration d'un ensemble de principes visant à simplifier et rationaliser la surveillance des groupes d'assurance. D'autres normes et documents d'orientation viendront compléter ces travaux.

Réassurance

En novembre 2007, l'AICA a publié la quatrième édition de son rapport sur le marché mondial de la réassurance (*Global reinsurance market report*), qui repose sur des statistiques fournies par les plus grosses compagnies de réassurance. Le rapport montre que l'année 2006 a été beaucoup plus rentable pour le secteur que 2005, marquée par des pertes sans précédent.

Échange d'information

Après l'adoption, en février 2007, d'un protocole d'accord multilatéral définissant un ensemble de principes et procédures d'échange d'information, de points de vue et d'évaluations, l'AICA a commencé à valider les demandes de participation émanant des juridictions intéressées.

Formation

Chaque année, l'AICA organise une quinzaine d'ateliers et de séminaires régionaux pour aider les superviseurs de l'assurance à mettre en œuvre ses principes et normes, en collaboration avec l'ISF, les autorités nationales de contrôle de l'assurance et d'autres organismes. En janvier 2008, l'AICA a lancé IAIS DISCOVER, une série de didacticiels en ligne complétés par des ateliers et

des formations à distance. À Pékin, trois modules pilotes ont été testés par des contrôleurs d'assurance d'Asie. L'AICA entend développer de nouveaux modules reposant sur le projet « Core Curriculum » mis au point avec la Banque mondiale.

Site web de l'AICA : www.iaisweb.org.

Association internationale de protection des dépôts

L'Association internationale de protection des dépôts (International Association of Deposit Insurers – IADI), 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 ou le perfectionnement de systèmes efficaces de protection des dépôts.

Elle regroupe 73 organismes du monde entier (51 en qualité de membres), dont plusieurs banques centrales intéressées à promouvoir l'adoption ou le bon fonctionnement de systèmes efficaces de garantie des dépôts.

L'un des principaux objectifs de l'IADI est d'améliorer l'efficacité des systèmes en élaborant des principes et de bonnes pratiques. En mars 2008, l'IADI a publié *Core Principles for effective deposit insurance systems* à l'intention des pays qui envisagent d'adopter ou de réformer un système de garantie des dépôts. Les 21 principes fondamentaux sont issus de trois sources : recherches et documents d'orientation de l'IADI ; recommandations formulées par ses membres fondateurs (dont l'IADI a beaucoup utilisé l'expérience) ; lignes directrices rédigées par des organisations internationales et approuvées par l'IADI. Les principes fondamentaux sont conçus pour être adaptables à un large éventail de situations, structures et contextes nationaux.

Durant sa sixième année d'activité, l'IADI a continué de faciliter les rencontres entre organismes de garantie des dépôts et autres participants au filet de sécurité financier, en organisant notamment :

- sa sixième Conférence annuelle, sur le thème « Garantie des dépôts et protection des consommateurs », qui a réuni 250 représentants de la profession et responsables des orientations venus de 52 pays. Y étaient présentées les principales caractéristiques des systèmes de protection des dépôts existant dans le monde (Kuala Lumpur, octobre 2007) ;
- un programme de formation des cadres proposant des études de cas sur la mise en place de systèmes de protection des dépôts et la gestion des

demandes d'indemnisation des déposants confrontés à une faillite bancaire (Washington, juillet 2007) ;
- un colloque sur les questions transfrontières (Bâle, mai 2007) ;
- une conférence interrégionale sur le rôle des systèmes de protection des dépôts dans le renforcement de la stabilité financière (Istanbul, juin 2007).

À l'échelon régional, l'IADI a organisé des conférences, séminaires et réunions de comités qui ont eu lieu à Istanbul, Prague, Washington DC, Kuala Lumpur, San Salvador, Bâle et Bali.

Le portail Internet interactif de l'IADI facilite la recherche et fournit des informations sur la protection des dépôts et les activités organisées dans ce domaine.

Site web de l'IADI : www.iadi.org.

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 professionnelles ou universitaires ; la plupart peuvent être consultés sur le site www.bis.org.

Conformément à la mission de la Banque, les questions de stabilité monétaire et financière constituent l'objet principal de ces travaux de recherche. Ont été spécifiquement étudiés l'an dernier :
- les perturbations sur les marchés financiers, leurs causes et leurs implications en termes d'orientation des politiques ;
- le comportement du marché interbancaire ;
- l'approche macroprudentielle de la stabilité financière, et la coordination des politiques monétaires et prudentielles ;
- les mutations du système financier et le mécanisme de transmission de la politique monétaire ;
- la transparence et la communication en matière de politique monétaire ;
- le recours à des modèles d'équilibre général intertemporels et stochastiques (DSGE) dans le processus d'élaboration des politiques ;
- la mesure et la tarification du risque de crédit ;
- la structure par échéance des taux d'intérêts, et, notamment, les primes d'échéance ;
- les tendances de l'activité bancaire internationale ;
- les pratiques de gestion des réserves de change.

La BRI organise également des conférences et séminaires réunissant, le plus souvent, hauts responsables, universitaires renommés et acteurs du marché. En juin 2007, la Sixième Conférence annuelle de la BRI a été consacrée aux liens entre système financier et résilience macroéconomique.

Au second semestre 2007, la BRI a aussi organisé deux réunions d'économistes de banques centrales ayant trait à la prise de décisions stratégiques. La première, tenue en septembre avec la participation d'universitaires, portait sur l'utilité des modèles DSGE comme instruments utilisés pour la définition des politiques. La seconde, qui a eu lieu en novembre, s'appuyait en partie sur une enquête *ad hoc*. Il s'agissait d'un examen systématique de la préparation des données statistiques et analytiques servant à la prise de décision en politique monétaire et à la communication de leurs résultats.

Gouvernance des banques centrales

Le soutien apporté par la BRI aux mesures visant à améliorer la gouvernance des banques centrales dans l'accomplissement de leur mission d'intérêt général est coordonné par le Forum sur la gouvernance des banques centrales. Celui-ci se compose du Groupe de gouvernance (réunissant les gouverneurs d'un grand nombre de banques centrales représentatives), du Réseau de gouvernance (qui rassemble désormais près d'une cinquantaine de banques centrales et autorités monétaires) et d'un secrétariat.

Les travaux de la BRI dans ce domaine consistent à compiler, analyser et diffuser des informations sur différentes approches du fonctionnement et de la gouvernance des banques centrales. Les thèmes étudiés sont choisis en fonction de l'intérêt que leur portent les banques centrales. L'an dernier, ils ont été très divers et incluaient notamment : communication ; fonctionnement des organes de décision et instances de surveillance ; contributions du personnel aux décisions de politique monétaire ; organisation de la fonction de prêteur en dernier recours ; principes et pratiques de rémunération. Par ailleurs, a été distribué un rapport détaillé sur l'organisation de la gestion des risques dans les banques centrales. À l'heure actuelle, un projet vise à dégager de la masse d'informations accumulées pendant des années les éléments essentiels à la conception d'une banque centrale moderne. Un nouveau système d'information est également en cours d'élaboration pour améliorer l'accès des banques centrales aux données comparatives sur leur gouvernance et leur organisation.

Coopération dans le domaine statistique

Disposer de statistiques à jour, fiables et comparables entre pays en matières économique, monétaire et financière est crucial pour les autorités et les acteurs du marché. La BRI suit de près les travaux entrepris pour améliorer ces statistiques aux niveaux international, régional et national, et y participe activement, particulièrement s'agissant des statistiques relatives aux évolutions dans le domaine financier.

Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics

Fin 2007, toutes les banques centrales actionnaires de la BRI étaient devenues officiellement membres de droit de l'Irving Fisher Committee on Central Banks Statistics (IFC). L'IFC est un forum rassemblant utilisateurs et fournisseurs de statistiques, appartenant ou non à la communauté des banques centrales, pour débattre de questions statistiques relatives à la stabilité économique, monétaire et financière. Il est présidé par Jan Smets, Directeur à la Banque nationale de Belgique.

En août 2007, lors de la 56e Session de l'Institut international de statistique (IIS) à Lisbonne, l'IFC a organisé diverses réunions portant notamment sur les sujets suivants : comptabilisation dans les comptes nationaux des obligations au titre des retraites ; mesures des stocks et flux dans les comptes financiers ; mesures de la production et des prix des services financiers ; statistiques sur les investissements de portefeuille. Le Comité a également organisé une série d'ateliers régionaux en Inde, en Argentine et en Autriche sur l'utilisation des enquêtes par les banques centrales ; ces réunions étaient coparrainées par les banques centrales des pays hôtes et les divers groupes régionaux auxquels elles appartiennent. En mars 2008, le Comité a organisé au FMI un atelier sur les difficultés que pose l'amélioration de la comparabilité internationale des statistiques sur les titres.

Les comptes rendus des débats du Comité sont publiés dans l'*IFC Bulletin* et sur le site Internet de la BRI. Le Comité a également lancé une série de *Working Papers* dans laquelle seront publiées les analyses d'experts des membres de droit du Comité aussi bien que de ceux n'appartenant pas à la communauté des banques centrales.

Statistiques financières internationales

L'an dernier, 54 banques centrales ont participé à la Septième enquête triennale BRI sur les marchés des changes et dérivés, qui portait sur le volume d'activité journalier de ces marchés en avril 2007 ainsi que sur les encours notionnels et les valeurs brutes de marché à fin juin. Grâce à une amélioration des procédures de compilation des données, les résultats définitifs de l'enquête ont été publiés dès le mois de décembre, soit trois mois plus tôt qu'en 2004.

Les statistiques trimestrielles de la BRI sur l'activité bancaire transfrontière et les émissions de titres, ainsi que ses statistiques semestrielles sur les dérivés de gré à gré, ont montré toute leur pertinence en rendant compte des évolutions sur les marchés financiers au cours de la récente période de turbulences. Les statistiques BRI sur l'activité bancaire et les titres sont également une source essentielle de données pour la plateforme commune sur les statistiques de dette extérieure (JEDH, Joint External Debt Hub), établie en collaboration avec la Banque mondiale, le FMI et l'OCDE. La coopération entre la BRI et l'International Union of Credit and Investment Insurers (Union de Berne) a permis d'inclure dans la plateforme JEDH, dès le début 2008, de nouvelles données sur les crédits commerciaux.

En janvier 2008, 35 banques centrales étaient représentées à la Réunion bisannuelle d'experts sur les statistiques financières internationales de la BRI,

qui portait sur les aspects méthodologiques et organisationnels des divers exercices de collecte de données sous les auspices de la BRI. L'an dernier, la Banque a également sollicité la coopération des banques centrales des pays couverts par la collecte BRI sur les titres de dette domestique afin d'améliorer les statistiques dans ce domaine, conformément aux propositions formulées dans le rapport du CSFM intitulé *Financial stability and local currency bond markets*.

Base de données BRI

Quarante et une banques centrales actionnaires de la BRI contribuent à la base de données BRI, qui leur permet d'échanger régulièrement des données nationales. L'an dernier, l'accès Internet à la base de données a été notablement amélioré et le contenu de la base a été enrichi de données relatives aux systèmes de paiement (en particulier celles publiées par le CSPR), aux prix de l'immobilier et aux opérations journalières des banques centrales sur le marché monétaire.

Technologie de l'information statistique

La collecte, la compilation, l'analyse et la diffusion de données statistiques consomment beaucoup de ressources, y compris en termes informatiques. Dans le cadre de la mise à niveau sur plusieurs années de ses applications informatiques, la BRI a mis en service une nouvelle application pour le traitement de ses statistiques bancaires internationales. Elle étudie également des moyens de mettre à niveau les applications sur lesquelles repose la base de données BRI et de favoriser l'intégration de ses diverses bases de données et de ses applications destinées aux utilisateurs finals. Un autre projet en cours vise à améliorer la diffusion des statistiques sur le site BRI.

La BRI travaille en étroite collaboration avec les banques centrales pour améliorer les solutions informatiques facilitant l'échange et le traitement des données et métadonnées statistiques. Ainsi, elle contribue activement au programme d'échange de données et métadonnées statistiques (SDMX), qui associe la BCE, la Banque mondiale, Eurostat, le FMI, l'OCDE et les Nations Unies. En février 2008, lors d'une réunion qui a rassemblé des représentants d'environ 130 pays et 40 organisations internationales, la Commission de statistique des Nations Unies a désigné SDMX comme norme privilégiée d'échange et de partage de données et métadonnées, et encouragé les organisations statistiques nationales et internationales à l'appliquer.

Les produits SDMX, disponibles sur le site Internet SDMX (www.sdmx.org), comprennent :

- des normes techniques approuvées par l'Organisation internationale de normalisation ;
- des directives relatives au contenu des données et métadonnées échangées ;
- des outils de mise en œuvre fournis par les organisations parrainantes ou des fournisseurs du secteur privé.

Le site Internet contient, en outre, des informations sur des projets liés à SDMX dans un nombre croissant de domaines statistiques.

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

Le Groupe des experts informaticiens (GEI), qui se réunit deux fois l'an, permet aux grandes banques centrales d'échanger leur expérience technique et organisationnelle dans le domaine informatique. En outre, le Groupe d'étude sur les questions de sécurité (WPSI) tient deux réunions par an sur des sujets liés à la sécurité informatique.

En juin 2007, le séminaire triennal du Groupe dénommé CBITX (Central Bank Information Technology Exchange) a été accueilli par l'Autorité monétaire de Singapour. Il était précédé d'un séminaire régional qui a réuni, à la BRI, des membres du Groupe et des représentants du département informatique de plusieurs banques centrales de la région. Les présentations et discussions ont permis des échanges de vues ouverts sur les sujets suivants : gestion des connaissances ; refacturation aux utilisateurs des services informatiques ; déploiement des applications dans des organisations de grande taille ; gestion du risque informatique ; développement interne ou externe des applications ; besoins de maintenance des systèmes à haute disponibilité.

Lors de leur réunion de novembre, les membres du Groupe ont approuvé la constitution d'un groupe de travail chargé d'améliorer la planification du contenu et du format des prochaines rencontres. Des groupes *ad hoc* seront mis en place pour traiter de façon coopérative de sujets de fond au cours de plusieurs réunions. En mars 2008, un séminaire conjoint a été organisé par le WPSI et les responsables de la sécurité informatique des banques centrales du G 10 avec des experts de grandes banques centrales hors G 10 pour étudier les liens croissants entre sécurité virtuelle et sécurité physique. Il était consacré notamment aux questions de continuité d'exploitation, de gestion des risques ainsi que d'organisation et de stratégie. Ce séminaire ayant remporté un grand succès, le WPSI et les groupes de responsables de la sécurité informatique dans des banques centrales envisagent une possible future coopération.

Coopération avec les groupes régionaux de banques centrales

La coopération entre la BRI et les groupes régionaux de banques centrales a essentiellement pour but de diffuser les travaux de recherche, d'analyse des politiques économiques et les statistiques de la Banque auprès de banques centrales qui, normalement, ne participent pas à ses activités régulières. Au cours de l'année écoulée, cette coopération s'est traduite notamment par :

- deux séminaires sur le thème « Analyse et rapports relatifs à la stabilité financière » : l'un, à l'intention des banques centrales d'Europe centrale et orientale, et de la Communauté des États indépendants, s'est tenu à l'Institut multilatéral de Vienne ; l'autre, qui s'adresse aux banques centrales et agences monétaires du Conseil de coopération du Golfe (CCG), a été accueilli par l'Agence monétaire d'Arabie Saoudite à Riyad ; de plus, la BRI a aidé SEACEN (South East Asian Central Banks) à organiser un séminaire sur le même sujet ;

- des conférences dans le cadre du Mastère en Banque et Finance du Centre africain d'études supérieures en gestion (CESAG) de Dakar.

Au printemps 2007, le Groupe des coordinateurs de coopération et de formation techniques a tenu son assemblée générale annuelle à Yerevan. Quelque 50 représentants de 36 institutions étaient invités à donner leur avis sur les évolutions récentes en matière de coopération technique dans les banques centrales et les organisations financières internationales participantes. Le Groupe a également apporté son soutien pour l'organisation, à la BRI à l'automne 2007, de la rencontre entre organismes de formation internationale à laquelle ont assisté les représentants de 30 institutions nationales et internationales offrant des programmes de formation pour les banques centrales. Les débats ont porté sur les activités de formation, les aspects organisationnels et opérationnels, ainsi que sur les domaines de coopération présents et futurs.

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 pour la profession. Les normes internationales d'audit et la nécessité d'améliorer constamment le contrôle des risques dans les banques centrales sont généralement des thèmes au cœur de leurs discussions. De plus, deux fois par an, l'Audit interne de la BRI organise et accueille les réunions du Groupe de travail du G 10 sur les méthodes d'audit informatique.

En juin 2007, la BRI a participé à la 21e Conférence annuelle plénière des responsables de l'audit interne du G 10, dont la Banque de Réserve fédérale de New York était l'hôte. Figuraient notamment à l'ordre du jour : compte rendu au conseil d'administration sur le contrôle interne ; rôle de l'audit interne dans les questions culturelles ; gestion de la continuité d'exploitation ; indicateurs clés de performance ; recours à la modélisation du risque.

L'Audit interne de la BRI a mis en place des réseaux d'échange d'information avec ses homologues des banques centrales et autorités monétaires d'Asie–Pacifique, d'Amérique latine et des Caraïbes. En octobre 2007, l'Audit interne et le Bureau de représentation de la BRI en Asie ont organisé, à Hong-Kong RAS, la cinquième réunion BRI des responsables de l'audit interne des banques centrales de la région.

Services financiers de la Banque

Gamme des services financiers

La BRI propose une gamme étendue de services financiers, spécifiquement conçus à l'intention des banques centrales, autorités monétaires et autres, afin de les aider à gérer leurs réserves de change. Sa clientèle est constituée de quelque 130 banques centrales, auxquelles s'ajoutent plusieurs institutions internationales.

Sécurité et liquidité sont les qualités essentielles des services d'intermédiation de crédit de la Banque, lesquels s'appuient sur un dispositif rigoureux de gestion interne des risques. Conformément aux meilleures pratiques, une unité de contrôle des risques indépendante, faisant rapport directement au Directeur Général Adjoint – et, par son intermédiaire, au Directeur Général – surveille les risques de crédit, de liquidité et de marché auxquels la Banque est exposée ; une autre unité (en charge, par ailleurs, des questions de conformité) assure la surveillance des risques opérationnels de la Banque.

Pour répondre à la diversité de leurs besoins – en constante évolution –, la BRI offre aux banques centrales un large choix de placements, en termes de monnaies, de liquidité et d'échéances. Outre les produits classiques de court terme, tels que comptes à vue/à préavis et dépôts à terme, elle propose deux instruments directement négociables auprès d'elle (à l'achat et à la vente) : FIXBIS, placement à taux fixe dont la durée peut aller de 1 semaine à 1 an, et MTI, instrument à moyen terme, de durée comprise entre 1 et 10 ans. L'offre standard de la BRI comporte également des MTI avec option de remboursement anticipé et d'autres instruments comportant des caractéristiques optionnelles.

En outre, la Banque réalise des opérations de change et sur or pour le compte de sa clientèle. À l'occasion, elle accorde aux banques centrales des crédits à court terme, en principe contre sûretés. Elle assume également des fonctions de mandataire (*trustee*) et d'agent détenteur de sûretés (*infra*).

La BRI offre des services de gestion d'actifs sur titres d'émetteurs souverains et créances de première qualité, sous deux formes : mandat spécifique de gestion de portefeuille négocié entre la Banque et une banque centrale ; fonds commun de placement à capital variable (BIS Investment Pool – BISIP). Les deux fonds obligataires Asie (Asian Bond Fund 1 et 2) sont administrés par la BRI dans le cadre de la structure BISIP, le premier étant géré par la Banque elle-même, et le second, par des gestionnaires externes.

Deux salles de marché interconnectées assurent les services financiers de la Banque : l'une au siège, à Bâle, l'autre au Bureau d'Asie, à Hong-Kong RAS.

Opérations financières en 2007/08

Dans le contexte des turbulences financières apparues au cours de l'été 2007, la Banque a vu les dépôts de sa clientèle augmenter au moment même où il devenait difficile, en raison de conditions extrêmement perturbées, d'effectuer des placements rentables en instruments financiers émis par le secteur privé, à un niveau de risque acceptable. Pour faire face à ces défis, la BRI a pris plusieurs mesures vigoureuses concernant ses opérations bancaires et sa gestion des risques.

Une série de mesures visait à ralentir l'afflux de dépôts en proposant aux clients des rendements un peu moins attractifs. Sous l'effet de ces mesures, notamment, l'expansion des dépôts en monnaies s'est ralentie, revenant à

DTS 14,3 milliards pour 2007/08, après une moyenne annuelle de DTS 35,6 milliards les deux exercices précédents. La part du total des réserves de change mondiales confiée à la BRI a légèrement diminué en 2007/08, s'établissant à 5,8 %, contre 6,2 % un an plus tôt.

La progression du bilan de la Banque s'est modérée en 2007/08 (à DTS 40,2 milliards, contre DTS 50,8 milliards en 2006/07). Le bilan totalisait DTS 311,1 milliards au 31 mars 2008.

Passif

La taille du bilan de la BRI est essentiellement déterminée par les apports de la clientèle, qui constituent la plus grande part du total du passif (voir graphique). Au 31 mars 2008, ces apports (hors opérations de pension) se chiffraient à DTS 265,2 milliards, contre DTS 234,9 milliards un an auparavant.

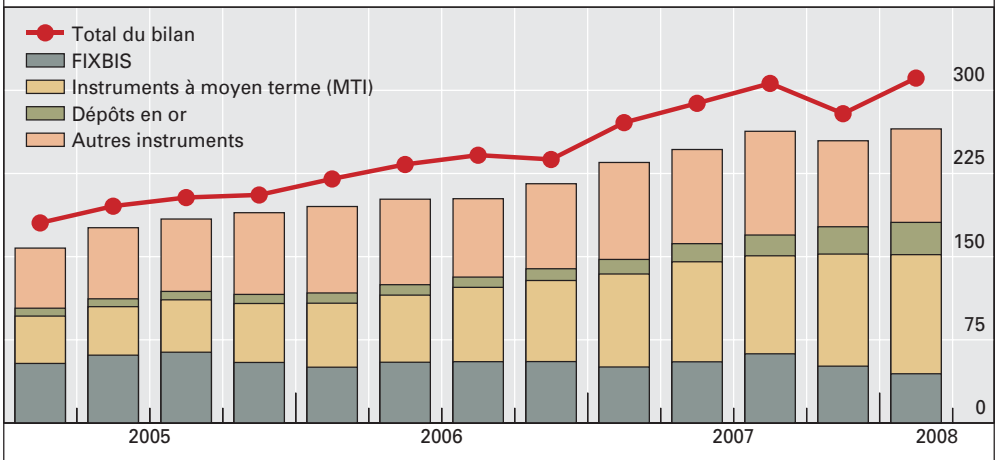
Les apports de la clientèle sont libellés en monnaies à hauteur d'environ 89 % et, pour le reste, en or. Les dépôts en monnaies se sont accrus : totalisant DTS 221,8 milliards il y a un an, ils atteignaient DTS 236,1 milliards fin mars 2008 ; cela représente 5,8 % du total des réserves de change mondiales, qui, à près de DTS 4 100 milliards, sont en hausse par rapport à fin mars 2007 (DTS 3 600 milliards). La part du dollar des États-Unis dans les dépôts en monnaies s'élevait à 66 %, celle de l'euro, à 20 %. À DTS 29,1 milliards, fin mars 2008, les dépôts en or ont progressé de DTS 16,0 milliards sur l'exercice.

L'augmentation des dépôts en monnaies de la clientèle s'explique principalement par une hausse des versements sur comptes à vue et à préavis (+64 %) et des placements en MTI (+28 %). Cette progression a largement compensé la baisse de 33 % des dépôts à terme.

Pour ce qui est de leur répartition par région géographique, on observe une relative stabilité des dépôts auprès de la BRI, ceux de la clientèle d'Afrique et d'Europe venant au premier rang.

Total du bilan et placements de la clientèle, par produit

En fin de trimestre ; en milliards de DTS



Chaque barre représente l'encours trimestriel des placements de la clientèle.

Actif

Pour la plupart, les actifs de la BRI consistent en des placements auprès de banques commerciales internationales de tout premier rang ainsi qu'en des acquisitions de titres souverains et quasi souverains, et en prises en pension. Par ailleurs, la Banque détenait 125 tonnes d'or fin au 31 mars 2008, après en avoir cédé 25 tonnes durant l'exercice. La BRI gère très prudemment son exposition au risque de crédit : au 31 mars 2008, la quasi-totalité de ses actifs étaient assortis d'une note égale ou supérieure à A– (note 3F de la section Gestion des risques des états financiers).

Les avoirs sous forme de dépôts en monnaies et de titres, y compris titres pris en pension, totalisaient DTS 266,6 milliards au 31 mars 2008, contre DTS 247,9 milliards un an auparavant. Ces avoirs supplémentaires correspondent, pour l'essentiel, à des prêts contre prises en pension de titres d'État ou à des placements en bons du Trésor et en emprunts d'État et autres titres. Les dépôts à terme et avances aux banques ont été réduits.

La Banque utilise divers instruments dérivés pour optimiser la gestion de ses actifs et passifs (note 8 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 (se reporter au *63e Rapport annuel*, juin 1993, pour plus de détails). La Banque fédérale d'Allemagne, en tant qu'agent payeur, a notifié à la BRI que le Bundesamt für zentrale Dienste und offene Vermögensfragen (BADV – bureau fédéral allemand chargé, notamment, de régler les questions patrimoniales en suspens) avait fait procéder, en 2007, à un versement d'approximativement €4,7 millions à titre de remboursement du principal et de paiement d'intérêts. Les valeurs de remboursement et autres précisions ont été publiées par le BADV dans le *Bundesanzeiger* (Journal officiel).

S'agissant de l'application, par le BADV, de la clause de garantie de change pour l'Emprunt Young, la Banque a maintenu les réserves qu'elle avait formulées (se reporter au *50e Rapport annuel*, juin 1980), lesquelles valent aussi pour les obligations de consolidation 1990–2010.

Agent détenteur de sûretés

En vertu de plusieurs contrats, la BRI agit en qualité d'agent détenteur de sûretés, se chargeant de leur garde et de leur placement pour le compte des porteurs de certaines obligations souveraines en devises émises dans le cadre d'accords de restructuration de la dette extérieure. En 2007/08, les contrats de nantissement ont concerné les obligations du Pérou (*67e Rapport annuel*, juin 1997) et de la Côte d'Ivoire (*68e Rapport annuel*, juin 1998).

Aspects institutionnels et administratifs

Administration de la Banque

Plan stratégique à trois ans

En 2007, la Direction a élaboré le premier plan stratégique à trois ans de la Banque. Ce plan, qui couvre les trois prochains exercices, jusqu'en mars 2011, a été approuvé par le Conseil en novembre 2007. Il vise à étoffer et à étendre les grandes activités statutaires de la Banque, à savoir :

- renforcer le travail entrepris par la BRI pour promouvoir la coopération des banques centrales ;
- approfondir le dialogue entre banques centrales et autorités de contrôle du secteur financier sur les questions de stabilité financière ;
- améliorer les services bancaires que la BRI fournit aux banques centrales.

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 expose ses projets et détermine les ressources nécessaires pour les mettre en œuvre. Le rapprochement de ces programmes d'activité détaillés avec les objectifs et les ressources disponibles pour l'ensemble de la Banque aboutit à l'élaboration d'un projet de budget financier. 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 – qui englobent les rémunérations, les pensions, et l'assurance maladie et accidents – représentent quelque 70 % des frais d'administration. 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'effectue en francs suisses.

Pour l'exercice 2007/08, les frais d'administration avant amortissement se sont élevés à 233,1 millions de francs suisses, chiffre inférieur de 2,4 % au budget (238,8 millions de francs suisses)[1], tandis que les dépenses d'investissement, à 24,0 millions de francs suisses, ont été inférieures de 0,7 million au budget.

[1] La comptabilité budgétaire de la Banque 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 (section Résultats financiers et répartition du bénéfice).

Les dépenses administratives et d'investissement reflétaient les priorités établies dans le budget 2007/08, lesquelles visaient à continuer d'accroître la résilience des opérations de la Banque et de renforcer les contrôles financiers, en particulier :

- renforcer l'information financière et les contrôles financiers, au sein du Secrétariat général, et les fonctions de postmarché et d'appui, au sein du Département bancaire, dans le prolongement des améliorations apportées ces dernières années aux fonctions de gestion des risques, d'audit interne et de conformité ;
- programmer pour 2008/09 l'amélioration du dispositif de continuité des activités dans un site européen éloigné du siège.

Par ailleurs, afin de répondre aux besoins des actionnaires de la Banque, les efforts se sont poursuivis dans le cadre d'initiatives visant à :

- étendre les services BRI afin d'approfondir les relations avec les actionnaires dans la région Asie–Pacifique, en poursuivant le programme de recherche stratégique sur trois ans, commencé en septembre 2006, qui traite de questions liées aux secteurs monétaire et financier en Asie ;
- mettre en œuvre les conclusions de la revue d'activité effectuée en 2005/06, qui a permis d'identifier plusieurs domaines dans lesquels des gains d'efficience pouvaient être réalisés. Ce processus a entraîné – et continuera d'entraîner ces prochaines années – une réduction des coûts administratifs à Bâle, libérant des ressources pour l'amélioration des services aux banques centrales ;
- renforcer la sécurité des bâtiments, réaménager des salles de réunions dans les locaux de la Tour et rénover les bâtiments du Sport-Club.

Politique de rémunération

Les postes des agents de la BRI sont classés par catégories sur la base de plusieurs critères objectifs, notamment qualifications, expérience et responsabilités. À chaque catégorie correspond une bande de rémunération. Tous les trois ans, une enquête approfondie est menée afin de comparer la grille des traitements de la BRI avec celle d'institutions et de segments de marché similaires. De manière à attirer des personnes hautement qualifiées, la Banque se réfère à la moitié supérieure des salaires du marché. L'analyse tient compte des différences de régime fiscal applicable au traitement des agents des institutions considérées. La dernière enquête a été réalisée au second semestre 2007. Ses conclusions serviront à aligner, avec effet au 1er juillet 2008, les points médians des bandes de rémunération de la Banque avec les salaires de référence observés.

Entre deux enquêtes, la structure des traitements est ajustée chaque année en fonction du taux d'inflation en Suisse et de l'augmentation moyenne des salaires, en termes réels, dans les pays du G 10. L'ajustement effectué en juillet 2007 a ainsi été de 2,9 % en termes nominaux. À l'intérieur de chaque bande, l'évolution du traitement d'un agent est fondée sur la performance.

Les agents de la BRI bénéficient, par l'intermédiaire de la Banque, d'une assurance maladie et accidents contributive ainsi que d'un régime de retraite contributif à prestations déterminées. Ont en outre droit à une indemnité

d'expatriation les agents travaillant au siège – membres de la Direction compris – qui n'ont pas la nationalité suisse et qui n'ont pas été recrutés localement. Cette indemnité représente actuellement 14 % (agents célibataires) ou 18 % (agents mariés) du traitement annuel, dans les limites d'un plafond. Les agents bénéficiant de cette indemnité d'expatriation ont également droit à une indemnité de scolarité pour leurs enfants, sous réserve de certaines conditions[2]. S'agissant des bureaux de représentation, une distinction est faite entre les agents détachés du siège et ceux recrutés sur place. Les conditions d'emploi des premiers sont établies conformément à la politique de la Banque relative aux affectations temporaires à l'étranger. Pour le personnel embauché directement dans un bureau de représentation, les conditions sont alignées sur celles du marché local. Ces agents bénéficient de la même assurance maladie et du même système de retraite que les agents recrutés pour travailler au siège de la Banque.

Les traitements des hauts responsables de la Banque sont réexaminés périodiquement et comparés avec la rémunération offerte, pour des niveaux équivalents, dans des institutions et segments de marché analogues. Comme pour les autres agents, l'enquête la plus récente sur la rémunération des postes de haut niveau a été réalisée au second semestre 2007. Ses conclusions ont confirmé que la pratique suivie actuellement, qui consiste à ajuster chaque année les traitements des hauts responsables en fonction du taux d'inflation en Suisse, est adéquate.

Au 1er juillet 2007, la rémunération annuelle des hauts responsables, hors indemnité d'expatriation, s'établissait ainsi :

- Directeur Général[3] 734 990 francs suisses
- Directeur Général Adjoint 621 910 francs suisses
- Chefs de département 565 380 francs suisses

La rémunération des membres du Conseil d'administration est approuvée par l'Assemblée générale. Des ajustements sont effectués tous les trois ans. La rémunération fixe globale payée annuellement au Conseil d'administration se chiffrait à 992 760 francs suisses au 1er avril 2008. 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.

[2] Certains agents, engagés par la Banque avant 1997, reçoivent une indemnité d'expatriation de 25 %, mais ne peuvent prétendre à l'indemnité de scolarité.

[3] Le Directeur Général bénéficie également d'une indemnité de représentation et d'un régime de pension particulier.

Résultats financiers et répartition du bénéfice

Résultats financiers

Contexte conjoncturel

Les résultats financiers de la Banque pour son 78e exercice, 2007/08, sont à replacer dans le contexte des turbulences qui ont touché les marchés financiers mondiaux sur lesquels la BRI exerce son activité bancaire. Les principales évolutions ont été : une amplification marquée des incertitudes relatives à la qualité des contreparties ; l'augmentation des *spreads* de crédit ; l'importante volatilité des prix de marché. Ces conditions ont donné lieu à une « fuite vers la qualité », qui a entraîné une hausse sensible de la valeur de marché des titres d'État et du cours de l'or.

Face à la volatilité des marchés et à l'augmentation des dépôts d'une clientèle en quête de qualité, la Banque s'est trouvée confrontée à un défi complexe : ralentir l'afflux des dépôts et continuer à investir ses ressources empruntées dans des placements rentables, tout en maintenant une gestion prudente des risques. La Direction a donc augmenté les marges clients par rapport au Libor pour les taux d'intérêt que la Banque sert sur les principales catégories de produits qu'elle propose à sa clientèle de banques centrales. Elle a procédé en plusieurs étapes, évaluant avec soin, à chacune d'elles, l'évolution des marchés. Parallèlement, d'autres mesures ont été prises pour diminuer l'exposition de la Banque au risque de crédit envers les banques commerciales, tout en augmentant les placements en titres d'État et les prêts au secteur bancaire contre sûretés sous la forme de prises en pension. Ces mesures ont limité l'expansion des dépôts durant le reste de l'exercice et préservé la rentabilité fondamentale de la Banque.

Principaux éléments

Les phénomènes évoqués ci-dessus ont eu plusieurs conséquences :

- élargissement des marges d'intérêt dans le portefeuille de la Banque sur ressources empruntées ;
- pertes d'évaluation latentes sur les obligations détenues par la Banque dans son portefeuille sur ressources empruntées, sous l'effet de l'élargissement des *spreads* de crédit par rapport au Libor ;
- pertes d'évaluation latentes, résultant, en outre, de la hausse de la juste valeur des passifs de la Banque, sous l'effet de l'augmentation des marges clients par rapport au Libor ;
- importants gains réalisés et latents sur les placements de la Banque sur ressources propres, du fait de la hausse sensible de la valeur de marché des titres d'État et du cours de l'or.

Ces facteurs ont entraîné, à leur tour, les évolutions suivantes :

- baisse du bénéfice net de la Banque (–12,0 %) et de son bénéfice d'exploitation (–49,9 %) par rapport à 2006/07[4] ; si la règle comptable de

[4] La baisse du bénéfice d'exploitation en 2007/08 s'explique en partie par le passage à la valorisation aux cours acheteur/vendeur, conformément aux pratiques comptables généralement admises.

valorisation aux cours acheteur/vendeur n'avait pas été adoptée, le recul du bénéfice net aurait été de 3,1 %, et celui du bénéfice d'exploitation, de 37,7 % ;

- augmentation des fonds propres de la Banque d'un montant de DTS 1 011 millions en 2007/08 (DTS 552 millions en 2006/07) ;
- hausse significative du rendement des fonds propres, qui s'établit à 9,1 % en 2007/08, contre 5,8 % en 2006/07.

Analyse détaillée (voir le compte de profits et pertes)

Le produit d'intérêts net a atteint DTS 973,4 millions pour 2007/08, en hausse de 57,8 % par rapport au chiffre de DTS 616,8 millions pour 2006/07. Cette hausse tient essentiellement à l'accroissement de la marge d'intérêt résultant de l'élargissement des *spreads* par rapport au Libor, pour l'intérêt perçu sur les actifs de la Banque, et de l'augmentation des marges clients par rapport au Libor, pour l'intérêt servi sur les produits de la Banque, consécutive aux décisions de la Direction (*supra*).

En 2007/08, les variations nettes d'évaluation se sont soldées par une perte de DTS 478,7 millions (en 2006/07, elles s'étaient traduites par un gain de DTS 63,3 millions)[5]. Pour l'essentiel (DTS 362,4 millions), cette perte est imputable à la perte de valorisation latente résultant de l'augmentation des *spreads* de crédit par rapport au Libor, qui a diminué la juste valeur des obligations détenues par la Banque dans ses portefeuilles. Cette perte latente représente environ 1 % de la valeur de ces portefeuilles (DTS 36 milliards), qui sont constitués d'instruments financiers d'excellente qualité. Comme la Banque conserve habituellement ces placements jusqu'à leur échéance, cette perte sera en majeure partie annulée à l'échéance de ces instruments, au cours des deux ou trois prochaines années. Pour le reste (DTS 116,3 millions), la perte s'explique par la hausse de la juste valeur des dépôts au passif résultant de l'augmentation des marges clients par rapport au Libor. Cette perte de valorisation sera, elle aussi, en majeure partie effacée au cours des deux prochains exercices. Ensemble, ces deux catégories de pertes latentes comptabilisées en 2007/08 contribueront à inscrire dans une solide dynamique le bénéfice d'exploitation des deux années et demie à venir.

En 2007/08, la Banque a subi une perte de change nette de DTS 9,5 millions, sous l'effet de l'appréciation du franc suisse vis-à-vis du DTS, sur sa position débitrice nette dans cette monnaie. En 2006/07, un faible gain de change (DTS 0,9 million) avait été enregistré.

[5] Selon la convention comptable de la Banque, en vigueur depuis 2003, tous les instruments financiers inclus dans le portefeuille sur ressources empruntées sont comptabilisés à la juste valeur. Les variations de la juste valeur de ces instruments sont portées au compte de profits et pertes. La Banque assumant le rôle de teneur de marché pour certains instruments émis contre dépôts en monnaies au passif, elle enregistre donc, sur ces instruments, des profits et des pertes réalisés. Le risque de marché inhérent à ces opérations est géré par la Banque de manière globale, sur la totalité des actifs, passifs et dérivés à la juste valeur détenus dans ses portefeuilles bancaires sur ressources empruntées. Dans des conditions de marché normales, où les *spreads* de crédit sont relativement stables, les gains/pertes réalisé(e)s et latent(e)s sur les dépôts en monnaies au passif sont compensé(e)s par les gains/pertes réalisé(e)s et latent(e)s sur les actifs en monnaies et dérivés correspondants, ou sur d'autres dépôts en monnaies au passif.

Les charges d'exploitation (note 26 des états financiers) se sont établies à DTS 154,5 millions, soit une progression de 3,1 % par rapport à l'exercice précédent (DTS 149,8 millions). Les frais d'administration avant amortissement se sont chiffrés à DTS 141,9 millions, en hausse de 3,4 % par rapport au montant de DTS 137,8 millions enregistré en 2006/07. La dotation aux amortissements (DTS 12,6 millions) est légèrement supérieure au chiffre équivalent de 2006/07.

Du fait des différents facteurs décrits ci-dessus, le bénéfice d'exploitation avant le changement de convention comptable (qui a instauré la valorisation des instruments financiers aux cours acheteur/vendeur), c'est-à-dire rendant compte du bénéfice de la Banque sur la même base que pour les exercices précédents, s'inscrit à DTS 331,5 millions, en recul de 37,7 % par rapport au chiffre de DTS 532,5 millions pour 2006/07.

Le passage à une convention comptable introduisant la valorisation aux cours acheteur/vendeur de tous les instruments financiers s'est traduit par une variation nette d'évaluation négative de DTS 75,0 millions, essentiellement due à l'augmentation des *spreads* par rapport au Libor déterminant la rémunération des MTI proposés par la Banque. Le chiffre correspondant pour l'exercice précédent aurait été de DTS 20,2 millions. Depuis l'adoption de la nouvelle convention comptable, les passifs financiers de la Banque sont évalués à leur cours vendeur et ses actifs financiers, à leur cours acheteur.

En appliquant la nouvelle convention comptable, le bénéfice d'exploitation de la Banque s'est établi à DTS 256,5 millions, en baisse de 49,9 % par rapport à 2006/07 (DTS 512,3 millions).

Une perte nette de DTS 5,1 millions sur ventes de titres de placement a été subie lors du réalignement 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. En 2006/07, une perte nette de DTS 27,0 millions avait été enregistrée sur les ventes de titres de placement.

Le gain réalisé de DTS 293,3 millions sur ventes d'actifs de placement en or correspond à la cession de 25 tonnes d'or, sur un total de 150 tonnes détenu par la BRI au 31 mars 2007. En 2006/07, un gain moindre (DTS 133,9 millions) avait été enregistré par la cession – aux cours moins élevés qui prévalaient alors – de 15 tonnes d'or détenues en propre par la BRI.

Sous l'effet des différents facteurs mentionnés ci-avant, le bénéfice net pour le 78e exercice, 2007/08, s'élève à DTS 544,7 millions, en baisse de 12,0 % par rapport à l'exercice précédent (DTS 619,2 millions, chiffre recalculé en fonction des nouvelles conventions comptables). Si les anciennes conventions avaient été maintenues, le bénéfice net pour 2007/08 aurait été de DTS 619,7 millions, en baisse de 3,1 % par rapport à l'exercice 2006/07 (DTS 639,4 millions).

Outre les éléments inclus dans le compte de profits et pertes, les gains ou pertes latent(e)s sur les placements en or et les titres de placement de la Banque sont porté(e)s au compte de réévaluation de l'or et au compte de réévaluation des titres, respectivement, figurant au bilan sous Autres comptes de fonds propres.

Le compte de réévaluation des titres a augmenté de DTS 352,5 millions, en raison de gains latents sur les titres de placement (+DTS 347,4 millions) et d'un transfert de pertes réalisées (+DTS 5,1 millions) portées au compte de profits et pertes.

Le compte de réévaluation de l'or s'est accru de DTS 252,8 millions grâce à des gains latents de DTS 546,1 millions résultant de l'incidence de l'appréciation du cours de l'or en 2007/08 sur l'or détenu en propre par la Banque. De ce montant, DTS 293,3 millions, qui correspondent à des gains réalisés sur ventes d'actifs de placement en or, ont été transférés au compte de profits et pertes.

Le rendement total[6] de la Banque – gains susmentionnés compris – s'est établi à DTS 1 150,0 millions, soit un rendement de 9,1 % sur fonds propres moyens (DTS 12 586 millions). En 2006/07, le rendement total atteignait DTS 684,8 millions, le rendement sur fonds propres moyens (DTS 11 860 millions) étant de 5,8 %. Compte tenu des dividendes versés au titre de l'exercice 2006/07 et de l'incidence de l'adoption de la valorisation aux cours acheteur/vendeur, les fonds propres de la Banque ont progressé de DTS 1 010,7 millions en 2007/08, contre DTS 552,4 millions un an auparavant.

Proposition de dividende

Au cours de l'exercice 2005/06, le Conseil d'administration avait examiné 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 soutenable sur leurs placements en actions BRI. Le Conseil d'administration avait conclu que la pratique consistant à augmenter le dividende de DTS 10 par an restait, dans l'ensemble, compatible avec ces considérations. Le dividende était ainsi passé de DTS 235 par action en 2004/05 à DTS 255 en 2006/07. Le Conseil d'administration avait également décidé de réexaminer la politique de dividende tous les deux ou trois ans, afin de pouvoir tenir compte, si nécessaire, de tout élément nouveau. La prochaine réévaluation du dividende par le Conseil, programmée initialement en 2007/08, se fera en 2008/09. Eu égard aux évolutions observées au cours de l'exercice écoulé (*supra*), le Conseil a proposé que le dividende pour 2007/08 soit de nouveau augmenté de DTS 10, pour être porté à DTS 265 par action.

[6] Le rendement total est désigné par l'expression « Total produits comptabilisés » dans le tableau intitulé « Évolution des fonds propres de la Banque » des états financiers.

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 544,7 millions pour l'exercice 2007/08 :

1. DTS 144,7 millions au paiement d'un dividende de DTS 265 par action ;
2. DTS 40,0 millions à transférer au Fonds de réserve générale[7] ;
3. DTS 6,0 millions à transférer au Fonds spécial de réserve de dividendes ;
4. DTS 354,0 millions, soit le reliquat du bénéfice net disponible, à transférer au Fonds de réserve libre. Le Conseil d'administration peut utiliser ce fonds pour tout objet conforme aux Statuts.

Si cette recommandation est approuvée, le dividende sera payé le 3 juillet 2008 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque au 31 mars 2008, dans toute monnaie entrant dans la composition du DTS ou en francs suisses, selon les instructions des actionnaires. Le dividende proposé pour 2007/08, DTS 265 par action, est en hausse de 3,9 % par rapport à 2006/07.

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 2008. Les actions détenues en propre ne reçoivent pas de dividende.

Répartition de la baisse des réserves statutaires de la Banque au 31 mars 2007

L'adoption de la nouvelle convention comptable instaurant la valorisation aux cours vendeur/acheteur des instruments financiers de la Banque s'est traduite par une baisse de DTS 71,3 millions des réserves statutaires de la Banque au 31 mars 2007, dont DTS 20,2 millions pour l'exercice 2006/07, et DTS 51,1 millions, pour les exercices antérieurs à 2006/07. Le Conseil d'administration recommande que cette baisse soit comptabilisée en prélevant du Fonds de réserve libre DTS 20,2 millions pour 2006/07 et DTS 51,1 millions pour les exercices antérieurs à 2006/07.

Rapport des commissaires-vérificateurs

Les états financiers de la Banque ont été dûment vérifiés par Deloitte SA, qui a confirmé que ces états donnent une présentation sincère et régulière de la situation financière de la Banque au 31 mars 2008 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.

[7] 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 2007), 10 % du bénéfice après paiement du dividende est affecté à ce fonds, jusqu'à ce qu'il atteigne le quintuple du capital effectivement versé.

Conseil d'administration

Jean-Pierre Roth, Zurich
Président du Conseil d'administration

Hans Tietmeyer, Francfort-sur-le-Main
Vice-Président

Ben S. Bernanke, Washington
Mark Carney, Ottawa
Mario Draghi, Rome
Timothy F. Geithner, New York
Lord George, Londres
Stefan Ingves, Stockholm
Mervyn King, Londres
Jean-Pierre Landau, Paris
Christian Noyer, Paris
Guillermo Ortiz, Mexico
Guy Quaden, Bruxelles
Fabrizio Saccomanni, Rome
Masaaki Shirakawa, Tokyo
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
Pierre Jaillet ou Michel Cardona, Paris
Donald L. Kohn ou D. Nathan Sheets, Washington
Peter Praet ou Jan Smets, Bruxelles
Hermann Remsperger ou Wolfgang Mörke, Francfort-sur-le-Main
Paul Tucker ou Paul Fisher, Londres

Comités du Conseil d'administration

Comité administratif, présidé par Hans Tietmeyer
Comité d'audit, présidé par Christian Noyer
Comité des activités bancaires et de la gestion des risques, présidé par Stefan Ingves
Comité des nominations, présidé par Jean-Pierre Roth

Direction

Malcolm D. Knight	Directeur Général
Hervé Hannoun	Directeur Général Adjoint
Peter Dittus	Secrétaire Général, Chef de Département
William R. White	Conseiller économique, Chef du Département monétaire et économique
Günter Pleines	Chef du Département bancaire
Daniel Lefort	Directeur juridique
Már Gudmundsson	Chef Adjoint du Département monétaire et économique
Jim Etherington	Secrétaire Général Adjoint
Louis de Montpellier	Chef Adjoint du Département bancaire
Josef Tošovský	Président, Institut pour la stabilité financière

Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction de la Banque

Par lettre en date du 20 juillet 2007, Christian Noyer, Gouverneur de la Banque de France, a nommé Jean-Pierre Landau, second Sous-Gouverneur de la Banque de France, membre du Conseil d'administration, pour une période de trois ans allant du 1er septembre 2007 au 31 août 2010.

Le 31 janvier 2008, David Dodge a pris sa retraite de Gouverneur de la Banque du Canada, laissant ainsi vacant son siège au Conseil d'administration de la BRI. Lors de sa séance de mars 2008, le Conseil a élu Mark Carney, successeur de M. Dodge au poste de Gouverneur de la Banque du Canada, membre du Conseil d'administration pour la période non écoulée du mandat de M. Dodge, soit jusqu'au 12 septembre 2009.

À cette même séance, le Conseil à réélu Stefan Ingves, Gouverneur de la Banque de Suède, membre du Conseil d'administration, pour une période de trois ans qui s'achèvera le 31 mars 2011.

Le 19 mars 2008, Toshihiko Fukui a pris sa retraite de Gouverneur de la Banque du Japon et a donc laissé vacant son siège au Conseil. Lors de sa séance de mai 2008, le Conseil a élu Masaaki Shirakawa, successeur de M. Fukui au poste de Gouverneur de la Banque du Japon, membre du Conseil d'administration pour la période non écoulée du mandat de M. Fukui, soit jusqu'au 12 septembre 2009.

Par lettre en date du 4 avril 2008, Mervyn King, Gouverneur de la Banque d'Angleterre, a reconduit Lord George dans ses fonctions de membre du Conseil d'administration pour une période de trois ans qui prendra fin le 6 mai 2011.

Lors de sa séance de mai 2007, le Conseil a prorogé au 30 juin 2009 le mandat de Malcolm D. Knight, Directeur Général (Chief Executive Officer) de la BRI, au-delà du terme de son mandat initial de cinq ans (31 mars 2008). Son mandat prendra donc fin le 30 juin 2009.

Lors de sa séance de mars 2008, le Conseil a nommé Stephen G. Cecchetti pour succéder à William R. White en tant que Conseiller économique et Chef du Département monétaire et économique de la BRI, pour une période de cinq ans à compter du 1er juillet 2008.

Banques centrales membres de la BRI[8]

Banque de Réserve d'Afrique du Sud

Banque d'Algérie

Banque fédérale d'Allemagne

Agence monétaire d'Arabie Saoudite

Banque centrale de la République argentine

Banque de Réserve d'Australie

Banque nationale d'Autriche

Banque nationale de Belgique

Banque centrale de Bosnie-Herzégovine

Banque centrale du Brésil

Banque nationale de Bulgarie

Banque du Canada

Banque centrale du Chili

Banque populaire de Chine

Banque de Corée

Banque nationale croate

Banque nationale du Danemark

Banque d'Espagne

Banque d'Estonie

Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale

Banque centrale européenne

Banque de Finlande

Banque de France

Banque de Grèce

Autorité monétaire de Hong-Kong

Banque centrale de Hongrie

Banque de Réserve de l'Inde

Banque d'Indonésie

Banque centrale et Autorité des services financiers d'Irlande

Banque centrale d'Islande

Banque d'Israël

Banque d'Italie

Banque du Japon

Banque de Lettonie

Banque de Lituanie

Banque nationale de la République de Macédoine

Banque centrale de Malaysia

Banque du Mexique

Banque centrale de Norvège

Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande

Banque des Pays-Bas

Banque centrale des Philippines

Banque nationale de Pologne

Banque du Portugal

Banque nationale de Roumanie

Banque d'Angleterre

Banque centrale de la Fédération de Russie

Autorité monétaire de Singapour

Banque nationale de Slovaquie

Banque de Slovénie

Banque de Suède

Banque nationale suisse

Banque nationale tchèque

Banque de Thaïlande

Banque centrale de la République de Turquie

[8] 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 2008

Les états financiers (pages 208–265) pour l'exercice clos le 31 mars 2008 ont été approuvés le 5 mai 2008 en vue d'être soumis à l'Assemblée générale, le 30 juin 2008. Ils sont présentés dans la forme approuvée par le Conseil d'administration, conformément à l'article 49 des Statuts de la Banque ; ils sont publiés sous réserve de l'approbation des actionnaires lors de l'Assemblée générale.

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 2008

En millions de DTS	Note	**2008**	2007 après retraitement
Actif			
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	4	36,8	92,4
Or et dépôts en or	5	31 537,7	15 457,6
Bons du Trésor	6	50 736,9	43 159,3
Titres pris en pension	6	91 884,6	61 189,8
Dépôts à terme et avances aux banques	7	62 095,9	91 233,8
Emprunts d'État et autres titres	6	61 918,5	52 244,0
Instruments dérivés	8	7 426,4	1 850,8
Créances à recouvrer	9	5 311,8	5 473,6
Immobilisations corporelles	10	190,4	188,0
Total actif		**311 139,0**	270 889,3
Passif			
Dépôts en monnaies	11	236 120,9	221 798,7
Dépôts en or	12	29 101,4	13 134,9
Titres donnés en pension	13	1 894,1	1 062,5
Instruments dérivés	8	6 227,7	2 843,0
Engagements à payer	14	24 365,4	19 584,1
Autres passifs	15	326,5	373,8
Total passif		**298 036,0**	258 797,0
Fonds propres			
Capital	16	683,9	683,9
Réserves statutaires	17	9 967,3	9 487,4
Compte de profits et pertes		544,7	619,2
Moins : actions détenues en propre	18	(1,7)	(1,7)
Autres comptes de fonds propres	19	1 908,8	1 303,5
Total fonds propres		**13 103,0**	12 092,3
Total passif et fonds propres		**311 139,0**	270 889,3

Compte de profits et pertes

pour l'exercice clos le 31 mars 2008

En millions de DTS	Note	**2008**	2007 après retraitement
Produits d'intérêts	21	11 181,2	8 858,0
Charges d'intérêts	22	(10 207,8)	(8 241,2)
Produit d'intérêts net		**973,4**	616,8
Variation nette d'évaluation – hors ajustement aux cours acheteur/vendeur	23	(478,7)	63,3
Produit d'intérêts et de réévaluation		**494,7**	680,1
Produit net d'honoraires et de commissions	24	0,8	1,3
Gain/(perte) de change net(te)	25	(9,5)	0,9
Total produits d'exploitation		**486,0**	682,3
Charges d'exploitation	26	(154,5)	(149,8)
Bénéfice d'exploitation avant modification des conventions comptables		**331,5**	532,5
Adoption de l'évaluation des instruments financiers aux cours acheteur/vendeur	23	(75,0)	(20,2)
Bénéfice d'exploitation		**256,5**	512,3
Perte nette sur ventes de titres disponibles à la vente	27	(5,1)	(27,0)
Gain net sur ventes d'actifs de placement en or	28	293,3	133,9
Bénéfice net de l'exercice		**544,7**	619,2
Bénéfice de base et dilué par action (en DTS par action)	29	**997,4**	1 133,8

Tableau des flux de trésorerie

pour l'exercice clos le 31 mars 2008

En millions de DTS	Note	**2008**	2007 après retraitement
Flux provenant des / (affectés aux) activités opérationnelles			
Produits d'intérêts et produits assimilés reçus		11 665,4	8 260,0
Charges d'intérêts et charges assimilées payées		(10 118,3)	(7 824,7)
Produit net d'honoraires et de commissions		0,8	1,3
Revenu des opérations de change		4,5	6,7
Charges d'exploitation payées		(141,9)	(138,1)
Produits d'exploitation hors trésorerie			
Variation d'évaluation sur actifs et passifs d'exploitation		(553,7)	43,1
Perte de conversion		(14,0)	(5,8)
Variation au titre des intérêts courus et de l'amortissement		(573,7)	181,8
Variation des actifs et passifs d'exploitation			
Dépôts en monnaies au passif à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes		(1 445,5)	36 228,9
Actifs bancaires en monnaies		(13 174,8)	(39 233,1)
Comptes de dépôts à vue et à préavis au passif		15 966,5	2 106,3
Dépôts en or au passif		15 842,8	3 899,3
Actifs bancaires en or, or et dépôts		(15 961,7)	(4 063,0)
Créances à recouvrer		13,4	(15,8)
Autres passifs/engagements à payer		(46,9)	205,6
Instruments dérivés, en termes nets		(2 190,9)	254,1
Flux net affecté aux activités opérationnelles		**(728,0)**	(93,4)
Flux provenant des / (affectés aux) activités de placement			
Instruments en monnaies disponibles à la vente – variation nette	6B	(1 479,4)	105,5
Instruments en monnaies à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes – variation nette		(9,3)	(548,9)
Titres donnés en pension		831,6	(159,9)
Actifs de placement en or – variation nette	5B	245,0	208,4
Immobilisations corporelles – achats nets	10	(15,0)	(11,6)
Flux net affecté aux activités de placement		**(427,1)**	(406,5)

En millions de DTS	Note	**2008**	2007 après retraitement
Flux affectés aux activités de financement			
Paiement du dividende		(139,3)	(132,4)
Rachat d'actions en 2001 – paiement aux anciens actionnaires		(0,5)	(1,3)
Flux net affecté aux activités de financement		**(139,8)**	(133,7)
Flux net total		**(1 294,9)**	(633,6)
Trésorerie et quasi-trésorerie – effet de change net		101,0	(85,8)
Trésorerie et quasi-trésorerie – variation nette		(1 395,9)	(547,8)
Trésorerie et quasi-trésorerie – baisse nette		**(1 294,9)**	(633,6)
Trésorerie et quasi-trésorerie, début d'exercice	30	**2 231,0**	2 864,6
Trésorerie et quasi-trésorerie, fin d'exercice	30	**936,1**	2 231,0

Évolution des fonds propres de la Banque

sur l'exercice clos le 31 mars 2008

En millions de DTS	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 2006 – avant retraitement		**683,9**	**9 071,7**	**599,2**	**(1,7)**	**1 237,9**	**11 591,0**
Adoption de l'évaluation des instruments financiers aux cours acheteur/vendeur – prélèvement proposé sur les réserves	3	–	(51,1)	–	–	–	(51,1)
Fonds propres au 31 mars 2006 – après retraitement		**683,9**	**9 020,6**	**599,2**	**(1,7)**	**1 237,9**	**11 539,9**
Produits :							
Bénéfice net pour 2006/07		–	–	639,4	–	–	639,4
Modification des conventions comptables : adoption de l'évaluation des instruments financiers aux cours acheteur/vendeur	3	–	–	(20,2)	–	–	(20,2)
Bénéfice net pour 2006/07 – après retraitement		**–**	**–**	**619,2**	**–**	**–**	**619,2**
Variation nette d'évaluation sur actifs de placement en or	19B	–	–	–	–	41,8	41,8
Variation nette d'évaluation sur titres disponibles à la vente	19A	–	–	–	–	23,8	23,8
Total produits comptabilisés		**–**	**–**	**619,2**	**–**	**65,6**	**684,8**
Paiement du dividende 2005/06		–	–	(132,4)	–	–	(132,4)
Affectation du bénéfice 2005/06		–	466,8	(466,8)	–	–	–
Fonds propres au 31 mars 2007 – après retraitement		**683,9**	**9 487,4**	**619,2**	**(1,7)**	**1 303,5**	**12 092,3**

En millions de DTS	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 2007 – après retraitement		**683,9**	**9 487,4**	**619,2**	**(1,7)**	**1 303,5**	**12 092,3**
Produits :							
Bénéfice net pour 2007/08		–	–	544,7	–	–	544,7
Variation nette d'évaluation sur actifs de placement en or	19B	–	–	–	–	252,8	252,8
Variation nette d'évaluation sur titres disponibles à la vente	19A	–	–	–	–	352,5	352,5
Total produits comptabilisés		**–**	**–**	**544,7**	**–**	**605,3**	**1 150,0**
Paiement du dividende 2006/07		–	–	(139,3)	–	–	(139,3)
Affectation du bénéfice 2006/07		–	500,1	(500,1)	–	–	–
Adoption de l'évaluation des instruments financiers aux cours acheteur/vendeur – prélèvement proposé sur les réserves	3	–	(20,2)	20,2	–	–	–
Fonds propres au 31 mars 2008 portés au bilan, avant affectation proposée du bénéfice		**683,9**	**9 967,3**	**544,7**	**(1,7)**	**1 908,8**	**13 103,0**
Dividende proposé		–	–	(144,7)	–	–	(144,7)
Dotations proposées aux réserves		–	400,0	(400,0)	–	–	–
Fonds propres au 31 mars 2008, après affectation proposée du bénéfice		**683,9**	**10 367,3**	**–**	**(1,7)**	**1 908,8**	**12 958,3**

Au 31 mars 2008, les réserves statutaires comprennent des primes d'émission d'actions totalisant DTS 811,7 millions (comme au 31 mars 2007).

Proposition d'affectation du bénéfice

pour l'exercice clos le 31 mars 2008

En millions de DTS	Note	**2008**
Bénéfice net de l'exercice		**544,7**
Dotation au Fonds de réserve légale	17	–
Dividende proposé :		
DTS 265 par action, sur 546 125 actions		(144,7)
Dotations proposées aux réserves :		
Fonds de réserve générale	17	(40,0)
Fonds spécial de réserve de dividendes	17	(6,0)
Fonds de réserve libre	17	(354,0)
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 2008

						2008
En millions de DTS	Note	Fonds de réserve légale	Fonds de réserve générale	Fonds spécial de réserve de dividendes	Fonds de réserve libre	Total réserves statutaires
Solde au 31 mars 2007		**68,3**	**2 959,8**	**142,0**	**6 368,4**	**9 538,5**
Affectation du bénéfice 2006/07	17	–	50,0	6,0	444,1	500,1
Modification des conventions comptables : incidence de l'adoption de l'évaluation des instruments financiers aux cours acheteur/vendeur – réduction proposée des réserves :						
– exercices antérieurs à 2006/07	3	–	–	–	(51,1)	(51,1)
– 2006/07	3	–	–	–	(20,2)	(20,2)
Solde au 31 mars 2008 porté au bilan, avant affectation proposée du bénéfice		**68,3**	**3 009,8**	**148,0**	**6 741,2**	**9 967,3**
Dotations proposées aux réserves	17	–	40,0	6,0	354,0	400,0
Solde au 31 mars 2008, après affectation proposée du bénéfice		**68,3**	**3 049,8**	**154,0**	**7 095,2**	**10 367,3**

Conventions comptables

Sauf indication contraire, les conventions comptables appliquées aux deux exercices présentés sont celles décrites ci-après.

1. Éléments des états financiers

Les états financiers comprennent tous les actifs et passifs contrôlés par la Banque, et dont c'est la Banque qui retire l'avantage économique, exerce les droits et assume les obligations.

Les actifs et passifs au nom de la Banque, mais non contrôlés par cette dernière, et dont ce n'est pas la Banque qui retire l'avantage économique, exerce les droits et assume les obligations, ne sont pas pris en compte. La note 33 fournit des informations sur les éléments de hors-bilan.

2. Monnaie fonctionnelle et de présentation

La monnaie fonctionnelle et de présentation des états financiers de la Banque est le droit de tirage spécial (DTS) tel que défini par le Fonds monétaire international (FMI).

Le DTS est calculé à partir d'un panier de grandes monnaies en application de la Règle O–1 adoptée par le Conseil d'administration du FMI le 30 décembre 2005, avec effet au 1er janvier 2006. Un DTS équivaut actuellement à la somme des éléments suivants : USD 0,632, EUR 0,410, JPY 18,4 et GBP 0,0903. Le FMI procède à une révision de la composition de ce panier tous les cinq ans ; la prochaine aura lieu en décembre 2010.

Sauf indication contraire, les chiffres figurant dans les présents états financiers sont exprimés en millions de DTS.

3. Conversion des monnaies

Les actifs et passifs monétaires sont convertis en DTS aux cours de change à la date des états financiers. Les autres actifs et passifs sont enregistrés en DTS aux cours de change à la date de transaction. Les profits et pertes sont convertis en DTS à un cours moyen. Les variations de change résultant de la reconversion des actifs et passifs monétaires et du règlement des opérations sont comptabilisées comme gains ou pertes de change nets au compte de profits et pertes.

4. Désignation des instruments financiers

Lors de sa comptabilisation initiale, chaque instrument financier est affecté à l'une des catégories suivantes, en fonction de sa nature et de sa finalité (comme indiqué à la section 5 *infra*) :

- prêts et créances
- actifs et passifs financiers à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes
- actifs financiers disponibles à la vente
- passifs financiers comptabilisés au coût amorti

L'affectation de l'instrument financier à l'une de ces catégories détermine son traitement comptable, selon les règles 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.

5. Structure des actifs et passifs

Les actifs et passifs sont répartis en deux types de portefeuilles.

A. Portefeuilles bancaires

Les portefeuilles bancaires sont constitués des dépôts en monnaies et en or au passif, et des actifs et dérivés correspondants.

La Banque effectue des opérations en monnaies et sur or pour le compte de sa clientèle, dans le cadre desquelles elle assume un degré restreint de risques sur taux d'intérêt, cours de l'or et cours de change.

La Banque désigne la totalité des instruments financiers en monnaies de ses portefeuilles bancaires (autres que l'encaisse et les comptes à vue auprès des banques, les comptes 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 de la juste valeur dans les portefeuilles bancaires en monnaies est précisée à la section 9 *infra*.

Tous les actifs financiers en or de ces portefeuilles sont désignés comme prêts et créances, et tous les passifs financiers en or sont désignés comme passifs financiers comptabilisés au coût amorti.

B. Portefeuilles de placement

Les portefeuilles de placement sont composés des actifs, passifs et dérivés liés principalement au placement des fonds propres de la Banque.

La Banque détient ses fonds propres pour l'essentiel sous forme d'instruments financiers libellés en monnaies du panier du DTS, gérés par référence à un portefeuille obligataire de duration déterminée.

Les actifs en monnaies concernés (autres que l'encaisse et les comptes à vue auprès des banques ainsi que les comptes à préavis) sont désignés comme actifs disponibles à la vente. Les titres donnés en pension sont, eux, désignés comme passifs financiers comptabilisés au coût amorti.

En outre, la Banque détient une partie de ses fonds propres dans des portefeuilles gérés plus activement. Les actifs en monnaies de ces portefeuilles constituent des instruments de négociation désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes.

Les fonds propres de la Banque sont, pour le reste, constitués en or. L'or détenu en propre par la Banque est désigné comme actif disponible à la vente.

6. Encaisse et comptes à vue auprès des banques

L'encaisse et les comptes à vue auprès des banques sont inscrits au bilan à leur valeur de principal augmentée des intérêts courus, le cas échéant.

7. Comptes à préavis

Les comptes à préavis sont des actifs monétaires à court terme assortis d'un préavis de 3 jours au maximum, qui figurent au bilan sous 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 des intérêts courus.

8. Comptes de dépôts à vue et à préavis au passif

Les comptes de dépôts à vue et à préavis sont des passifs monétaires à court terme assortis d'un préavis de 3 jours au maximum, qui figurent au bilan sous Dépôts en monnaies. En raison de leur courte durée, ces instruments sont désignés comme passifs financiers comptabilisés au coût amorti. Ils sont inscrits au bilan à leur valeur de principal augmentée des intérêts courus. Ces derniers sont incorporés aux charges d'intérêts, selon le principe des intérêts courus.

9. Utilisation de la juste valeur dans les portefeuilles bancaires en monnaies

Dans le cadre de ses opérations bancaires en monnaies, la Banque assume le rôle de teneur de marché pour certains passifs qu'elle émet en contrepartie de dépôts en monnaies et sur lesquels elle enregistre des profits et des pertes réalisés.

Conformément à ses politiques de gestion des risques, la Banque gère le risque de marché inhérent à ces opérations de manière globale, sur la base de la juste valeur, pour la totalité des actifs, passifs et dérivés concernés détenus dans ses portefeuilles bancaires en monnaies. Les gains ou pertes réalisés et latents sur les dépôts en monnaies au passif sont ainsi dans l'ensemble compensés par les gains ou pertes réalisés et latents sur les actifs en monnaies et dérivés correspondants ou sur d'autres dépôts en monnaies au passif.

Pour éviter que la comptabilisation des profits et pertes réalisés et latents 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.

10. Dépôts en monnaies au passif à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes

Comme indiqué plus haut, tous les dépôts en monnaies au passif, à l'exception des dépôts sur comptes à vue et à préavis, sont désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes.

À l'origine, ils sont comptabilisés au bilan à la date de transaction à leur coût. Le montant résultant par la suite des intérêts courus à verser et de l'amortissement des primes reçues et coupons payés est inclus dans les charges d'intérêts.

Après la date de transaction, les dépôts en monnaies au passif sont réévalués à la juste valeur, tous les écarts de valeur réalisés et latents étant enregistrés sous Variation nette d'évaluation au compte de profits et pertes.

11. Actifs en monnaies à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes

Sous ce titre figurent bons du Trésor, titres pris en pension, 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 réalisés et latents étant enregistrés sous Variation nette d'évaluation au compte de profits et pertes.

12. Actifs en monnaies disponibles à la vente

Sous ce titre figurent bons du Trésor, titres pris en pension, 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 ou pertes latents étant portés au compte de réévaluation des titres, qui figure au bilan sous Autres comptes de fonds propres. Les gains réalisés sur cessions sont comptabilisés sous Perte nette sur ventes de titres disponibles à la vente, au compte de profits et pertes.

13. Positions courtes sur actifs en monnaies

Les positions courtes sur actifs en monnaies sont comptabilisées au bilan sous Autres passifs, à la date de transaction à leur valeur de marché.

14. Or

Par « or », on entend les barres détenues en conservation et 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 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 et pertes réalisés et latents sur or est décrit à la section 17 *infra*.

15. 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 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 des intérêts courus. Le traitement des gains et pertes réalisés et latents sur or est décrit à la section 17 *infra*.

16. Dépôts en or au passif

Les dépôts en or au passif recouvrent les dépôts à vue et à terme reçus de banques centrales. La Banque considère l'or comme un instrument financier.

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 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 des intérêts courus. Le traitement des gains et pertes réalisés et latents sur or est décrit à la section 17 *infra*.

17. Gains et pertes réalisés et latents sur or

Le traitement des gains et pertes réalisés et latents sur or dépend de la désignation, comme décrit ci-après.

A. Portefeuilles bancaires, composés des dépôts en or au passif et des actifs bancaires en or correspondants

La Banque désigne les dépôts en or à l'actif de ses portefeuilles bancaires comme prêts et créances, et les dépôts en or au passif comme passifs financiers comptabilisés au coût amorti. Les dérivés sur or figurant dans ces portefeuilles sont désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes.

Les gains ou pertes résultant de ces opérations sont comptabilisés sous Gain/(perte) de change net(te), au compte de profits et pertes, en tant que gain ou perte de transaction net.

Les gains ou pertes résultant de la reconversion de la position nette sur or dans les portefeuilles bancaires sont comptabilisés sous Gain/(perte) de change net(te), au compte de profits et pertes, en tant que gain ou perte de conversion net.

B. Portefeuilles de placement, composés des actifs de placement en or

L'or détenu en propre par la Banque est désigné et comptabilisé comme actif disponible à la vente.

Les gains ou pertes latents sur les actifs de placement en or de la Banque par rapport à leur coût d'acquisition réputé sont portés au compte de réévaluation de l'or, figurant au bilan sous Autres comptes de fonds propres.

S'agissant des placements en or à l'actif de la BRI au 31 mars 2003 (date à laquelle le DTS a remplacé le franc or comme monnaie fonctionnelle et de présentation des états financiers de la Banque), leur coût réputé est d'environ DTS 151 l'once, calculé sur la base du montant de 208 dollars appliqué de 1979 à 2003 suite à une décision du Conseil d'administration de la Banque, converti au cours de change en vigueur le 31 mars 2003.

Les gains ou pertes réalisés sur cessions d'actifs de placement en or sont comptabilisés sous Gain net sur ventes d'actifs de placement en or, au compte de profits et pertes.

18. Titres donnés en pension

Lorsque ces passifs correspondent à la gestion d'actifs en monnaies à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes, ils sont désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes. Lorsqu'ils correspondent à des actifs en monnaies disponibles à la vente, ils sont classés comme passifs financiers comptabilisés au coût amorti.

À l'origine, ils sont comptabilisés au bilan à la date de transaction 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 latents étant portés sous Variation nette d'évaluation au compte de profits et pertes.

19. Instruments dérivés

Les dérivés sont utilisés par la Banque pour gérer son risque de marché ou à des fins de négociation. Ils sont désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes.

À l'origine, ils sont comptabilisés au bilan à la date de transaction 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 réalisés et latents étant enregistrés sous Variation nette d'évaluation au compte de profits et pertes.

Les dérivés sont inscrits à l'actif ou au passif, selon que la juste valeur du contrat est positive ou négative pour la Banque.

Lorsqu'un dérivé est incorporé dans un contrat hôte qui n'est pas comptabilisé comme instrument à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes, il est séparé du contrat hôte à des fins comptables et traité comme s'il était un dérivé autonome, selon les règles indiquées ci-avant.

20. Principes d'évaluation

Les principes d'évaluation de la Banque ont été approuvés par le Conseil d'administration. Dans ce cadre, la Banque définit le mode de désignation des instruments financiers, qui détermine leurs critères d'évaluation et leur traitement comptable. Des procédures d'évaluation détaillées viennent compléter ces principes.

La majorité des instruments financiers figurant au bilan sont comptabilisés à la juste valeur. La juste valeur d'un instrument financier se définit comme le montant pour lequel il pourrait être échangé entre des parties bien informées et agissant en toute liberté dans des conditions de concurrence normales.

L'utilisation de la juste valeur garantit que l'information financière du Conseil et des actionnaires reflète la façon dont les activités bancaires sont gérées et qu'elle est conforme aux résultats économiques de la gestion des risques communiqués à la Direction.

La Banque considère que les cours (prix/taux) établis sur un marché actif constituent la meilleure indication de la juste valeur. En l'absence de cours cotés, la Banque emploie une technique de valorisation adaptée à l'instrument ; elle peut utiliser la valeur de marché d'opérations effectuées dans des conditions de concurrence normales et portant sur des instruments similaires, ou peut recourir à des modèles financiers. Lorsqu'elle a recours à des modèles financiers, la Banque vise à se fonder, autant que possible, sur des données de marché observables (taux d'intérêt et volatilité, par exemple), selon le cas, et s'en remet le moins possible à des estimations propres. Parmi les modèles de valorisation figurent la méthode des flux de trésorerie actualisés et les modèles de valorisation des options.

Lorsque des techniques de valorisation sont utilisées pour déterminer la juste valeur, les modèles et les données clés sont revus périodiquement par des experts indépendants du Département bancaire.

La Banque dispose d'une unité indépendante de vérification des cours qui passe périodiquement en revue l'évaluation des instruments. Les contrôles comprennent en outre le suivi et l'analyse des profits et pertes journaliers.

La Banque évalue ses actifs au cours acheteur et ses passifs au cours vendeur. Les actifs et passifs financiers qui ne sont pas estimés à la juste valeur sont portés au bilan au coût amorti.

21. Créances à recouvrer et engagements à payer

Il s'agit principalement de montants à très court terme liés au règlement de transactions financières. Ils sont initialement comptabilisés à la juste valeur et sont ensuite portés au bilan au coût amorti.

22. Immobilisations corporelles

Les immobilisations corporelles de la Banque sont inscrites à l'actif au coût historique amorti sur une base linéaire par rapport à leur durée d'utilité estimée :

Immeubles – 50 ans

Installations et machines des immeubles – 15 ans

Équipement, informatique – jusqu'à 4 ans

Équipement, autre – 4 à 10 ans

Les terrains de la Banque ne sont pas amortis. La Banque effectue un examen annuel de la dépréciation de ses immobilisations corporelles. Lorsque la valeur comptable d'un actif est supérieure à sa valeur recouvrable estimée, elle est réduite d'autant.

23. 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.

24. 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.

A. Pensions des agents

La Banque gère, au bénéfice de ses agents, un régime de retraite à prestations déterminées sur la base du traitement de fin de carrière, reposant sur un fonds sans personnalité juridique propre. Les actifs du fonds sont gérés par la Banque au seul profit des agents actuels et anciens admis à y participer. La Banque est responsable en dernier ressort de toutes les prestations dues au titre du régime.

Le passif 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 précédentes et résultat effectif), des changements d'hypothèses actuarielles et des modifications du Règlement relatif au Système de pensions sont imputés au compte de profits et pertes sur la période de service des agents concernés, conformément au principe du corridor décrit ci-après. Le passif correspondant est porté au bilan sous Autres passifs.

B. Pensions des administrateurs

La Banque gère, au bénéfice de ses administrateurs, un régime de retraite non capitalisé à prestations déterminées. Le passif, l'obligation de prestations déterminées et le montant imputé au compte de profits et pertes au titre du régime de retraite des administrateurs sont calculés sur une base semblable à ceux du Fonds de pension des agents.

C. Prestations d'assurance maladie et accidents

La Banque gère, au bénéfice de ses agents, un régime d'assurance maladie et accidents non capitalisé à prestations déterminées. Le passif, l'obligation de prestations et le montant imputé au compte de profits et pertes au titre du régime d'assurance maladie et accidents sont calculés sur une base semblable à ceux du Fonds de pension des agents.

D. Principe du corridor

Des gains ou pertes actuariels résultent des ajustements liés aux antécédents (en cas de divergence entre hypothèses actuarielles précédentes et résultat effectif), des changements d'hypothèses actuarielles et des modifications du Règlement relatif au Système de pensions. Lorsque les gains ou pertes actuariels non comptabilisés cumulés dépassent le montant le plus élevé entre celui de l'obligation de prestations et celui de 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.

25. Tableau des flux de trésorerie

La Banque établit son tableau des flux de trésorerie selon une méthode indirecte en se fondant sur les variations du bilan, ajustées pour tenir compte des variations au titre des opérations financières en instance de recouvrement.

La trésorerie et la quasi-trésorerie recouvrent l'encaisse et les comptes à vue auprès des banques ainsi que les comptes à préavis, actifs financiers à très court terme assortis d'un préavis de 3 jours au maximum.

Notes annexes

1. Introduction

La Banque des Règlements Internationaux (BRI, « la Banque ») est une institution financière internationale constituée en application des accords de La Haye du 20 janvier 1930, de sa Charte constitutive et de ses Statuts. Son siège social est 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 des membres fondateurs de la Banque – banques centrales d'Allemagne, de Belgique, des États-Unis d'Amérique, de France, d'Italie et du Royaume-Uni –, d'administrateurs que ces gouverneurs nomment, ainsi que des gouverneurs des banques centrales du Canada, de Chine, du Japon, du Mexique, des Pays-Bas, de Suède et de Suisse, et du Président de la Banque centrale européenne.

2. Utilisation d'estimations

Pour préparer les états financiers, la Direction de la Banque doit procéder à certaines estimations afin de calculer les montants déclarés d'actif et de passif, les actifs et passifs éventuels à la date des états financiers, ainsi que les montants déclarés de produits et de charges durant l'exercice. Pour arriver à ces estimations, la Direction utilise les informations disponibles, exerce son jugement et émet des hypothèses.

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.

La Direction exerce son jugement en choisissant les conventions comptables de la Banque et en les mettant en application. Les jugements qui sous-tendent la désignation et l'évaluation des instruments financiers sont, en outre, déterminants pour la préparation des états financiers.

Les chiffres effectifs peuvent différer sensiblement de ces estimations.

Jugements comptables importants dans l'évaluation des actifs et des passifs financiers

Comme il n'existe pas de marché secondaire actif pour certains actifs financiers et passifs financiers de la Banque, la Banque utilise, pour ces instruments, des techniques de valorisation qui font appel au jugement afin de déterminer les paramètres de valorisation adéquats. Une variation des hypothèses concernant ces paramètres pourrait affecter notablement la juste valeur déclarée des instruments financiers. Le tableau ci-après montre l'incidence d'une variation de 1 point de base des hypothèses de marges de crédit.

Pour l'exercice clos le 31 mars

En millions de DTS	**2008**	2007
Titres pris en pension	0,5	0,4
Dépôts à terme et avances aux banques	6,2	4,8
Emprunts d'État et autres titres	9,9	9,3
Dépôts en monnaies	30,0	23,3
Instruments dérivés	16,2	11,1

3. Incidence de la modification des conventions comptables

Durant l'exercice 2007/08, la Banque a modifié les principes d'évaluation applicables aux instruments financiers. Tous les actifs financiers sont désormais évalués au cours acheteur et les passifs financiers au cours vendeur. La Banque estime que cette modification reflète mieux la juste valeur de ses instruments financiers et qu'elle met ses principes d'évaluation en conformité avec la pratique récemment adoptée à l'échelle mondiale. Le tableau ci-après compare les nouveaux principes d'évaluation avec les anciens.

	Anciens principes d'évaluation	**Nouveaux principes d'évaluation**
Titres pris en pension	Coût de remplacement actuel (vendeur)	Cours acheteur
Dépôts à terme et avances aux banques	Coût de remplacement actuel (vendeur)	Cours vendeur
Dépôts en monnaies	Prix moyen du marché	Cours acheteur
Instruments dérivés	Prix moyen du marché	Écart cours acheteur/cours vendeur

La modification des principes d'évaluation de la Banque a eu les incidences suivantes sur le bilan, le compte de profits et pertes, les fonds propres et le tableau des flux de trésorerie.

Pour l'exercice clos le 31 mars 2008

En millions de DTS	Avant la modification	**Effet de la modification**	Montant publié
Bilan			
Actif			
Titres pris en pension	91 889,4	**(4,8)**	91 884,6
Dépôts à terme et avances aux banques	62 137,8	**(41,9)**	62 095,9
Incidence globale sur l'actif		**(46,7)**	
Passif			
Dépôts en monnaies	236 054,2	**66,7**	236 120,9
Instruments dérivés	6 194,6	**32,9**	6 227,7
Incidence globale sur le passif		**99,6**	
Fonds propres			
Bénéfice d'exploitation pour 2007/08	331,5	**(75,0)**	256,5
Réserves statutaires (bénéfice des exercices antérieurs)	10 038,6	**(71,3)**	9 967,3
Incidence globale sur les fonds propres		**(146,3)**	
Tableau des flux de trésorerie			
Variation d'évaluation sur actifs et passifs d'exploitation	(478,7)	**(75,0)**	(553,7)
Dépôts en monnaies au passif – variation nette	(1 503,5)	**58,0**	(1 445,5)
Actifs bancaires en monnaies – variation nette	(13 185,6)	**10,8**	(13 174,8)
Instruments dérivés – variation nette	(2 197,1)	**6,2**	(2 190,9)
Incidence globale sur les flux provenant des/(affectés aux) activités opérationnelles		**–**	

Pour l'exercice clos le 31 mars 2007

En millions de DTS	Avant la modification	Effet de la modification	Montant publié
Bilan			
Actif			
Titres pris en pension	61 193,5	(3,7)	61 189,8
Dépôts à terme et avances aux banques	91 266,0	(32,2)	91 233,8
Incidence globale sur l'actif		(35,9)	
Passif			
Dépôts en monnaies	221 790,1	8,6	221 798,7
Instruments dérivés	2 816,2	26,8	2 843,0
Incidence globale sur le passif		35,4	
Fonds propres			
Bénéfice d'exploitation pour 2006/07	532,5	(20,2)	512,3
Réserves statutaires (bénéfice des exercices antérieurs)	9 538,5	(51,1)	9 487,4
Incidence globale sur les fonds propres		(71,3)	
Tableau des flux de trésorerie			
Variation d'évaluation sur actifs et passifs d'exploitation	63,3	(20,2)	43,1
Dépôts en monnaies au passif – variation nette	36 225,5	3,4	36 228,9
Actifs bancaires en monnaies – variation nette	(39 242,4)	9,3	(39 233,1)
Instruments dérivés – variation nette	246,6	7,5	254,1
Incidence globale sur les flux provenant des/(affectés aux) activités opérationnelles		–	

4. 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.

5. Or et dépôts en or

A. Total des avoirs en or

Composition de l'actif en or de la Banque :

Au 31 mars

En millions de DTS	**2008**	2007
Barres détenues auprès de banques centrales	27 530,9	11 865,8
Total dépôts à terme en or	4 006,8	3 591,8
Total or et dépôts en or à l'actif	**31 537,7**	15 457,6
Dont :		
Actifs de placement en or	2 424,4	2 306,0
Actifs bancaires en or, or et dépôts	29 113,3	13 151,6

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 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 réalisés sur cessions d'actifs de placement en or sont enregistrés au compte de profits et pertes.

Pour une description du compte de réévaluation de l'or, voir la note 19. Le gain net sur ventes d'actifs de placement en or est présenté à la note 28.

Le tableau ci-après analyse la variation de la valeur des actifs de placement en or de la Banque.

Pour l'exercice clos le 31 mars

En millions de DTS	**2008**	2007
Solde d'ouverture	2 306,0	2 259,5
Actifs de placement en or – variation nette		
Dépôts	–	338,7
Cessions d'or	(414,3)	(206,7)
Placements échus et divers	169,3	(340,4)
	(245,0)	(208,4)
Opérations en instance de règlement – variation nette	(182,7)	79,2
Effet de la variation du cours de l'or	546,1	175,7
Solde de clôture	**2 424,4**	2 306,0

Au 1er avril 2007, les actifs de placement en or de la Banque étaient constitués de 150 tonnes d'or fin, dont 25 tonnes (31 mars 2007 : 15 tonnes) ont été cédées durant l'exercice (note 28). Au 31 mars 2008, le solde s'établit à 125 tonnes d'or fin.

6. 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 sûreté, sous forme de titres, contre le risque de crédit. Le taux de rémunération du prêt est fixé au début de la transaction et il y a un engagement irrévocable de restituer des titres équivalents, sous réserve du remboursement du prêt. La juste valeur de la sûreté fait l'objet d'un suivi pendant toute la durée du contrat et, le cas échéant, la Banque obtient une sûreté supplémentaire.

Prêts à terme : placements effectués essentiellement auprès de banques commerciales, 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 préavis (note 7).

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 2008	Actifs bancaires	Actifs de placement			**Total actifs en monnaies**
En millions de DTS	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	
Bons du Trésor	**50 708,8**	**–**	**28,1**	**28,1**	**50 736,9**
Titres pris en pension	**89 991,1**	**1 893,5**	**–**	**1 893,5**	**91 884,6**
Prêts à terme et avances aux banques	**61 196,6**	**–**	**–**	**–**	**61 196,6**
Emprunts d'État et autres titres					
État	4 532,4	7 642,7	–	7 642,7	12 175,1
Établissements financiers	30 814,0	1 012,5	603,8	1 616,3	32 430,4
Divers (dont secteur public)	16 154,4	1 158,7	–	1 158,7	17 313,1
	51 500,8	**9 813,9**	**603,8**	**10 417,7**	**61 918,5**
Total actifs en monnaies	**253 397,3**	**11 707,4**	**631,9**	**12 339,3**	**265 736,6**

Au 31 mars 2007 – après retraitement	Actifs bancaires	Actifs de placement			Total actifs en monnaies
En millions de DTS	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	
Bons du Trésor	43 135,1	–	24,2	24,2	43 159,3
Titres pris en pension	60 127,3	1 062,5	–	1 062,5	61 189,8
Prêts à terme et avances aux banques	89 095,2	–	–	–	89 095,2
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	235 221,9	9 843,8	622,6	10 466,4	245 688,3

Comme il n'existe pas de marché secondaire actif pour les opérations de la Banque concernant les titres pris en pension, les prêts à terme et avances aux banques ainsi que certains emprunts d'État et autres titres, la Banque utilise, pour ces catégories d'instruments, des techniques de valorisation qui font appel au jugement afin de déterminer les paramètres de valorisation adéquats. Une variation de 1 point de base des hypothèses de marges de crédit concernant ces trois catégories d'instruments financiers modifierait leur évaluation de DTS 16,6 millions (2007 : DTS 14,5 millions).

B. Actifs en monnaies disponibles à la vente

Les actifs de placement en monnaies de la Banque sont essentiellement liés à l'emploi de ses fonds propres. Ils sont désignés comme actifs disponibles à la vente sauf s'ils font partie d'un portefeuille géré activement.

Le tableau ci-dessous analyse l'évolution des actifs en monnaies disponibles à la vente.

Pour l'exercice clos le 31 mars

En millions de DTS	**2008**	2007
Solde d'ouverture	9 843,8	9 994,0
Actifs en monnaies disponibles à la vente – variation nette		
Acquisitions	20 990,3	16 800,7
Cessions	(2 195,9)	(2 265,5)
Placements échus et divers	(17 315,0)	(14 640,7)
	1 479,4	(105,5)
Opérations en instance de règlement – variation nette	36,8	(41,5)
Juste valeur et divers	347,4	(3,2)
Solde de clôture	**11 707,4**	9 843,8

Le compte de réévaluation des titres est présenté à la note 19. La note 27 décrit la perte nette sur ventes de titres disponibles à la vente.

7. Dépôts à terme et avances aux banques

Les dépôts à terme et avances aux banques comprennent les prêts à terme et les comptes à préavis.

Les prêts à terme sont désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes. Les comptes à préavis sont désignés comme prêts et créances, et assimilés à la trésorerie et quasi-trésorerie. Il s'agit d'actifs financiers à très court terme assortis d'un préavis de 3 jours au maximum, portés au bilan à leur coût amorti.

Au 31 mars

En millions de DTS	**2008**	2007 après retraitement
Prêts à terme et avances aux banques	61 196,6	89 095,2
Comptes à préavis	899,3	2 138,6
Total dépôts à terme et avances aux banques	**62 095,9**	91 233,8

Un montant de DTS 88,8 millions (2007 : DTS 58,8 millions) a été porté au compte de profits et pertes comme variation de la juste valeur sur dépôts à terme et avances aux banques.

8. Instruments dérivés

La Banque a recours aux dérivés suivants à des fins de couverture et de négociation.

Contrat à terme sur taux et sur obligation : obligation contractuelle de recevoir ou de payer un montant net reposant sur la variation d'un taux d'intérêt ou du cours d'une obligation à une date future et à un prix déterminé par un marché organisé. Le marché organisé fixe, à la fin de chaque séance journalière, le cours de compensation du contrat ; l'appel de marge qui en résulte est couvert par des liquidités ou des titres liquides.

Option sur devise et sur or : contrat conférant à l'acquéreur le droit, mais non l'obligation, d'acheter (option d'achat) ou de vendre (option de vente), à ou jusqu'à une date donnée, un montant déterminé (devise ou or) à un prix fixé à l'avance. L'acheteur rémunère le vendeur par le versement d'une prime.

Option sur contrat à terme : contrat 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. L'acheteur rémunère le vendeur par le versement d'une prime.

Swap devise–or, swap croisé taux–devises, swap de taux : engagement d'échanger un flux de trésorerie contre un autre. Un swap représente un échange économique de monnaies, d'or ou de taux d'intérêt (fixe contre variable, par exemple) ou un échange simultané de taux d'intérêt et de monnaies (swap croisé taux–devises). Il n'y a pas d'échange de principal, sauf pour certains swaps devise–or et certains swaps croisés taux–devises.

Instrument à terme de gré à gré sur devise et sur or : engagement d'acheter une devise ou de l'or à une date future. Les opérations au comptant non livrées entrent dans cette catégorie.

Contrat garantie de taux : contrat de taux à terme de gré à gré donnant lieu à un règlement en liquidités, à une date donnée, correspondant à la différence entre un taux d'intérêt convenu et le taux du marché.

Option sur swap : contrat conférant à l'acheteur le droit, mais non l'obligation, de conclure un swap de devises ou de taux à un prix fixé à l'avance, à ou jusqu'à une date donnée. L'acheteur rémunère le vendeur par le versement d'une prime.

En outre, la Banque vend à sa clientèle des produits qui incorporent des dérivés (notes 11 et 12). Les dérivés incorporés sont séparés du contrat hôte à des fins comptables et traités en tant que dérivés lorsque le contrat principal n'est pas comptabilisé à la juste valeur. Ainsi, les options sur devise et sur or incorporées dans les dépôts en double devise or sont comptabilisées avec les dérivés en tant qu'options sur devise et sur or.

Le tableau ci-après détaille la juste valeur des instruments dérivés.

Au 31 mars	**2008**			2007 après retraitement		
	Montant notionnel	Juste valeur		Montant notionnel	Juste valeur	
En millions de DTS		Actif	Passif		Actif	Passif
Contrats à terme sur obligation	1 367,8	1,4	(1,4)	809,5	0,6	(0,4)
Contrats à terme sur taux	10 114,0	0,9	(0,2)	43 239,3	–	(1,3)
Contrats garantie de taux	26 377,0	22,2	(27,3)	48 018,6	6,2	(6,7)
Instruments à terme de gré à gré sur devise et sur or	1 095,0	21,0	(13,4)	1 830,7	9,9	(13,9)
Options sur contrat à terme	–	–	–	396,0	0,5	–
Options sur devise et sur or	4 669,0	64,0	(64,9)	9 180,9	42,4	(62,3)
Options sur swap	6 162,7	2,4	(56,7)	4 159,1	0,4	(8,7)
Swaps croisés taux–devises	3 836,0	117,6	(750,7)	5 262,3	99,4	(658,7)
Swaps devise–or	127 026,0	1 372,2	(3 119,1)	62 829,9	210,7	(497,5)
Swaps de taux	360 306,4	5 824,7	(2 194,0)	406 871,3	1 480,7	(1 593,5)
Total	**540 953,9**	**7 426,4**	**(6 227,7)**	582 597,6	1 850,8	(2 843,0)
Montant net			**1 198,7**			(992,2)

Comme il n'y a pas de marché secondaire actif pour certains dérivés négociés par la Banque, la Banque utilise, pour ces actifs et passifs, des techniques de valorisation qui font appel au jugement afin de déterminer les paramètres de valorisation adéquats. Une variation de 1 point de base des hypothèses de marges de crédit modifierait leur évaluation de DTS 16,2 millions (2007 : DTS 11,1 millions).

9. Créances à recouvrer

Au 31 mars

En millions de DTS	**2008**	2007
Opérations financières en instance de recouvrement	5 301,1	5 449,5
Divers	10,7	24,1
Total créances à recouvrer	**5 311,8**	5 473,6

Les opérations financières en instance de recouvrement sont des transactions sur créances à court terme (actifs vendus et passifs émis) effectuées, mais pour lesquelles le transfert d'espèces n'a pas encore eu lieu (à recouvrer généralement dans un délai maximum de 3 jours).

10. Immobilisations corporelles

Pour l'exercice clos le 31 mars				**2008**	2007
En millions de DTS	Terrains	Immeubles	Équipement informatique et autre	Total	Total
Coût historique					
Solde d'ouverture	**41,2**	**186,6**	**106,6**	**334,4**	324,5
Dépenses d'investissement	–	2,8	12,2	15,0	11,6
Cessions et retraits	–	–	(0,3)	(0,3)	(1,7)
Solde de clôture	**41,2**	**189,4**	**118,5**	**349,1**	334,4
Amortissement					
Amortissement cumulé d'ouverture	–	**80,5**	**65,9**	**146,4**	136,1
Amortissement	–	4,2	8,4	12,6	12,0
Cessions et retraits	–	–	(0,3)	(0,3)	(1,7)
Solde de clôture	**–**	**84,7**	**74,0**	**158,7**	146,4
Valeur comptable nette en clôture	**41,2**	**104,7**	**44,5**	**190,4**	188,0

L'amortissement au titre de l'exercice clos le 31 mars 2008 comprend une dépréciation supplémentaire de DTS 1,1 million pour l'équipement informatique et autre, suite à un examen de la dépréciation (2007 : DTS 0,8 million).

11. Dépôts en monnaies

Les dépôts en monnaies sont des créances comptables sur la Banque. Les instruments de dépôt en monnaies se décomposent comme suit.

Au 31 mars

En millions de DTS	**2008**	2007 après retraitement
Instruments de dépôt remboursables à 1–2 jours de préavis		
Instruments à moyen terme (MTI)	99 372,5	76 112,0
MTI avec option de remboursement anticipé	8 024,2	7 740,5
FIXBIS	44 403,4	50 513,2
	151 800,1	134 365,7
Autres dépôts en monnaies		
FRIBIS	4 218,1	3 465,2
Dépôts à terme	39 606,2	59 314,0
Comptes de dépôts à vue et à préavis	40 496,5	24 653,8
	84 320,8	87 433,0
Total dépôts en monnaies	**236 120,9**	221 798,7
Dont :		
Désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes	195 624,4	197 144,9
Désignés comme passifs financiers comptabilisés au coût amorti	40 496,5	24 653,8

Instruments à moyen terme (MTI) : placements à taux fixe auprès de la BRI dont la durée peut atteindre 10 ans (échéance en fin de trimestre).

MTI avec option de remboursement anticipé : MTI que la Banque a la faculté de rembourser au pair, à des dates comprises entre juin 2008 et décembre 2009 (2007 : entre avril 2007 et mai 2008).

FIXBIS : placements à taux fixe auprès de la BRI dont la durée peut aller de 1 semaine à 1 an.

FRIBIS : placements à taux variable auprès de la BRI dont la durée est de 1 an au moins, et dont le taux d'intérêt est révisé en fonction des conditions du marché.

Dépôts à terme : placements à taux fixe auprès de la BRI de durée généralement inférieure à 1 an. 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 2008, le montant des dépôts en double devise figurant au bilan s'élève à DTS 161,4 millions (2007 : DTS 6 654,9 millions). Tous ces dépôts sont venus à échéance en avril 2008 (2007 : échéances comprises entre avril et juin 2007).

Comptes de dépôts à vue et à préavis : passifs financiers à très court terme, assortis d'un préavis de 3 jours au maximum. Ils sont désignés comme passifs financiers comptabilisés au coût amorti.

La Banque assume le rôle d'unique teneur de marché pour certains passifs qu'elle émet en contrepartie de dépôts en monnaies et s'engage à rembourser ces instruments financiers, en intégralité ou en partie, à la juste valeur, avec un préavis de 1–2 jours ouvrés.

A. Évaluation des dépôts en monnaies

Les dépôts en monnaies (hors comptes de dépôts à vue et à préavis) sont comptabilisés au bilan à la juste valeur. Cette valeur diffère du montant que la Banque est tenue de payer à l'échéance au déposant. Augmenté des intérêts courus, ce montant s'élève au total à DTS 234 822,0 millions au 31 mars 2008 (2007 : DTS 224 059,0 millions).

Pour calculer la juste valeur de ses dépôts en monnaies, la Banque utilise des techniques de valorisation, parmi lesquelles la méthode des flux de trésorerie actualisés et les modèles de valorisation des options. La première estime les flux de trésorerie attendus des instruments financiers à l'aide de facteurs d'actualisation dérivés en partie des taux d'intérêt cotés (Libor et taux des swaps, par exemple) et en partie d'hypothèses de marges de crédit auxquelles chaque produit est offert et racheté à la clientèle.

Les hypothèses de marges de crédit se fondent, pour chaque produit, sur les récentes transactions de marché. Lorsqu'un produit ne fait plus l'objet d'émissions (et qu'il n'existe donc plus de transactions récentes sur celui-ci), la Banque utilise la dernière marge de crédit sur ce produit comme base pour déterminer les données appropriées à introduire dans le modèle.

Les modèles de valorisation des options recourent à des hypothèses de volatilité dérivées de cotations de marché.

Une variation de 1 point de base dans les hypothèses de marges de crédit utilisées pour évaluer les dépôts en monnaies modifierait leur évaluation de DTS 30,0 millions (2007 : DTS 23,3 millions).

B. Incidence d'une modification de la qualité de crédit de la Banque

La juste valeur des passifs de la Banque serait affectée par une modification de sa qualité de crédit. La valeur de ses passifs diminuerait si la qualité de crédit de la Banque se détériorait et la diminution de valeur serait reflétée par une variation d'évaluation au compte de profits et pertes. La Banque évalue régulièrement sa qualité de crédit dans le cadre de ses procédures de gestion des risques. L'évaluation de la qualité de crédit n'a pas montré de variation qui aurait pu avoir une incidence, durant l'exercice, sur la juste valeur des passifs de la Banque.

12. Dépôts en or au passif

Les dépôts en or placés auprès de la Banque proviennent exclusivement de banques centrales. Ils sont tous désignés comme passifs financiers comptabilisés au coût amorti.

La Banque accepte également des dépôts en or, qu'elle peut choisir de rembourser, à l'échéance, soit en or, soit, pour un montant déterminé, en monnaie (dépôts en double devise or). L'option incorporée sur devise et sur or est portée au bilan en tant qu'instrument dérivé et comptabilisée à la juste valeur. Au 31 mars 2008, le montant des dépôts en double devise or inscrit parmi les dépôts en or au passif totalise DTS 54,1 millions (2007 : néant). Tous ces dépôts sont arrivés à échéance en avril 2008.

13. Titres donnés en pension

Il s'agit d'opérations de mise en pension par lesquelles la Banque reçoit un dépôt à terme de la part d'une contrepartie à laquelle elle fournit une sûreté sous forme de titres. Le taux de rémunération du dépôt est fixé au début de la transaction, et il y a un engagement irrévocable de rembourser le dépôt, sous réserve de la restitution de titres équivalents. Ces opérations sont exclusivement conclues à l'initiative de banques commerciales.

Au 31 mars 2008, 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 passifs financiers comptabilisés au coût amorti.

14. Engagements à payer

Il s'agit d'opérations financières en instance de paiement pour des engagements à court terme (achats d'actifs et rachats de titres de dette) effectuées, mais pour lesquelles le transfert d'espèces n'a pas encore eu lieu (à payer généralement dans un délai maximum de 3 jours).

15. Autres passifs

Au 31 mars

En millions de DTS	**2008**	2007
Obligations au titre des avantages postérieurs à l'emploi – note 20		
Pensions des administrateurs	4,8	4,3
Prestations d'assurance maladie et accidents	185,4	152,1
Positions courtes sur actifs en monnaies	115,6	142,4
Divers	20,1	73,9
À payer aux anciens actionnaires	0,6	1,1
Total autres passifs	**326,5**	373,8

16. Capital

Le capital de la Banque est constitué comme suit.

Au 31 mars

En millions de DTS	**2008**	2007
Capital autorisé : 600 000 actions, valeur nominale DTS 5 000 chacune, libérées à hauteur de DTS 1 250	3 000,0	3 000,0
Capital émis : 547 125 actions	2 735,6	2 735,6
Capital libéré (25 %)	**683,9**	683,9

Nombre d'actions recevant un dividende :

Au 31 mars	**2008**	2007
Actions émises	547 125	547 125
Moins : actions détenues en propre	(1 000)	(1 000)
Actions distribuées recevant un dividende plein	**546 125**	546 125
Dividende par action (en DTS)	**265**	255

17. 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.

18. Actions détenues en propre

Pour l'exercice clos le 31 mars	**2008**	2007
Situation à l'ouverture	1 000	1 000
Variation au cours de l'exercice	–	–
Situation en clôture	**1 000**	1 000

Les actions détenues en propre sont constituées des 1 000 actions de l'émission albanaise qui ont été suspendues en 1977.

19. 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 5 et 6, respectivement.

Autres comptes de fonds propres :

Au 31 mars

En millions de DTS	**2008**	2007
Compte de réévaluation des titres	272,0	(80,5)
Compte de réévaluation de l'or	1 636,8	1 384,0
Total autres comptes de fonds propres	**1 908,8**	1 303,5

A. Compte de réévaluation des titres

Ce compte présente la différence entre la juste valeur et le coût amorti des actifs en monnaies disponibles à la vente.

Il a évolué comme suit.

Pour l'exercice clos le 31 mars

En millions de DTS	**2008**	2007
Solde d'ouverture	(80,5)	(104,3)
Variation nette d'évaluation		
Perte nette sur ventes	5,1	27,0
Variation nette de la juste valeur et divers	347,4	(3,2)
	352,5	23,8
Solde de clôture	**272,0**	(80,5)

Les tableaux suivants montrent la composition du compte de réévaluation des titres.

Au 31 mars 2008 *En millions de DTS*	Juste valeur des actifs	Coût historique	Compte de réévaluation des titres	Gain brut	Perte brute
Titres pris en pension	1 893,5	1 894,2	(0,7)	–	(0,7)
Emprunts d'État et autres titres	9 813,9	9 541,2	272,7	305,4	(32,7)
Total	**11 707,4**	**11 435,4**	**272,0**	**305,4**	**(33,4)**

Au 31 mars 2007 *En millions de DTS*	Juste valeur des actifs	Coût historique	Compte de réévaluation des titres	Gain brut	Perte brute
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)

B. Compte de réévaluation de l'or

Ce compte présente la différence entre la valeur comptable et le coût réputé des actifs de placement en or de la Banque. S'agissant des placements en or à l'actif de la BRI au 31 mars 2003 (date à laquelle le DTS a remplacé le franc or comme monnaie fonctionnelle et de présentation des états financiers de la Banque), leur coût réputé est d'environ DTS 151 l'once, calculé sur la base du montant de 208 dollars appliqué de 1979 à 2003 suite à une décision du Conseil d'administration de la Banque, converti au cours de change en vigueur le 31 mars 2003.

Ce compte a évolué comme suit.

Pour l'exercice clos le 31 mars

En millions de DTS	**2008**	2007
Solde d'ouverture	**1 384,0**	1 342,2
Variation nette d'évaluation		
Gain net sur ventes	(293,3)	(133,9)
Variation du cours de l'or	546,1	175,7
	252,8	41,8
Solde de clôture	**1 636,8**	1 384,0

20. 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 au bénéfice de ses agents, dont les droits sont en principe subordonnés à une période de service minimale de dix ans et jusqu'à l'âge de 50 ans.

Des actuaires indépendants procèdent chaque année à une évaluation de ces régimes.

A. Montants comptabilisés au bilan

Au 31 mars	Pensions des agents		
En millions de DTS	**2008**	2007	2006
Valeur actualisée de l'obligation	(709,7)	(653,7)	(606,4)
Juste valeur des actifs du fonds	714,3	648,6	602,2
Position de capitalisation	4,6	(5,1)	(4,2)
Perte actuarielle non comptabilisée	41,2	47,3	46,8
Coût des services passés non comptabilisé	(45,8)	(42,2)	(42,6)
Passif	–	–	–

Au 31 mars	Pensions des administrateurs		
En millions de DTS	**2008**	2007	2006
Valeur actualisée de l'obligation	(5,4)	(4,6)	(4,6)
Juste valeur des actifs du fonds	–	–	–
Position de capitalisation	(5,4)	(4,6)	(4,6)
Perte actuarielle non comptabilisée	0,6	0,3	0,3
Coût des services passés non comptabilisé	–	–	–
Passif	**(4,8)**	(4,3)	(4,3)

Au 31 mars	Prestations d'assurance maladie et accidents postérieures à l'emploi		
En millions de DTS	**2008**	2007	2006
Valeur actualisée de l'obligation	(208,0)	(186,3)	(183,8)
Juste valeur des actifs du fonds	–	–	–
Position de capitalisation	(208,0)	(186,3)	(183,8)
Perte actuarielle non comptabilisée	30,3	42,0	57,2
Coût des services passés non comptabilisé	(7,7)	(7,8)	(8,6)
Passif	**(185,4)**	(152,1)	(135,2)

B. Valeur actualisée de l'obligation de prestations

Le rapprochement entre la position d'ouverture et la position de clôture de la valeur actualisée de l'obligation s'établit comme suit.

Au 31 mars	Pensions des agents		Pensions des administrateurs		Prestations d'assurance maladie et accidents postérieures à l'emploi	
En millions de DTS	**2008**	2007	**2008**	2007	**2008**	2007
Valeur actualisée de l'obligation à l'ouverture	653,7	606,4	4,6	4,5	186,3	183,8
Coût actuel des prestations	30,5	28,3	0,2	0,2	8,2	7,9
Contributions des agents	3,7	3,4	–	–	–	–
Charges d'intérêts	21,3	19,8	0,1	0,1	6,1	6,1
(Gain)/perte actuariel(le)	(55,7)	3,5	–	–	(13,9)	(13,9)
Prestations versées	(23,1)	(21,8)	(0,3)	(0,3)	(1,8)	(1,9)
Variations de change	79,3	14,1	0,9	0,1	23,1	4,3
Valeur actualisée de l'obligation en clôture	**709,7**	653,7	**5,4**	4,6	**208,0**	186,3

C. Juste valeur des actifs du Fonds de pension des agents

Le rapprochement entre la position d'ouverture et la position de clôture de la juste valeur des actifs du Fonds de pension des agents s'établit comme suit.

Pour l'exercice clos le 31 mars		
En millions de DTS	**2008**	2007
Juste valeur des actifs du fonds à l'ouverture	648,6	602,2
Rendement attendu des actifs	33,1	30,6
(Gain)/perte actuariel(le)	(44,8)	4,1
Contributions de l'employeur	17,3	15,9
Contributions des agents	3,7	3,4
Prestations versées	(23,1)	(21,8)
Variations de change	79,5	14,2
Juste valeur des actifs du fonds en clôture	**714,3**	648,6

D. Montants imputés au compte de profits et pertes

Pour l'exercice clos le 31 mars	Pensions des agents		Pensions des administrateurs		Prestations d'assurance maladie et accidents postérieures à l'emploi	
En millions de DTS	**2008**	2007	**2008**	2007	**2008**	2007
Coût actuel des prestations	30,5	28,3	0,2	0,2	8,2	7,9
Charges d'intérêts	21,3	19,8	0,1	0,1	6,1	6,1
Moins : rendement attendu des actifs du fonds	(33,1)	(30,7)	–	–	–	–
Moins : coût des services passés	(1,5)	(1,5)	–	–	(1,0)	(1,0)
Perte actuarielle nette comptabilisée	–	–	–	–	1,6	2,6
Total porté aux charges d'exploitation	**17,2**	15,9	**0,3**	0,3	**14,9**	15,6

La Banque prévoit d'apporter une contribution de CHF 31,9 millions à ses systèmes d'avantages postérieurs à l'emploi en 2008/09.

E. Principales catégories d'actifs du fonds

Au 31 mars

En % du total des actifs du fonds	**2008**	2007
Actions européennes	12,8	16,4
Autres actions	17,4	28,4
Titres à revenu fixe, Europe	32,2	25,8
Titres à revenu fixe, autres	27,1	26,6
Autres actifs	10,5	2,8
Rendement effectif des actifs du fonds	(1,7 %)	5,4 %

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

	2008	2007
Applicables aux trois régimes de prestations postérieures à l'emploi		
Taux d'actualisation – taux de marché des obligations d'entreprises suisses de première qualité	3,75 %	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	1,50 %	1,50 %
Applicables uniquement au régime de prestations d'assurance maladie et accidents postérieures à l'emploi		
Hypothèse de hausse tendancielle des frais médicaux	5,00 %	5,00 %

Au 31 mars 2008, la hausse présumée du traitement des agents, de la rémunération des administrateurs et des pensions payables inclut une hypothèse d'inflation de 1,5 % (comme au 31 mars 2007).

Le rendement attendu des actifs du fonds est calculé à partir d'anticipations à long terme sur l'inflation, les taux d'intérêt, les primes de risque et l'allocation des actifs. Cette estimation, établie conjointement avec les actuaires indépendants du Fonds de pension, tient compte des rendements historiques.

L'hypothèse de 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 2007/08.

Pour l'exercice clos le 31 mars

En millions de DTS	**2008**	2007
Hausse/(baisse) du coût total des prestations et des charges d'intérêts		
Hausse de 6 % des frais médicaux	7,5	4,6
Hausse de 4 % des frais médicaux	(4,9)	(3,3)

Au 31 mars

En millions de DTS	**2008**	2007
Hausse/(baisse) du coût de l'obligation de prestations		
Hausse de 6 % des frais médicaux	45,5	47,0
Hausse de 4 % des frais médicaux	(34,5)	(35,4)

21. Produits d'intérêts

Pour l'exercice clos le 31 mars

En millions de DTS	**2008**	2007
Actifs en monnaies disponibles à la vente		
Titres pris en pension	71,1	59,2
Emprunts d'État et autres titres	380,9	328,9
	452,0	388,1
Actifs en monnaies à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes		
Bons du Trésor	861,6	816,0
Titres pris en pension	2 480,9	811,4
Dépôts à terme et avances aux banques	4 147,8	4 179,3
Emprunts d'État et autres titres	2 301,2	1 727,2
	9 791,5	7 533,9
Actifs désignés comme prêts et créances		
Comptes à vue et à préavis	38,4	108,3
Actifs de placement en or	11,2	15,4
Actifs bancaires en or	5,4	6,7
	55,0	130,4
Instruments dérivés à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes	**882,7**	805,6
Total produits d'intérêts	**11 181,2**	8 858,0

22. Charges d'intérêts

Pour l'exercice clos le 31 mars

En millions de DTS	**2008**	2007
Passifs à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes		
Dépôts en monnaies	**8 963,7**	7 596,9
Passifs désignés comme passifs financiers comptabilisés au coût amorti		
Dépôts en or	3,9	5,2
Comptes de dépôts à vue et à préavis	1 171,7	581,6
Titres donnés en pension	68,5	57,5
	1 244,1	644,3
Total charges d'intérêts	**10 207,8**	8 241,2

23. Variation nette d'évaluation

La variation nette d'évaluation ne concerne que les instruments financiers désignés comme instruments à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes.

Pour l'exercice clos le 31 mars	2008			2007 après retraitement		
En millions de DTS	Variation d'évaluation hors ajustement cours acheteur/ vendeur	Effet de l'évaluation cours acheteur/ vendeur	Variation totale nette d'évaluation	Variation d'évaluation hors ajustement cours acheteur/ vendeur	Effet de l'évaluation cours acheteur/ vendeur	Variation totale nette d'évaluation
Actifs en monnaies à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes						
Variation d'évaluation latente sur actifs en monnaies	29,6	(10,8)	18,8	(6,8)	(9,3)	(16,1)
Gain/(perte) réalisé(e) sur actifs en monnaies	(11,7)	–	(11,7)	(30,2)	–	(30,2)
	17,9	**(10,8)**	**7,1**	(37,0)	(9,3)	(46,3)
Passifs en monnaies à la juste valeur par le biais du compte de profits et pertes						
Variation d'évaluation latente sur passifs en monnaies	(2 774,2)	(58,0)	(2 832,2)	(510,6)	(3,4)	(514,0)
Gains réalisés sur passifs en monnaies	(257,2)	–	(257,2)	132,4	–	132,4
	(3 031,4)	**(58,0)**	**(3 089,4)**	(378,2)	(3,4)	(381,6)
Variation d'évaluation sur instruments dérivés	**2 534,8**	**(6,2)**	**2 528,6**	478,5	(7,5)	471,0
Variation nette d'évaluation	**(478,7)**	**(75,0)**	**(553,7)**	63,3	(20,2)	43,1

24. Produit net d'honoraires et de commissions

Pour l'exercice clos le 31 mars		
En millions de DTS	**2008**	2007
Produits d'honoraires et de commissions	6,8	6,1
Charges d'honoraires et de commissions	(6,0)	(4,8)
Produit net d'honoraires et de commissions	**0,8**	1,3

25. Gain/(perte) de change net(te)

Pour l'exercice clos le 31 mars		
En millions de DTS	**2008**	2007
Gain de transaction net	4,5	6,7
Perte de conversion nette	(14,0)	(5,8)
Gain/(perte) de change net(te)	**(9,5)**	0,9

26. 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

En millions de CHF	**2008**	2007
Conseil d'administration		
Indemnités des administrateurs	1,9	1,9
Pensions versées aux anciens administrateurs	0,6	0,6
Déplacements, séances du Conseil hors siège et divers	1,7	1,7
	4,2	4,2
Direction et personnel		
Rémunérations	111,8	106,6
Pensions	34,3	32,5
Autres dépenses de personnel	43,1	45,6
	189,2	184,7
Dépenses de bureau et dépenses diverses	**63,5**	64,6
En millions de CHF **Frais d'administration**	**256,9**	253,5
En millions de DTS Frais d'administration	141,9	137,8
Amortissement	12,6	12,0
En millions de DTS **Charges d'exploitation**	**154,5**	149,8

Au cours de l'exercice clos le 31 mars 2008, le nombre moyen d'agents en équivalent temps plein s'élevait à 542 (2007 : 530).

27. Perte nette sur ventes de titres disponibles à la vente

Pour l'exercice clos le 31 mars

En millions de DTS	**2008**	2007
Produit des cessions	2 195,9	2 265,5
Coût amorti	(2 201,0)	(2 292,5)
Perte nette	**(5,1)**	(27,0)
Dont :		
Gain brut réalisé	51,8	63,0
Perte brute réalisée	(56,9)	(90,0)

28. Gain net sur ventes d'actifs de placement en or

Pour l'exercice clos le 31 mars

En millions de DTS	**2008**	2007
Produit des cessions	414,3	206,7
Coût réputé – note 19B	(121,0)	(72,8)
Gain net réalisé	**293,3**	133,9

29. Bénéfice par action

Pour l'exercice clos le 31 mars	**2008**	2007 après retraitement
Bénéfice net de l'exercice (en millions de DTS)	544,7	619,2
Nombre moyen pondéré d'actions recevant un dividende	546 125	546 125
Bénéfice de base et dilué par action (en DTS par action)	**997,4**	1 133,8

Le dividende proposé pour l'exercice clos le 31 mars 2008 s'élève à DTS 265 par action (2007 : DTS 255).

30. Trésorerie et quasi-trésorerie

Aux fins du tableau des flux de trésorerie, ce poste se décompose comme suit.

Au 31 mars

En millions de DTS	**2008**	2007
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	36,8	92,4
Comptes à préavis	899,3	2 138,6
Total trésorerie et quasi-trésorerie	**936,1**	2 231,0

31. 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, cantonales et communales en Suisse.

Des conventions similaires ont été passées avec le gouvernement de la République populaire de Chine concernant le Bureau d'Asie à Hong-Kong RAS et avec le gouvernement du Mexique concernant le Bureau pour les Amériques.

32. Cours de change

Le tableau suivant montre les principaux cours utilisés pour convertir en DTS les soldes en devises et en or.

	Cours au comptant au 31 mars		Cours moyen sur l'exercice clos en	
	2008	2007	**2008**	2007
USD	**0,609**	0,660	**0,643**	0,673
EUR	**0,960**	0,883	**0,910**	0,863
JPY	**0,00610**	0,00562	**0,00564**	0,00576
GBP	**1,208**	1,300	**1,291**	1,274
CHF	**0,612**	0,544	**0,556**	0,544
Or	**557,8**	438,3	**490,2**	422,8

33. Éléments de hors-bilan

Des transactions fiduciaires sont effectuées au nom de la BRI pour le compte et au risque de sa clientèle, sans possibilité de recours contre la Banque. Elles ne figurent pas au bilan de la Banque.

Au 31 mars

En millions de DTS	**2008**	2007
Valeur nominale des titres détenus dans le cadre de :		
Conventions de dépôt	11 308,0	11 189,6
Contrats de nantissement	158,9	223,6
Mandats de gestion de portefeuille	6 093,9	5 535,4
Total	**17 560,8**	16 948,6

Les instruments financiers détenus dans le cadre des mandats ci-dessus sont déposés auprès de conservateurs externes (banques centrales ou banques commerciales).

34. Engagements de crédit

La Banque a ouvert plusieurs lignes de crédit avec engagement en faveur de sa clientèle. Au 31 mars 2008, leur encours s'élevait à DTS 6 767,7 millions (2007 : DTS 7 211,8 millions), dont DTS 304,6 millions pour des engagements non assortis de garantie (2007 : DTS 336,0 millions).

35. 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 et par instrument financier.

Au 31 mars 2008

En %	USD	EUR	GBP	JPY	Autres monnaies
Actif					
Dépôts en or	–	–	–	–	0,76
Bons du Trésor	0,73	4,02	–	0,58	–
Titres pris en pension	1,90	2,69	5,15	0,71	–
Dépôts à terme et avances aux banques	3,87	4,18	5,71	0,85	3,24
Emprunts d'État et autres titres	3,21	4,10	4,19	0,98	7,39
Passif					
Dépôts en monnaies	3,24	3,77	5,00	0,34	5,16
Dépôts en or	–	–	–	–	0,35
Titres donnés en pension	1,65	–	5,10	–	–
Positions courtes sur actifs en monnaies	4,03	–	–	–	–

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	–	–	–	–

36. Analyse géographique

A. Total des passifs

Au 31 mars

En millions de DTS	**2008**	2007 après retraitement
Afrique et Europe	132 229,9	99 765,6
Asie–Pacifique	102 353,8	99 335,5
Amériques	54 810,3	51 776,2
Institutions internationales	8 642,0	7 919,7
Total	**298 036,0**	258 797,0

B. Engagements de crédit

Au 31 mars

En millions de DTS	**2008**	2007
Afrique et Europe	496,6	328,0
Asie–Pacifique	6 109,7	6 817,8
Amériques	161,4	66,0
Total	**6 767,7**	7 211,8

Voir également la note 34.

C. Éléments de hors-bilan

Au 31 mars

En millions de DTS	**2008**	2007
Afrique et Europe	2 341,6	1 892,1
Asie–Pacifique	14 695,6	14 325,4
Amériques	523,6	731,1
Total	**17 560,8**	16 948,6

Voir également la note 33. La note 3D de la section Gestion des risques (*infra*) présente une analyse géographique des actifs de la Banque.

37. Parties liées

La Banque définit ainsi les parties qui lui sont liées :

- les membres du Conseil d'administration ;
- les membres de la Direction de la Banque ;
- les parents proches des personnes ci-dessus ;
- les entités qui pourraient exercer une influence significative sur un membre du Conseil d'administration ou de la Direction, et les entités sur lesquelles une de ces personnes pourrait exercer une influence significative ;
- les régimes de la Banque offrant des prestations postérieures à l'emploi ;
- les banques centrales dont le gouverneur est membre du Conseil d'administration et les institutions qui sont associées à ces banques centrales.

Une liste des membres du Conseil d'administration et de la Direction figure dans le présent *Rapport annuel* sous Conseil d'administration et Direction. Les régimes de prestations postérieures à l'emploi sont présentés à la note 20.

A. Personnes

Le montant total des rémunérations et avantages accordés aux membres de la Direction de la Banque, imputé au compte de profits et pertes, est le suivant.

Pour l'exercice clos le 31 mars

En millions de CHF	**2008**	2007
Traitements, primes et couverture médicale	6,7	6,7
Prestations postérieures à l'emploi	1,9	1,8
Total rémunérations et avantages, en millions de CHF	**8,6**	8,5
Équivalent en DTS	4,8	4,6

Voir également la note 26.

La Banque offre à l'ensemble de ses agents et administrateurs la possibilité d'ouvrir un compte personnel de dépôts. Ce compte est rémunéré à un taux fixé par la BRI sur la base de celui que la Banque nationale suisse applique à des comptes similaires au bénéfice de ses propres agents. Le tableau suivant indique l'évolution des comptes de dépôts détenus par des membres du Conseil d'administration et de la Direction de la Banque et leur solde total.

Pour l'exercice clos le 31 mars

En millions de CHF	**2008**	2007
Solde d'ouverture	15,6	13,3
Dépôts reçus, dont produits d'intérêts (nets des impôts prélevés à la source)	3,8	3,5
Retraits	(1,4)	(1,2)
Solde de clôture, en millions de CHF	**18,0**	15,6
Équivalent en DTS	11,0	8,5
Charges d'intérêts sur dépôts, en millions de CHF	0,6	0,4
Équivalent en DTS	0,3	0,2

Les soldes des comptes détenus par des membres du Conseil d'administration et de la Direction de la Banque nommés durant l'exercice sont inclus dans les dépôts reçus. Ceux des comptes détenus par des membres du Conseil d'administration ou de la Direction quittant leurs fonctions durant l'exercice sont incorporés aux retraits.

La Banque gère également un compte personnel de dépôts bloqué pour les agents qui bénéficiaient auparavant de son fonds d'épargne, clôturé le 1er avril 2003, aux conditions suivantes : les titulaires ne peuvent plus effectuer de dépôt sur leur compte, dont ils perçoivent le solde au moment de leur départ de la Banque. Ce compte est rémunéré à un taux fixé par la BRI sur la base de celui que la Banque nationale suisse applique à des comptes similaires au bénéfice de ses propres agents, plus 1 %. Le solde des comptes bloqués totalise DTS 20,8 millions au 31 mars 2008 (2007 : DTS 18,9 millions). Il est porté au bilan sous Dépôts en monnaies.

B. Banques centrales liées et institutions associées

La BRI offre des services bancaires à sa clientèle, composée essentiellement de banques centrales, d'autorités monétaires et d'institutions financières internationales. Dans le cadre normal de ses activités, la Banque effectue à cette fin des opérations avec des banques centrales liées et des institutions qui leur sont associées. Ces opérations consistent à consentir des avances et à accepter des dépôts en monnaies et en or.

La Banque a pour politique d'effectuer 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

En millions de DTS	**2008**	2007
Solde d'ouverture	53 240,1	53 280,0
Dépôts reçus	130 847,9	184 721,8
Placements échus, remboursements et variation de la juste valeur	(129 656,6)	(182 058,0)
Variation nette sur comptes à préavis	(433,1)	(2 703,7)
Solde de clôture	**53 998,3**	53 240,1
En % du total des dépôts en monnaies en clôture	22,9 %	24,0 %

Dépôts en or au passif des banques centrales liées et institutions associées

Pour l'exercice clos le 31 mars

En millions de DTS	**2008**	2007
Solde d'ouverture	10 123,8	6 267,3
Dépôts reçus	600,2	83,3
Variation nette du compte à vue en or	16 161,2	3 875,5
Retraits nets et variation du cours de l'or	(549,1)	(102,3)
Solde de clôture	**26 336,1**	10 123,8
En % du total des dépôts en or en clôture	90,5 %	77,1 %

Titres pris en pension des banques centrales liées et institutions associées

Pour l'exercice clos le 31 mars

En millions de DTS	**2008**	2007
Solde d'ouverture	470,2	3 198,5
Prêts contre titres pris en pension	776 745,9	680 101,7
Placements échus et variation de la juste valeur	(773 944,2)	(682 830,0)
Solde de clôture	**3 271,9**	470,2
En % du total des titres pris en pension en clôture	3,6 %	0,8 %

Autres expositions sur les banques centrales liées et institutions associées

La Banque détient des comptes à vue en monnaies auprès des banques centrales liées et des institutions qui leur sont associées, dont le solde total se chiffre à DTS 539,3 millions au 31 mars 2008 (2007 : DTS 144,7 millions). L'or détenu dans des comptes à vue auprès des banques centrales liées et institutions associées totalise DTS 27 499,7 millions au 31 mars 2008 (2007 : DTS 11 837,7 millions).

Opérations sur dérivés avec les banques centrales liées et institutions associées

La Banque effectue des opérations sur dérivés avec les banques centrales liées et les institutions qui leur sont associées, y compris des opérations de change et swaps de taux. Sur l'exercice clos le 31 mars 2008, la valeur nominale de ces opérations totalise DTS 43 655,5 millions (2007 : DTS 17 005,8 millions).

38. Passifs éventuels

La Banque est indirectement impliquée dans une procédure judiciaire 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 de 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 & Cie 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 & Cie 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.

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.

Adéquation des fonds propres

1. Fonds propres

Les fonds propres de la Banque sont constitués des éléments suivants : capital, réserves statutaires, bénéfice net pour l'exercice et autres comptes de fonds propres, lesquels incluent les comptes de réévaluation de l'or et des titres, moins les actions détenues en propre.

Le tableau ci-après montre la composition des fonds propres de base et du total des fonds propres.

Au 31 mars

En millions de DTS	**2008**	2007 après retraitement
Capital	683,9	683,9
Réserves statutaires	9 967,3	9 487,4
Moins : actions détenues en propre	(1,7)	(1,7)
Moins : comptes de réévaluation négatifs	–	–
Fonds propres de base	**10 649,5**	10 169,6
Compte de profits et pertes	544,7	619,2
Autres comptes de fonds propres	1 908,8	1 303,5
Total fonds propres	**13 103,0**	12 092,3

La Banque évalue en permanence l'adéquation de ses fonds propres. Cette évaluation s'appuie sur un processus annuel de planification de l'utilisation du capital, qui repose lui-même sur une planification opérationnelle.

La Banque a mis en place un dispositif de gestion des risques conforme au document révisé *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres* (Bâle II) publié, en juin 2006, par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. La Banque met en œuvre l'ensemble des trois piliers du dispositif de Bâle II, tout en tenant compte du caractère particulier du domaine d'activité et de la nature des opérations de la Banque. Étant donné que la Banque n'est pas assujettie à une réglementation bancaire nationale, l'application du deuxième pilier se limite à l'évaluation, par la Banque elle-même, de l'adéquation de ses fonds propres. Cette évaluation suit essentiellement une méthodologie des fonds propres économiques, qui est plus complète et fixe des exigences de solvabilité beaucoup plus élevées que les exigences minimales (premier pilier) du dispositif de Bâle II.

Les fonds propres de base au 31 mars 2007 ont été réduits de DTS 51,1 millions en raison d'une modification des conventions comptables qui a consisté à adopter la comptabilisation des instruments financiers aux cours acheteur/vendeur.

2. Actifs pondérés des risques et exigences minimales de fonds propres dans le cadre de Bâle II

Bâle II prévoit plusieurs approches pour calculer les actifs pondérés des risques et les exigences minimales de fonds propres correspondantes. En principe, les exigences minimales correspondent à 8 % des actifs pondérés.

Sont résumées au tableau suivant les expositions de la Banque, classées par nature du risque (risque de crédit, risque de marché et risque opérationnel), avec, en regard, l'approche suivie ainsi que les actifs pondérés et les exigences minimales correspondantes.

Au 31 mars 2008

En millions de DTS	*Approche utilisée*		*Actifs pondérés des risques*	*Exigences minimales de fonds propres*
Risque de crédit		Montant de l'exposition	(A)	(B)
Exposition envers les emprunteurs souverains, banques et entreprises	Approche notations internes (NI) (traitement avancé), où (B) correspond à (A) x 8 %	281 560,2	11 715,2	937,2
Expositions de titrisation, portefeuilles gérés en externe et autres actifs	Approche standard, où (B) correspond à (A) x 8 %	4 048,3	1 349,1	107,9
Risque de marché				
Exposition au risque de change et au risque de variation du cours de l'or	Approche modèles internes, où (A) correspond à (B) / 8 %	–	8 197,5	655,8
Risque opérationnel	Approche de mesure avancée, où (A) correspond à (B) / 8 %	–	1 962,5	157,0
Total			**23 224,3**	**1 857,9**

La Banque a adopté le traitement avancé, dans le cadre de l'approche des notations internes (NI), pour la majorité de ses expositions au risque de crédit. Sous ce régime, la pondération applicable à une opération est déterminée par la fonction de pondération correspondante dans Bâle II, en introduisant dans le système interne les données estimées par la Banque. Pour certaines expositions, la Banque a adopté l'approche standard. Dans cette approche, l'exposition est pondérée en fonction de sa nature.

La Banque a adopté une approche fondée sur les modèles internes pour le risque de marché et l'approche de mesure avancée pour le risque opérationnel. Ces deux approches s'appuient sur les méthodologies de valeur en risque (VeR). Les exigences minimales de fonds propres sont calculées à partir des chiffres VeR, puis converties en actifs pondérés des risques en utilisant le taux de 8 %.

Pour plus de précisions sur les hypothèses qui sous-tendent les calculs, se reporter aux sections sur le risque de crédit, le risque de marché et le risque opérationnel.

3. Ratio des fonds propres de base

Le ratio de fonds propres mesure l'adéquation des fonds propres de base en les rapportant aux actifs pondérés en fonction des risques. Le ratio de la Banque, conforme au dispositif de Bâle II, est illustré au tableau suivant.

Au 31 mars

En millions de DTS	**2008**
Fonds propres de base	10 649,5
Moins : pertes attendues	(30,9)
Fonds propres de base nets des pertes attendues (A)	**10 618,6**
Total des actifs pondérés des risques (B)	23 224,3
Ratio des fonds propres de base (A) / (B)	**45,7 %**

Conformément au dispositif de Bâle II, les pertes attendues sont calculées sur les expositions au risque de crédit visées par l'approche NI avancée. Comme la BRI ne constitue pas de provisions en raison de la haute qualité de crédit de ses expositions, elle déduit les pertes attendues des fonds propres de base, conformément au dispositif de Bâle II.

La Banque s'attache à conserver une excellente qualité de crédit et effectue une évaluation exhaustive de ses fonds propres qui tient compte de ses spécificités. Elle dispose ainsi d'une solide base de fonds propres, bien supérieure aux exigences minimales.

Le ratio des fonds propres de base calculé selon les dispositions de l'accord de Bâle de 1988 s'établit à 34,6 % au 31 mars 2008 (2007 : 29,7 %, après retraitement). La différence sensible entre les ratios obtenus par les deux formules tient essentiellement à la plus grande sensibilité au risque des approches du dispositif de Bâle II.

Gestion des risques

1. Risques auxquels la Banque est exposée

La Banque apporte à sa clientèle, composée surtout de banques centrales, d'autorités monétaires et d'institutions financières internationales, des services pour la gestion des réserves et des activités financières connexes.

Les activités bancaires constituent un élément essentiel des missions de la Banque et garantissent de ce fait sa solidité et son indépendance financières. La BRI effectue des opérations bancaires en employant les ressources de sa clientèle ainsi que des opérations liées au placement de ses fonds propres. À ces deux titres, la Banque peut encourir des risques financiers : risque de crédit, risque de marché et risque de liquidité. La Banque est exposée en outre au risque opérationnel.

Dans le dispositif de gestion des risques défini par le Conseil d'administration, la Direction de la Banque a mis en place des politiques de gestion des risques visant à garantir que les risques sont identifiés, mesurés, atténués, mais aussi surveillés et communiqués de manière adéquate.

2. Gestion des risques : approche et organisation

Approche générale

La Banque s'attache à conserver une excellente qualité de crédit et adopte une stratégie prudente en matière de prise de risques financiers. Pour cela, elle :

- conserve une base de fonds propres exceptionnellement solide ;
- place ses actifs essentiellement dans des instruments financiers de première qualité ;
- s'efforce de diversifier ses actifs dans plusieurs secteurs ;
- adopte une approche prudente en matière de prise de risque de marché sur ses positions tactiques et gère attentivement le risque de marché associé à ses positions stratégiques, dont ses avoirs en or ;
- maintient un degré élevé de liquidité.

A. Organisation

Conformément à l'article 39 des Statuts de la Banque, le Directeur Général est responsable de la gestion de la Banque vis-à-vis du Conseil d'administration. Il est assisté dans ses fonctions par le Directeur Général Adjoint. Les fonctions indépendantes de contrôle des risques et de conformité sont placées sous l'autorité du Directeur Général Adjoint. Le Directeur Général et le Directeur Général Adjoint bénéficient de l'assistance de comités consultatifs.

Les principaux comités consultatifs sont l'Executive Committee, le Comité financier et le Comité de conformité et de gestion du risque opérationnel. Les deux premiers sont présidés par le Directeur Général et le troisième par le Directeur Général Adjoint. Ils comprennent tous des membres de la Haute Direction de la Banque. L'Executive Committee conseille le Directeur Général essentiellement sur la planification stratégique de la Banque et l'allocation des ressources, ainsi que sur les décisions relatives aux grands objectifs financiers des activités bancaires et à la gestion du risque opérationnel. Le Comité financier conseille le Directeur Général sur la gestion financière et les aspects stratégiques des activités bancaires, dont l'allocation des fonds propres économiques par catégorie de risque. Le Comité de conformité et de gestion du risque opérationnel, comité consultatif auprès du Directeur Général Adjoint, assure la coordination des questions de conformité et de gestion du risque opérationnel dans l'ensemble de la Banque.

La fonction indépendante de contrôle des risques financiers est assurée par l'unité Contrôle des risques. La fonction indépendante de contrôle du risque opérationnel est partagée entre l'unité Contrôle des risques, qui gère la quantification du risque opérationnel, et l'unité Conformité et gestion du risque opérationnel. Les deux unités font directement rapport au Directeur Général Adjoint.

La fonction de conformité est assurée par l'unité Conformité et gestion du risque opérationnel, dont le rôle est de fournir une assurance raisonnable que les activités et agents de la Banque observent les lois et règlements applicables, les Statuts de la BRI, le Code de conduite de la Banque et les autres règles et politiques internes, ainsi que les normes de bonnes pratiques applicables.

L'unité Conformité et gestion du risque opérationnel identifie et évalue les risques déontologiques ; elle guide et forme les agents sur les questions de conformité. Le chef de l'unité Conformité et gestion du risque opérationnel fait également rapport directement au Comité d'audit, comité consultatif auprès du Conseil d'administration.

L'unité Finance et le Service juridique participent aussi à la gestion des risques de la Banque. L'unité Finance assure une fonction indépendante de contrôle des valorisations, produit les états financiers et contrôle les dépenses en établissant le budget de l'exercice et en surveillant l'exécution. La fonction indépendante de contrôle des valorisations a pour objectif de s'assurer que les valorisations effectuées par la Banque sont conformes à ses principes et procédures d'évaluation et que les processus et procédures qui influencent ces valorisations suivent les meilleures pratiques. L'unité Finance rend directement compte au Secrétaire Général.

Le Service juridique fournit conseil et assistance sur de nombreux aspects des activités de la Banque. Il fait directement rapport au Directeur Général.

L'Audit interne examine les procédures de contrôle interne et exprime son avis sur leur conformité aux normes internes et aux meilleures pratiques de la profession. Il lui appartient d'analyser les procédures de gestion des risques, les systèmes internes de contrôle, les systèmes d'information et

les processus de gouvernance. Il rend directement compte au Comité d'audit, mais il est aussi responsable vis-à-vis du Directeur Général et du Directeur Général Adjoint.

B. Surveillance et communication interne des risques

Le profil de risque financier et opérationnel de la Banque, ses positions et ses résultats sont surveillés en permanence par les unités correspondantes. Des rapports sur le risque financier et la conformité sont régulièrement adressés à divers niveaux de responsabilité pour permettre à la Direction d'évaluer de façon adéquate le profil de risque de la Banque et sa situation financière.

La Direction rend compte au Conseil d'administration, tous les deux mois, de la situation financière de la Banque et des risques qu'elle encourt. En outre, le Comité d'audit reçoit des rapports périodiques des unités Audit interne, Conformité et gestion du risque opérationnel, et Finance. Le Comité des activités bancaires et de la gestion des risques, autre comité consultatif du Conseil, reçoit des rapports périodiques de l'unité Contrôle des risques et du Département bancaire. Régie par des politiques et des procédures exhaustives, la préparation de ces rapports assure des contrôles rigoureux.

C. Méthodologies de gestion des risques

La Banque a recours à une gamme complète de méthodologies quantitatives pour évaluer les instruments financiers et pour mesurer les risques auxquels sont exposés son bénéfice net et ses fonds propres. Elle réexamine ces méthodologies pour s'adapter à toute modification de l'environnement et à l'évolution des meilleures pratiques.

La politique de validation des modèles de la Banque définit les rôles, les responsabilités et les processus liés à la mise en œuvre de modèles de risques nouveaux ou sensiblement modifiés.

Une méthode fondamentale utilisée par la Banque pour mesurer et gérer les risques est le calcul des fonds propres économiques fondé sur les méthodologies de valeur en risque (VeR), qui consistent à évaluer par des techniques statistiques la perte potentielle maximale sur les positions actuelles avec un niveau de confiance donné et un horizon temporel défini.

Le calcul des fonds propres économiques sert à estimer le montant de fonds propres nécessaires pour absorber les pertes liées aux expositions, avec un niveau de confiance statistique déterminé par l'objectif que s'est fixé la Banque de conserver la plus haute qualité de crédit.

La Banque évalue l'adéquation de ses fonds propres par référence à des règles d'utilisation des fonds propres économiques couvrant le risque de marché, le risque de crédit et le risque opérationnel, complétées par des analyses de sensibilité et de facteurs de risque. La Banque a décidé de mesurer ses fonds propres économiques avec un niveau de confiance de 99,995 % sur une période de détention de 1 an.

La Banque alloue des fonds propres économiques à chacune des catégories de risque ci-dessus. Un montant supplémentaire de fonds propres économiques est affecté, en fonction de l'évaluation par la Direction, aux risques qui n'entrent pas (ou pas intégralement) dans le calcul des fonds propres économiques.

Pour compléter son évaluation des risques (méthodologie VeR et calcul des fonds propres économiques en regard du risque financier), la Banque effectue de manière exhaustive des exercices de simulation de crise qui testent les principaux facteurs de risque de marché et les expositions au risque de crédit. La simulation de crise comprend l'analyse de scénarios historiques extrêmes ou de scénarios de crises macroéconomiques hypothétiques ; elle comporte aussi des analyses de sensibilité à des mouvements extrêmes mais néanmoins plausibles des facteurs de risque fondamentaux identifiés. La Banque effectue aussi des simulations de crise pour le risque de liquidité.

3. Risque de crédit

Le risque de crédit découle du fait qu'une contrepartie peut ne pas s'acquitter de ses obligations dans les conditions contractuelles convenues.

La Banque gère le risque de crédit dans le cadre d'un dispositif et de politiques arrêtés par le Conseil d'administration et la Direction. S'y ajoutent des directives et procédures plus détaillées définies au niveau de la fonction indépendante de contrôle des risques.

A. Évaluation du risque de crédit

Le risque de crédit est contrôlé en permanence au niveau des contreparties et des portefeuilles. La fonction indépendante de contrôle des risques comporte des évaluations du crédit par contrepartie conformément à une procédure bien définie de notation interne, utilisant 18 catégories de notation. Cette procédure recourt notamment à une analyse des états financiers de chaque contrepartie et des informations de marché. Les méthodologies de notation dépendent de la nature de la contrepartie. Compte tenu de la notation interne et des spécificités de la contrepartie, la Banque fixe une série de limites par contrepartie et par pays. Une notation interne est attribuée à chacune des contreparties. En principe, les notations et les limites correspondantes font l'objet d'un examen au moins une fois par an. Le critère essentiel, dans les évaluations, est la capacité des contreparties à remplir leurs obligations de remboursement du principal et des intérêts en temps voulu.

Les limites pour risque de crédit au niveau des contreparties sont approuvées par la Direction de la Banque dans le cadre d'un dispositif fixé par le Conseil d'administration.

Au niveau global, le risque de crédit – y compris les risques de défaut et de transfert-pays – est mesuré, surveillé et atténué sur la base du calcul des fonds propres économiques en regard du risque de crédit. Ce calcul est effectué par portefeuille, en ayant recours à un modèle VeR paramétré avec un horizon de 1 an et un niveau de confiance de 99,995 %. La Direction assigne à la Banque des limites sur l'ensemble des expositions au risque de crédit en leur affectant un montant de fonds propres économiques.

B. Atténuation du risque de crédit

Le risque de crédit est atténué par l'utilisation de sûretés et d'accords de compensation dont la validité juridique est assurée. Les actifs et passifs correspondants ne sont pas compensés au bilan.

La Banque se fait remettre des sûretés pour les prises en pension, certains contrats sur dérivés et certains décaissements dans le cadre de facilités, afin d'atténuer le risque de contrepartie conformément aux politiques et procédures applicables à ces opérations. Elle suit constamment la valeur de la sûreté et, au besoin, exige une sûreté supplémentaire.

La Banque atténue le risque de règlement en faisant appel à des organismes de compensation bien établis et en réglant ses opérations, autant que possible, par un mécanisme de règlement-livraison. Les limites journalières pour risque de règlement sont surveillées en permanence.

C. Risque de défaut par catégorie d'actif et par type de contrepartie

Les tableaux ci-après montrent, par type de contrepartie, l'exposition de la Banque au risque de défaut, sans tenir compte des sûretés détenues ni des rehaussements de crédit à la disposition de la Banque. Les éléments indiqués correspondent à la valeur comptable des actifs inscrits au bilan. Le poste Or et dépôts en or exclut l'or détenu en conservation, et les créances à recouvrer n'incluent pas les passifs émis non réglés, car ces éléments ne représentent pas des expositions de la Banque au risque de crédit. La valeur comptable est la juste valeur des instruments financiers, y compris pour les dérivés, à l'exception des instruments financiers à très court terme (comptes à vue et à préavis) et de l'or, qui sont comptabilisés au coût amorti. Les engagements de crédit sont présentés en termes de montant notionnel.

Exposition au risque de défaut au 31 mars 2008

Catégorie d'actif/type de contrepartie *En millions de DTS*	Emprunteurs souverains et banques centrales	Secteur public	Banques	Entreprises	Titrisation	Total
Expositions de bilan						
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	22,4	–	14,4	–	–	36,8
Or et dépôts en or	–	–	3 805,2	232,9	–	4 038,1
Bons du Trésor	50 736,9	–	–	–	–	50 736,9
Titres pris en pension	3 272,4	–	82 191,0	6 421,2	–	91 884,6
Dépôts à terme et avances aux banques	8 662,2	1 598,7	51 835,0	–	–	62 095,9
Emprunts d'État et autres titres	18 616,3	9 963,5	27 351,5	2 695,0	3 292,2	61 918,5
Instruments dérivés	1 006,3	1,5	6 418,6	0	0	7 426,4
Créances à recouvrer	–	–	424,7	10,7	–	435,4
Total expositions de bilan	**82 316,5**	**11 563,7**	**172 040,4**	**9 359,8**	**3 292,2**	**278 572,6**
Engagements de crédit						
Facilités en blanc non tirées	304,6	–	–	–	–	304,6
Facilités garanties non tirées	6 463,1	–	–	–	–	6 463,1
Total engagements de crédit par type de contrepartie	**6 767,7**	–	–	–	–	**6 767,7**
Total expositions	**89 084,2**	**11 563,7**	**172 040,4**	**9 359,8**	**3 292,2**	**285 340,3**

Exposition au risque de défaut au 31 mars 2007

Catégorie d'actif/type de contrepartie *En millions de DTS*	Emprunteurs souverains et banques centrales	Secteur public	Banques	Entreprises	Titrisation	Total
Expositions de bilan						
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	80,7	–	11,7	–	–	92,4
Or et dépôts en or	–	–	3 337,8	282,0	–	3 619,8
Bons du Trésor	43 159,3	–	–	–	–	43 159,3
Titres pris en pension	470,1	–	60 719,7	–	–	61 189,8
Dépôts à terme et avances aux banques	133,1	3 445,8	87 654,9	–	–	91 233,8
Emprunts d'État et autres titres	10 616,2	9 243,6	25 550,2	2 887,6	3 946,4	52 244,0
Instruments dérivés	23,4	0,1	1 827,3	–	–	1 850,8
Créances à recouvrer	–	–	466,1	24,1	–	490,2
Total expositions de bilan	54 482,8	12 689,5	179 567,7	3 193,7	3 946,4	253 880,1
Engagements de crédit						
Facilités en blanc non tirées	336,0	–	–	–	–	336,0
Facilités garanties non tirées	6 875,8	–	–	–	–	6 875,8
Total engagements de crédit par type de contrepartie	7 211,8	–	–	–	–	7 211,8
Total expositions	61 694,6	12 689,5	179 567,7	3 193,7	3 946,4	261 091,9

Les avoirs de la Banque sont investis, pour la plupart, dans des titres émis par des gouvernements du G 10 ou par des établissements financiers ayant une note égale ou supérieure à A–. Les contreparties de cette qualité étant en nombre limité, la Banque est exposée à un risque de concentration sur des signatures individuelles.

D. Risque de défaut par région géographique

Les tableaux ci-après montrent, par région géographique, l'exposition de la Banque au risque de défaut. Les expositions sont affectées aux diverses régions sur le critère du pays d'établissement de l'entité juridique dont relève la contrepartie. Le poste Or et dépôts en or exclut l'or détenu en conservation, et les créances à recouvrer n'incluent pas les passifs émis non réglés, car ces éléments ne représentent pas des expositions de la Banque au risque de crédit. Les expositions figurent à la juste valeur, à l'exception de l'or et des instruments financiers à très court terme (comptes à vue et à préavis), qui sont comptabilisés au coût amorti. Les engagements de crédit sont présentés en termes de montant notionnel.

Au 31 mars 2008

Exposition par région géographique

En millions de DTS	Afrique et Europe	Asie–Pacifique	Amériques	Institutions internationales	Total
Expositions de bilan					
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	25,6	1,2	10,0	–	36,8
Or et dépôts en or	1 891,4	116,4	2 030,3	–	4 038,1
Bons du Trésor	12 931,6	37 777,2	28,1	–	50 736,9
Titres pris en pension	89 251,3	–	2 633,3	–	91 884,6
Dépôts à terme et avances aux banques	49 740,0	2 463,3	8 966,9	925,7	62 095,9
Emprunts d'État et autres titres	36 722,9	7 740,3	11 882,7	5 572,6	61 918,5
Instruments dérivés	6 111,1	88,8	1 225,0	1,5	7 426,4
Créances à recouvrer	38,3	–	397,1	–	435,4
Total expositions de bilan	**196 712,2**	**48 187,2**	**27 173,4**	**6 499,8**	**278 572,6**
Engagements de crédit					
Facilités en blanc non tirées	304,6	–	–	–	304,6
Facilités garanties non tirées	192,0	6 110,1	161,0	–	6 463,1
Total engagements de crédit par région	**496,6**	**6 110,1**	**161,0**	**–**	**6 767,7**
Total expositions par région	**197 208,8**	**54 297,3**	**27 334,4**	**6 499,8**	**285 340,3**

Au 31 mars 2007

Exposition par région géographique

En millions de DTS	Afrique et Europe	Asie–Pacifique	Amériques	Institutions internationales	Total
Expositions de bilan					
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	72,2	10,0	10,2	–	92,4
Or et dépôts en or	2 484,5	344,6	790,7	–	3 619,8
Bons du Trésor	22 477,1	18 021,4	2 660,8	–	43 159,3
Titres pris en pension	59 918,2	272,0	999,6	–	61 189,8
Dépôts à terme et avances aux banques	73 284,4	6 060,6	11 765,7	123,1	91 233,8
Emprunts d'État et autres titres	32 827,1	9 141,6	8 831,3	1 444,0	52 244,0
Instruments dérivés	1 435,2	34,5	381,1	–	1 850,8
Créances à recouvrer	24,1	–	466,1	–	490,2
Total expositions de bilan	192 522,8	33 884,7	25 905,5	1 567,1	253 880,1
Engagements de crédit					
Facilités en blanc non tirées	138,0	198,0	–	–	336,0
Facilités garanties non tirées	190,0	6 619,8	66,0	–	6 875,8
Total engagements de crédit par région	328,0	6 817,8	66,0	–	7 211,8
Total expositions par région	192 850,8	40 702,5	25 971,5	1 567,1	261 091,9

E. Atténuation du risque de crédit et sûretés

Au 31 mars	**2008**		2007	
En millions de DTS	Juste valeur des contrats concernés	Valeur de la sûreté	Juste valeur des contrats concernés	Valeur de la sûreté
Sûretés obtenues pour :				
Prises en pension	91 884,6	92 167,7	61 193,0	61 481,0
Swaps de taux	2 979,3	2 429,7	(128,5)	26,8
Total sûretés obtenues	**94 863,9**	**94 597,4**	61 064,5	61 507,8
Sûretés fournies pour :				
Mises en pension	1 894,1	1 898,2	1 062,5	1 055,9
Total sûretés fournies	**1 894,1**	**1 898,2**	1 062,5	1 055,9

Le tableau ci-avant montre les sûretés obtenues et fournies par la Banque. La Banque se fait remettre des sûretés pour les prises en pension et certains swaps de taux. La Banque est autorisée à vendre ou nantir à nouveau ces sûretés, mais doit livrer des instruments financiers équivalents à l'expiration du contrat. Les sûretés éligibles pour les prises en pension sont les titres souverains et supranationaux ainsi que les titres émis par les agences parapubliques des États-Unis. Les sûretés éligibles pour les swaps de taux sont les titres du Trésor américain. Aucune sûreté n'a été nantie à nouveau ni vendue au cours de l'exercice 2007/08.

La BRI octroie des facilités qui sont garanties soit par des dépôts auprès de la Banque, soit par des parts dans des fonds gérés par la Banque. Au 31 mars 2008, le montant de facilités non tirées qui pourraient faire l'objet d'un tirage contre constitution de sûreté par la contrepartie totalise DTS 6 463,1 millions (2007 : DTS 6 875,8 millions).

Pour les mises en pension, la Banque fournit des sûretés, à savoir des emprunts d'État ou des titres émis par les agences parapubliques des États-Unis.

F. Qualité de crédit par catégorie d'actif financier

Un actif financier est considéré comme impayé quand une contrepartie n'a pas effectué le paiement dû à l'échéance contractuelle. La Banque réévalue chaque jour quasiment tous ses actifs financiers à la juste valeur et revoit ses valorisations tous les mois, en tenant compte des ajustements éventuels pour dépréciation. Aux 31 mars 2008 et 2007, la Banque n'avait pas d'actifs financiers considérés comme impayés et aucun ajustement pour dépréciation n'a été nécessaire.

Le tableau ci-après montre la qualité de crédit des instruments financiers du bilan. Les notations indiquées reflètent les notations internes de la Banque exprimées sous forme de notations externes équivalentes. Le poste Or et dépôts en or exclut l'or détenu en conservation, et les créances à recouvrer n'incluent pas les passifs émis non réglés, car ces éléments ne représentent pas des expositions de la Banque au risque de crédit. Les avoirs de la Banque en instruments financiers sont présentés à la juste valeur au tableau ci-après, à l'exception des dépôts en or et des instruments à très court terme (encaisse, comptes à vue et comptes à préavis), qui sont comptabilisés au coût amorti. Le tableau montre que, dans une large majorité, la Banque est exposée envers des contreparties ayant une note égale ou supérieure à A–.

Au 31 mars 2008

Catégorie d'actif/notation de la contrepartie *En millions de DTS*	AAA	AA	A	BBB	BB et moins	Non noté	Total juste valeur
Expositions de bilan							
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	22,7	12,0	1,6	0,5	–	–	36,8
Or et dépôts en or		3 123,2	914,9	–	–	–	4 038,1
Bons du Trésor	9 878,9	38 735,2	2 122,8	–	–	–	50 736,9
Titres pris en pension	182,7	71 573,5	20 128,4	–	–	–	91 884,6
Dépôts à terme et avances aux banques	8 843,2	31 847,6	20 348,5	–	1 056,6	–	62 095,9
Emprunts d'État et autres titres	25 990,6	26 135,8	9 754,8	37,3	–	–	61 918,5
Instruments dérivés	994,0	5 291,3	1 096,1	11,2	33,8	–	7 426,4
Créances à recouvrer	397,1	4,8	22,8	–	–	10,7	435,4
Total expositions de bilan	**46 309,2**	**176 723,4**	**54 389,9**	**49,0**	**1 090,4**	**10,7**	**278 572,6**
En %	*17 %*	*63 %*	*20 %*	–	–	–	*100 %*
Engagements de crédit							
En blanc	304,6	–	–	–	–	–	304,6
Garantis	180,0	531,0	4 087,1	713,0	952,0	–	6 463,1
Total engagements de crédit par notation de la contrepartie	**484,6**	**531,0**	**4 087,1**	**713,0**	**952,0**	**–**	**6 767,7**
Total expositions par notation de la contrepartie	**46 793,8**	**177 254,4**	**58 477,0**	**762,0**	**2 042,4**	**10,7**	**285 340,3**

G. Exigences minimales de fonds propres en regard du risque de crédit

Expositions envers les emprunteurs souverains, banques et entreprises

Pour le calcul des actifs pondérés des risques concernant les expositions envers les banques, emprunteurs souverains et entreprises, la Banque a adopté une approche conforme à l'approche NI (notations internes) avancée.

Pour calculer les actifs pondérés, il convient généralement, dans cette approche, de multiplier les expositions au risque de crédit par les coefficients déterminés au moyen de la fonction de pondération correspondante dans Bâle II, en introduisant dans le système interne les données estimées par la Banque. Ces estimations sont aussi utiles pour le calcul des fonds propres économiques alloués au risque de crédit.

L'exposition au risque de crédit sur une transaction ou une position – « exposition en cas de défaut (ECD) » – correspond au montant notionnel de toutes les expositions au risque de crédit, au bilan et au hors-bilan, à l'exception des dérivés. Pour les dérivés, l'ECD est calculée en utilisant une approche conforme à la méthode des modèles internes du dispositif de Bâle II. Conformément à cette méthodologie, la Banque calcule les expositions effectives attendues qu'elle multiple ensuite par un facteur alpha comme indiqué dans ce dispositif.

Dans la fonction de pondération, les données clés introduites par la Banque sont la probabilité de défaut de la contrepartie estimée sur 1 an (PD) ainsi que la perte en cas de défaut estimée (PCD) et l'échéance de chaque opération.

En raison de la haute qualité des placements de la Banque et de la prudence qui préside au processus de gestion des risques à la BRI, la Banque n'est pas en mesure d'estimer les valeurs PD et PCD sur la base de sa propre expérience en matière de défaut. En l'absence de données internes, la Banque calibre les estimations PD des contreparties en convertissant les notations internes en évaluations de crédit externes au moyen de données de défaut externes. De même, les estimations PCD sont obtenues à partir de données externes. Ces estimations sont corrigées, le cas échéant, de l'effet d'atténuation du risque résultant des sûretés obtenues, compte tenu de la volatilité des prix du marché ainsi que de la fréquence des appels de marge et des réévaluations.

Le tableau ci-après donne le détail du calcul des actifs pondérés des risques. Les expositions sont mesurées en tenant compte de l'incidence de la compensation et des sûretés. Au 31 mars 2008, le total des expositions comprend DTS 5 998,3 millions de produits de taux et DTS 2 823,1 millions de contrats sur devise et sur or.

Au 31 mars 2008

Notations internes exprimées sous forme de notations externes équivalentes	Montant de l'exposition	PD pondérée par l'exposition	PCD moyenne pondérée par l'exposition	Coefficient moyen de risque pondéré par l'exposition	Actifs pondérés des risques (moyenne)
En %/millions de DTS	*En millions de DTS*	*En %*	*En %*	*En %*	*En millions de DTS*
AAA	42 393,0	0,01	34,0	3,3	1 417,7
AA	178 155,6	0,03	22,2	3,5	6 201,3
A	58 280,9	0,05	25,4	6,2	3 631,3
BBB	947,2	0,22	11,1	7,3	68,8
BB et moins	1 783,5	10,04	5,2	22,2	396,1
Total	**281 560,2**				**11 715,2**

H. Expositions de titrisation

La Banque ne détient que des expositions de titrisation de première qualité. Pour calculer les actifs pondérés des risques correspondants, elle a adopté l'approche standard.

Compte tenu du domaine d'activité de la Banque, les actifs pondérés des risques sont déterminés, conformément au dispositif de Bâle II, selon l'approche standard pour la titrisation. Dans cette approche, les coefficients de pondération sont déterminés sur la base des coefficients utilisés par des évaluations de crédit externes fournies par des organismes externes d'évaluation du crédit tels que Moody's Investors Service, Standard & Poor's et Fitch Ratings. Les actifs pondérés des risques sont ensuite obtenus en multipliant les montants notionnels des expositions par les coefficients correspondants.

Le tableau suivant montre les placements de la Banque en opérations de titrisation, par type d'actif sous-jacent.

Au 31 mars 2008

En millions de DTS	Notation externe	Montant de l'exposition	Coefficient de pondération	Actifs pondérés des risques
Papier commercial adossé à des actifs	A1/P1/F1+	168,7	20 %	33,7
Titres garantis par l'immobilier résidentiel	AAA	1 344,2	20 %	268,9
Titres adossés à des créances achetées sur carte de crédit	AAA	1 111,0	20 %	222,2
Titres adossés à d'autres créances achetées (bénéficiant d'une garantie publique)	AAA	750,1	20 %	150,0
Total		**3 374,0**		**674,8**

4. Risque de marché

Le risque de marché réside dans la vulnérabilité de la situation financière de la Banque à une évolution défavorable des prix du marché. Pour la BRI, ce risque est essentiellement lié au cours de l'or, aux taux d'intérêt et aux cours de change. La Banque y est exposée principalement sur les actifs liés à la gestion de ses fonds propres. Elle mesure le risque de marché et calcule les fonds propres économiques correspondants par une méthodologie VeR utilisant une technique de simulation Monte-Carlo. La Banque estime la volatilité et les corrélations de facteurs de risque sur une période d'observation de 1 an. Elle calcule, en outre, des valeurs de sensibilité à certains facteurs de marché.

Conformément à l'objectif qu'elle s'est fixé de préserver son excellente qualité de crédit, la Banque mesure les fonds propres économiques avec un niveau de confiance de 99,995 % et une période de détention de 1 an. La Direction gère l'allocation des fonds propres économiques au risque de marché dans le cadre d'un dispositif fixé par le Conseil d'administration. Des limites de VeR sont complétées par des limites opérationnelles.

La fiabilité des modèles VeR dépend des hypothèses statistiques et de la qualité des données de marché disponibles : s'ils sont de nature prédictive, les modèles VeR extrapolent à partir d'événements passés.

Pour s'assurer que les modèles fournissent une mesure fiable des pertes potentielles à horizon 1 an, la Banque a mis en place un dispositif complet de contrôles *ex post* réguliers, qui permet de comparer les résultats effectifs au jour le jour avec les estimations de VeR correspondantes. Les résultats sont analysés et communiqués à la Direction.

La Banque complète sa mesure du risque de marché fondée sur le modèle VeR et ses calculs de fonds propres économiques correspondants par une série de simulations de crise, dont des scénarios historiques extrêmes, des scénarios de crise macroéconomique hypothétiques et des analyses de sensibilité aux variations du cours de l'or, des taux d'intérêt et des cours de change.

A. Risque de variation du cours de l'or

Le risque de variation du cours de l'or réside dans la vulnérabilité de la situation financière de la Banque à une évolution défavorable du cours de l'or.

La Banque y est exposée principalement sur ses actifs de placement en or, qui totalisent 125 tonnes (2007 : 150 tonnes). Ceux-ci sont détenus en conservation ou placés auprès de banques commerciales. Au 31 mars 2008, la position sur or de la Banque s'établissait à DTS 2 247,0 millions (2007 : DTS 2 115,2 millions), ce qui correspond à 17 % environ de ses fonds propres (2007 : 17 % également). La Banque a aussi parfois de faibles expositions à ce risque du fait de ses opérations bancaires avec les banques centrales et commerciales. Ce risque est pris en compte dans le modèle VeR de la Banque, ainsi que dans son dispositif de fonds propres économiques et ses simulations de crise.

B. Risque de taux d'intérêt

Le risque de taux d'intérêt réside dans la vulnérabilité de la situation financière de la Banque à une évolution défavorable des taux d'intérêt.

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 mesure et surveille ce risque par une méthodologie VeR et des analyses de sensibilité qui tiennent compte des variations des taux du marché monétaire, des cotations des obligations d'État, des primes des swaps et des primes de crédit.

Les tableaux suivants montrent l'incidence sur les fonds propres de la Banque, par tranche d'échéances, d'une hausse de 1 % de la courbe des rendements.

Au 31 mars 2008

En millions de DTS	Jusqu'à 6 mois	6–12 mois	1–2 ans	2–3 ans	3–4 ans	4–5 ans	Plus de 5 ans
Euro	(5,8)	(3,4)	(26,9)	(16,6)	(17,3)	(31,7)	(61,4)
Yen japonais	0,1	(0,9)	(4,8)	(7,7)	(7,5)	(4,4)	(19,9)
Livre sterling	3,9	(3,8)	(4,6)	(5,8)	(5,8)	(6,9)	(23,3)
Franc suisse	(0,6)	0,1	(0,6)	(0,5)	(0,5)	(1,0)	2,2
Dollar	(2,6)	(15,0)	(23,9)	(12,4)	(16,3)	(26,1)	(72,7)
Autres monnaies	(1,7)	(6,0)	(8,2)	(2,9)	(13,3)	(1,1)	–
Total	**(6,7)**	**(29,0)**	**(69,0)**	**(45,9)**	**(60,7)**	**(71,2)**	**(175,1)**

Au 31 mars 2007

En millions de DTS	Jusqu'à 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	(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)

C. Risque de change

La monnaie fonctionnelle de la Banque, le DTS, est une monnaie composite constituée de montants déterminés des monnaies suivantes : USD, EUR, JPY et GBP. Le risque de change réside dans la vulnérabilité de la situation financière de la Banque à une évolution défavorable des cours de change. La Banque y est exposée principalement sur les actifs liés à la gestion de ses fonds propres. Elle l'encourt également dans la gestion des dépôts de sa clientèle et en tant qu'intermédiaire dans les opérations de change entre banques centrales et commerciales. Elle réduit ce risque en alignant périodiquement les monnaies des actifs correspondants sur la composition du DTS et en limitant les expositions de change découlant des dépôts de la clientèle et de ses activités d'intermédiation.

La Banque mesure et surveille le risque de change selon la méthodologie VeR et des analyses de sensibilité tenant compte des variations des principaux cours de change.

Les tableaux suivants montrent la composition en monnaies et en or des actifs et passifs de la Banque. Ainsi, la position nette en monnaies et sur or indiquée dans ces tableaux inclut les placements en or de la Banque. Pour déterminer son exposition de change nette, la Banque doit donc éliminer les montants en or. Pour obtenir son exposition de change nette en monnaies sur une base neutre en DTS, elle soustrait ensuite sa position neutre en DTS.

Au 31 mars 2008 *En millions de DTS*	DTS	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	Or	Autres monnaies	Total
Actif									
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	–	9,3	14,5	2,1	–	4,7	–	6,2	36,8
Or et dépôts en or	–	17,2	–	–	–	–	31 520,5	–	31 537,7
Bons du Trésor	–	28,1	12 931,5	–	37 777,3	–	–	–	50 736,9
Titres pris en pension	–	1 823,5	79 059,5	7 911,8	3 089,8	–	–	–	91 884,6
Dépôts à terme et avances aux banques	669,8	45 677,1	4 565,0	9 250,4	182,7	972,1	–	778,8	62 095,9
Emprunts d'État et autres titres	–	29 690,6	22 395,8	4 195,1	1 472,5	62,4	–	4 102,1	61 918,5
Créances à recouvrer	–	4 400,1	35,8	710,5	24,4	7,4	–	133,6	5 311,8
Immobilisations corporelles	190,4	–	–	–	–	–	–	–	190,4
Total	**860,2**	**81 645,9**	**119 002,1**	**22 069,9**	**42 546,7**	**1 046,6**	**31 520,5**	**5 020,7**	**303 712,6**
Passif									
Dépôts en monnaies	(2 238,8)	(157 367,2)	(45 777,9)	(17 837,7)	(3 601,3)	(987,0)	–	(8 311,0)	(236 120,9)
Dépôts en or	–	(8,9)	–	–	–	–	(29 092,5)	–	(29 101,4)
Titres donnés en pension	–	(1 489,1)	–	(405,0)	–	–	–	–	(1 894,1)
Engagements à payer	–	(2 094,5)	(22 011,4)	(146,9)	–	–	–	(112,6)	(24 365,4)
Autres passifs	–	(117,2)	(0,5)	–	–	(208,8)	–	–	(326,5)
Total	**(2 238,8)**	**(161 076,9)**	**(67 789,8)**	**(18 389,6)**	**(3 601,3)**	**(1 195,8)**	**(29 092,5)**	**(8 423,6)**	**(291 808,3)**
Instruments dérivés nets	71,6	84 238,4	(46 363,2)	(2 340,1)	(37 560,1)	(49,2)	(181,0)	3 382,3	1 198,7
Position nette en monnaies et sur or	**(1 307,0)**	**4 807,4**	**4 849,1**	**1 340,2**	**1 385,3**	**(198,4)**	**2 247,0**	**(20,6)**	**13 103,0**
Ajustement pour actifs de placement en or	–	–	–	–	–	–	(2 247,0)	–	(2 247,0)
Position nette en monnaies	**(1 307,0)**	**4 807,4**	**4 849,1**	**1 340,2**	**1 385,3**	**(198,4)**	**–**	**(20,6)**	**10 856,0**
Position neutre en DTS	1 307,0	(4 683,0)	(4 788,5)	(1 327,0)	(1 364,5)	–	–	–	(10 856,0)
Exposition de change nette en monnaies neutre en DTS	**–**	**124,4**	**60,6**	**13,2**	**20,8**	**(198,4)**	**–**	**(20,6)**	**–**

Au 31 mars 2007 *En millions de DTS*	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	–	1 087,2	54 235,8	5 594,7	272,1	–	–	–	61 189,8
Dépôts à terme et avances aux banques	73,4	72 844,2	724,7	15 419,0	2,8	936,6	–	1 233,1	91 233,8
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
Immobilisations corporelles	188,0	–	–	–	–	–	–	–	188,0
Total	261,4	99 442,0	101 071,1	24 950,1	20 317,5	1 116,5	15 434,3	6 445,6	269 038,5
Passif									
Dépôts en monnaies	(2 006,3)	(138 444,1)	(46 372,0)	(22 781,6)	(3 381,4)	(1 068,0)	–	(7 745,3)	(221 798,7)
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)	(140 609,9)	(64 366,3)	(22 913,8)	(3 662,0)	(1 241,2)	(13 304,8)	(7 849,7)	(255 954,0)
Instruments dérivés nets	118,5	46 066,1	(32 435,9)	(730,3)	(15 366,3)	(40,5)	(14,3)	1 410,5	(992,2)
Position nette en monnaies et sur or	(1 626,4)	4 898,2	4 268,9	1 306,0	1 289,2	(165,2)	2 115,2	6,4	12 092,3
Ajustement pour actifs de placement en or	–	–	–	–	–	–	(2 115,2)	–	(2 115,2)
Position nette en monnaies	(1 626,4)	4 898,2	4 268,9	1 306,0	1 289,2	(165,2)	–	6,4	9 977,1
Position neutre en DTS	1 626,4	(4 819,0)	(4 214,7)	(1 363,0)	(1 206,8)	–	–	–	(9 977,1)
Exposition de change nette en monnaies neutre en DTS	–	79,2	54,2	(57,0)	82,4	(165,2)	–	6,4	–

D. Valeur en risque de marché, par type de risque et au total

La Banque mesure le risque de marché par une méthodologie VeR qui utilise une technique de simulation Monte-Carlo tenant compte des corrélations entre facteurs de risque. Elle calcule aussi par cette méthodologie les fonds propres économiques alloués au risque de marché, avec un niveau de confiance de 99,995 % et une période de détention de 1 an. Elle mesure son risque de variation du cours de l'or en termes de variations du cours de l'or en dollars. La composante risque de change qui résulte des variations du cours du dollar contre le DTS est intégrée dans la mesure du risque de change. Les tableaux suivants présentent les principaux chiffres de l'exposition de la Banque au risque de marché en termes de fonds propres économiques sur les deux derniers exercices.

Sur l'exercice clos le 31 mars

	2008				2007			
En millions de DTS	Moyenne	Maximum	Minimum	Au 31 mars	Moyenne	Maximum	Minimum	Au 31 mars
Risque de variation du cours de l'or	1 399,7	2 163,9	958,1	**2 116,1**	1 844,1	2 690,7	1 250,9	1 278,5
Risque de taux	1 294,4	2 200,6	623,4	**2 187,0**	682,4	937,8	553,6	654,8
Risque de change	289,0	574,0	169,9	**519,3**	336,2	461,0	230,9	233,3
Effets de corrélation et de diversification	(1 227,6)	(1 988,5)	(571,9)	**(2 132,7)**	(992,0)	(1 526,9)	(734,4)	(777,5)
Total VeR	1 755,5	2 950,0	1 179,5	**2 689,7**	1 870,7	2 562,6	1 301,0	1 389,1

Pour calculer les exigences minimales de fonds propres en regard du risque de marché conformément au dispositif de Bâle II, la Banque a adopté une approche de portefeuille bancaire, conforme au domaine d'activité et à la nature de ses activités. En conséquence, les actifs pondérés du risque de marché sont déterminés pour le risque de variation du cours de l'or et le risque de change mais pas pour le risque de taux. Les exigences minimales de fonds propres sont calculées grâce à la méthode des modèles internes VeR. Les calculs VeR sont effectués à l'aide de la méthodologie VeR de la Banque, avec un niveau de confiance de 99 %, une période de détention de 10 jours et une période d'observation historique de 1 an.

L'exigence minimale effective de fonds propres correspond à la valeur la plus élevée entre la VeR à la date du calcul et la moyenne des mesures VeR relevées quotidiennement sur les 60 jours ouvrés antérieurs (date du calcul comprise), multipliée par trois, plus, éventuellement, un supplément déterminé en fonction des résultats des contrôles *ex post*. Sur la période examinée, le nombre de résultats extrêmes observés est resté dans l'intervalle où aucun supplément n'est requis. L'exigence minimale de fonds propres de la Banque en regard du risque de marché et les actifs pondérés correspondants au 31 mars 2008 sont indiqués au tableau ci-après.

Au 31 mars 2008

En millions de DTS	VeR correspondante	Actifs pondérés des risques (A)	Exigence minimale de fonds propres (B)
Risque de marché (A) correspond à (B) / 8 %	218,6	8 197,5	655,8

5. Risque de liquidité

Le risque de liquidité résulte de l'éventualité que la Banque ne soit pas en mesure de faire face aux flux de trésorerie actuels et futurs, attendus ou inattendus, et aux appels de sûretés sans nuire à ses opérations journalières ou à sa situation financière.

La taille du bilan de la Banque évolue essentiellement en fonction de l'encours des dépôts en monnaies et en or des banques centrales, autres autorités monétaires et institutions internationales. La Banque s'engage à rembourser certains de ses instruments de dépôt en monnaies, à la juste valeur, avec un préavis de 1–2 jours ouvrés. Elle conduit ses opérations de manière à préserver un degré élevé de liquidité, afin d'être prête, à tout moment, à répondre aux demandes de sa clientèle.

La Banque a élaboré un dispositif de gestion de la liquidité qui s'appuie sur un modèle statistique fondé sur des hypothèses prudentes concernant les entrées de trésorerie et la liquidité des passifs. Dans le cadre de ce dispositif, le Conseil d'administration assigne une limite au ratio de liquidité de la Banque : les actifs liquides doivent représenter au moins 100 % des besoins de liquidité auxquels la Banque pourrait être appelée à faire face. Des simulations de crise permettent en outre d'imaginer divers scénarios comportant des retraits massifs. Les exigences supplémentaires de liquidité ainsi définies doivent également être satisfaites par la détention d'actifs liquides. Le ratio de liquidité de la BRI se situe bien au-dessus de son seuil minimal et des exigences ressortant de ses simulations de crise.

Les dépôts en monnaies et en or auprès de la BRI, principalement de banques centrales et institutions internationales, constituent 89 % (2007 : 91 %) du total de ses passifs. Au 31 mars 2008, ces dépôts provenaient de 152 déposants (comme en 2007) et présentaient une certaine concentration sur certains clients, 4 d'entre eux contribuant chacun pour plus de 5 % du total sur la base de la date de règlement (2007 : 4 également).

Le tableau suivant montre le profil des échéances des flux de trésorerie pour les actifs et les passifs. Les montants indiqués sont les flux de trésorerie non actualisés correspondant à des engagements de la Banque.

Au 31 mars 2008

En millions de DTS	Jusqu'à 1 mois	1–3 mois	3–6 mois	6–12 mois	1–2 ans	2–5 ans	5–10 ans	Plus de 10 ans	Total
Actif									
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	36,8	–	–	–	–	–	–	–	36,8
Or et dépôts en or	27 836,1	215,9	379,1	558,8	1 446,3	974,8	151,6	–	31 562,6
Bons du Trésor	15 043,0	27 977,7	6 629,3	1 195,5	–	–	–	–	50 845,5
Titres pris en pension	53 803,9	14 279,9	2 079,3	–	–	–	–	–	70 163,1
Dépôts à terme et avances aux banques	24 550,5	24 058,1	9 636,4	3 140,8	–	–	–	–	61 385,8
Emprunts d'État et autres titres	7 940,5	8 755,7	5 245,0	6 710,1	10 340,2	15 696,2	12 543,5	923,7	68 154,9
Total	**129 210,8**	**75 287,3**	**23 969,1**	**11 605,2**	**11 786,5**	**16 671,0**	**12 695,1**	**923,7**	**282 148,7**
Passif									
Dépôts en monnaies									
Instruments de dépôt remboursables à préavis de 1–2 jours	(5 757,5)	(21 501,1)	(20 601,1)	(28 243,4)	(35 374,1)	(33 370,0)	(9 928,4)	(9,3)	(154 784,9)
Autres dépôts en monnaies	(56 610,6)	(16 760,6)	(7 355,6)	(3 229,8)	–	–	–	–	(83 956,6)
Dépôts en or	(27 579,3)	–	(18,2)	(125,1)	(864,2)	(373,9)	(150,1)	–	(29 110,8)
Titres donnés en pension	(1 896,3)	–	–	–	–	–	–	–	(1 896,3)
Titres vendus à découvert	(11,9)	–	–	–	–	(16,2)	(12,4)	(75,1)	(115,6)
Total	**(91 855,6)**	**(38 261,7)**	**(27 974,9)**	**(31 598,3)**	**(36 238,3)**	**(33 760,1)**	**(10 090,9)**	**(84,4)**	**(269 864,2)**
Instruments dérivés									
Réglés sur base nette									
Contrats de taux	(59,6)	87,8	43,6	1 711,3	1 223,9	741,4	34,4	–	3 782,8
Réglés sur base brute									
Contrats sur devise et sur or									
Entrées	77 731,6	33 831,8	8 236,2	10 349,7	135,2	–	–	–	130 284,5
Sorties	(78 792,3)	(34 443,3)	(8 222,5)	(10 285,7)	(135,2)	–	–	–	(131 879,0)
Sous-total	(1 060,7)	(611,5)	13,7	64,0	–	–	–	–	(1 594,5)
Contrats de taux – réglés sur base brute									
Entrées	80,6	121,1	239,3	529,6	534,6	917,6	1 034,0	–	3 456,8
Sorties	(99,8)	(157,4)	(279,4)	(673,1)	(610,6)	(1 112,6)	(1 316,8)	–	(4 249,7)
Sous-total	(19,2)	(36,3)	(40,1)	(143,5)	(76,0)	(195,0)	(282,8)	–	(792,9)
Total instruments dérivés	**(1 139,5)**	**(560,0)**	**17,2**	**1 631,8**	**1 147,9**	**546,4**	**(248,4)**	**–**	**1 395,4**
Total flux de trésorerie futurs non actualisés	**36 215,7**	**36 465,6**	**(3 988,6)**	**(18 361,3)**	**(23 303,9)**	**(16 542,7)**	**2 355,8**	**839,3**	**13 679,9**

Au 31 mars 2007

En millions de DTS	Jusqu'à 1 mois	1–3 mois	3–6 mois	6–12 mois	1–2 ans	2–5 ans	5–10 ans	Plus de 10 ans	Total
Actif									
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	92,4	–	–	–	–	–	–	–	92,4
Or et dépôts en or	12 011,9	115,5	60,4	205,3	1 008,6	1 609,0	333,2	–	15 343,9
Bons du Trésor	13 913,7	16 142,5	7 616,5	5 513,1	–	2,4	–	–	43 188,2
Titres pris en pension	32 709,7	4 553,5	6 750,3	–	–	–	–	–	44 013,5
Dépôts à terme et avances aux banques	29 884,2	23 350,6	22 574,6	15 926,7	534,9	–	–	–	92 271,0
Emprunts d'État et autres titres	2 315,2	6 133,8	4 278,1	8 291,5	11 156,9	13 387,8	12 371,4	972,1	58 906,8
Total	90 927,1	50 295,9	41 279,9	29 936,6	12 700,4	14 999,2	12 704,6	972,1	253 815,8
Passif									
Dépôts en monnaies									
Instruments de dépôt remboursables à préavis de 1–2 jours	(8 073,2)	(11 707,8)	(23 952,7)	(34 078,5)	(25 290,4)	(28 253,5)	(7 997,8)	–	(139 353,9)
Autres dépôts en monnaies	(48 814,3)	(11 830,0)	(11 050,30)	(15 528,1)	(4,7)	–	–	–	(87 227,4)
Dépôts en or	(11 965,5)	(28,3)	(56,7)	(73,2)	(14,3)	(889,4)	(120,1)	–	(13 147,5)
Titres donnés en pension	(961,7)	(103,7)	–	–	–	–	–	–	(1 065,4)
Titres vendus à découvert	(0,3)	–	–	–	–	(41,5)	(7,9)	(92,8)	(142,5)
Total	(69 815,0)	(23 669,8)	(35 059,7)	(49 679,8)	(25 309,4)	(29 184,4)	(8 125,8)	(92,8)	(240 936,7)
Instruments dérivés									
Réglés sur base nette									
Contrats de taux	78,6	(350,3)	(263,3)	(132,9)	269,6	291,2	50,4	(4,3)	(61,0)
Réglés sur base brute									
Contrats sur devise et sur or									
Entrées	45 092,9	17 810,5	920,4	3 349,8	239,1	134,5	–	–	67 547,2
Sorties	(45 324,5)	(17 824,2)	(906,4)	(3 270,3)	(238,4)	(134,5)	–	–	(67 698,3)
Sous-total	(231,6)	(13,7)	14,0	79,5	0,7	0	–	–	(151,1)
Contrats de taux – réglés sur base brute									
Entrées	223,6	144,8	578,4	637,9	967,2	1 297,5	1 454,2	–	5 303,6
Sorties	(307,4)	(159,5)	(649,7)	(771,0)	(1 031,0)	(1 336,1)	(1 559,5)	–	(5 814,2)
Sous-total	(83,8)	(14,7)	(71,3)	(133,1)	(63,8)	(38,6)	(105,3)	–	(510,6)
Total instruments dérivés	(236,8)	(378,7)	(320,6)	(186,5)	206,5	252,6	(54,9)	(4,3)	(722,7)
Total flux de trésorerie futurs non actualisés	20 875,3	26 247,4	5 899,6	(19 929,7)	(12 402,5)	(13 932,6)	4 523,9	875,0	12 156,4

Dans le cadre de ses activités bancaires ordinaires, la Banque émet des options. Le tableau ci-après indique, en fonction de la date d'exercice, la juste valeur de ces options.

Options émises

En millions de DTS	Jusqu'à 1 mois	1–3 mois	3–6 mois	6–12 mois	1–2 ans	2–5 ans	5–10 ans	Plus de 10 ans	Total
Au 31 mars 2008	(0,9)	(11,3)	(9,7)	(94,3)	(5,3)	–	–	–	(121,5)
Au 31 mars 2007	(8,5)	(9,7)	(3,1)	(46,5)	(0,1)	–	–	–	(67,9)

Le tableau suivant indique, en fonction de la date d'expiration contractuelle, les engagements de crédit de la Banque à la date des états financiers.

Date d'expiration contractuelle

En millions de DTS	Jusqu'à 1 mois	1–3 mois	3–6 mois	6–12 mois	1–2 ans	2–5 ans	5–10 ans	Plus de 10 ans	Total
Au 31 mars 2008	243,7	466,3	–	4 212,7	–	–	–	1 845,0	6 767,7
Au 31 mars 2007	66,0	330,4	–	4 815,4	–	–	–	2 000,0	7 211,8

6. Risque opérationnel

Le risque opérationnel est défini par la Banque comme le risque de pertes financières et/ou d'atteinte à la réputation de la Banque. Il peut avoir une ou plusieurs des sources suivantes.

- Facteur humain : effectif insuffisant, manque de connaissances, de compétences ou d'expérience, inadaptation de la formation ou de la mise en valeur des ressources humaines, contrôle inadéquat, perte de personnel essentiel, programme de succession inadapté, manque d'intégrité ou manquement à la déontologie.
- Procédure 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.
- Cause externe : hors du contrôle de la Banque.

Le risque opérationnel inclut le risque juridique mais exclut le risque stratégique.

Le dispositif de gestion du risque opérationnel de la Banque, ses politiques et ses procédures dans ce domaine couvrent la gestion et la mesure du risque opérationnel – et notamment la détermination des paramètres clés et des données correspondantes –, la planification des programmes de continuité d'exploitation et le suivi des grands indicateurs de risque.

La Banque a mis en place une procédure de communication immédiate des incidents liés au risque opérationnel. L'unité Conformité et gestion du risque opérationnel élabore des plans d'action avec chaque unité et assure le suivi régulier de leur mise en œuvre.

Pour mesurer le risque opérationnel, la Banque a adopté une approche conforme à l'approche de mesure avancée proposée dans le dispositif de Bâle II pour calculer les actifs pondérés du risque opérationnel et les fonds propres économiques alloués au risque opérationnel. Les données clés introduites pour le calcul sont les suivantes : données internes et externes sur les pertes ; estimations découlant des scénarios ; autoévaluations des contrôles destinées à prendre en compte l'évolution de l'environnement opérationnel et les modifications dans le contrôle interne de la Banque.

Conformément aux hypothèses et paramètres clés du dispositif de Bâle II, le calcul des exigences minimales de fonds propres alloués au risque opérationnel ne tient pas compte du risque de réputation. Il est effectué avec un niveau de confiance de 99,9 % et un horizon de 1 an. Dans sa quantification du risque opérationnel, la Banque ne tient pas compte de la protection dont elle peut bénéficier dans le cadre des polices d'assurance.

Comme elle le fait pour le calcul des fonds propres économiques alloués au risque financier, la Banque mesure aussi les fonds propres économiques alloués au risque opérationnel avec un niveau de confiance de 99,995 % et une période de détention de 1 an.

Le tableau suivant montre l'exigence minimale de fonds propres en regard du risque opérationnel et les actifs pondérés correspondants au 31 mars 2008.

Au 31 mars 2008

En millions de DTS	VeR	Actifs pondérés des risques (A)	Exigence minimale de fonds propres (B)
Risque opérationnel, où (A) correspond à (B) / 8 %	157,0	1 962,5	157,0

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 208–265) de la Banque des Règlements Internationaux. Ces états financiers se composent du bilan au 31 mars 2008, 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 comme conventions comptables. La Direction de la Banque est responsable de la conception, de la mise en œuvre et de l'exécution d'un contrôle interne relatif à l'établissement et à la présentation sincère d'états financiers ne comportant pas d'anomalie significative, résultant de fraude ou d'erreurs ; du choix et de l'application des conventions comptables appropriées ; de la formulation d'estimations comptables raisonnables compte tenu des circonstances. Notre responsabilité, définie dans les Statuts de la Banque, consiste à former une opinion indépendante sur le bilan et le compte de profits et pertes, en nous fondant sur notre vérification, et de vous en faire rapport.

Notre révision a été effectuée selon les *Normes internationales d'audit* (ISA). Ces normes requièrent de notre part de nous conformer à des règles déontologiques et de planifier et de réaliser la vérification de manière à obtenir l'assurance raisonnable que les états financiers ne comportent pas d'anomalie significative. Nous avons exécuté des procédures en vue de recueillir des éléments probants concernant les montants et les informations fournies dans les états financiers. Le choix de ces procédures relève de notre jugement, de même que l'évaluation du risque que les états financiers contiennent des anomalies significatives résultant de fraude ou d'erreurs. Dans le cadre de l'évaluation de ce risque, nous avons examiné le contrôle interne relatif à l'établissement et à la présentation sincère des états financiers, afin de définir des procédures de vérification adaptées à la situation, et non dans le but de former une opinion sur l'efficacité de ce contrôle. En outre, nous avons évalué la pertinence des règles comptables retenues, le caractère raisonnable des estimations comptables établies par la Direction, ainsi que la présentation des états financiers dans leur ensemble. Nous avons obtenu tous les renseignements et explications que nous avons demandés pour acquérir l'assurance que le bilan et le compte de profits et pertes sont exempts d'anomalie significative et estimons que notre vérification constitue une base suffisante pour former notre opinion.

Selon notre appréciation, les états financiers, y compris les notes annexes, ont été correctement établis et donnent une image fidèle de la situation financière de la Banque des Règlements Internationaux au 31 mars 2008 ainsi que du résultat de ses opérations pour l'exercice clos à cette date, en conformité avec les principes comptables définis dans les notes annexes aux états financiers et avec les Statuts de la Banque.

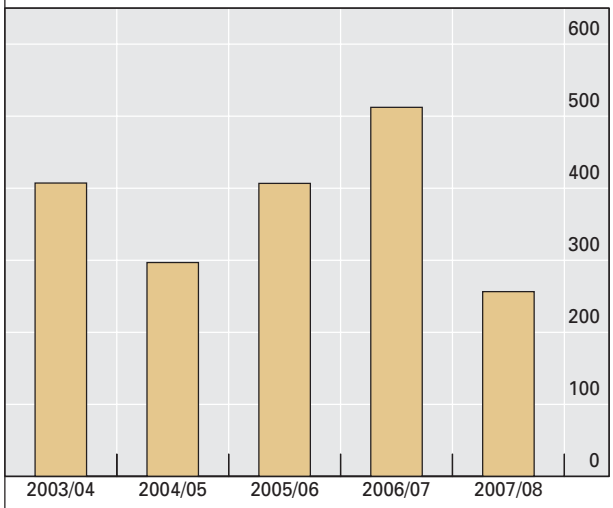
Deloitte SA

Dr Philip Göth — Pavel Nemecek
Zurich, 5 mai 2008

Récapitulatif des cinq derniers exercices

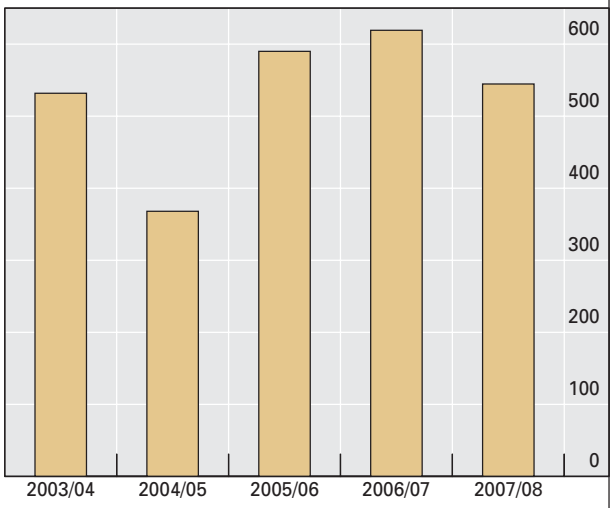
Bénéfice d'exploitation

En millions de DTS



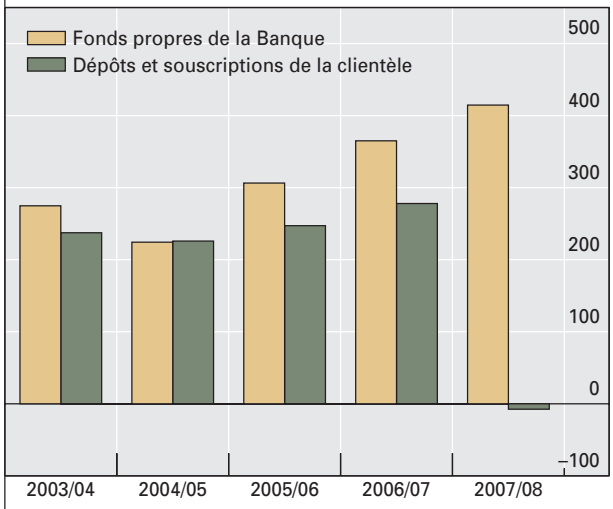
Bénéfice net

En millions de DTS



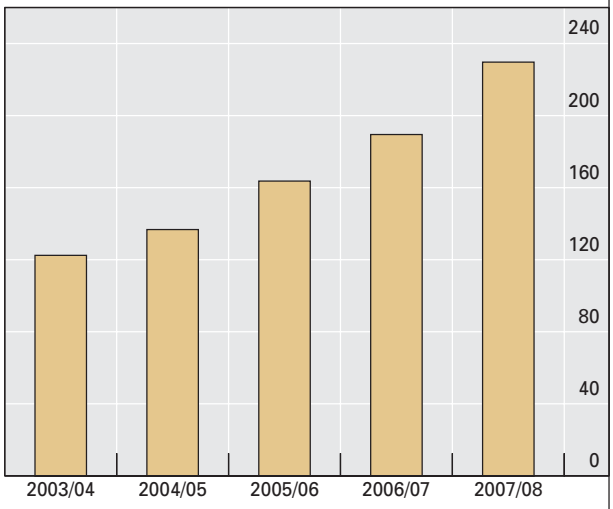
Produits d'intérêts nets sur placements en monnaies

En millions de DTS



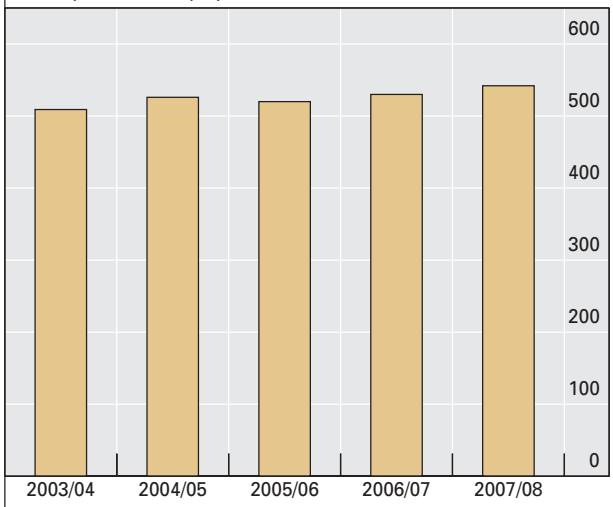
Dépôts en monnaies (moyenne)

En milliards de DTS, à la date de règlement



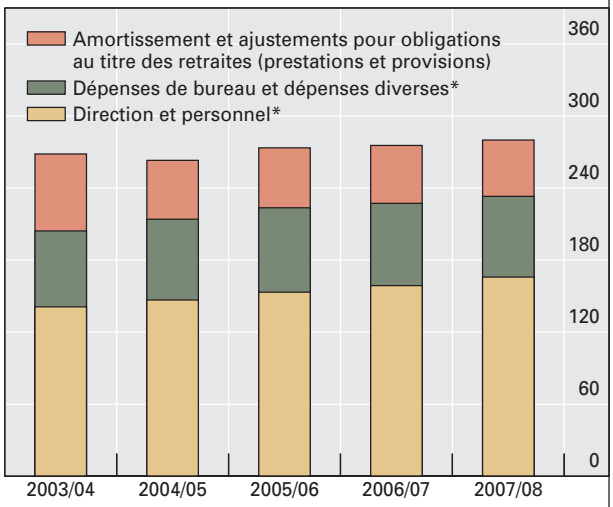
Effectifs moyens

En équivalent temps plein



Charges d'exploitation

En millions de francs suisses



Les chiffres sur lesquels se fondent les quatre cadres du haut ont été retraités pour tenir compte d'une modification des conventions comptables en 2007/08. * Sur la base du budget.

Imprimé en Suisse Kreis Druck SA, Bâle