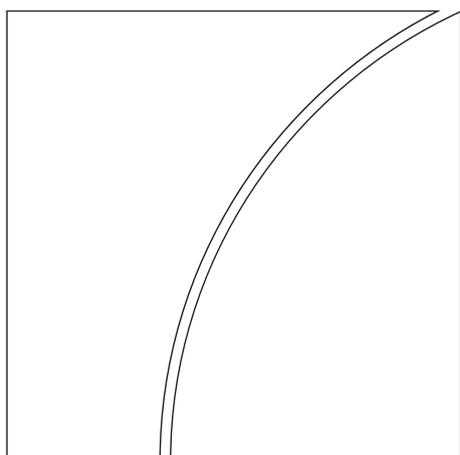




BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX



74^e Rapport annuel

1^{er} avril 2003–31 mars 2004

Bâle, 28 juin 2004

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

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

Mél : publications@bis.org

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

© *Banque des Règlements Internationaux, 2004. 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 92-9131-246-0 (version imprimée)

ISBN 92-9197-246-0 (en ligne)

Également publié en allemand, anglais, espagnol et italien.

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

Table des matières

Lettre introductive	1
I. Introduction : l'heure est-elle au rééquilibrage ?	3
La croissance s'accélère enfin	4
Autres évolutions, anticipées ou non	8
II. Évolution dans les économies industrielles avancées	11
Faits marquants	11
Reprise mondiale en 2003	12
<i>Raffermissement de la croissance</i>	12
<i>Changement dans les moteurs de la croissance</i>	14
<i>Perspectives à court terme</i>	16
Perspectives en matière de productivité	18
<i>Niveaux de productivité</i>	18
<i>Gains de productivité</i>	19
<i>Mesures de la productivité dans le secteur des entreprises</i>	20
<i>Perspectives</i>	21
Inflation	22
<i>Perspectives d'inflation</i>	23
Situation financière du secteur privé	24
<i>Situation financière des entreprises</i>	24
<i>Situation financière des ménages</i>	26
Perspectives budgétaires	27
<i>Préoccupations quant à la faiblesse des positions budgétaires</i>	27
<i>Conséquences du vieillissement démographique</i>	29
Évolution des paiements courants	30
<i>Creusement des déséquilibres</i>	30
<i>Grandes incertitudes à moyen terme</i>	32
<i>Processus d'ajustement</i>	35
III. Évolution dans les économies émergentes	37
Faits marquants	37
Reprise des afflux de capitaux	39
<i>Déterminants des récentes entrées de capitaux</i>	40
<i>Ces entrées de capitaux peuvent-elles durer ?</i>	42
Cours de change et accumulation de réserves	43
<i>Attitude des autorités</i>	43
<i>Défis pour les banques centrales</i>	45
Demande et dépense des ménages tirées par le crédit	48
<i>Surendettement des emprunteurs ?</i>	49
<i>Surchauffe des marchés immobiliers ?</i>	50
<i>Attitude des autorités et questions en suspens</i>	51
Boum économique en Chine et en Inde	52
<i>Facteurs de l'expansion récente en Chine</i>	52
<i>Répercussions régionales et mondiales</i>	53

<i>Durabilité de l'expansion actuelle</i>	54
<i>Accélération de la croissance en Inde</i>	56
Marchés et cours des produits de base	58
<i>Évolutions récentes et tendances à long terme</i>	58
<i>Conséquences possibles pour l'action des autorités</i>	61
IV. Politique monétaire dans les économies industrielles avancées	63
Faits marquants	63
Synthèse des évolutions	63
<i>États-Unis</i>	63
<i>Zone euro</i>	67
<i>Japon</i>	68
<i>Pays à objectif d'inflation</i>	70
Liquidité mondiale : rôle de la politique monétaire dans le G 3	73
La communication en politique monétaire	75
<i>L'importance d'une bonne communication</i>	75
<i>Tendance à une plus grande ouverture</i>	77
<i>Tentative de bilan</i>	77
<i>L'intérêt de stratégies différenciées</i>	78
<i>Les défis de la communication</i>	80
V. Marchés des changes	82
Faits marquants	82
Variations de change : constat	83
Déterminants des variations de change	86
<i>Déficit courant américain</i>	86
<i>Écarts de taux d'intérêt</i>	87
<i>Politiques de change en Asie</i>	89
Financement des déséquilibres courants et rôle des réserves de change	91
<i>Financement des déficits courants dans les pays industrialisés depuis 1973</i>	91
<i>Rôle des réserves de change</i>	95
VI. Marchés financiers	100
Faits marquants	100
Courbes des rendements et politique monétaire	100
<i>Courbes des rendements et anticipations</i>	101
<i>Renversement durant l'été</i>	103
<i>Modification des corrélations entre marchés obligataires</i>	104
<i>Accumulation de réserves officielles</i>	105
<i>Emploi non agricole aux États-Unis et rendements obligataires</i>	106
<i>Fonctionnement des marchés et bas niveau des taux</i>	107
Marchés des actions et goût du risque	108
<i>Rôle des fondamentaux</i>	109
<i>Rôle du goût des investisseurs pour le risque</i>	110
Marchés des obligations d'entreprises et risque de crédit	111
<i>Amélioration des données fondamentales</i>	112
<i>Retour du goût pour le risque</i>	114
Marché de la dette extérieure des économies émergentes	115
<i>Sensibilité à l'évolution des conditions financières</i>	116
<i>Restructurations de dette</i>	118
Causes et conséquences de la quête de rendement	119
<i>Objectifs en termes de rendement nominal</i>	119
<i>Rôle des TAC d'arbitrage</i>	121
<i>Conséquences de la quête de rendement</i>	121

VII. Système financier : analyse sectorielle	123
Faits marquants	123
Résultats	123
<i>Banques commerciales</i>	123
<i>Le système bancaire japonais</i>	126
<i>Banques d'affaires</i>	127
<i>Compagnies d'assurances</i>	128
Facteurs à l'origine des bons résultats	130
<i>Facteurs conjoncturels</i>	130
<i>Facteurs structurels</i>	131
<i>Restructuration dans le secteur bancaire</i>	132
<i>Stratégies de développement de la banque de détail</i>	133
<i>Marchés de transfert du risque de crédit</i>	134
Plus grande propension au risque	135
<i>Goût du risque : les symptômes</i>	135
<i>Facteurs à l'origine de la plus grande propension au risque</i>	137
<i>Menaces potentielles</i>	138
Endettement des ménages et stabilité financière	138
VIII. Conclusion : les autorités face au changement et à l'incertitude	142
L'expansion peut-elle être durable ?	143
Politiques de stabilité monétaire et financière	148
Organisation, gouvernance et activités	157
Conseil d'administration et Direction	188
Banques centrales membres de la BRI	191
États financiers	193
Rapport des commissaires-vérificateurs	217
Récapitulatif des cinq derniers exercices	218

Les chapitres du présent Rapport ont été mis sous presse entre le 4 et le 10 juin 2004.

Graphiques

II.1	Taux d'intérêt réel, solde budgétaire structurel et écart de production	13
II.2	Part des profits et taux d'épargne	15
II.3	Économie américaine : indicateurs de sous-emploi des ressources	16
II.4	États-Unis : reprises actuelle et passées	17
II.5	Productivité globale des facteurs (PGF) : tendances	21
II.6	Variation de l'inflation et écart de production, 1979–2004	24
II.7	Endettement par secteur institutionnel	25
II.8	Solde financier net par secteur	31
II.9	Paiements courants, écart de demande et cours de change	34
III.1	Production industrielle	37
III.2	Flux de capitaux vers les économies émergentes : déterminants	41
III.3	Cours de change effectif nominal	43
III.4	Asie : taux d'intérêt à court terme	46
III.5	Crédit aux ménages et prix du logement	49
III.6	Chine : demande d'importations	54
III.7	Chine : investissement, masse monétaire, crédit et prix	55
III.8	Inde : secteur des technologies de l'information	57
III.9	Cours des produits de base et cours de change effectif nominal du dollar EU	59
III.10	Cours réel des produits de base non pétroliers, 1960–2004	60
III.11	Pays exportateurs de produits de base et volatilité du PIB	61
IV.1	États-Unis : indicateurs économiques	64
IV.2	États-Unis : stratégies d'inflexion de la politique monétaire	66
IV.3	Zone euro : indicateurs économiques	67
IV.4	Prix du logement corrigés de l'inflation	68
IV.5	Japon : indicateurs économiques	69
IV.6	Bilan de la Banque du Japon	70
IV.7	Pays à objectif d'inflation explicite : inflation et taux directeur	71
IV.8	Pays à objectif d'inflation explicite : cours de change	72
IV.9	Politique monétaire du G 3 et liquidité mondiale	73
IV.10	Politique monétaire : erreurs de prévision du marché	79
IV.11	Décisions de politique monétaire : incidence sur les taux de marché	79
V.1	Dollar, euro et yen : cours de change, volatilité implicite et risque de retournement	82
V.2	Autres pays industrialisés : cours de change	83
V.3	Économies émergentes : cours de change	84
V.4	Distribution des probabilités des cours euro/dollar et dollar/yen	85
V.5	Dollar, euro et yen : cours de change effectif nominal	86
V.6	États-Unis : déficit des paiements courants et son financement	87
V.7	Flux d'investissements de portefeuille entre les trois grandes économies	88
V.8	Incidence des interventions sur le marché du dollar/yen	89
V.9	Cours de change à terme 12 mois	91
V.10	Ajustements des paiements courants et flux financiers	93
V.11	États-Unis : ajustement des paiements courants et flux financiers	94
VI.1	Taux d'intérêt à court et à long terme	101
VI.2	Volatilité et prime d'échéance sur les marchés à revenu fixe	102
VI.3	Courbes des taux à terme	103
VI.4	Valeurs du Trésor EU et titres adossés à des hypothèques	104
VI.5	Prévisions de croissance, surprises macroéconomiques et corrélation des rendements	105

VI.6	Emploi non agricole : incidence sur les rendements du Trésor EU . . .	106
VI.7	Fonctionnement du marché avec un bas niveau de taux d'intérêt	107
VI.8	Marché des actions	108
VI.9	Croissance des bénéfices et avertissements sur résultats	110
VI.10	Marché des actions : volatilité et goût du risque	111
VI.11	Prime sur obligations d'entreprises	112
VI.12	Financement sur les marchés des capitaux	113
VI.13	Qualité de crédit des entreprises	114
VI.14	Obligations d'entreprises : différenciation	115
VI.15	Économies émergentes	116
VI.16	Économies émergentes : dette extérieure	117
VI.17	Recherche de rendement	120
VII.1	Banques : cours relatif des actions	124
VII.2	Expansion du crédit	125
VII.3	Japon : secteur bancaire	126
VII.4	Banques d'affaires : indicateurs d'activité	128
VII.5	Compagnies d'assurances : portefeuilles d'actions et résultats	129
VII.6	Sociétés d'investissement en immobilier commercial	131
VII.7	Transfert du risque de crédit	133
VII.8	Marché secondaire des prêts : volume d'activité	134
VII.9	Crédits consortiaux et obligations : tarification du risque	135
VII.10	Grandes banques d'affaires : liquidité et prise de risque	136
VII.11	Banques : ratio de fonds propres	137
VII.12	Ratio du service de la dette : analyse de sensibilité	140

Tableaux

II.1	Croissance et inflation	11
II.2	Contributions à la croissance mondiale	12
II.3	Niveaux de productivité	18
II.4	Gains de productivité	20
II.5	Commerce mondial : volume et prix	23
II.6	Indicateurs budgétaires en 2003	28
II.7	Solde des paiements courants des principales zones	30
II.8	Soldes épargne-investissement	32
III.1	Croissance, inflation et solde des paiements courants	38
III.2	Flux nets de capitaux privés vers les économies émergentes	39
III.3	Réserves de change	44
III.4	Agrégats monétaires : expansion au-delà du PIB nominal	47
III.5	Chine : commerce extérieur	53
III.6	Cours des produits de base, mars 2004	58
IV.1	Informations fournies par les banques centrales	78
V.1	Cours de change et écarts de taux d'intérêt	87
V.2	Réserves officielles en devises : variation annuelle	90
V.3	Flux financiers et ajustements des paiements courants	92
V.4	Volatilité des cours de change et variation des réserves	97
V.5	Réserves officielles en devises et mesures de l'adéquation	98
VII.1	Grandes banques : rentabilité	124
VII.2	Prix de l'immobilier commercial	130
VII.3	Secteur bancaire : restructuration	132
VII.4	Prix de l'immobilier résidentiel et dette des ménages	139

Conventions utilisées dans le Rapport

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

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

74^e Rapport annuel

*soumis à l'Assemblée générale ordinaire
de la Banque des Règlements Internationaux
tenue à Bâle le 28 juin 2004*

Mesdames, Messieurs,

J'ai le plaisir de vous soumettre le 74^e Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice clos le 31 mars 2004.

C'est le premier exercice pour lequel la Banque a préparé ses états financiers en utilisant le DTS (droit de tirage spécial) comme unité de compte, en remplacement du franc or. Autre nouveauté aux effets plus importants à long terme : la Banque a développé son cadre comptable de façon à faire concorder plus étroitement ses conventions comptables et les informations qu'elle publie avec les pratiques actuelles en matière d'information financière internationale. Sur cette base, le bénéfice net de l'exercice s'établit à DTS 536,1 millions, contre un équivalent de DTS 592,8 millions l'an passé, chiffre après retraitement effectué pour refléter ces modifications. Les résultats détaillés de l'exercice 2003/04 figurent dans la section Bénéfice net et répartition, pages 183–185. Les conventions comptables modifiées sont exposées à la note 2 des états financiers, pages 198–200, et leur incidence sur les comptes est décrite à la note 31, pages 213–215.

Le Conseil d'administration recommande que le dividende soit également déclaré, pour la première fois, en DTS. Il propose donc, en application de l'article 51 des Statuts de la Banque, que la présente Assemblée générale affecte la somme de DTS 104,0 millions au paiement, dans toute monnaie entrant dans la composition du DTS ou en francs suisses, d'un dividende de DTS 225 par action.

Le Conseil recommande, en outre, que DTS 86,4 millions soient transférés au Fonds de réserve générale, DTS 20,5 millions au Fonds spécial de réserve de dividendes et le reliquat, soit DTS 325,2 millions, au Fonds de réserve libre.

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 2003/04 sera payable aux actionnaires le 2 juillet 2004.

Bâle, 10 juin 2004

MALCOLM D. KNIGHT
Directeur Général

I. Introduction : l'heure est-elle au rééquilibrage ?

Une longue période de déception et de perplexité a suivi le ralentissement économique qui s'est amorcé début 2001, les efforts exceptionnels de stimulation monétaire et budgétaire ne parvenant pas réellement à raviver la croissance mondiale. Les banquiers centraux étaient surtout préoccupés par le fait que l'aversion accrue des marchés et établissements financiers pour le risque paraissait bloquer certains grands canaux de transmission de l'impulsion monétaire. Par la suite, ces nuages se sont dissipés, grâce à un regain d'optimisme des marchés financiers, qui continuaient à bénéficier de politiques macroéconomiques très accommodantes. Ainsi, les taux directeurs dans les principales économies industrialisées (Japon, États-Unis et zone euro) ont retrouvé des niveaux avoisinant ou égalant leurs minimums de l'après-guerre, à respectivement 0 %, 1 % et 2 %. Leur effet stimulant sur la croissance mondiale a, par ailleurs, bénéficié d'un phénomène sans précédent : pour prévenir l'appréciation de leur monnaie face au dollar EU, plusieurs autorités sont intervenues massivement sur les changes. Parallèlement, on a observé un assouplissement des conditions financières dans nombre d'économies émergentes.

Sur la période qui s'est écoulée depuis le début de l'an dernier, objet de la présente Introduction, ces politiques ont indiscutablement contribué à raviver la production mondiale. Si l'on excepte la zone euro, la croissance a quasiment partout nettement dépassé les prévisions d'il y a un an, sans entraîner jusqu'à maintenant de hausse significative de l'inflation mesurée par les principaux prix à la consommation. Pour le futur, comme le montrera la Conclusion, le consensus penche pour une continuation de cette conjonction de circonstances favorables, grâce en particulier aux importants gains de productivité dans certains pays industrialisés. Au-delà des problèmes classiques d'erreurs de mesure et du fait que les prévisions sont aussi souvent infirmées que confirmées, y aurait-il donc des raisons d'être inquiet ?

Peut-être déjà préfigurée par la récente envolée des cours des produits de base et la flambée des prix en Chine qui en est résultée, une poussée inattendue d'inflation pourrait constituer une source de préoccupation. Une autre pourrait résider dans la réapparition de bulles financières et d'investissements non productifs, comme lors de précédents épisodes d'expansion excessive du crédit. De fait, l'élargissement, depuis avril 2004, des primes sur les signatures souveraines et les entreprises à haut risque pourrait même être le signe avant-coureur de la correction d'excès patents. Quelle que soit la probabilité que l'on attribue à court terme à de telles tensions financières, il est clair que les mesures actuelles de stimulation ne pourront pas être maintenues longtemps. Au moment où la croissance se raffermi, le défi majeur pour les autorités sera de choisir le meilleur moyen de

resserrer leur dispositif sans déstabiliser une économie mondiale présentant déjà des déséquilibres économiques et financiers.

Pour le plus long terme, il convient aussi de s'interroger sur les effets combinés de trois changements structurels intervenus dans le cadre opérationnel de l'économie mondiale. Premièrement, la déréglementation et la mondialisation des marchés de biens et de services ont amélioré la productivité et sans doute abaissé le niveau d'inflation. Deuxièmement, la libéralisation financière peut avoir amplifié les cycles d'essor et de contraction du crédit et des prix des actifs. Troisièmement, les autorités sont devenues de plus en plus attentives à maîtriser l'inflation et sont parvenues à renforcer leur crédibilité dans ce domaine. Ce dernier élément, en présence des deux autres, pourrait leur permettre d'appliquer une orientation nettement moins restrictive face à une croissance exceptionnellement rapide ou à des excès présumés dans le système financier. À l'inverse, en supposant toujours l'inflation maîtrisée, elles pourraient s'estimer fondées à agir de manière bien plus vigoureuse que par le passé devant un ralentissement économique ou des difficultés financières associées aux excès antérieurs.

Une telle asymétrie dans la politique monétaire, et dans la politique budgétaire aussi d'ailleurs, a contribué à l'atténuation tant souhaitée des cycles ces dernières années. Toutefois, la répétition systématique de cette approche comporterait des risques. Ainsi, avec une dette publique encore très élevée par rapport au passé récent et des taux d'intérêt nominaux proches de zéro, les autorités disposent d'une latitude déjà très restreinte pour faire face à de nouveaux chocs.

Heureusement, l'économie mondiale est en voie de redressement et les scénarios défavorables relèvent plus de la conjecture que de la réalité. Néanmoins, quand la vigueur de l'expansion aura été confirmée, le besoin de rétablir une certaine souplesse dans les politiques macroéconomiques entraînera nécessairement un rééquilibrage budgétaire et monétaire d'une ampleur inhabituelle. En outre, les hypothèses sous-jacentes sur lesquelles a reposé jusqu'à présent la formulation des orientations mériteraient un réexamen rigoureux. Face à une mutation structurelle aussi rapide et spectaculaire du monde économique et financier, appelée peut-être à se poursuivre, il serait risqué pour les autorités de se contenter des solutions d'hier.

La croissance s'accélère enfin

Face au ralentissement mondial du début de la décennie, les principaux pays industrialisés, et surtout les États-Unis, ont répondu par des incitations budgétaires et monétaires exceptionnelles, rendues possibles par le bas niveau d'inflation, qui s'est généralement maintenu durant la période analysée.

Aux États-Unis, la stimulation budgétaire a revêtu un caractère expansionniste remarquable, en raison d'une hausse des dépenses publiques et d'une baisse concomitante des impôts. Cette politique monétaire très accommodante s'est inscrite dans la durée. Non seulement le niveau-objectif des fonds fédéraux a été maintenu à 1 %, mais les autorités se sont employées

à convaincre les marchés, obligataires en particulier, que cette orientation serait vraisemblablement conservée pendant une période « considérable ». Au Japon, la politique a été quelque peu différente, mais néanmoins expansionniste. Comme l'ampleur du déficit public et de l'endettement rendait difficile tout nouveau recours aux stimulants budgétaires, la stratégie d'« assouplissement monétaire quantitatif » a été intensifiée, tandis que toutes les instances publiques s'efforçaient de convaincre l'opinion qu'elles travaillaient désormais à l'unisson pour mettre un terme à la déflation. Dans la zone euro, le déficit budgétaire de trois économies (dont les deux principales) a dépassé le plafond fixé par le Pacte de stabilité et de croissance. Les pays qui en respectaient les règles ont certes formulé de sévères critiques ; toutefois, l'effet sur la dépense a été positif, tout comme le maintien par la Banque centrale européenne (BCE) de son orientation accommodante.

Avec l'assouplissement plus marqué de la politique monétaire américaine et le poids cumulé du déficit et de l'endettement extérieurs des États-Unis, le dollar s'est logiquement orienté à la baisse l'an passé. Cette exportation de fait des pressions désinflationnistes américaines a rencontré une forte résistance, en particulier de la part de pays qui avaient adopté un régime de change fixe par rapport au dollar. Cherchant à éviter une appréciation trop rapide du yen vis-à-vis du dollar et du renminbi chinois, les autorités japonaises ont procédé à un volume record d'interventions sur les changes. D'autres, spécialement en Asie, ont agi de même. Face aux tensions sur leur monnaie, nombre d'économies émergentes ont en outre assoupli leur orientation monétaire. Enfin, certains pays d'Amérique latine, ainsi que d'Europe centrale et orientale, ont suspendu leurs mesures d'austérité budgétaire et les réformes structurelles qui avaient paru nécessaires lorsque leur monnaie subissait des pressions à la baisse. Quelles qu'en soient les conséquences à terme, cette décision a également contribué à l'expansion.

Les marchés financiers ont quasiment tous réagi vigoureusement à cet assouplissement général de la politique monétaire, avec des décalages notables cependant. Aux États-Unis, les rendements des obligations d'État, en repli depuis plusieurs années, se sont dans l'ensemble stabilisés à des niveaux exceptionnellement faibles. Cette stabilité globale, cependant, recouvre une alternance de phases haussières, en réponse aux anticipations de croissance et de déficits publics accrus, et baissières, sous l'effet des achats massifs de valeurs du Trésor EU par les banques centrales d'Asie et des indications de la Réserve fédérale sur son orientation monétaire. Dans la zone euro, les rendements ont étroitement suivi leurs équivalents américains sur une grande partie de la période, s'en dissociant toutefois vers la fin, quand ces derniers se sont fortement tendus; cette modération persistante est assez conforme aux perspectives d'une croissance moindre pour la zone.

Sur les autres marchés, la tendance a été beaucoup plus homogène. Les prix des actifs ont fortement augmenté pendant l'essentiel de la période, ce qui a contribué à soutenir la confiance et l'activité. Les marchés mondiaux des actions ont été particulièrement dynamiques, valeurs technologiques et économies émergentes en tête. Les primes sur obligations d'entreprises à haut risque et contrats dérivés sur défaut se sont nettement contractées, la

dette souveraine a connu la même tendance, et l'accès aux capitaux s'en est trouvé facilité pour les économies émergentes, même lorsque, souvent, leurs antécédents étaient incertains. Et, surtout, les prix du logement ont continué d'augmenter dans de nombreux pays, ainsi que le niveau d'endettement correspondant. Ce n'est qu'aux derniers mois de la période que ces tendances ont commencé à s'inverser ou à se ralentir quelque peu.

Ce renchérissement des actifs pourrait être en partie associé au faible niveau des rendements obligataires. La baisse des taux hypothécaires nominaux a changé le profil de paiement des emprunteurs et a permis de dégager des liquidités, entraînant tout naturellement une hausse des prix du logement et de l'endettement. Plus préoccupant est le goût accru pour le risque résultant de la diminution des rendements. S'agissant des assureurs, tenus de garantir des rendements élevés sur leurs passifs, cette recherche du risque était quasiment devenue la condition de leur survie. Les fonds de pension, qui visent une rémunération supérieure aux rendements des titres d'État, ont pu être tentés, eux aussi. En outre, le souvenir des pertes financières subies commençant à s'estomper, il était normal que la confiance revienne. Et enfin, avec la remontée des prix, un processus d'autoalimentation a pu s'installer, comme souvent par le passé.

Si cette explication de la hausse des prix des actifs par les taux d'intérêt est convaincante, l'argument selon lequel les données fondamentales se sont parallèlement améliorées sur de nombreux marchés l'est tout autant. Ainsi, dans les pays industrialisés, le taux de défaut des entreprises a diminué, comme les pertes en cas de défaut. Dans plusieurs économies émergentes, en Asie surtout, les politiques macroéconomiques semblent plus propices à la croissance qu'il y a une dizaine d'années. Quant aux prix de l'immobilier résidentiel, ils ont été fréquemment gonflés par une conjonction variable d'éléments : règles d'aménagement, immigration et préférence des acheteurs pour certaines zones géographiques. De tels facteurs ne vont sans doute pas s'atténuer de sitôt, même si d'autres pourraient encore prendre l'ascendant.

Ce qu'on peut affirmer, c'est que des politiques macroéconomiques accommodantes associées à un regain de dynamisme des marchés financiers ont contribué à un renforcement de la croissance mondiale. Parmi les pays industrialisés, les États-Unis ont été les plus performants, suivis de près par l'Australie et le Royaume-Uni. L'effet d'entraînement de la dépense sur l'investissement a commencé de se matérialiser, sous l'effet de la forte augmentation des bénéfices, mais la consommation s'est maintenue. Les ménages ont eu recours au crédit hypothécaire soit pour mobiliser des plus-values et affecter les liquidités obtenues à la dépense, soit pour se refinancer et réduire leurs remboursements mensuels. Une activité vigoureuse a été constatée dans plusieurs autres pays industrialisés, dont certaines des plus petites économies de la zone euro. Le Japon aussi a montré des signes de reprise imminente avec l'envolée des exportations, surtout à destination de la Chine. Plus encourageant encore a été l'investissement des grandes entreprises nippones, en hausse après dix années pendant lesquelles les bénéfices ont servi principalement à rembourser la dette accumulée durant le boum des années 80.

La reprise a été plus hésitante dans plusieurs grandes économies d'Europe continentale. Certes, malgré l'appréciation effective de l'euro, ces pays ont continué à bénéficier de la hausse des exportations, et la confiance des entreprises a semblé s'en trouver confortée ; mais les ménages sont restés peu enclins à dépenser, même si leur situation financière était très solide en regard des standards internationaux. Cette tendance n'est peut-être pas étrangère aux incertitudes suscitées par les propositions visant à s'attaquer de toute urgence aux déficiences structurelles affectant les marchés de l'emploi, les retraites, les soins de santé et le régime fiscal ; la perception d'une poussée des prix après le passage à l'euro a pu être un facteur additionnel. Puisque le patrimoine immobilier ne peut, dans ces pays, être mobilisé aussi facilement que, par exemple, aux États-Unis et au Royaume-Uni, la consommation y est davantage tributaire des revenus et, par là même, plus sensible aux difficultés du marché du travail, qui seront examinées ultérieurement.

Les économies émergentes ont aussi, pour la plupart, enregistré une reprise de la croissance pendant la période. Un environnement international favorable (hausse des cours des produits de base et plus grande réceptivité des marchés financiers, notamment) s'est souvent conjugué à un surcroît de demande intérieure. Les résultats de la Chine ont été spectaculaires, se répercutant partout en Asie et même au-delà. Alimenté par les entrées massives de capitaux et la très rapide expansion du crédit intérieur, l'investissement des entreprises a dépassé 40 % du PIB. Dans le reste de l'Asie émergente, les niveaux d'investissement sont restés bien en deçà des récents sommets, reflétant peut-être la persistance de surcapacités, dans certains cas, et les pressions de la concurrence internationale. Néanmoins, la consommation s'est accélérée dans plusieurs économies, souvent sous l'effet d'une politique visant à stimuler la demande intérieure. L'Inde s'est particulièrement distinguée, elle aussi : un temps clémente a favorisé la production agricole, tandis que des réformes structurelles, appliquées à un rythme lent mais régulier, ont semblé renforcer de plus en plus le potentiel productif et la compétitivité internationale.

L'activité s'est montrée généralement moins vigoureuse dans les autres régions émergentes, même si elle a parfois été tirée par des facteurs locaux. La reprise au Moyen-Orient, en Afrique et en Russie a été manifestement aidée par le renchérissement du pétrole et des autres produits de base, cependant que la croissance en Amérique latine tenait en grande partie à la sortie de crise de l'Argentine et du Venezuela. Cela étant, les causes de la reprise naissante, mais encore timide, au Mexique étaient plus profondes, le raffermissement de l'activité aux États-Unis exerçant une incidence significative, quoique retardée. L'environnement favorable des taux au plan mondial a bien aidé le Brésil jusqu'à tout récemment, même si le pays ne montre pas de signes clairs de reprise.

En Europe centrale et orientale, la croissance s'est maintenue mais n'a pas progressé, peut-être en partie à cause du moindre dynamisme de l'activité dans la zone euro. Les nouveaux membres de l'UE, en particulier, ont continué d'être influencés, d'un côté, par l'optimisme entourant leur accession et les

entrées de capitaux qui l'ont accompagné et, de l'autre, par la nécessité de s'attaquer enfin aux délicats problèmes structurels.

Autres évolutions, anticipées ou non

La reprise mondiale s'affirmant, d'autres évolutions économiques se sont précisées, plutôt bienvenues dans l'ensemble, mais parfois surprenantes. La Conclusion essaiera de voir si certaines sont de nature à fragiliser l'économie mondiale et, dans ce cas, comment les autorités pourraient réagir.

L'une des conséquences largement attendues d'une accélération de la croissance a été la reprise marquée du commerce mondial, en particulier entre pays d'Asie. Ainsi, la Chine, maintenant gros importateur de produits de base et de biens intermédiaires pour ses exportations de produits finis, est en passe de devenir le centre manufacturier de la planète. Fait nouveau dans ce contexte d'expansion du commerce, l'émergence de la Chine semble désormais perçue, au Japon et en Inde, plus comme une chance et moins comme une menace.

La reprise mondiale s'est accompagnée d'une nouvelle aggravation du solde commercial aux États-Unis, conséquence logique d'une croissance relativement plus rapide, mais surprenante pour ceux qui prévoyaient que le poids des déséquilibres internes et externes mènerait à un ralentissement de l'activité. En outre, s'il est vrai que la dépréciation du dollar a contribué à endiguer la détérioration de la balance commerciale, la baisse du cours effectif a été limitée par des interventions de change menées, pour diverses raisons, dans plusieurs pays. En fait, dans la mesure où le placement ultérieur en titres américains des réserves officielles ainsi accumulées a comprimé les rendements obligataires aux États-Unis, il serait possible d'avancer que l'effet des deux canaux – élasticité et demande – par lesquels s'opère l'ajustement du solde commercial s'est trouvé atténué. La question reste cependant de savoir combien de temps pourront se maintenir ces entrées ininterrompues et simultanées de biens et de capitaux en provenance d'Asie – qui constituent *de facto* un crédit fournisseur.

Malgré la fermeté de la reprise mondiale, les tensions inflationnistes (mesurées par l'indice des prix à la consommation) n'ont été clairement perceptibles qu'en fin de période. Même aux États-Unis, l'inflation s'est en général maintenue à un très bas niveau, en dépit de la vigueur de la croissance et de la baisse du dollar, grâce à un écart de production qui persiste, mais se contracte rapidement. Dans la zone euro, l'inflation est revenue en deçà de 2 % dans les premiers mois de 2004, sous l'influence de l'appréciation de la monnaie, avant de remonter avec la hausse des prix pétroliers. Au Japon, les pressions déflationnistes semblent s'être relâchées, même après prise en compte des distorsions dans les mesures et de l'incidence des fortes augmentations des prix réglementés.

Parmi les grandes économies, c'est la Chine qui a montré les signes les plus nets de poussée inflationniste. Faisant suite à une déflation, cette hausse n'a, tout d'abord, pas été jugée inopportune ; elle a même été encouragée, le gouvernement cherchant à favoriser l'octroi de crédits et l'investissement. Ces

derniers trimestres, toutefois, les autorités chinoises se sont montrées bien davantage préoccupées par le risque de surchauffe ; elles ont recouru à des mesures administratives et à des mécanismes de marché pour freiner à la fois le crédit et la dépense. Dans plusieurs autres économies du monde industrialisé, les taux directeurs ont été relevés face à la hausse rapide de la demande et à des signes d'excès financiers, alors même que l'inflation courante paraissait maîtrisée.

Cette stabilité relative de l'inflation mondiale jusqu'à ce jour recouvre, en fait, des mouvements divergents. Les prix des produits finis connaissent depuis quelque temps déjà un repli général, grâce aux gains de productivité dans l'industrie manufacturière et aux exportations des économies émergentes. Les prix des services, par contre, ont dans l'ensemble augmenté plus rapidement. Cette tendance globale s'est poursuivie durant toute la période, assortie toutefois d'un phénomène nouveau et spectaculaire : les cours du pétrole et des autres matières premières se sont envolés, en raison de l'expansion mondiale, mais aussi de la dépendance de l'investissement en Chine à l'égard des produits de base. Heureusement, jusqu'ici au moins, ces hausses n'ont pas vraiment amputé les marges bénéficiaires, notamment dans les pays qui ont poussé le plus loin les compressions des coûts pour lutter contre des difficultés économiques et financières.

Reffet de ce choix de maîtrise des coûts dans un contexte international très concurrentiel, la récente reprise de l'activité dans nombre de pays industrialisés s'est accompagnée d'une hausse modérée des salaires et d'une rare réticence à embaucher. Aux États-Unis, les entreprises semblent avoir mis à profit les nouvelles technologies dans lesquelles elles avaient investi voilà peu pour accroître de façon sensible la productivité du travail. En outre, la baisse marquée du coût du capital, conjuguée à un renchérissement de la couverture médicale et autres prestations, a fait pencher encore un peu plus la balance en faveur d'un renforcement de l'intensité en capital, au détriment de la création d'emplois. En Europe et au Japon s'ajoutent des obstacles structurels plus traditionnels, notamment au recrutement des juniors et des seniors. D'une manière générale, dans les pays industrialisés, les plus touchés par la faiblesse de l'embauche ont été les moins qualifiés, car ils peuvent difficilement se recycler lorsque le progrès technologique les réduit au chômage. Par ailleurs, du fait de la part de travail incorporée dans les biens et services échangés, ils se retrouvent de plus en plus évincés par la main-d'œuvre meilleur marché des économies émergentes. Hormis en Europe continentale, la morosité des marchés du travail n'a toutefois pas entraîné, à ce jour, une vaste contraction de la consommation – ce qui est à la fois surprenant et encourageant –, même si, dans plusieurs pays, elle s'est accompagnée d'une augmentation constante de l'endettement des ménages.

Le renforcement de la croissance et de l'optimisme des marchés a eu pour autre conséquence d'améliorer la situation des établissements financiers. En Europe et au Japon, ils ont pu notamment se défaire plus facilement de leurs prêts improductifs. Dans les pays industrialisés plus généralement, les préoccupations concernant les banques, les sociétés d'assurance et de réassurance ainsi que les fonds de pension ont été bien tempérées par la

conjonction de plusieurs facteurs : la pente exceptionnellement accentuée des courbes des rendements, la hausse des prix des actifs, le recul des coûts et l'augmentation des revenus. En Chine, à l'inverse, les incitations des autorités à l'octroi de crédits, moteur de l'accélération de la croissance, ont fait craindre une multiplication des créances douteuses, qui ne manqueraient pas d'affaiblir encore des établissements de crédit déjà confrontés à d'importantes difficultés. Ces craintes visaient, en particulier, les concours aux pouvoirs publics ou aux entreprises d'État, pour lesquels le profit n'est pas l'objectif prioritaire.

Nombre d'établissements financiers spécialisés dans les crédits aux ménages, prêts hypothécaires notamment, ont obtenu de très bons résultats pendant la période, ce qui a favorisé un redéploiement général de leurs activités dans de nombreux pays industrialisés. C'est le cas même au Japon, où les banques ont montré un engouement croissant pour les prêts aux particuliers et aux petites entreprises, générateurs de marges d'intérêt plus confortables. Cette tendance a également été observée dans plusieurs économies émergentes, surtout en Asie et en Europe centrale et orientale. Si cette réorientation est salutaire, face à une épargne intérieure toujours élevée – comme souvent en Asie –, l'expérience de la Corée, ces deux dernières années, démontre également que le processus peut s'emballer. Après un boum initial, alimenté par une envolée des crédits accordés par les banques et les établissements de cartes de crédit, la consommation a fléchi l'an dernier, tandis que les faillites personnelles se multipliaient. Le gouvernement a bien tenté d'améliorer les procédures de réaménagement de dette, tant pour les créanciers que pour les débiteurs, mais l'effet de frein sur la demande intérieure risque de se faire encore sentir quelque temps.

En outre, les établissements financiers ont bénéficié, dans l'ensemble, de l'amélioration de leur gestion des risques. Cette nouvelle culture du risque, dans une très large mesure associée au parachèvement du nouveau dispositif d'adéquation des fonds propres (Bâle II), s'est affirmée. Il n'en demeure pas moins que certains événements de l'an passé ont révélé un laxisme inquiétant dans la gouvernance des entreprises et des établissements financiers, de même qu'en matière de surveillance et de discipline de marché. L'affaire Parmalat, par exemple, a mis en évidence des manquements à tous les niveaux : direction générale, audit interne, audit externe, banques prêteuses, courtiers, agences de notation, analystes financiers, voire autorités de surveillance concernées. Pour autant, la faillite d'entreprise la plus coûteuse de l'histoire n'a pas eu la moindre répercussion sur la tarification des prêts aux entreprises. Reste à savoir si cela s'explique par le fait qu'elle était jugée constituer un cas isolé de fraude massive ou une conséquence fâcheuse du goût accru des marchés financiers pour le risque. La réponse à cette question pourrait apparaître de plus en plus clairement alors que les marchés se préparent à une hausse des taux directeurs qui semble inéluctable.

II. Évolution dans les économies industrielles avancées

Faits marquants

En 2003, l'activité s'est globalement raffermie dans les pays industriels avancés, soutenue par une politique particulièrement expansionniste aux États-Unis et une demande plus vigoureuse au Japon. Parallèlement, la croissance est restée modérée dans la zone euro. Fait caractéristique, la demande des entreprises a pris le relais de celle des ménages pendant que les craintes de déflation se dissipaient.

Cette année, la reprise mondiale devrait se renforcer et l'inflation demeurer faible (tableau II.1), avec néanmoins certains risques pour la croissance. Premièrement, compte tenu de la détérioration budgétaire observée dans plusieurs pays, il devient de plus en plus nécessaire de revenir à des stratégies crédibles de réduction des déficits. Deuxièmement, si les entreprises ont récemment vu leur situation financière s'améliorer, les ménages ont continué de s'endetter. Troisièmement, les déséquilibres mondiaux des paiements courants se sont aggravés et l'on discerne mal quelle forme prendra l'ajustement.

Pour déterminer l'importance de ces risques à moyen terme, il convient au préalable d'examiner les hypothèses concernant la productivité. Bien que les comparaisons entre pays aient leurs limites, l'amélioration constatée aux États-Unis autorise à cet égard un certain optimisme.

Croissance et inflation										
Variation annuelle moyenne, en %										
	PIB réel					Prix à la consommation ¹				
	1991-2000	2001	2002	2003	2004 ²	1991-2000	2001	2002	2003	2004 ²
Pays industriels avancés ³	2,6	1,0	1,5	2,1	3,2	2,3	2,1	1,5	1,8	1,6
États-Unis	3,3	0,5	2,2	3,1	4,6	2,8	2,8	1,6	2,3	2,2
Zone euro	2,1	1,6	0,9	0,4	1,6	2,4	2,3	2,3	2,1	1,8
Japon	1,5	0,4	-0,3	2,7	3,1	0,8	-0,7	-0,9	-0,3	-0,2
Royaume-Uni	2,4	2,1	1,6	2,2	3,1	2,7	1,2	1,3	1,4	1,5
Canada	2,9	1,9	3,3	1,7	2,6	2,0	2,5	2,2	2,8	1,5
Australie	3,4	2,5	3,8	3,0	3,9	2,2	4,4	3,0	2,8	2,2
Autres ^{3, 4}	2,1	1,5	1,5	0,7	2,4	2,1	2,2	1,8	1,7	0,9

¹ Zone euro et Royaume-Uni : indice harmonisé. ² Prévisions consensuelles publiées en mai. ³ Moyenne pondérée, sur la base des PIB et PPA de 2000. ⁴ Danemark, Norvège, Nouvelle-Zélande, Suède et Suisse.

Sources : Eurostat ; © Consensus Economics ; données nationales.

Tableau II.1

Reprise mondiale en 2003

Raffermissement de la croissance

La reprise amorcée en 2002 dans les pays industrialisés s'est confortée l'an dernier, notamment au second semestre. Cette amélioration était relativement inattendue, étant donné la modération du précédent ralentissement économique, la correction de l'investissement après le boum de la fin des années 90 et la forte aversion pour le risque constatée début 2003 dans un contexte de tensions géopolitiques et de scandales retentissants liés à la gouvernance d'entreprise.

Une reprise confortée

Grâce à une vive progression du commerce mondial, l'expansion s'est largement propagée parmi les grandes économies. Comme on pouvait s'y attendre, la principale impulsion est venue des États-Unis, où la reprise s'est confirmée, mais le boum dans l'Asie émergente a aussi contribué à la demande mondiale. L'essor dans cette région (chapitre III), phénomène marquant de ces dernières années, explique environ la moitié de la croissance du PIB mondial en 2003 (tableau II.2).

Deux piliers pour la croissance mondiale

Cette réorientation de la croissance mondiale n'est pas sans conséquence. D'une part, l'accélération des exportations de l'Asie émergente a fait craindre un effet négatif pour les pays industrialisés, en accentuant les pressions déjà exercées par les innovations technologiques sur la main-d'œuvre peu qualifiée. D'autre part, la demande intérieure a notablement augmenté dans certaines économies d'Asie récemment, et la région s'affirme de plus en plus comme un débouché d'exportations pour les pays industrialisés. La Chine est désormais l'un des premiers importateurs mondiaux et son excédent commercial avec les États-Unis et l'Union européenne a été redistribué en faveur de ses voisins, Japon compris. À l'échelle mondiale, en outre, la

Rôle de la Chine

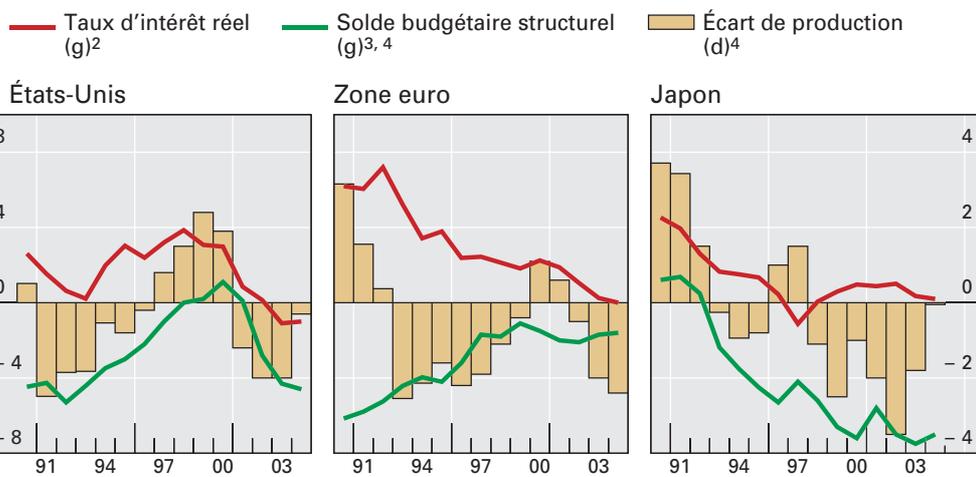
Contributions à la croissance mondiale						
En points de %						
	Moyenne 1991-2000	2001	2002	2003	2004 ¹	
Pays industriels avancés	1,5	0,6	0,8	1,1	1,7	
<i>Dont : Demande des ménages²</i>	1,0	0,8	0,7	0,8	1,0	
<i>Demande des entreprises³</i>	0,3	-0,5	-0,2	0,2	0,6	
<i>Demande publique⁴</i>	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2	
Dont : États-Unis	0,8	0,1	0,5	0,7	1,0	
Zone euro	0,4	0,3	0,1	0,1	0,3	
Japon	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	
Asie émergente ⁵	1,6	1,3	1,6	1,9	1,9	
Dont : Chine et Inde	1,2	1,0	1,2	1,5	1,5	
Reste du monde	0,2	0,5	0,6	0,9	1,0	
Croissance mondiale ⁶	3,3	2,4	3,0	3,9	4,6	

¹ Chiffres établis sur la base des prévisions du FMI et de l'OCDE. ² Dépenses de consommation finale privée plus formation brute de capital fixe dans le secteur privé résidentiel. ³ Formation brute de capital, secteur privé non résidentiel. ⁴ Dépenses de consommation finale plus formation brute de capital fixe, administrations publiques. ⁵ Asie hors Japon. ⁶ En %.

Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* ; OCDE ; données nationales. Tableau II.2

Taux d'intérêt réel, solde budgétaire structurel et écart de production¹

En %



¹ 2004 : prévisions OCDE. ² Taux à court terme corrigé de la variation annuelle des prix à la consommation. ³ Solde financier des administrations publiques, corrigé des variations cycliques. ⁴ En % du PIB potentiel.

Sources : BCE ; OCDE ; Eurostat ; données nationales.

Graphique II.1

division accrue du travail dans le secteur manufacturier et les services devrait aller dans le sens d'une plus grande efficacité et accroître le niveau de vie de tous. En particulier, les consommateurs bénéficieront de la baisse des prix des produits manufacturés et des services, car les gains de productivité élevés réalisés en Asie y sont répercutés sur les prix à l'exportation.

En 2003, des politiques expansionnistes ont conforté la demande dans les économies avancées. Corrigés des variations cycliques, les déficits budgétaires ont augmenté, la croissance du PIB restant soutenue par la hausse des dépenses publiques et la baisse des impôts (graphique II.1). La zone euro a constitué l'exception majeure : le déficit budgétaire s'est creusé sur fond de croissance atone, même si le déficit structurel a diminué. De plus, les conditions de financement ont été favorables, avec des taux directs et longs demeurés bas. Déjà proches ou au-dessous de leurs minimums historiques, les taux d'intérêt réels se sont encore détendus. Sur les principaux marchés, les bonnes nouvelles économiques, les annonces de bénéfices et la recherche généralisée de rendement ont réduit les primes sur obligations d'entreprises et fait monter les cours des actions (chapitres IV et VI).

Malgré une interdépendance internationale accrue, la croissance a été inégale. La reprise a été forte aux États-Unis, avec des politiques particulièrement expansionnistes. Au Japon aussi, le redressement a été notable, puisque la croissance a dépassé son potentiel et que l'écart de production a rapidement diminué ; même si elle a été en grande partie favorisée par la vigueur de la demande extérieure, la reprise actuelle semble plus prometteuse que les précédentes, car, pour la première fois depuis l'éclatement de la bulle financière au début des années 90, la demande intérieure a progressé sans incitation budgétaire marquée. La principale déception est venue de la zone euro, où la demande intérieure est restée faible

Élément majeur de la reprise : les politiques économiques

Disparité des résultats entre les principales économies

et où la contribution des exportations nettes à la croissance est devenue fortement négative ; en conséquence, l'activité y a quasiment stagné, dans l'ensemble, diminuant même en Allemagne et aux Pays-Bas. La Suisse, pour sa part, a connu une récession. Le Canada a enregistré un recul important de ses exportations nettes en termes réels, l'appréciation de sa monnaie ayant largement annulé l'effet de la croissance vigoureuse aux États-Unis ; toutefois, une amélioration sensible des termes de l'échange a soutenu la demande intérieure, en dépit de chocs endogènes de grande ampleur. L'expansion rapide s'est poursuivie en Australie.

Changement dans les moteurs de la croissance

La période analysée a été marquée par le fait que la demande des entreprises a progressivement remplacé celle des ménages comme moteur de l'activité. Principale source de croissance en 2002, la consommation privée a légèrement ralenti aux États-Unis ; elle est restée faible dans la zone euro. L'investissement résidentiel, quoique soutenu par des conditions de financement favorables, ne s'est pourtant guère renforcé. L'essor de la production a été surtout alimenté par les entreprises, qui ont enfin accru l'investissement, tandis que la reconstitution des stocks continuait de jouer un rôle d'adjuvant.

La demande des entreprises prend le relais de celle des ménages

La consommation privée, qui avait étonné par sa vigueur lors du précédent fléchissement conjoncturel, est cependant demeurée assez soutenue. L'inflation restée modérée a favorisé la dépense et les ménages ont été les premiers bénéficiaires des politiques budgétaires expansionnistes. Les effets de richesse résultant du redressement des marchés des actions et de la hausse ininterrompue des prix immobiliers ont également joué un rôle. En recul de 1999 à 2002, le patrimoine net moyen des ménages rapporté à leur revenu disponible est remonté dans les principaux pays de l'OCDE en 2003, dépassant la moyenne des années 90. La faiblesse des taux d'emprunt a directement stimulé la demande de biens durables et, avec le renchérissement du logement, incité les ménages à prendre de nouvelles hypothèques pour refinancer les anciennes (et diminuer leurs paiements d'intérêts, augmentant ainsi leur capacité d'achat) ou pour se procurer des liquidités (affectées non seulement à la consommation, mais aussi au remboursement de crédits plus chers ou à l'investissement en d'autres actifs). En 2003, les liquidités mobilisées par recours à des hypothèques (différence entre emprunts hypothécaires nets et investissement résidentiel) sont montées à 3 1/2 % du revenu disponible des ménages aux États-Unis et à 7 % au Royaume-Uni.

La consommation résiste...

Quoi qu'il en soit, la morosité des marchés du travail a quelque peu freiné la consommation privée. Si la hausse du chômage a été limitée, c'est surtout parce que le taux d'activité a baissé, notamment au Japon et aux États-Unis. Dans la zone OCDE, il n'y a presque pas eu de créations nettes de postes ces trois dernières années. Malgré un vif redressement de la demande, l'emploi a continué de régresser au Japon et n'a que peu progressé aux États-Unis. Si les mauvais résultats japonais sont imputables à la poursuite des restructurations, la faiblesse de l'embauche aux États-Unis – atypique par rapport aux cycles précédents – s'explique plus difficilement. Dans la zone euro, l'emploi a pratiquement stagné, diminuant même en Allemagne : le plus fort contenu de

...mais ne s'accélère pas, dans un contexte de marchés du travail déprimés...

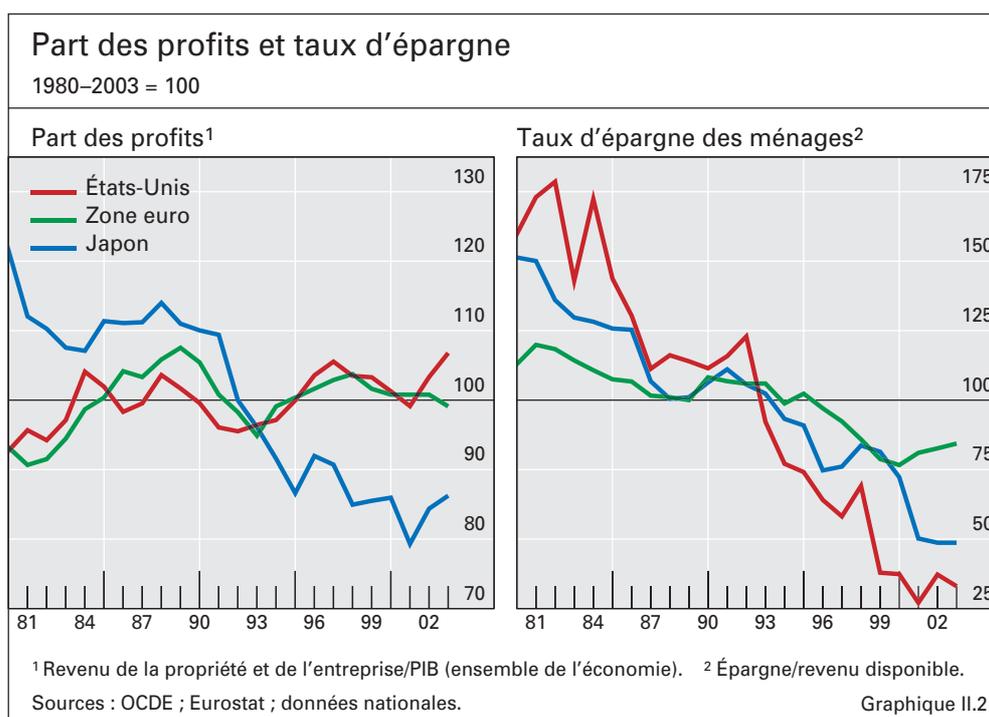
la croissance en emplois a certes protégé le marché du travail, mais il a réduit les gains de productivité mesurés.

...et de modération des salaires

L'effet négatif d'une situation de l'emploi déprimée sur le revenu des ménages a été amplifié par le comportement des salaires. Malgré des gains de productivité moyens plus importants depuis quelques années, la rémunération réelle par salarié dans la zone OCDE n'a que peu augmenté, ce qui a entraîné un recul de la part des salaires dans la valeur ajoutée du secteur des entreprises. Cela est apparu clairement l'an passé aux États-Unis, où la progression des avantages extrasalariaux a été en partie neutralisée par une moindre hausse des revenus de l'activité. Au Japon, les salaires n'ont guère augmenté ; au moins ont-ils cessé de diminuer. Principale exception à la tendance générale, l'accroissement de la rémunération réelle par salarié dans la zone euro s'est accéléré, malgré la faiblesse de l'activité et des gains de productivité.

La dépense des entreprises redémarre

L'investissement des entreprises est progressivement reparti au second semestre 2003, soutenu par de meilleures perspectives pour la demande, des conditions de financement favorables et le renforcement de la part des profits dans les pays industrialisés (graphique II.2). Aux États-Unis, des allègements fiscaux temporaires ont pu inciter les entreprises à avancer leurs investissements programmés. La dépense des entreprises a également été confortée par la place croissante de l'équipement informatique, à l'origine d'une forte accélération du rythme d'obsolescence du stock de capital. Toujours aux États-Unis, l'investissement brut requis uniquement pour maintenir le ratio capital/PIB dans le secteur des entreprises a presque doublé depuis la fin des années 80. En 2003, l'investissement s'est considérablement accru au Japon et en Australie et s'est progressivement renforcé dans la zone euro.



Perspectives à court terme

De l'avis général, la reprise devrait se raffermir davantage à court terme, avec une croissance mondiale attendue à 4 1/2 % cette année. Pour les États-Unis, les dernières données sur la production industrielle et le taux d'utilisation des capacités font penser que, si le sous-emploi des ressources a déjà été en bonne partie résorbé, l'actuel stock de capital permet encore une expansion sans inflation (graphique II.3). Le Japon aussi a abordé 2004 avec beaucoup de dynamisme et l'activité y dépassera probablement sur l'année la plupart des estimations de croissance potentielle. Dans la zone euro, toutefois, les conditions d'un redémarrage significatif de la demande intérieure ne sont pas encore réunies et l'activité devrait rester moins vigoureuse qu'ailleurs.

L'expansion devrait se poursuivre...

Malgré ce tableau généralement favorable pour l'avenir, quelques incertitudes demeurent. L'appréciation du change depuis 2002 a réduit les perspectives pour les exportations nettes de la zone euro et, plus récemment, du Japon. La hausse des cours des produits de base, pétrole en particulier, pourrait également éroder le revenu réel dans les pays industrialisés, encore que les effets négatifs des termes de l'échange aient été en partie atténués dans les économies dont la monnaie s'est appréciée par rapport au dollar EU.

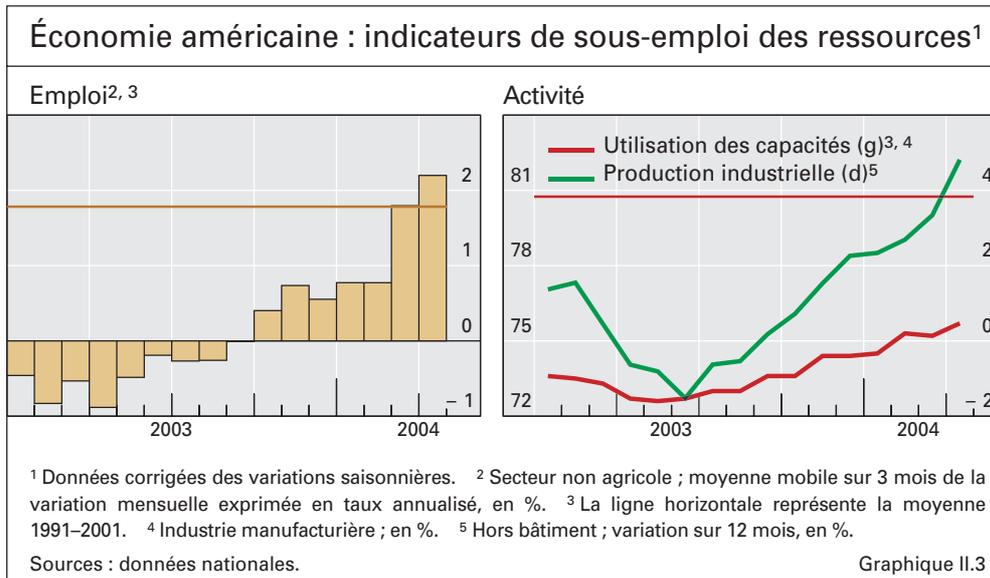
...mais des incertitudes persistent sur les facteurs externes...

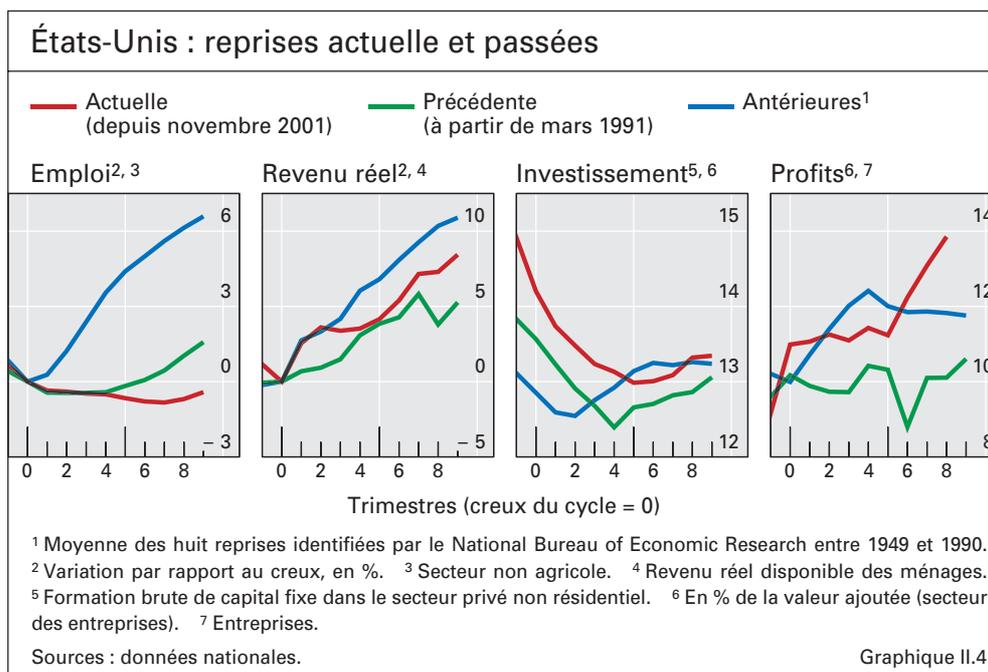
En outre, l'effet des politiques de relance devrait progressivement s'estomper, les programmes budgétaires visant à une certaine stabilisation du déficit structurel dans l'OCDE. De plus, les taux longs se sont notablement tendus depuis mars 2004 et les marchés financiers s'attendent davantage à un relèvement des taux directeurs de la Réserve fédérale.

...les politiques économiques...

Aux États-Unis, la dépense des entreprises devrait encore se renforcer. Cependant, le lien entre bénéfices et investissement s'est relâché depuis quelques années et le degré de sous-utilisation des capacités est à présent difficile à estimer avec précision. Au Japon, les perspectives pourraient s'avérer moins favorables : le ratio investissement/PIB demeure plus élevé qu'ailleurs et le stock de capital a continué d'augmenter régulièrement. Dans

...les décisions d'investissement...





la zone euro, le tableau est mitigé : les ratios d'investissement apparaissent raisonnables, mais la productivité du capital et les bénéfices ont été faibles.

...et les perspectives en matière d'emploi

Les signes de redémarrage des marchés du travail étant plutôt rares, y a-t-il lieu de s'inquiéter de l'importance des gains de productivité ? La « reprise sans emploi » (sauf tout récemment) aux États-Unis a retenu l'attention (graphique II.4). D'une part, les perspectives apparemment moroses pour les revenus salariaux pourraient entamer la confiance et les entreprises pourraient décider d'affecter les profits à la réduction de la dette. Mais, d'autre part, l'accroissement du revenu réel découlant de la croissance du PIB tirée par les gains de productivité devrait peu à peu stimuler la dépense, quelle qu'ait été la répartition initiale de ces gains de revenus. Par exemple, la faiblesse récente du revenu nominal des salariés pourrait finalement déboucher sur une baisse des prix à la consommation et une amélioration du pouvoir d'achat. Ou bien, la modération salariale pourrait, dans une certaine mesure, être compensée par une augmentation des dividendes, qui profiterait aux ménages, *in fine* propriétaires des entreprises. De fait, le revenu non salarial des ménages américains a beaucoup progressé ces dernières années, grâce surtout aux revenus des entrepreneurs individuels et sous forme de dividendes. Ou encore, l'augmentation des bénéfices devrait faire monter les cours des actions, ce qui entraînerait des effets de richesse propices à la dépense.

Interrogations sur la poursuite de la reprise

En ce qui concerne la poursuite de la reprise au-delà du court terme, trois questions reviennent fréquemment. La stimulation budgétaire et monétaire pourrait-elle, à la longue, engendrer des tensions inflationnistes ? La situation financière des agents privés et publics est-elle suffisamment solide pour alimenter la dépense, étant donné les niveaux d'endettement déjà élevés ? Le poids des actuels déséquilibres extérieurs est-il soutenable ? La réponse à ces interrogations dépend fondamentalement de l'ampleur des gains de productivité que les pays industrialisés pourront engranger sur le long terme.

Perspectives en matière de productivité

Niveaux de productivité

On ne saurait surestimer la portée macroéconomique des tendances de la productivité du travail. La production par unité de travail est déterminante pour le niveau de vie d'un pays ; comme elle influence les anticipations de bénéfices et, par là, les cours des actions, elle représente aussi une donnée capitale pour les marchés financiers. Les autorités se fondent largement sur les estimations de gains de productivité et donc de production potentielle pour évaluer les tensions inflationnistes (et leur effet sur les taux d'intérêt), l'orientation de la politique budgétaire et la viabilité des comptes publics. À l'échelle mondiale, les écarts de croissance de la productivité entre pays conditionnent leurs résultats économiques relatifs, même si interviennent d'autres facteurs structurels, comme le dynamisme de la main-d'œuvre. À son tour, l'incidence des différentiels de gains de productivité sur les rendements relatifs anticipés oriente fortement les flux internationaux de capitaux. Et la croissance mondiale dépend également des possibilités de certains pays d'atteindre les niveaux ou les gains de productivité obtenus dans d'autres.

Rôle crucial de la productivité

Le tableau II.3 souligne les larges écarts de PIB par tête (calculé sur la base des standards de pouvoir d'achat – SPA), les États-Unis venant au premier rang, avec une avance d'environ 30 % sur les principales autres économies industrialisées. Selon le critère de la productivité par personne occupée, le décalage de la zone euro est moindre, ce qui s'explique surtout par des taux d'activité inférieurs, qui reflètent des choix de société (avancement de l'âge de la retraite, par exemple) mais aussi un chômage structurel plus élevé. Sur le plan de la productivité par heure travaillée, le désavantage de la zone euro se réduit à 10 % environ, car le temps de travail est inférieur en Europe. En d'autres termes, si la zone euro est en retrait pour

Productivité élevée aux États-Unis

Niveaux de productivité ¹						
États-Unis = 100						
	PIB par tête		Productivité du travail			
			par personne occupée		par heure travaillée	
	1995	2003	1995	2003	1995	2003
Zone euro	69	70	86	84	90	88
Dont : Allemagne	74	71	82	79	92	90
France	72	75	95	96	101	106
Italie	72	71	95	87	98	88
Espagne	54	63	80	80	74	72
Irlande	62	87	88	99	81	97
Japon	81	74	78	74	70	67
Royaume-Uni	69	79	74	81	72	77
Canada	80	87	91	92	87	84
Suède	73	75	80	80	84	84

¹ Ensemble de l'économie ; calculs sur la base des standards de pouvoir d'achat (SPA).
Source : Eurostat.

Tableau II.3

le PIB par tête, c'est en partie parce que ses travailleurs sont légèrement moins productifs, mais principalement par suite de rigidités structurelles et d'un temps libre plus important. Le Japon est encore plus en retard pour la productivité du travail.

Gains de productivité

Les États-Unis ont récemment progressé par rapport aux autres pays

Durant la majeure partie de l'après-guerre, les niveaux de productivité de l'Europe et du Japon n'ont cessé de se rapprocher de ceux des États-Unis. Au début des années 90, cependant, cette convergence paraît s'être arrêtée, puis même inversée. Les écarts ont été particulièrement sensibles depuis le dernier ralentissement économique, avec une hausse marquée de la productivité américaine en 2002 et 2003.

Évolution traditionnellement cyclique des gains de productivité

Cette inversion de tendance est-elle réelle ou reflète-t-elle des différences cycliques et/ou des erreurs de mesure ? En raison du délai nécessaire pour ajuster le facteur travail aux variations de la production, la productivité du travail suit l'évolution conjoncturelle. Ainsi, les entreprises qui ont conservé leur main-d'œuvre en période de récession peuvent augmenter la production sans guère embaucher quand la demande repart : la productivité monte donc en flèche pendant la phase ascendante. Les études empiriques font penser que le cycle influence favorablement la productivité dans la quasi-totalité des pays industrialisés. Comme les États-Unis ont enregistré la plus forte hausse de l'activité ces dernières années, la « composante cyclique » de leurs gains de productivité a pu s'en trouver renforcée par rapport aux autres pays.

Les comparaisons de productivité sont imprécises en termes de niveau et de variation...

En ce qui concerne les erreurs de mesure, comme l'évaluation de la productivité en niveau est notoirement imprécise, la plupart des comparaisons internationales portent sur sa variation, dont l'estimation n'est pourtant pas non plus exempte de difficultés. Les méthodes de calcul de la valeur ajoutée diffèrent dans certains secteurs, ce qui peut modifier leur poids dans le PIB et, partant, leur contribution à la croissance. Le fait que le commerce (gros et détail), secteur où la valeur ajoutée pourrait être plus difficile à saisir, ait fortement aidé à la hausse des gains de productivité américains ces dernières années en est l'illustration. En outre, les pays ont, semble-t-il, des méthodes assez dissemblables pour mesurer la croissance de la production. Un premier problème fréquemment évoqué à cet égard est l'utilisation d'indices de prix dits « hédonistes », qui permettent de mieux prendre en compte les améliorations de la qualité – notamment, mais pas exclusivement, dans l'informatique. L'acquisition de logiciels pose un deuxième problème ; les États-Unis auraient nettement plus tendance que les autres grands pays industrialisés à la comptabiliser comme investissement (ce qui contribue à la croissance du PIB) et non comme dépense de consommation intermédiaire. Un troisième problème réside dans l'utilisation d'indices chaîne plutôt que d'indices à pondération fixe pour déflater le taux de croissance nominal. Plusieurs calculs portent à croire que les taux de croissance mesurés en Europe seraient supérieurs de près d'un demi-point de pourcentage l'an si les méthodes statistiques employées étaient plus proches des pratiques américaines. Enfin, une grande incertitude entoure la mesure de l'évolution de l'emploi, ce qui, d'après d'autres estimations, pourrait influencer le calcul des

gains de productivité du travail à hauteur d'un demi-point supplémentaire l'an pour certains pays.

Si les méthodes statistiques restent homogènes, les principales distorsions affectant l'estimation de la croissance du PIB et du facteur travail tendent à disparaître, ce qui signifie que la mesure de l'évolution des gains de productivité devrait être plus comparable. Même ainsi, les disparités peuvent s'accroître au fil du temps, mais il semble que leur contribution à la variation de la mesure des écarts de gains de productivité annuels entre les grands pays industrialisés ait été inférieure à un demi-point de pourcentage ces dernières décennies.

...mais devraient être plus significatives en termes d'évolution des gains

Mesures de la productivité dans le secteur des entreprises

En limitant les comparaisons au secteur des entreprises, on évite les difficultés spécifiques à la mesure de la production dans le secteur public. Sur cette base, il apparaît que, dans le monde industrialisé, les gains de productivité du travail sont généralement orientés à la baisse depuis les années 60. Ce ralentissement a touché pratiquement tous les pays, mais selon un schéma très différent (tableau II.4). Il a été constant dans certains cas (Belgique et Espagne, par exemple) et plus inégal dans d'autres, avec une accélération transitoire dans les années 80 (Allemagne, Italie et Japon, notamment). Dans un troisième

Dans les pays OCDE, tendances divergentes des gains de productivité du travail

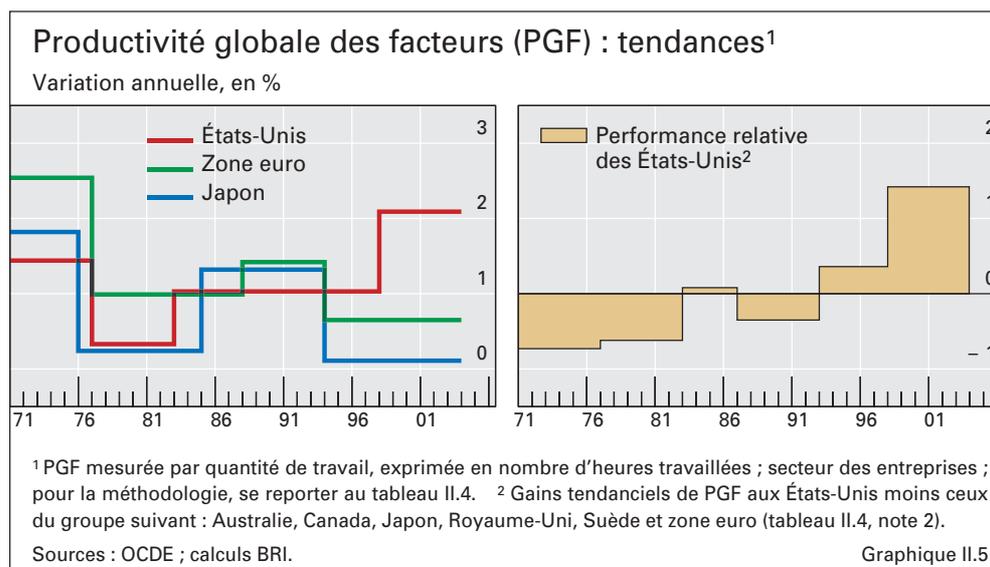
Gains de productivité ¹								
	Productivité du travail				Productivité globale des facteurs			
	Tendance antérieure		Tendance actuelle		Tendance antérieure		Tendance actuelle	
	Début	Moyenne	Début	Moyenne	Début	Moyenne	Début	Moyenne
États-Unis	1974	1,2	1998	2,8	1983	1,0	1998	2,1
Zone euro ²	1979	2,6	1996	1,5	1988	1,4	1994	0,7
Allemagne	1989	3,5	1995	1,6	1988	2,4	1994	1,0
France	1993	1,7	2001	2,8	1992	0,4	1998	1,2
Italie	1991	2,8	1997	0,8	1990	0,9	1997	-0,2
Espagne	1986	2,0	1996	0,7	1982	2,2	1988	0,2
Pays-Bas	1983	3,6	1993	1,5	1993	1,2	2000	0,4
Belgique	1976	4,0	1982	2,1	1976	1,8	1982	0,9
Finlande	1989	4,4	1995	3,0	1993	3,7	2001	1,8
Irlande	1978	3,5	1988	4,8	1995	5,4	2001	2,7
Japon	1986	4,0	1994	2,0	1985	1,3	1994	0,1
Royaume-Uni	1985	0,8	1991	2,0	1970	2,1	1984	1,0
Canada	1973	1,2	1998	1,8	1974	0,6	1996	1,6
Australie	1991	2,3	2002	0,3	1992	1,9	2000	0,4
Suède	1976	1,7	1991	2,3	1976	0,7	1992	1,6
Norvège	1980	1,9	1989	2,9	1990	2,9	1996	2,1
Ensemble	1971	3,5	1977	2,0	1993	0,9	1999	1,4

Les tendances de la productivité du travail et de la productivité globale des facteurs sont estimées en régressant leurs logarithmes sur des tendances temporelles T^i (sachant que l ruptures de tendances sont autorisées dans la spécification de l'équation si elles présentent un niveau de signification de 95 %) et sur un indicateur de la position dans le cycle conjoncturel CY (capacités d'utilisation dans l'industrie, en termes normalisés). Pour la PGF , par exemple, l'équation se présente ainsi : $\log PGF = \sum_{i=1}^{l+1} \alpha^i T^i + \beta + \gamma CY + U$, où α , β et γ sont les paramètres et U le résidu de l'équation.

¹ Secteur des entreprises ; gains mesurés par quantité de travail, exprimée en nombre d'heures travaillées. ² Moyenne pondérée, sur la base des PIB et PPA de 2000, des pays suivants : Allemagne, Belgique, Espagne, France, Italie et Pays-Bas.

Sources : OCDE ; calculs BRI.

Tableau II.4



groupe (Canada, France et pays nordiques), une chute de la productivité horaire après les années 60 a été suivie d'une remontée plus récemment. Les États-Unis font figure d'exception : la productivité par heure travaillée s'y est accélérée et augmente désormais au même rythme qu'avant les années 70.

Progrès
technologique et
accumulation de
capital ont connu
des évolutions
différentes

Ces divergences pourraient provenir de différences sur le plan de l'accumulation de capital (« renforcement de l'intensité en capital ») ou du rythme du progrès technologique (mesuré par le taux de croissance de la productivité globale des facteurs – PGF). Après correction des influences cycliques, l'accroissement tendanciel de la PGF présente de fortes disparités. Un premier groupe de pays (Canada, États-Unis, France et Suède) montre une amélioration sensible ; aux États-Unis, en particulier, la PGF s'est accélérée dans les années 80, puis 90, pour atteindre un rythme actuellement estimé à 2 % l'an (graphique II.5). Dans un second groupe, qui comprend de nombreux pays de la zone euro, le Japon et le Royaume-Uni, la PGF tendancielle a marqué un net ralentissement. Au Japon et en Italie, où la croissance du PIB résulte essentiellement d'une utilisation accrue du facteur travail et d'un renforcement de l'intensité capitaliste, elle a stagné, voire diminué.

Résultats
remarquables
des États-Unis

Pour résumer, c'est, parmi les pays industrialisés, aux États-Unis que la productivité du travail est la plus élevée et a progressé le plus ces dernières années. Plutôt que simple reflet d'une accumulation croissante de capital, ce résultat est lié à l'accélération du progrès technologique, maintenue durant la dernière récession. Fait peut-être plus important, les résultats des États-Unis se sont améliorés en termes relatifs, puisque la croissance de la PGF s'y est accélérée, tandis qu'elle ralentissait pratiquement partout ailleurs.

Perspectives

Rôle de
l'investissement
en informatique...

Il est difficile de savoir si l'écart grandissant de la PGF entre les États-Unis et les autres pays va se réduire. Une chose est certaine : l'accroissement continu de la productivité américaine depuis les années 80 ne provient pas simplement d'une informatisation plus poussée. Le recours accru aux technologies de l'information n'a pas empêché un brusque ralentissement de la PGF dans les

autres pays. L'accélération de la PGF tendancielle américaine pourrait plutôt s'expliquer en grande partie par la déréglementation antérieure des marchés des biens et des services. L'intensification de la concurrence qui en a résulté a pu stimuler l'innovation en incitant fortement à réduire les coûts de production et de distribution. Dans le secteur informatique, précisément, où la concurrence est sévère et le progrès technologique particulièrement rapide, le marché américain a vu naître de grands producteurs mondiaux. D'importants gains de productivité ont également été enregistrés dans le commerce de gros et de détail, secteurs eux aussi très concurrentiels. Le marché du travail a, en outre, contribué à la performance américaine : le chômage structurel n'a cessé de diminuer depuis les années 70 et les transferts de main-d'œuvre entre secteurs en déclin et secteurs en expansion se font sans difficulté. Autrement dit, il serait peut-être indispensable de conduire des réformes structurelles pour pouvoir renforcer les incitations de marché et reproduire le processus d'innovation américain.

...et des réformes structurelles dans l'élévation du niveau de productivité

Toutefois, il n'est pas assuré que les gains de productivité récents soient maintenus, ni que les pays industrialisés soient en mesure d'accroître leur potentiel de croissance. D'un côté, les résultats des États-Unis ne vont pas nécessairement se répéter. En particulier, la volonté des entreprises de comprimer les coûts et l'incidence différée des gros investissements déjà effectués en équipement informatique ont sans doute relevé le niveau de productivité et, temporairement, sa croissance mesurée, mais ces effets pourraient s'estomper. D'un autre côté, les réformes structurelles mises en œuvre ces deux dernières décennies pour accroître la demande de main-d'œuvre peu qualifiée ont pu limiter notablement les gains de productivité globaux mesurés aux États-Unis et dans certains pays européens (Irlande, Pays-Bas et Royaume-Uni, par exemple). Une des conséquences positives en est que le chômage structurel a été réduit. À terme, ces effets transitoires pourraient commencer à se dissiper, laissant peut-être apparaître une hausse sous-jacente des gains de productivité. Dans l'ensemble, l'analyse qui précède montrerait que les taux de croissance tendancielle du PIB divergent notablement parmi les grandes économies industrialisées. D'après plusieurs estimations, ils pourraient s'échelonner entre près de 3½ % l'an aux États-Unis et 1½ % au Japon, avec quelque 2½ % au Royaume-Uni et 2 % dans la zone euro.

La croissance potentielle va-t-elle s'accroître à long terme ?

Inflation

Les craintes de pressions déflationnistes apparues début 2003 se sont atténuées pendant la période analysée. Même au Japon, où les prix à la consommation et la valeur des terrains n'ont cessé de diminuer ces dernières années, les observateurs ont progressivement pris conscience que la lutte contre la déflation pourrait marquer un tournant décisif. Le rebond des prix des produits manufacturés en 2003 et la poussée des cours des matières premières ont contribué à dissiper les craintes.

Dissipation des craintes de déflation

L'inflation mondiale reste faible, néanmoins, en particulier du fait d'écarts de production négatifs. Les pressions à la baisse sur les prix qui en découlent

Une inflation mondiale restée faible

ont été récemment amplifiées par les gains de productivité (supra) et par une évolution modérée des salaires. Dans une certaine mesure, la zone euro, où les prix ont tardé à réagir au creusement de l'écart de production, constitue une exception : l'inflation est restée proche du seuil de 2 % fixé par la BCE, alimentée en partie par les effets décalés de l'introduction de l'euro, dans certains pays, et, plus encore, par la rigidité des coûts de main-d'œuvre et par la volonté des pouvoirs publics d'augmenter leurs recettes en relevant les impôts indirects et les tarifs publics.

Des anticipations d'inflation bien ancrées

Les anticipations d'inflation restent, elles aussi, bien ancrées à de bas niveaux. L'écart de rendement entre obligations indexées et classiques fait penser que les attentes d'inflation à horizon de 10 ans se sont maintenues dans une fourchette de 1½–2½ % dans la zone euro et aux États-Unis. Cette relative stabilité a été obtenue en dépit d'un infléchissement marqué des perspectives de croissance et d'amples ajustements de change. Il est à noter que, dans les principales économies industrialisées, l'incidence des variations de change sur les prix est restée relativement limitée jusqu'à présent. La hausse des prix à la consommation est demeurée faible aux États-Unis, en dépit du repli du dollar. De même, malgré l'appréciation de la monnaie, l'inflation n'a pas fléchi dans la zone euro, et la déflation ne s'est pas aggravée au Japon. Au Canada et en Australie, toutefois, la décélération des prix à la consommation induite par la baisse – liée au change – des prix des importations a relancé le débat sur l'ampleur et la dynamique des effets de change sur les petites économies ouvertes.

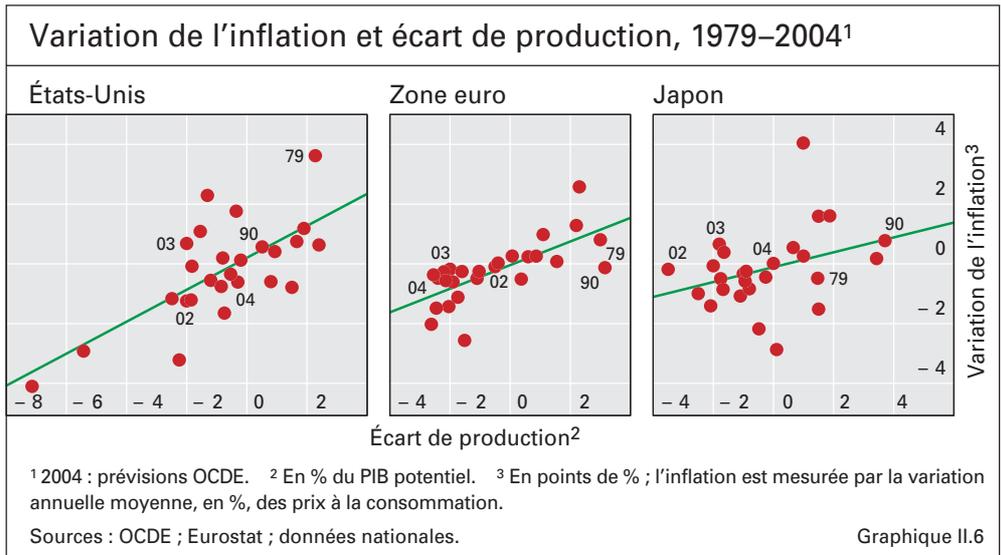
Perspectives d'inflation

L'inflation devrait rester modérée, malgré le renchérissement des produits de base

Le principal risque d'inflation à brève échéance, s'il existe, viendrait d'une envolée des cours des produits de base (tableau II.5), qui pourrait se poursuivre si la production industrielle en Chine continuait de croître au même rythme et si les grands pays industrialisés amorçaient une croissance synchrone. En outre, les prix des exportations chinoises à forte intensité de matières premières pourraient augmenter à leur tour. Toutefois, les produits de base hors pétrole représentent une faible proportion des coûts totaux dans les économies avancées ; leur renchérissement en dollars EU est nettement

Commerce mondial : volume et prix ¹					
Variation annuelle moyenne, en %					
	1991–2000	2001	2002	2003	2004 ²
Volume	7,3	–0,5	3,1	5,2	7,1
Prix (en dollars EU)	–0,8	–3,5	0,9	11,6	6,1
Produits manufacturés	–0,9	–2,8	2,4	14,5	7,7
Pétrole	2,1	–13,8	2,5	15,8	3,8
Autres produits de base	–0,5	–4,0	0,5	7,1	7,6
Termes de l'échange, économies avancées ³	0,0	0,4	1,1	1,3	0,3

¹ Marchandises uniquement. ² Prévisions FMI. ³ Pays industriels avancés plus économies d'Asie nouvellement industrialisées (Corée, Hong-Kong RAS, Singapour et Taiwan, Chine).
Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*. Tableau II.5



moins sensible dans les pays dont la monnaie s'apprécie, et la montée récente des cours du pétrole a déjà été en bonne partie répercutée. Des analystes ont souligné que l'expansion de la liquidité dans l'économie mondiale pourrait aviver l'inflation ou faire monter les prix des actifs (chapitres IV et VII). Il est toutefois rassurant de constater que la croissance des agrégats monétaires s'est ralentie, dernièrement, dans les principaux pays industrialisés.

Inversement, les forces désinflationnistes sous-jacentes continueront d'exercer leur influence pendant quelque temps encore. L'expérience montre que des écarts de production négatifs devraient s'accompagner d'un recul de l'inflation (graphique II.6). Or, les capacités excédentaires sont particulièrement importantes dans le secteur manufacturier, peut-être même davantage que ne le laissent penser les statistiques nationales, étant donné l'intégration internationale plus poussée et l'essor rapide des capacités de production en Asie. Un degré notable de sous-emploi des ressources persiste également sur les principaux marchés du travail, indiquant que l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre restera modérée, surtout dans les pays ayant enregistré des gains de productivité élevés.

Forces désinflationnistes encore à l'œuvre à ce stade du cycle

Situation financière du secteur privé

Situation financière des entreprises

De nombreuses entreprises se sont employées à alléger leur dette après le dernier ralentissement de l'activité, avec des résultats notables à l'échelle mondiale. Une demande en hausse, un taux d'embauche limité, des augmentations de salaire restreintes et (éventuellement) un pouvoir de marché accru ont élargi les bénéficiaires. La réticence des entreprises à investir en capital fixe, conjuguée à l'incidence du bas niveau des taux d'intérêt sur le coût du service de la dette, a aussi amélioré leur situation financière, comme l'a fait la remontée des prix des actifs financiers ; les ratios dette/fonds propres

Une certaine amélioration de la situation financière des entreprises...

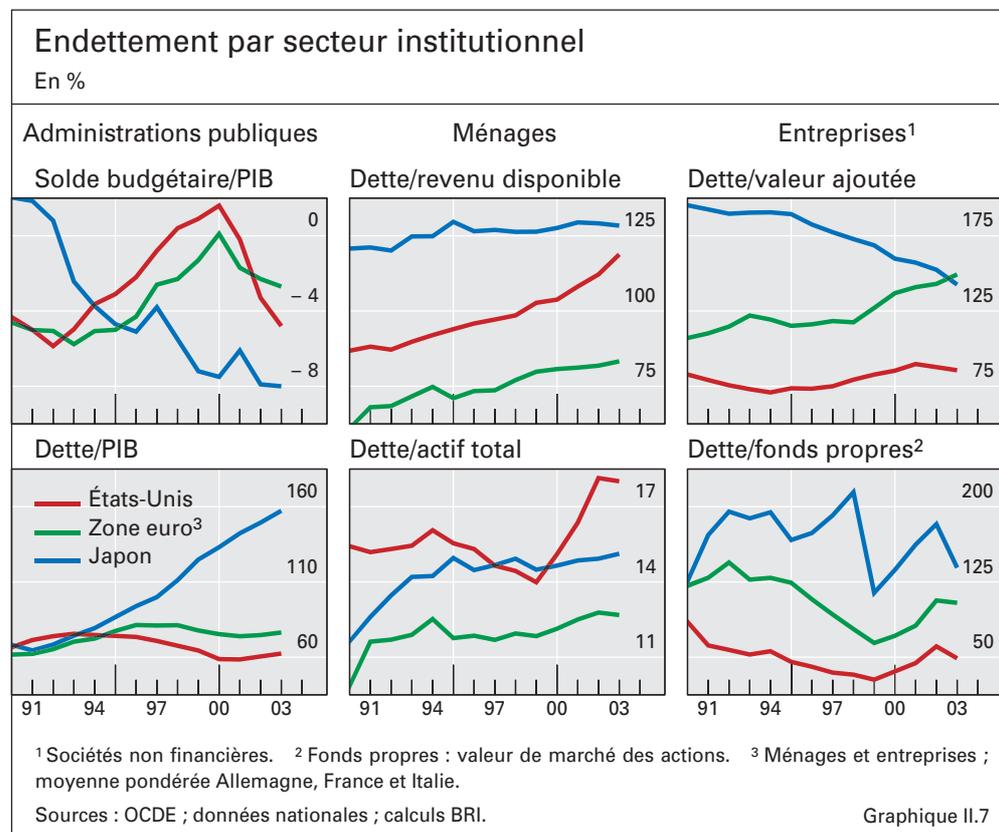
ont en général chuté (graphique II.7), même s'ils restent bien supérieurs à ce qu'ils étaient au plus haut des indices boursiers.

...en particulier
au Japon

Cette amélioration est particulièrement sensible au Japon. Malgré une reprise marquée de l'investissement, l'excédent du solde financier des entreprises s'est accru à 7 % du PIB en 2003. Leur endettement est tombé à environ 140 % de la valeur ajoutée du secteur, contre près de 200 % au début des années 90. On observe un mieux aux États-Unis également. De solides gains de productivité ont directement servi à renforcer les bénéficiaires, et la part des profits a récemment retrouvé le sommet de 1997 – bien supérieur à sa moyenne de longue période (graphique II.2, cadre de gauche). L'augmentation de la dette des entreprises (plus de 10 % par an à la fin des années 90) s'est ralentie, ramenant le ratio dette/valeur ajoutée à des niveaux plus proches de la moyenne des années 90. Dans la zone euro, la rentabilité des entreprises n'a pas beaucoup progressé, en raison de la faiblesse de la demande, de l'appréciation de la monnaie, de la rigidité des coûts de main-d'œuvre et de gains de productivité modestes. En conséquence, le ratio dette/valeur ajoutée a continué de s'élever.

Des risques
subsistent

Même si la situation des entreprises s'est améliorée depuis le dernier repli conjoncturel, plusieurs incertitudes demeurent. Premièrement, d'importants écarts persistent d'un secteur d'activité à l'autre. Aux États-Unis, ce sont surtout les établissements financiers et les sociétés d'informatique qui ont enregistré de fortes hausses des bénéficiaires, alors que, dans les secteurs du commerce, des services aux collectivités et des producteurs de biens durables hors informatique, ils ont pratiquement stagné. Au Japon, les progrès se



sont concentrés sur les grandes sociétés manufacturières exportatrices. Deuxièmement, les conditions de crédit sont restées difficiles pour les petites et moyennes entreprises au Japon et dans certains pays européens. Troisièmement, la valorisation des fonds propres (avec, en corollaire, le ratio d'endettement) et le service de la dette ont jusqu'à maintenant bénéficié des taux d'intérêt exceptionnellement bas sur les actifs sans risque. Enfin, les doutes relatifs à l'ampleur des engagements des entreprises au titre des régimes de retraite et les récents scandales comptables assombrissent encore les perspectives.

Situation financière des ménages

La situation financière des ménages se révèle encore plus mitigée. Leur ratio dette/revenu s'est progressivement alourdi dans les principaux pays OCDE ces dix dernières années, en raison surtout de la forte croissance des emprunts hypothécaires dans un contexte d'innovation financière permanente. L'importance grandissante de ce type d'emprunt donne à penser que l'augmentation du passif des ménages a été généralement contrebalancée par un accroissement correspondant de leurs actifs immobiliers, sans répercussion sur leur patrimoine net total. Aux États-Unis, par exemple, la propriété individuelle a progressé de près de 5 points entre le milieu des années 90 et 2003. De surcroît, la montée de l'endettement doit être replacée dans le contexte de la tendance longue à la baisse des taux d'intérêt, qui a relevé le niveau d'emprunt « supportable » pour les ménages.

Accroissement de la dette des ménages...

L'alourdissement de la dette des ménages est intervenu parallèlement à une chute de leur taux d'épargne dans la plupart des pays industrialisés ces dix dernières années (graphique II.2, cadre de droite). L'attention s'est surtout portée sur les États-Unis et le Royaume-Uni, où la consommation privée s'est révélée la plus dynamique récemment. Le taux d'épargne des ménages y paraît très faible, en effet, par rapport au reste de l'ensemble OCDE. Il a aussi nettement diminué au fil des ans en Australie, au Canada et au Japon. La zone euro constitue la principale exception à cette tendance mondiale. Le taux d'épargne des ménages a augmenté constamment en France depuis la fin des années 80 ; dans le reste de la zone, il remonte depuis quelques années, ce qui peut s'expliquer par une perception plus aiguë de l'inflation après l'avènement de l'euro et par l'évolution défavorable du marché du travail, mais aussi par les incertitudes concernant les régimes de retraite et les finances publiques et, plus généralement, l'adoption de réformes structurelles.

...alors que leur taux d'épargne baisse régulièrement

Le fait que le taux d'épargne des ménages OCDE soit historiquement si bas pourrait faire penser qu'une partie de la demande passée a été « empruntée » sur l'avenir, et qu'un retour à un comportement « normal » réduirait la dépense. Toutefois, les normes historiques pourraient être devenues caduques. La hausse constante du patrimoine net des ménages dans la plupart des pays, ces dernières décennies, pourrait refléter une diminution du niveau d'équilibre de leur épargne. Le Japon représente une exception de taille à cet égard, puisque le taux d'épargne y a été divisé par deux depuis 1991, parallèlement à une érosion marquée du patrimoine net. L'évolution récente de l'épargne s'explique peut-être également par une plus grande

Une hausse des taux d'épargne n'est pas forcément nécessaire...

efficience dans l'offre de crédits hypothécaires, en particulier aux États-Unis et dans d'autres économies où les ménages peuvent plus facilement obtenir des liquidités en gageant leur bien immobilier, voire garantir leur emprunt par des plus-values latentes. Le recours à de telles sûretés peut fortement réduire le coût du crédit, favoriser le lissage de la consommation dans le temps et accroître ainsi la prospérité.

...mais les ménages restent exposés à des chocs

Il n'est pas exclu, néanmoins, que certains propriétaires aient surévalué leur patrimoine et accru leur vulnérabilité aux chocs en accumulant des dettes (chapitres VI et VII). Une hausse soudaine des taux d'intérêt exposerait fortement les propriétaires au Royaume-Uni, en Australie et en Espagne, où les crédits hypothécaires sont le plus souvent assortis d'un taux variable. Toutefois, si une remontée des taux traduisait l'anticipation d'une activité plus soutenue, d'une accélération des revenus des ménages et d'une décrue du chômage, ces évolutions rendraient l'endettement plus supportable.

Perspectives budgétaires

Préoccupations quant à la faiblesse des positions budgétaires

Le recours à la politique budgétaire pour soutenir la croissance mondiale ces dernières années a amené à s'interroger sur la soutenabilité de la dette publique. Aux États-Unis, l'excédent du solde des administrations publiques a fait place, en trois ans seulement, à un déficit équivalent à 5 % du PIB. Les situations budgétaires se sont également détériorées en Europe, quoique dans une moindre mesure. Au Japon, le déficit des administrations publiques est demeuré substantiel, à près de 8 % du PIB.

Les déficits publics ont contribué à amortir le ralentissement...

Tout déficit budgétaire appelle une surveillance attentive, mais les niveaux actuels ne sont pas sans précédent, sauf au Japon principalement. De plus, la politique budgétaire a été utilisée de manière opportune (mais peut-être fortuite) pour amortir le récent ralentissement. C'est précisément pour être en mesure de mener une politique anticyclique en période difficile que les pouvoirs publics doivent disposer d'un cadre à moyen terme assurant une discipline en période favorable. Heureusement, l'élargissement récent des déficits publics s'est produit essentiellement dans des pays, en particulier États-Unis et Royaume-Uni, qui s'étaient dotés d'une marge de manœuvre suffisante au cours de la phase d'expansion précédente.

...et les niveaux d'endettement ne sont pas encore manifestement excessifs

Dans de nombreux cas, les niveaux de dette publique ne sont pas encore manifestement excessifs. Aux États-Unis, l'endettement brut des administrations publiques, en pourcentage du PIB, reste nettement inférieur à celui du début des années 90. Dans la zone euro, la situation s'est même améliorée dans les pays où la soutenabilité de la dette publique était la plus menacée (Belgique, par exemple) ; toutefois, les engagements publics ont augmenté, en moyenne, ces dix dernières années et, dans les trois principales économies, dépassent maintenant le plafond de 60 % du PIB stipulé par le traité de Maastricht. Au Japon, la dette publique devrait atteindre 160 % du PIB cette année, et continue de grossir au rythme d'environ 5 points de pourcentage par an.

Il est évident que la dette du secteur public ne peut croître indéfiniment. Lorsque les marchés n'en anticipent pas une correction, la faiblesse des positions budgétaires peut engendrer une tension des taux d'intérêt à long terme et évincer l'investissement privé. Si les pouvoirs publics cherchaient à neutraliser ce processus par la création monétaire, des tensions inflationnistes pourraient apparaître. Les dernières décennies nous ont enseigné que plus l'assainissement des finances publiques est retardé, plus l'ajustement requis est sévère. Les mesures d'assainissement mises en œuvre dans plusieurs pays européens lourdement endettés, comme la Belgique et l'Italie dans les années 90, ont nécessité des coupes drastiques dans les dépenses publiques et de fortes hausses d'impôts.

Mais les engagements des pouvoirs publics ne peuvent croître indéfiniment...

Une simple stabilisation, à terme, du ratio endettement net/PIB à son niveau actuel exigera, dans nombre de grands pays, une amélioration notable des positions budgétaires (tableau II.6). De plus, les taux d'intérêt sont aujourd'hui très bas, et le retour vers les moyennes historiques renchérirait le service d'une dette croissante. Une marge de précaution doit aussi être

...ce qui rend l'assainissement d'autant plus nécessaire...

Indicateurs budgétaires en 2003							
	Solde financier	Solde structurel ¹	Solde cyclique ²	Endettement net	Endettement brut	Effort de stabilisation de la dette ³	Risque sur charges d'intérêts ⁴
États-Unis	-4,9	-3,9	-1,0	47	63	2,7	0,6
Zone euro	-2,8	-1,6	-1,2	55	76	0,6	-0,3
Allemagne	-4,0	-2,4	-1,6	52	65	2,7	-0,5
France	-4,1	-2,9	-1,2	43	70	2,5	-0,8
Italie	-2,4	-1,4	-1,0	94	117	-1,5	0,4
Espagne	0,3	1,0	-0,7	36	63	-2,6	0,9
Pays-Bas	-3,2	-2,1	-1,1	43	54	1,4	-0,8
Belgique	0,2	-1,0	1,2	93	102	-4,4	0,3
Autriche	-1,2	0,1	-1,3	45	67	-0,6	-0,3
Grèce	-2,7	-2,6	-0,1	...	103	-4,5	1,7
Portugal	-2,8	-0,9	-1,9	...	60	0,3	-1,6
Finlande	2,1	2,8	-0,7	-47	53	-0,7	-1,4
Irlande	-0,3	1,0	-1,3	...	32	-2,0	-2,4
Japon	-8,2	-7,2	-1,0	79	155	9,2	1,1
Royaume-Uni	-3,0	-2,7	-0,3	32	54	1,3	0,3
Canada	1,2	1,8	-0,6	35	76	-3,3	1,1
Australie	-0,6	-0,5	-0,1	3	18	0,4	-0,2
Suède	0,2	1,2	-1,0	3	63	-0,3	0,8
Danemark	1,2	2,3	-1,1	5	51	-1,4	-0,7
Norvège	9,3	-3,0	12,3	-90	24	-5,3	-1,2
Nouvelle-Zélande	2,4	3,7	-1,3	15	38	-3,1	-0,2
Ensemble ⁵	-4,1	-3,2	-0,9	50	79	2,5	0,4

Administrations publiques, données exprimées en % du PIB.

¹ Solde financier corrigé des variations cycliques. Norvège : hors recettes pétrolières. ² Solde financier moins solde structurel.

³ Variation de la position financière nécessaire à la stabilisation de l'endettement net (brut pour la Grèce, l'Irlande et le Portugal), avec une croissance du PIB nominal à son taux potentiel. ⁴ Charges d'intérêts potentielles moins charges d'intérêts effectives, en termes bruts ; charges d'intérêts potentielles : calculées sur la base d'un écart entre croissance du PIB nominal et taux d'intérêt apparent sur l'endettement brut (net pour la Grèce) égal à sa moyenne de 1994-2003. ⁵ Moyenne pondérée des pays cités, sur la base des PIB et PPA de 2000.

Sources : FMI ; OCDE ; calculs BRI.

Tableau II.6

restaurée, notamment dans les pays à déficit structurel relativement élevé. Cela est d'autant plus indispensable que les prévisions budgétaires officielles pèchent par optimisme, comme on l'a bien vu ces dernières années, et que les tendances de la croissance potentielle restent incertaines (supra).

...avec une
stratégie à moyen
terme crédible

Plusieurs gouvernements ont déjà exprimé leur intention de comprimer le déficit public, dans l'hypothèse d'une poursuite de la reprise. Néanmoins, certains de ces projets semblent plutôt ambitieux et les marchés pourraient les juger insuffisants, voire irréalistes. Cela renforce les arguments en faveur de l'adoption d'une stratégie budgétaire crédible à moyen terme dans les principales économies industrialisées, sans pour autant écarter une certaine latitude pour des mesures discrétionnaires. Le récent assouplissement des règles budgétaires qui avaient fortement contribué à l'assainissement des finances publiques dans les années 90 constitue donc un sujet de préoccupation. Dans plusieurs pays de la zone euro, par exemple, le déficit a dépassé les limites fixées par le Pacte de stabilité et de croissance. Aux États-Unis, les autorités ont abandonné le plafonnement des dépenses discrétionnaires introduit dans les années 90. Au Japon, l'adoption d'une stratégie à long terme visant à remédier au gonflement de la dette publique semble plus nécessaire que jamais.

Conséquences du vieillissement démographique

Conséquences
budgétaires
préoccupantes
du vieillissement

Il est de plus en plus admis, non sans réticence, que les pouvoirs publics des pays industrialisés ne pourront honorer leurs engagements au titre des retraites et des soins de santé pour personnes âgées s'ils ne prennent pas de nouvelles mesures. Ce problème doit être replacé dans le contexte plus vaste des conséquences macroéconomiques du vieillissement. En supposant constantes les tendances actuelles de la natalité et de l'immigration, le ratio actifs/inactifs se dégradera de façon spectaculaire dans les décennies à venir, ce qui entraînera un net alourdissement des droits à prestations des futurs retraités. Le fardeau fiscal implicite qui pèsera alors sur une génération de travailleurs plus restreinte risque donc de se révéler excessif, avec pour résultat une réduction draconienne, et perturbatrice, des prestations, ou leur érosion de fait via l'inflation.

Trois actions peuvent être envisagées pour éviter ces scénarios. La première, cruciale, vise à sensibiliser la population à cette arithmétique simple. Cela passe par la reconnaissance comptable de tous les engagements implicites induits par le vieillissement démographique, souvent occultés par le cadre actuel de comptabilité publique. Dans le prolongement, une deuxième action consisterait à réduire de manière ordonnée les droits à prestations, de façon à limiter les transferts entre les générations actives actuelle et future. La troisième, fréquemment préconisée, serait de compléter les engagements publics par l'épargne privée, encore que, pour les régimes de retraite, une telle révision ne résoudrait pas le problème des droits acquis.

Enjeu fondamental :
comment accroître
le niveau de vie
moyen

Toutefois, l'enjeu fondamental est d'amplifier le montant des ressources (à savoir le revenu national) qui financeront les prestations sociales futures. Plusieurs solutions sont proposées. L'une préconise de relever le taux d'épargne et, par là, le capital disponible pour les futurs travailleurs, en

élargissant le recours à des plans privés d'épargne retraite par capitalisation, souvent jugés plus adaptés. Mais il n'est pas assuré que, globalement, l'épargne nationale augmentera effectivement, ni qu'il en résultera effectivement une hausse des revenus futurs. En outre, les premières économies à être confrontées aux conséquences du vieillissement (Europe et Japon) affichent un niveau élevé d'épargne privée ; un surcroît d'investissement n'est donc peut-être pas un moyen très efficace d'accroître le PIB potentiel. Une deuxième solution prône un renforcement de la main-d'œuvre au moment où l'augmentation des transferts publics s'imposera. De nombreux pays ont déjà adopté des mesures visant à retarder l'âge de la retraite et certains pourraient bien envisager d'accepter davantage de travailleurs étrangers. L'expérience montre qu'une action destinée à réduire le chômage structurel et à relever le taux de participation au travail pourrait aussi exercer une influence majeure sur le niveau du PIB potentiel. Une troisième solution consisterait à accroître le volume de production pour une quantité donnée de main-d'œuvre et de capital. Une hausse globale de la productivité dégagerait des ressources supplémentaires pour la consommation d'une population active en diminution et d'une population inactive en augmentation. La divergence des gains de productivité tendanciels (supra), si elle persiste, fait penser que les États-Unis se trouvent, à cet égard, dans une situation plus favorable que la plupart des autres pays industrialisés.

Évolution des paiements courants

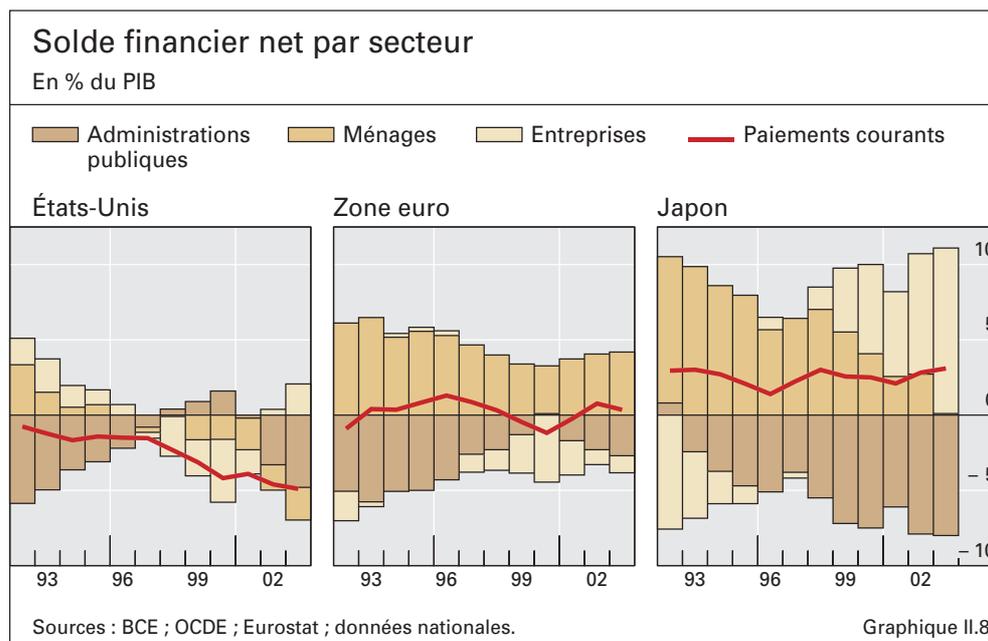
Creusement des déséquilibres

En 2003, l'économie mondiale a continué d'afficher d'importants déséquilibres des paiements courants (tableau II.7). Aux États-Unis, le déficit s'est creusé à près de \$550 milliards, soit environ 5 % du PIB. C'est essentiellement en Asie, mais aussi dans certains pays d'Europe (surtout Allemagne, Suisse et Norvège), que des excédents ont été enregistrés. En raison de l'imperfection

Le déficit courant américain...

Solde des paiements courants des principales zones					
En milliards de dollars EU					
	Moyenne 1991–2000	2001	2002	2003	2004 ¹
États-Unis	-150	-394	-481	-542	-496
Union européenne	9	-6	67	36	48
Japon	107	88	113	138	144
Autres pays industriels avancés	4	56	46	41	44
Asie émergente	22	90	132	148	128
Reste du monde	-72	-3	13	58	33
<i>Monde²</i>	<i>-80</i>	<i>-169</i>	<i>-110</i>	<i>-121</i>	<i>-99</i>

¹ Prévisions FMI. ² Reflète les erreurs, omissions et asymétries dans les statistiques de balance des paiements.
Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* ; données nationales. Tableau II.7



des statistiques, plus de \$100 milliards de déficit n'ont pu être attribués en 2003 ; cette lacune, qui persiste depuis la fin des années 90, complique l'analyse.

...a triplé depuis le milieu des années 90...

Depuis le milieu des années 90, le déficit des États-Unis a plus que triplé, en points de pourcentage du PIB, avec l'essentiel de la contrepartie dans les économies émergentes (Asie notamment). La situation est restée plus stable dans les principales autres économies industrialisées : le Japon a fait état d'un excédent substantiel et durable de 2-3 % du PIB ; la zone euro a enregistré en moyenne un léger surplus récurrent sur la décennie écoulée.

Aux États-Unis, la forte progression de la demande et la vigueur du dollar ont accentué le déficit à la fin des années 90. Néanmoins, ce creusement s'est poursuivi depuis, malgré le repli de la monnaie. Un effet de courbe en J classique (le déficit commercial s'aggrave en phase initiale de dépréciation) en est peut-être responsable, ainsi que le renchérissement du pétrole. Mais les prix à l'importation ont suivi une évolution plutôt modérée, les exportateurs étrangers ayant généralement adapté leurs tarifs aux prix pratiqués sur le marché américain. Il semble, en réalité, que le déficit commercial ait une double origine : l'économie des États-Unis croît plus vite que celles de leurs principaux partenaires commerciaux ; l'élasticité des importations par rapport à la demande intérieure est plus grande que celle des exportations à l'égard de la demande extérieure.

...en raison d'un écart grandissant entre investissement et épargne

Par définition, la forte progression des besoins d'emprunts extérieurs des États-Unis depuis le milieu des années 90 a été associée à un écart croissant entre investissement et épargne. Avant le dernier repli conjoncturel, l'épargne des ménages fléchissait, alors que l'investissement augmentait en proportion du PIB. Ces deux facteurs avaient aggravé le déficit courant, malgré le net redressement des soldes budgétaires (graphique II.8). Après la récession, à l'inverse, l'investissement a baissé et les entreprises ont accumulé de l'épargne. Les États-Unis ont néanmoins continué d'intensifier leurs emprunts

Soldes épargne-investissement									
En % du PIB									
	Investissement			Paiements courants			Épargne intérieure		
	Variation		Niveau	Variation		Niveau	Variation		Niveau
	1997–2000	2000–2003	2003	1997–2000	2000–2003	2003	1997–2000	2000–2003	2003
États-Unis	1,0	-2,4	18,4	-2,7	-0,7	-4,9	-1,6	-3,2	13,4
Zone euro	1,7	-2,1	19,9	-2,0	1,6	0,4	-0,4	-0,5	20,3
Autres pays européens ¹	0,4	-1,8	16,6	-0,4	0,5	2,0	-0,1	-1,3	18,6
Autres pays avancés ²	0,1	0,9	22,1	2,5	-1,3	-1,1	2,5	-0,4	21,0
Japon	-2,4	-2,3	24,0	0,2	0,7	3,2	-2,1	-1,6	27,2
Asie émergente, principales économies ³	-3,9	1,4	30,7	2,3	0,9	4,0	-1,6	2,3	34,6
Autres grandes économies émergentes ⁴	-1,0	-1,2	20,6	1,3	2,0	0,7	0,2	0,8	21,3
Total	-0,2	-1,8	21,0	-0,9	0,4	-0,5	-1,1	-1,3	20,5

¹ Danemark, Norvège, Royaume-Uni, Suède et Suisse. ² Australie, Canada et Nouvelle-Zélande. ³ Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taiwan (Chine) et Thaïlande. ⁴ Afrique du Sud, Argentine, Brésil, Chili, Hongrie, Mexique, Pologne, République tchèque, Russie et Turquie.

Sources : BCE ; Eurostat ; CEIC ; données nationales.

Tableau II.8

à l'étranger avec l'apparition d'un important déficit d'épargne publique. Les observateurs ont alors craint le retour des « déficits jumeaux » des années 80. On note toutefois une tendance plus ancrée : la conjonction d'un ample déficit courant avec une épargne nette des ménages durablement faible.

L'épargne se révèle un peu plus constante en Europe, même si des évolutions marquées sont intervenues au sein de la zone euro depuis le milieu des années 90. En Allemagne, un solide excédent courant est apparu avec le recul de l'investissement. Le ratio investissement/PIB semble plus stable en Italie, mais l'accumulation d'un déficit courant substantiel est allée de pair avec un tassement de l'épargne des ménages. Au Japon, l'épargne et l'investissement restent parallèlement orientés à la baisse (tableau II.8). Dans les économies émergentes d'Asie, l'investissement s'est contracté après la crise financière de 1997–98 et n'a que modestement progressé ces dernières années, tandis que les taux d'épargne remontaient. Les autres grandes économies émergentes ont enregistré un redressement de leur solde courant agrégé, avec une hausse de l'épargne et un repli de l'investissement.

Situation de l'épargne et de l'investissement hors des États-Unis

Grandes incertitudes à moyen terme

L'accentuation des déséquilibres extérieurs et le sentiment que, dans les économies développées, l'emploi est menacé par l'offre de biens et de services peu coûteux en provenance des économies d'Asie à forte croissance amplifient le risque de protectionnisme. Ce penchant protectionniste pourrait également être renforcé par la suppression prévue des quotas sur les importations de textile et par la délocalisation, de plus en plus médiatisée, de services informatisés (vers l'Inde, par exemple). Les craintes sont de toute évidence exagérées, étant donné la taille relativement restreinte des secteurs concernés.

Risque de protectionnisme

En outre, de nombreux pays ont montré qu'ils étaient capables de s'adapter, année après année, à la réduction tendancielle de l'emploi peu qualifié dans les activités manufacturières. D'ailleurs, le chômage structurel dans la zone OCDE régresse depuis le milieu des années 90.

Financement des
besoins d'emprunt
des États-Unis

Le financement des déséquilibres extérieurs constitue un second sujet d'incertitude (chapitre V). Les entrées de capitaux aux États-Unis ont vu leur composition se modifier ces dernières années : autrefois dominées par les flux privés (investissement direct et achat d'actions), elles reflètent désormais davantage l'acquisition de titres d'État par des organismes officiels, notamment les banques centrales d'Asie. Le repli du dollar jusqu'en février 2004 pourrait signaler une dépendance accrue à l'égard de tels flux.

Nul ne peut dire à quel point ces entrées de capitaux aux États-Unis sont sensibles aux fluctuations du sentiment des intervenants. Certains observateurs craignent que la demande d'actifs en dollars fléchisse si les investisseurs étrangers commencent à être préoccupés par l'accumulation de dette ou par des perspectives de croissance moins favorables aux États-Unis. De ce point de vue, il importe de savoir que, fin 2002, les engagements internationaux nets des États-Unis s'établissaient à 25 % du PIB (en valeur de marché). Ce chiffre va très vraisemblablement augmenter dans les prochaines années, puisque la stabilisation du ratio endettement net/PIB supposerait une forte réduction du déficit courant, qui semble aujourd'hui peu probable.

Il existe toutefois certains éléments plus positifs. Bien qu'élevée au regard du passé, la dette extérieure des États-Unis reste inférieure à celle d'autres économies industrialisées (60 % du PIB pour l'Australie, par exemple). De plus, l'augmentation de leurs engagements internationaux s'inscrit dans un contexte de libéralisation financière accrue, accompagnée d'un essor des acquisitions transfrontières. Cela donne à penser qu'il est devenu beaucoup plus facile que pendant les décennies précédentes de financer à l'étranger des écarts, même importants, entre épargne et investissement.

Effets de
valorisation sur la
position extérieure
nette...

Il convient également de noter que les flux financiers au titre des opérations courantes ne constituent pas le seul facteur d'influence des positions extérieures nettes. Les effets de valorisation comptent aussi. Par exemple, l'alourdissement de la dette extérieure nette des États-Unis entre 1983 et 1990 (plus de \$400 milliards) représente moins de la moitié des déficits courants cumulés. Il tient, pour beaucoup, à la hausse de la valeur en dollars des actifs américains libellés en d'autres monnaies, le dollar s'étant déprécié sur la majeure partie de la période.

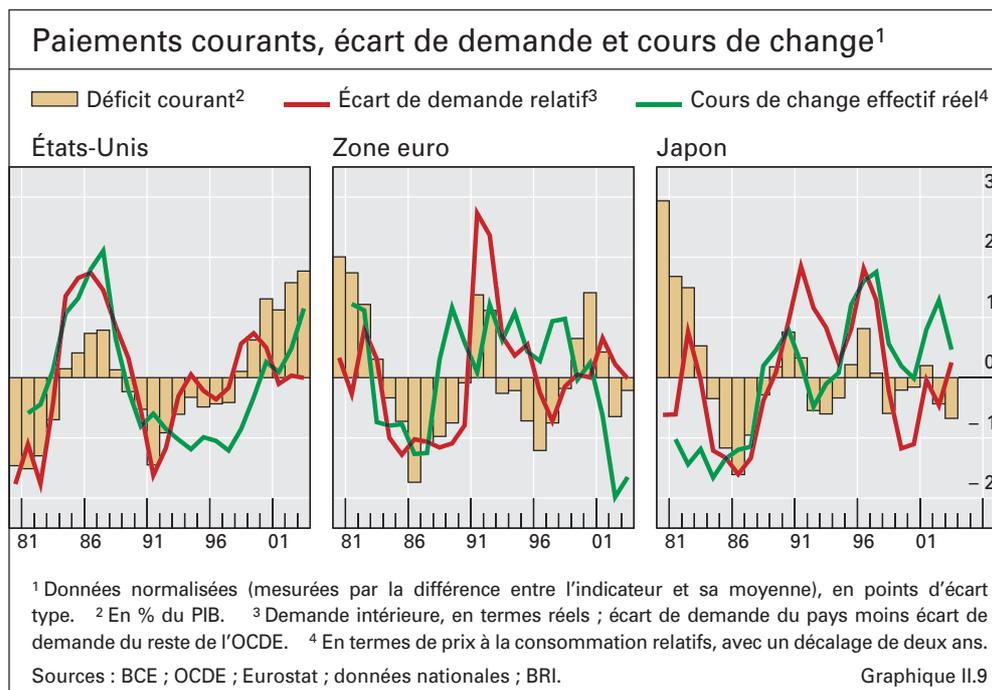
...et situation
unique des
États-Unis...

Qui plus est, la situation des États-Unis est unique, pour trois raisons. Premièrement, le dollar joue un rôle international de premier plan en tant que monnaie d'ancrage, de réserve et d'intervention (chapitre V), ce qui peut avoir engendré une distorsion structurelle en faveur des actifs américains au moment où l'ensemble des pays étoffent leurs portefeuilles d'actifs étrangers. Deuxièmement, le revenu net des investissements étrangers des États-Unis reste légèrement positif, malgré une dette extérieure importante et croissante. Bien que le bas niveau actuel des taux d'intérêt ait certainement favorisé les débiteurs au détriment des créanciers, il faut tenir compte d'un élément plus

structurel : le rendement de l'investissement direct des États-Unis à l'étranger est constamment supérieur à celui des actifs américains détenus par les non-résidents. Cela porte à croire que les entreprises américaines implantées de longue date à l'étranger bénéficient d'un avantage structurel en termes de rentabilité. Troisièmement, les États-Unis ont pu attirer des flux de capitaux à long terme substantiels et croissants pendant la dernière décennie. La récente accentuation de l'écart des gains de productivité avec les autres pays industrialisés pourrait, à moyenne échéance, favoriser de telles entrées de capitaux.

Des déficits courants américains importants et persistants ne sont pas incompatibles avec une stabilisation du ratio endettement extérieur net/PIB à plus long terme, mais à un niveau bien plus élevé qu'aujourd'hui. Le coût du service de la dette s'en trouverait alourdi, d'autant que, au fil du temps, le taux de rendement réel des actifs américains détenus par les non-résidents devrait se rapprocher du rythme de croissance aux États-Unis, et aussi du taux de rendement réel des actifs étrangers détenus par les résidents américains. Dans ces conditions, une stabilisation du ratio d'endettement extérieur net exigerait un solde des paiements courants plus équilibré, hors revenus des investissements, et donc un déficit commercial bien moindre, correspondant à des excédents commerciaux inférieurs ailleurs. Étant donné que les États-Unis ont un écart de production plus faible, leur déficit commercial serait assurément réduit si leurs principaux partenaires commerciaux retrouvaient un niveau de croissance égal à leur potentiel. Néanmoins, toute réduction significative de ce déficit nécessitera vraisemblablement un ajustement supplémentaire des prix relatifs (c'est-à-dire des cours de change réels, par exemple) et un rééquilibrage de la demande mondiale par un plus grand dynamisme des économies en situation d'excédent (graphique II.9).

...mais le déficit commercial américain doit être réduit



Processus d'ajustement

Modification des
cours de change

De toute évidence, un dollar plus bas contribuerait au rééquilibrage du déficit commercial américain. Le reste du monde réduirait ses excédents commerciaux vis-à-vis des États-Unis, où la demande intérieure baisserait en proportion de la production, parallèlement à la diminution du déficit. Cependant, l'ampleur et la rapidité de ces ajustements dépendraient des élasticités relatives du commerce extérieur. L'incidence de tout ajustement de change pourrait également se révéler plus faible qu'on ne le pense généralement, puisque les variations des cours de change nominaux ne se répercutent souvent qu'en partie sur la compétitivité. Ainsi, le dollar s'est apprécié de 34 % en termes effectifs nominaux entre 1995 et 2001, mais la hausse du cours de change effectif réel des États-Unis (mesuré par les coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre dans le secteur manufacturier) n'a atteint que 23 %. En outre, les exportateurs américains n'ont commencé à perdre des parts de marché qu'en 1998, ce qui montre que l'appréciation du dollar a tardé à se faire sentir. De plus, si, de 1998 à 2003, les résultats des États-Unis à l'exportation se sont fortement détériorés, leurs importations n'ont pas pour autant progressé plus rapidement. Enfin, comme les importations américaines dépassent actuellement d'environ 50 % les exportations, une dépréciation significative du dollar pourrait être nécessaire pour comprimer le déficit commercial du pays.

Conséquences
financières d'un
ajustement du
dollar

Un ajustement du dollar pourrait avoir des répercussions bien au-delà des États-Unis. Tout d'abord, la demande pourrait fléchir ailleurs. Dans de nombreuses économies industrialisées, la croissance a été tirée par les importations américaines, alors que, dans le secteur abrité, la demande de biens n'a pas créé de dynamique propre. En outre, une chute du dollar pourrait entraîner des tensions inflationnistes aux États-Unis et conduire ainsi à un relèvement des taux d'intérêt dans ce pays et dans le monde entier ; le revenu net des investissements américains à l'étranger s'en trouverait réduit. Enfin, une dépréciation excessive du dollar pourrait induire, chez les principaux partenaires commerciaux des États-Unis, des pressions désinflationnistes allant bien au-delà de l'incidence directe d'un renchérissement de la monnaie sur les prix. Pour moitié environ, les actifs américains détenus à l'étranger sont libellés en devises, tandis que les passifs des États-Unis le sont presque tous en dollars. Une dépréciation du dollar améliorerait donc la position extérieure nette des États-Unis, pourtant en situation de débiteur net. Étant donné que les encours d'actifs et passifs américains ont grimpé respectivement à 62 % et 87 % du PIB ces deux dernières décennies, l'effet de valorisation résultant d'un repli de 10 % du dollar allégerait l'endettement extérieur net d'environ 3 % du PIB, toutes choses égales par ailleurs. Une telle évolution aurait des répercussions financières négatives pour les pays créanciers, ce qui pourrait y freiner la dépense et entraver le processus d'ajustement.

Accroître l'épargne
dans les pays à fort
déficit extérieur

Pour rééquilibrer la demande intérieure, il serait également possible de renforcer l'épargne dans les pays à important déficit extérieur et de la réduire dans les pays en excédent. Les flux commerciaux réagissent davantage aux variations de la demande qu'à celles des prix relatifs. Aux États-Unis, tout au moins, le recours à la politique budgétaire aurait donc un attrait

évident, d'autant qu'il faciliterait la résolution des problèmes à long terme posés par l'accumulation de dette publique. Un assainissement budgétaire rapide et vigoureux pourrait avoir toutefois un effet récessif mondial, et l'autre option – un degré d'assouplissement budgétaire là où l'épargne semble trop élevée – paraît peu envisageable, car les pays concernés affichent, pour la plupart, un haut niveau de dette publique.

La configuration actuelle de l'épargne privée offre également une certaine marge d'ajustement, bien qu'il soit plus difficile de déterminer quelles mesures préconiser. Le taux d'épargne des ménages est particulièrement faible dans les pays en déficit courant, comme les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Australie, mais pourrait se redresser, par exemple si les taux d'intérêt remontaient. Par symétrie, on pourrait encourager une baisse du taux d'épargne dans certains pays présentant de larges excédents courants, notamment en Asie émergente. Dans la zone euro, où l'épargne des ménages s'est accrue récemment, il serait possible d'inverser la tendance. Au Japon, le taux d'épargne des ménages a déjà chuté et nul ne sait si ce mouvement peut durer, ni même si cela serait souhaitable. Enfin, il semble qu'il y ait moins de latitude pour une correction du côté de l'investissement. La possibilité de faire baisser davantage le ratio investissement/PIB aux États-Unis paraît restreinte, car une forte correction a eu lieu. En Asie, les ratios investissement/PIB restent relativement élevés par comparaison internationale ; il ne serait pas surprenant que certains investissements s'avèrent improductifs. Dans les économies en phase initiale de développement économique, en revanche, une hausse de l'investissement pourrait assurément renforcer le potentiel de croissance.

L'analyse qui précède amène à envisager trois scénarios pour l'évolution des déséquilibres extérieurs dans les années à venir. Le premier, qui n'est pas souhaitable, est celui d'un ajustement ample et désordonné des cours de change dû, par exemple, à une désaffection des non-résidents pour les actifs américains. La consommation d'importations ainsi renchériées aux États-Unis ralentirait probablement, tandis que les taux d'intérêt à long terme pourraient remonter. Dans le deuxième scénario, la situation actuelle se prolonge et les banques centrales asiatiques, par exemple, continuent d'accumuler des réserves de change. Il en résulterait cependant une distorsion de l'allocation mondiale des capitaux et le risque d'une correction ultérieure plus marquée et plus perturbatrice, puisque l'ajustement nécessaire est différé. Quoi qu'il en soit, il serait sans doute impossible d'éviter d'amples modifications des cours bilatéraux, particulièrement entre pays industrialisés à régime de change flottant. Le troisième scénario, le plus favorable, voit les déséquilibres extérieurs mondiaux se résorber progressivement grâce à l'effet retardé d'une dépréciation modérée du dollar sur le commerce des États-Unis, à une hausse assez sensible de l'épargne intérieure dans ce pays (épargne des ménages et rigueur budgétaire), à une plus grande flexibilité des changes en Asie et à un essor de la demande intérieure hors des États-Unis.

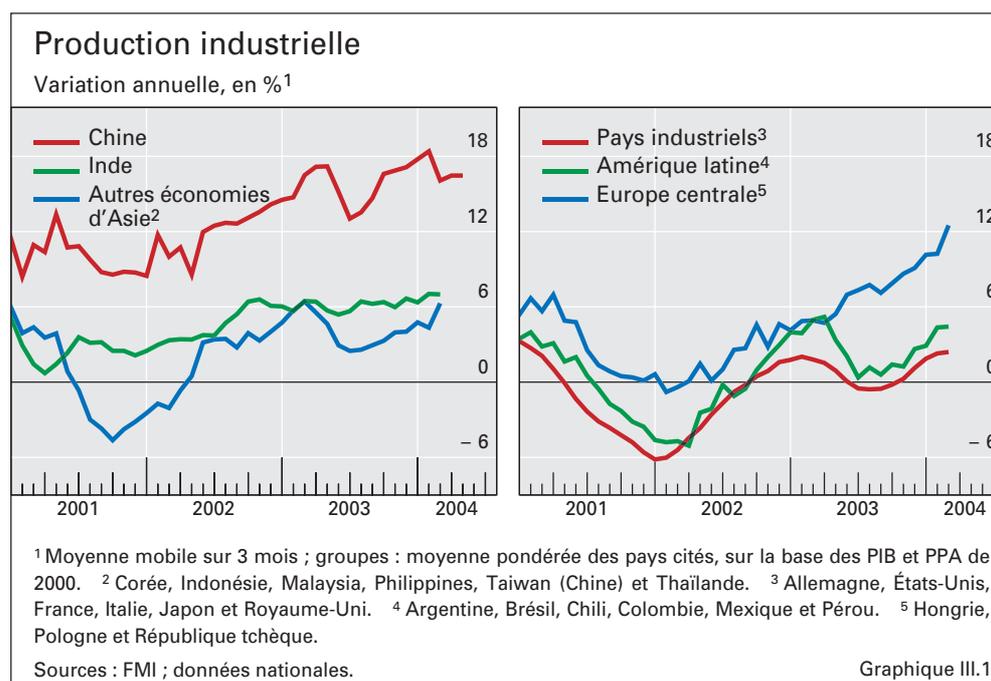
Trois scénarios
d'ajustement

III. Évolution dans les économies émergentes

Faits marquants

L'abondance de liquidité dans le monde, due à la souplesse des conditions monétaires et au goût accru des investisseurs internationaux pour le risque, a renforcé l'activité dans les économies émergentes à partir de mi-2003, tandis que s'estompent les effets négatifs de plusieurs chocs. Un net retournement s'est toutefois produit en avril 2004 : les taux d'intérêt à long terme se sont fortement tendus, les primes de risque se sont élargies et les cours des actions ont chuté.

Durant la phase d'expansion, commencée fin 2001, la Chine est apparue comme un moteur de l'activité mondiale, la croissance de sa production industrielle dépassant constamment celle des autres pays et régions (graphique III.1). Ailleurs en Asie, la croissance est repartie, une fois l'épidémie de SRAS contenue. En Amérique latine, en revanche, les résultats ont été très disparates, malgré le renforcement de la demande émanant des États-Unis, l'envolée des cours des produits de base et l'assouplissement progressif de la politique monétaire. Au premier trimestre 2004, la croissance était encore timide au Brésil, vive au Mexique et soutenue en Argentine. Dans les pays d'Europe centrale et orientale (PECO), la perspective de l'adhésion à l'Union européenne et le dynamisme de la demande mondiale ont notablement stimulé la production industrielle en Hongrie, en Pologne et en République tchèque. Selon les prévisions consensuelles, la croissance s'accélénera



Croissance, inflation et solde des paiements courants									
	PIB réel ¹			Prix à la consommation ^{1, 2}			Paiements courants ³		
	Moyenne 1999–2002	2003	2004	Moyenne 1999–2002	2003	2004	Moyenne 1999–2002	2003	2004
Asie ⁴	6,2	7,4	7,3	1,8	2,5	3,6	3,5	4,6	2,0
Chine	7,7	9,1	8,6	-0,3	1,2	3,4	2,1	3,3	1,0
Corée	7,6	3,1	5,6	2,5	3,5	3,3	2,9	2,4	2,4
Hong-Kong RAS	4,0	3,1	6,0	-3,1	-2,6	-0,4	5,2	9,4	10,3
Inde	5,1	8,1	6,8	4,3 ⁵	5,4 ⁵	5,0 ⁵	-0,1	0,8	-0,1
Autres ⁶	3,5	4,4	5,4	4,8	2,9	3,2	7,7	9,8	5,8
Amérique latine ^{4, 7}	1,0	1,4	4,2	8,2	7,1	6,8	-2,2	0,6	0,6
Argentine	-4,7	8,7	7,7	9,2	3,7	7,1	-1,7	5,8	3,7
Brésil	2,1	-0,2	3,3	8,8	9,3	6,4	-3,8	0,8	0,3
Mexique	2,7	1,3	3,2	7,4	4,0	4,2	-2,8	-1,4	-1,9
PECO ^{4, 8}	2,9	3,7	4,5	10,3	4,0	5,0	-5,2	-4,4	-3,9
Russie	6,6	7,3	6,8	36,1	13,7	10,5	12,5	9,0	6,1
Turquie	0,8	5,8	5,0	54,8	25,3	12,4	-1,3	-3,0	-3,1
Afrique	3,3	4,1	4,2	11,5	10,3	8,6	2,9	-0,7	-1,3
Moyen-Orient	4,1	5,4	4,1	8,5	8,6	8,9	2,7	7,3	6,0
<i>Pour mémoire : G 7</i>	<i>2,2</i>	<i>2,2</i>	<i>3,4</i>	<i>1,7</i>	<i>1,8</i>	<i>1,7</i>	<i>-1,4</i>	<i>-1,6</i>	<i>-1,5</i>

2004 : chiffres établis sur la base des prévisions consensuelles de mai et des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI.

¹ Variation annuelle, en %. ² Amérique latine : chiffres de fin de période. ³ En % du PIB. ⁴ Moyenne pondérée des économies citées, sur la base des PIB et PPA de 2000. ⁵ Prix de gros. ⁶ Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taiwan (Chine) et Thaïlande. ⁷ Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. ⁸ Bulgarie, Croatie, Hongrie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Slovaquie et Slovénie.

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

fortement en Amérique latine et restera ferme dans les autres grandes régions en 2004 (tableau III.1).

La croissance a été associée à un renchérissement très marqué et généralisé des produits de base (pétroliers et non pétroliers), en partie sous l'impulsion de la production industrielle en Chine. Même si l'incidence de cette hausse sur les prix finals a été modeste jusqu'à récemment, la menace de déflation s'est estompée dans les économies émergentes. L'inflation est devenue positive en Chine fin 2003, et l'augmentation des prix des matières premières (intrants) comprime les marges ou suscite des tensions inflationnistes dans plusieurs économies d'Asie. Pour tenir l'objectif d'inflation, le Mexique a resserré sa politique monétaire et le Brésil a suspendu pour un temps ses baisses de taux d'intérêt. Le renchérissement des produits de base a aussi contribué à certains excédents des paiements courants et amélioré les termes de l'échange en Afrique.

La conjoncture mondiale a beaucoup influé sur les économies émergentes en 2003. Le retour des capitaux et le net rétrécissement des primes de risque ont bénéficié à certains pays très endettés. Mais ils ont poussé les monnaies à la hausse, surtout en Asie, et de vigoureuses interventions de change ont alimenté, ici ou là, une expansion plus rapide de la masse monétaire et du crédit. Le net renchérissement des produits de base a aussi

exercé des effets majeurs dans plusieurs pays, gonflant les revenus pour certains, mais contribuant à alourdir les coûts de production ou à alimenter l'inflation chez d'autres.

Reprise des afflux de capitaux

Les afflux de capitaux retrouvent un niveau inégalé depuis 1996

Les entrées nettes de capitaux privés dans les 21 principales économies émergentes sont estimées à quelque \$170 milliards en 2003 (tableau III.2), niveau inégalé depuis le pic de 1996, supérieur à \$200 milliards. Les flux de portefeuille (actions et obligations) et autres (prêts, notamment des banques commerciales) ont nettement dépassé les chiffres de 2002. L'investissement

Flux nets de capitaux privés vers les économies émergentes				
En milliards de dollars EU				
	Moyenne annuelle 1990–2000	2001	2002	2003 ¹
Économies émergentes²				
Total des flux	111	57	66	171
Investissement direct	76	129	96	76
Investissement de portefeuille ³	50	-21	-28	29
Autres flux de capitaux privés ⁴	-15	-51	-3	66
<i>Pour mémoire : solde courant</i>	-24	45	107	142
<i>variation des réserves⁵</i>	-56	-89	-177	-282
Asie⁶				
Total des flux	35	31	41	111
Investissement direct	35	42	47	45
Investissement de portefeuille ³	12	-12	-18	36
Autres flux de capitaux privés ⁴	-12	1	12	30
<i>Pour mémoire : solde courant</i>	14	66	99	123
<i>variation des réserves⁵</i>	-37	-82	-151	-215
Amérique latine⁷				
Total des flux	62	36	-3	16
Investissement direct	34	59	34	24
Investissement de portefeuille ³	30	1	-13	-5
Autres flux de capitaux privés ⁴	-2	-24	-24	-3
<i>Pour mémoire : solde courant</i>	-39	-47	-8	9
<i>variation des réserves⁵</i>	-11	3	0	-27
PECO⁸				
Total des flux	20	-10	28	43
Investissement direct	12	16	14	6
Investissement de portefeuille ³	9	-2	4	-2
Autres flux de capitaux privés ⁴	-1	-24	10	39
<i>Pour mémoire : solde courant</i>	-2	27	16	12
<i>variation des réserves⁵</i>	-12	-7	-23	-33

¹ Estimations sur la base des chiffres nationaux des balances des paiements et des données de l'IIF. ² Total des économies citées dans les notes (Asie, Amérique latine et PECO) plus Afrique du Sud. ³ Actifs et passifs sous forme de titres de dette et actions. ⁴ Y compris flux nets acheminés par les banques commerciales et autres agents du secteur privé (hors instruments dérivés). ⁵ Un chiffre négatif indique une augmentation. ⁶ Chine, Corée, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Taiwan (Chine) et Thaïlande. ⁷ Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. ⁸ Hongrie, Pologne, République tchèque, Russie et Turquie.

Sources : banques centrales ; FMI ; Institute of International Finance (IIF).

Tableau III.2

direct étranger (IDE) s'est cependant encore réduit, revenant de 70 % du total, en moyenne, dans les années 90 à moins de 45 % ; les économies d'Asie ont attiré l'essentiel des entrées, et la Chine à elle seule plus de 60 %. Les flux de portefeuille se sont notamment dirigés vers le Brésil, la Chine, la Corée et l'Inde ; l'Asie et les PECO ont bénéficié d'une reprise des prêts.

Les flux au titre des obligations, actions et prêts sont restés abondants début 2004 et devraient s'accroître encore, sur l'année, par rapport à 2003. Les économies émergentes ont émis un montant estimé de \$26 milliards en obligations sur le marché international au premier trimestre 2004. Jusqu'en avril, l'augmentation des afflux de capitaux s'est accompagnée d'une moindre volatilité et d'une diminution marquée des primes sur obligations souveraines, surtout les moins bien notées.

Du point de vue des paiements courants, la reprise des entrées de capitaux, ces trois dernières années, s'est accompagnée d'une hausse des excédents en Asie, d'une inversion des lourds déficits en Amérique latine et d'une réduction des surplus dans les PECO. Aussi, en 2003, les trois grandes régions émergentes ont enregistré un excédent global. La concomitance d'un retour des capitaux privés et d'excédents courants amène à s'interroger sur l'emploi de ces entrées. Les niveaux d'investissement sont restés stables en moyenne. Pour une bonne part, ces entrées auraient donc plutôt servi à renforcer les réserves de change (infra).

Les afflux de capitaux et la réduction des primes de risque posent le problème de leur durabilité. Dans la mesure où elle reflète des améliorations macroéconomiques et structurelles – des données fondamentales plus saines exercent un « effet d'attraction » –, cette situation peut perdurer. Si l'explication réside dans le bas niveau des taux d'intérêt dans les pays industrialisés, l'abondance de liquidité mondiale et la disposition des investisseurs à accepter davantage de risque – « effet d'incitation » –, toute modification de ces conditions pourrait raviver les préoccupations sur les fragilités des économies émergentes.

Interrogations
sur les facteurs
sous-jacents

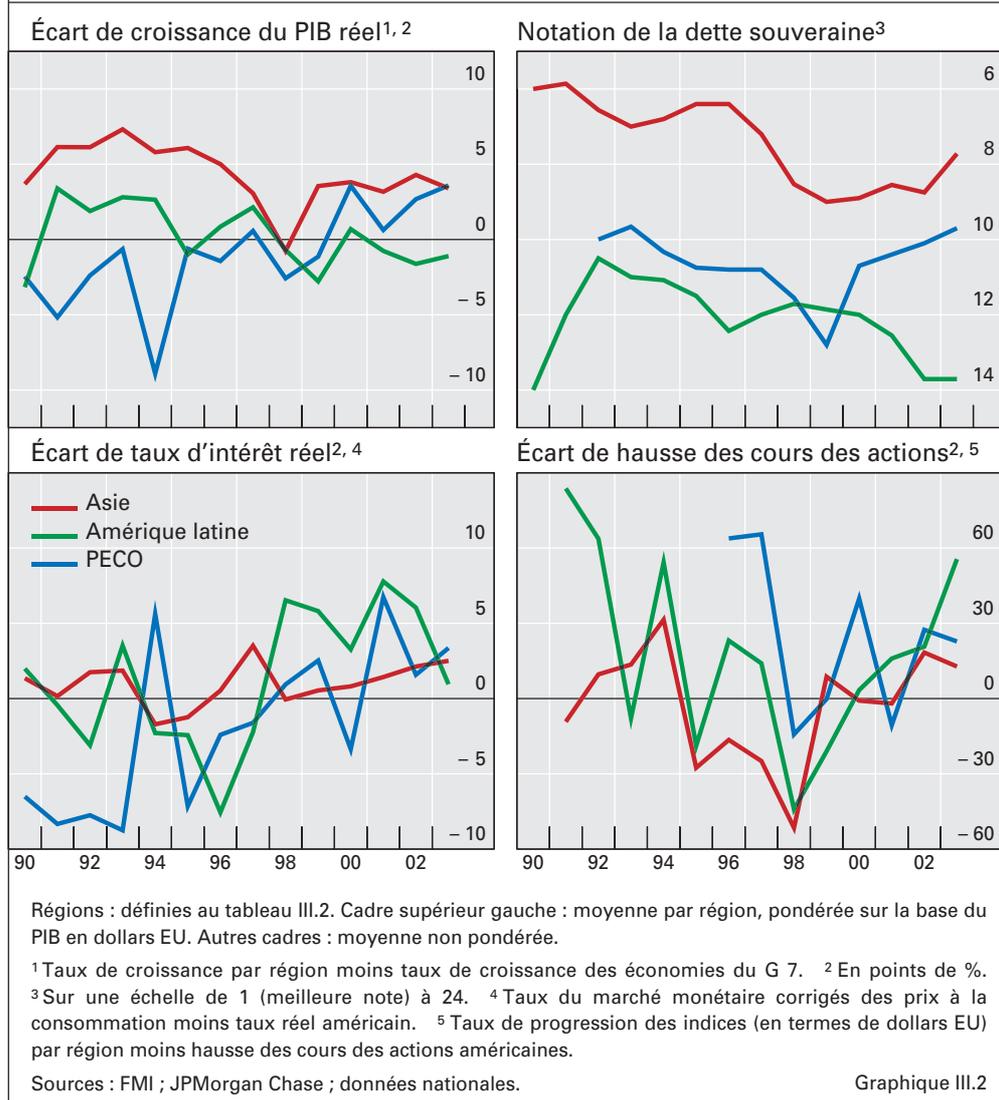
Déterminants des récentes entrées de capitaux

Les études empiriques sont partagées sur l'importance relative de ces effets d'attraction et d'incitation pendant la période récente. Hormis les taux de croissance relatifs, décisifs pour toutes les catégories, les déterminants apparaissent différents selon qu'il s'agit d'IDE ou de flux de portefeuille et de prêts.

En Amérique latine, les entrées d'IDE ont régressé depuis 1999, en raison surtout de la crise en Argentine et du tassement de l'activité au Brésil et au Mexique, mais également du ralentissement des privatisations dans plusieurs pays (graphique III.2, cadre supérieur gauche). Les suites des crises ont ainsi mis en lumière les risques, latents jusque-là, auxquels s'exposent les investisseurs étrangers dans les économies émergentes – pour l'IDE notamment, la possibilité de remettre en cause les contrats privés. En Asie, en revanche, et spécialement en Chine, l'IDE a continué d'être attiré par une croissance plus soutenue et des améliorations structurelles. Les PECO ont été favorisés par des éléments similaires, mais l'IDE, qui y représente en

Les flux d'IDE ont
été influencés par
le rythme de la
croissance et
des privatisations

Flux de capitaux vers les économies émergentes : déterminants



moyenne 3–6 % du PIB depuis 1995, avait atteint des niveaux cumulés tels qu’il lui était difficile de s’accroître davantage. La plupart des actifs d’État étaient d’ailleurs privatisés fin 2002, en particulier les banques commerciales, vendues à des établissements étrangers. D’où le net recul des entrées d’IDE l’an passé.

Des études détaillées, dont celles du Comité sur le système financier mondial (BRI) et du Groupe consultatif sur les marchés de capitaux (FMI), ont montré que, la décennie passée, les flux d’IDE se sont réorientés vers les économies de grande taille (y compris dans le secteur financier et les services) ou vers les pays associés à des accords de libre-échange et à des programmes régionaux d’intégration commerciale. Jusqu’à maintenant, ce mouvement a bénéficié au Brésil, à la Chine, au Mexique et aux PECO candidats à l’UE ; il pourrait aussi, dans le futur, profiter à l’Inde (infra).

Les flux de portefeuille, beaucoup moins stables, ont été davantage soumis à des facteurs mondiaux que ceux d’IDE. Le recul au titre des achats d’obligations et actions en 2001 et 2002 a ainsi reflété l’état de l’économie

L’IDE a bénéficié aux économies de grande taille ou en voie d’intégration commerciale

réelle (activité plus faible dans les pays industrialisés, crises en Argentine et en Turquie, prévisions de moindre croissance), mais aussi la situation des marchés financiers : séquelles de l'éclatement de la bulle des hautes technologies et de celle des télécommunications, et aversion accrue des investisseurs pour le risque, par exemple. L'essor des entrées de portefeuille en 2003 semble résulter d'une pareille conjonction de facteurs spécifiques ou généraux : relèvement de la notation (graphique III.2, cadre supérieur droit) ; montée des prix des produits de base ; perspectives de reprise mondiale, qui ont contribué à une forte hausse des indices boursiers (graphique III.2, cadre inférieur droit).

Les flux de portefeuille ont été influencés par des facteurs d'incitation et d'attraction...

Les conditions de liquidité favorables sur les marchés internationaux ont aussi joué un rôle important. Les taux directeurs très bas dans les principaux pays industrialisés ont incité les investisseurs à se tourner vers les économies émergentes, plus avantageuses en termes de rentabilité des obligations et de taux d'intérêt réels à court terme (graphique III.2, cadre inférieur gauche), et où les cours des actions montaient plus vite. De plus, la diminution des écarts de rendement entre signatures de notation différente montre un goût accru des investisseurs pour le risque (chapitre VI).

...ainsi que par l'abondance de liquidité

Les autres flux de capitaux privés (prêts de banques commerciales et crédits commerciaux d'autres sources) sont devenus positifs en termes nets l'an passé, pour la première fois depuis le milieu des années 90. Comme pour les flux de portefeuille, les économies à notation rehaussée et à croissance plus vigoureuse ont attiré davantage de prêts, mais les crédits à l'Asie et aux PECO ont aussi recherché des taux d'intérêt plus élevés que dans les pays industrialisés.

L'amélioration des notes de crédit et l'écart de taux d'intérêt ont attiré les prêts

Ces entrées de capitaux peuvent-elles durer ?

Cette réorientation des flux de capitaux vers les investissements de portefeuille et les prêts, plus volatils, conduit à envisager le risque d'une inversion. Par exemple, les primes sur obligations souveraines des économies émergentes se sont fortement élargies à partir d'avril, en partie sous l'effet d'anticipations de hausse des taux d'intérêt aux États-Unis. Dans certains cas, l'écart de rendement entre obligations domestiques et titres comparables du Trésor EU s'est également accru. L'accentuation de la volatilité sur les marchés financiers et la brusque montée des primes souveraines entre mi-avril et mi-mai ont montré que le sentiment favorable des opérateurs peut s'inverser rapidement à l'égard des pays dont les perspectives budgétaires sont incertaines ou dont la dette publique est élevée. En outre, les économies émergentes endettées à taux variable ou en devises (y compris par indexation) pourraient voir leur fardeau s'alourdir en cas de tensions sur les taux ou de dépréciation de leur monnaie.

Risque d'inversion des flux de capitaux...

Plusieurs éléments, dont certains seront examinés plus en détail ci-après, viennent toutefois tempérer ces risques. La reprise mondiale s'est renforcée et généralisée, et la hausse des cours des produits de base a été vive partout. Les bonnes conditions de financement à l'étranger ont permis à de nombreux pays de compléter déjà une part notable de leur programme d'emprunts pour 2004. Par la même occasion, quelques-uns (Brésil, Mexique et Turquie) ont

...tempéré par des résultats en progrès...

également amélioré leur structure d'endettement en abaissant leurs coûts, en allongeant les durées, en réduisant la proportion de leur dette à court terme et en diminuant la part indexée sur taux courts ou cours de change. Le bas niveau d'inflation, l'accroissement des réserves et le passage à un régime de change flottant devraient maintenant aider à réduire ces risques. Le Brésil, la Turquie et plusieurs autres pays ont en outre maintenu leur rigueur budgétaire et poursuivi des réformes, notamment structurelles.

...mais certains pays demeurent vulnérables

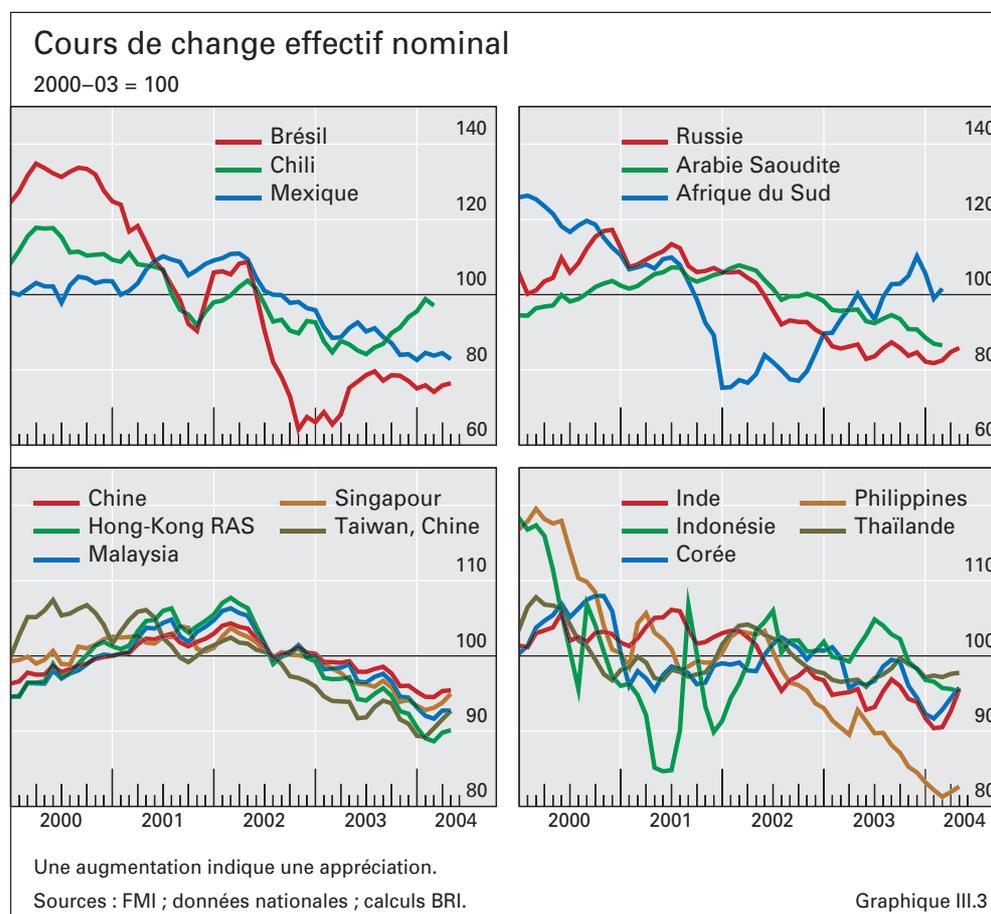
Toutefois, certains pays ont relâché leur politique budgétaire et ralenti le rythme de l'ajustement, ou connu une rapide expansion du crédit au secteur privé : leur vulnérabilité, masquée par l'accès aisé au crédit, redeviendra sans doute plus visible si les conditions de financement à l'étranger se détériorent.

Cours de change et accumulation de réserves

Attitude des autorités

Les cours de change ont eu tendance à s'apprécier...

Les autorités ont réagi diversement au renchérissement des produits de base et à l'afflux de capitaux. Certaines ont laissé leur monnaie s'apprécier dans une mesure compatible avec leurs objectifs d'inflation. Par exemple, les monnaies brésilienne et chilienne se sont beaucoup raffermies en 2003, après une importante dépréciation. Le rand sud-africain et le rouble russe ont



été orientés à la hausse tout au long de l'année, poussés par la progression des exportations et des entrées de capitaux. En conséquence, le cours de change effectif nominal est remonté l'an passé en Afrique du Sud, au Brésil et au Chili (graphique III.3, cadres supérieurs).

D'autres pays ont assoupli leur réglementation sur les sorties de capitaux ou restreint les entrées pour freiner l'appréciation de la monnaie. La Chine, par exemple, a desserré l'an passé ses contrôles de change pour les voyages des particuliers, encouragé certaines catégories d'entreprises domestiques à investir à l'étranger et créé un dispositif incitant ses investisseurs institutionnels à accroître leurs placements à l'étranger. Pour endiguer les entrées, elle a temporairement suspendu l'agrément de nouveaux investisseurs institutionnels et fixé une limite journalière pour la conversion de dollars en monnaie locale par les particuliers. L'Inde aussi a assoupli ses règles d'investissement à l'étranger pour ses entreprises et ses établissements financiers, autorisé les entreprises à procéder au remboursement anticipé de leur dette en devises et permis aux résidents de détenir des comptes en devises. La Thaïlande a restreint les prêts en bahts à court terme des non-résidents en septembre 2003, puis limité le montant et la durée de leurs dépôts dans cette monnaie. La Corée a imposé des restrictions (ensuite assouplies) sur les contrats à terme non livrables pour freiner la spéculation.

Les autorités ont également procédé à des interventions sur les changes, comme en témoigne l'accumulation de réserves dans toutes les grandes régions l'an dernier (tableau III.3). En Asie, le total des réserves a progressé

...et des pays ont autorisé davantage de sorties de capitaux

Augmentation des réserves : vive en Asie...

Réserves de change ¹						
En milliards de dollars EU						
	1996	2000	2001	2002	2003	Mars 2004
Asie ²	477,4	694,5	770,5	944,2	1 208,1	1 302,9
Chine	105,0	165,6	212,2	286,4	403,3	439,8
Corée	33,2	95,9	102,5	120,8	154,5	162,7
Hong-Kong RAS	63,8	107,6	111,2	111,9	118,6	123,8
Inde	19,7	37,3	45,3	67,0	97,6	107,2
Taiwan, Chine	88,0	106,7	122,2	161,7	206,6	226,5
Amérique latine ³	141,3	136,1	135,9	140,1	170,7	178,8
Argentine	17,7	24,4	14,5	10,4	13,1	13,5
Brésil	58,3	32,5	35,7	37,4	49,1	51,6
Mexique	19,2	35,1	44,4	49,9	57,7	60,3
Europe centrale ⁴	40,1	51,5	51,3	63,2	72,9	75,4
Russie	11,3	24,3	32,5	44,1	73,2	79,6
Afrique du Sud	0,9	5,8	5,8	5,6	6,2	7,9

¹ Encours : chiffres de fin de période ; régions : total des économies citées dans les notes. ² Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taiwan (Chine) et Thaïlande. ³ Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. ⁴ Hongrie, Pologne et République tchèque.

Sources : FMI ; données nationales.

Tableau III.3

de plus de \$350 milliards entre fin 2002 et mars 2004. Cet essor est attribuable pour plus de 85 % à la Chine, à la Corée, à l'Inde et à Taiwan, Chine (ci-après Taiwan). Les motifs variaient (chapitre V), mais les banques centrales ont surtout voulu contrer l'appréciation de leur monnaie vis-à-vis du dollar, due à d'importantes entrées en majeure partie spéculatives. En Chine, par exemple, les réserves ont augmenté en moyenne de plus de \$10 milliards par mois depuis fin 2002. Les pays à régime de change plus souple (Corée, Inde et Thaïlande) sont, eux aussi, intervenus pour freiner l'appréciation du change. Compte tenu de la baisse du dollar vis-à-vis des autres grandes monnaies depuis le début de 2002, le cours pondéré en fonction des échanges commerciaux s'est nettement déprécié dans la plupart des économies d'Asie ces deux dernières années (graphique III.3, cadres inférieurs).

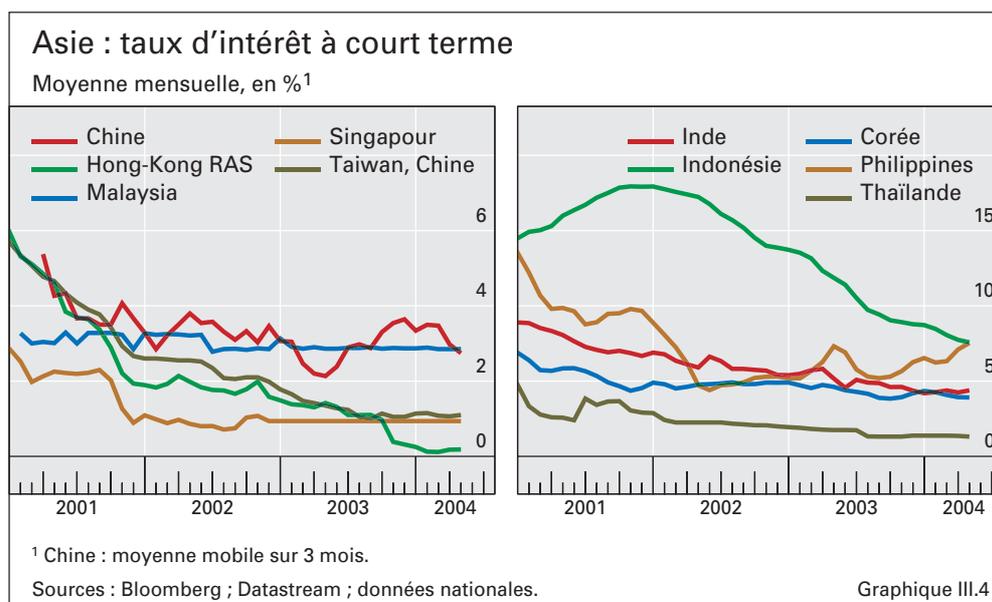
...et non négligeable en Amérique latine

L'augmentation des réserves a été vive en Amérique latine également, surtout dans les pays bénéficiant des cours élevés des produits de base et d'un afflux de capitaux. Au Mexique, les autorités ont mis en place un mécanisme spécial (adjudication de 50 % de l'accroissement des réserves sur une certaine période) pour neutraliser l'accumulation de réserves en devises découlant principalement de la hausse des recettes des compagnies pétrolières d'État obligatoirement déposées auprès de la banque centrale. Les réserves du Brésil dépassaient \$50 milliards en mars 2004, mais il convient de noter que la dette du pays envers le FMI atteignait près de la moitié de cette somme. En Argentine, les autorités ont essayé de reconstituer une partie des réserves perdues après la crise de 2001. Dans les PECO, les réserves officielles ont progressé de façon relativement modérée. Hormis une brève période de fortes pressions sur le rouble, au troisième trimestre de l'an passé, la banque centrale russe a continué d'acquérir sur le marché d'importants excédents de recettes pétrolières. En Afrique du Sud, la clôture du portefeuille de positions à terme, en début d'année, a été suivie d'une expansion des réserves détenues par la banque centrale.

Défis pour les banques centrales

De nombreux pays ont pu éviter une détente monétaire non désirée

L'accumulation de réserves présente divers défis pour la politique des banques centrales au plan national (pour les implications mondiales, voir chapitre V). Un premier défi est lié à un assouplissement non désiré des conditions monétaires découlant d'interventions non complètement stérilisées. Le risque semble néanmoins circonscrit pour l'instant. L'inflation restant faible dans la majeure partie de l'Asie, les taux d'intérêt ont été abaissés ou maintenus à un bas niveau dans de nombreux pays (graphique III.4). Grâce à cette volonté de détente, il est devenu moins nécessaire de neutraliser l'accumulation de réserves. Dans certains cas, cependant, les banques centrales ont intensifié leurs efforts de stérilisation en vendant des obligations d'État ou des titres émis par elles-mêmes. Elles semblent ainsi avoir réussi à contenir le décalage entre la croissance de la base monétaire et de l'agrégat large de monnaie, d'une part, et la hausse de la production, d'autre part – sauf en Chine et à Hong-Kong RAS (ci-après Hong-Kong), où la déflation persiste (tableau III.4).



La poursuite d'interventions massives pourrait toutefois continuer à poser d'importants problèmes aux banques centrales. L'accumulation de réserves risque de compromettre la capacité des banques centrales à endiguer une croissance future des agrégats de monnaie. L'expérience de la Chine fournit un bon exemple à cet égard : en dépit des opérations de stérilisation menées par la banque centrale, la base monétaire a augmenté rapidement ces deux dernières années, renforçant la capacité de prêt des banques. Alimentée par l'aptitude et la disposition des établissements à prêter, une vigoureuse demande de crédit a entraîné une vive expansion des agrégats de crédit et de monnaie. Pour contrer ces pressions, la banque centrale a augmenté le coefficient de réserves obligatoires de 1/2 point de pourcentage en septembre 2003 et, à plusieurs reprises, a invité les banques à réduire leurs crédits excessifs à certains secteurs. Pour ajouter au resserrement monétaire, elle a d'ailleurs relevé les taux d'intérêt sur ses facilités de réescompte et d'avances en blanc et accru de 1/2 point de pourcentage les réserves obligatoires des banques en mauvaise situation financière.

Mais des risques subsistent

Ailleurs, le volume de réserves accumulées a déjà multiplié les difficultés techniques, par exemple le choix des instruments permettant de neutraliser l'excédent de liquidités. La Banque de Réserve d'Inde, qui avait absorbé à cet effet une large part des émissions d'obligations d'État, s'est trouvée à court d'instruments en fin d'année ; le gouvernement a alors institué un dispositif spécial de stabilisation monétaire lui permettant d'émettre, jusqu'à un certain montant, des obligations exclusivement réservées aux opérations de stérilisation de la banque centrale.

Difficultés techniques pour la stérilisation des réserves

Deuxième défi majeur pour les autorités : même si la stérilisation est efficace, la sous-évaluation perçue de la monnaie peut avoir des effets nettement expansionnistes sur l'économie. C'est ce que montre l'essor rapide des entrées de capitaux et de l'investissement en Chine l'an dernier. Dans d'autres économies d'Asie, de surcroît, les écarts de rendement avec les titres libellés en dollars se sont contractés, signe que les intervenants

Un cours de change sous-évalué peut avoir des effets expansionnistes...

anticipaient de plus en plus une appréciation de la monnaie. En Inde, par exemple, l'écart à long terme est revenu de plus de 5 points de pourcentage, début 2001, à moins de 2, en février 2004. Les écarts ont même été pratiquement nuls ou négatifs à Hong-Kong, en Malaysia et en Thaïlande au premier trimestre 2004. Cet amenuisement des marges, lié à un afflux de capitaux à court terme, a facilité un boum des marchés des actions et une expansion rapide des crédits à la consommation et au logement.

...et provoquer un surinvestissement

Troisièmement, l'accumulation de réserves expose le système financier à plusieurs risques. Si, par exemple, la lutte contre l'appréciation du change se révèle intenable, de gros investissements dans le secteur des biens échangeables pourront, après coup, s'avérer non rentables. Comme l'ont montré les précédents boums de l'investissement dans l'Est asiatique, de tels déséquilibres créent un risque de surcapacités, qui pèseraient sur la croissance à moyen terme. En outre, le rétrécissement des écarts de rendement et les forces expansionnistes qui l'accompagnent pourraient induire un cycle d'expansion-récession, surtout dans les économies sujettes à des entrées de capitaux spéculatifs, où leur inversion ferait chuter les prix des actifs et le cours de change. L'illiquidité relative des marchés financiers et, dans plusieurs cas, le rôle décisif des investisseurs étrangers en actions pourraient rendre certaines économies d'Asie particulièrement vulnérables.

Risques potentiels pour les banques centrales

L'accumulation de réserves comporte aussi un risque potentiel de pertes pour les banques centrales. Pour l'instant, le coût de détention des réserves, selon sa mesure conventionnelle, apparaît faible en raison du très bas niveau des taux d'intérêt domestiques : il a été estimé inférieur à respectivement 1/2 % et 1 % du PIB en Inde et aux Philippines en 2002, voire négatif en Corée et à Hong-Kong. Mais une hausse des taux renchérirait sensiblement la stérilisation.

Agrégats monétaires : expansion au-delà du PIB nominal ¹						
	Base monétaire ²			Agrégat large		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Asie ³	1,0	2,7	4,5	4,1	7,0	3,8
Chine	1,1	4,5	5,6	5,8	10,9	7,5
Corée	10,0	7,0	3,1	2,3	5,4	-1,0
Hong-Kong RAS	8,2	8,0	21,3	-1,3	-0,1	10,6
Inde	0,9	1,0	2,1	4,7	7,9	1,0
Taiwan, Chine	-6,5	-5,1	-4,0	6,1	0,1	4,8
Autres ⁴	-2,2	-3,4	5,3	-0,9	-2,6	-2,5
Amérique latine ^{3, 5, 6}	11,1	54,0	1,8	3,3	5,0	0,2
PECO ^{3, 7}	11,2	2,0	0,7	5,5	-1,6	0,6

¹ Expansion monétaire moins croissance du PIB nominal ; chiffres de fin de période. ² Billets en circulation et dépôts bancaires auprès de la banque centrale. ³ Moyenne pondérée des pays cités, sur la base des PIB et PPA de 2000. ⁴ Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour et Thaïlande. ⁵ Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. ⁶ La très forte progression de la base monétaire en 2002 est essentiellement attribuable au Brésil (119 %). ⁷ Bulgarie, Croatie, Hongrie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Slovaquie et Slovénie.

Sources : FMI ; données nationales.

Tableau III.4

De plus, l'ampleur des réserves expose le secteur officiel à des risques de change non négligeables.

Demande et dépense des ménages tirées par le crédit

On considère de plus en plus que les stratégies de croissance axée sur l'exportation mises en œuvre dans de nombreuses économies, surtout celles dont l'excédent des paiements courants s'accroît, procurent dans un premier temps d'importants bienfaits, mais comportent aussi des limites. Sur la durée, un soutien à la demande intérieure pourrait compléter tout naturellement cette politique. C'est en Asie et dans les PECO que ce recentrage est le plus avancé. En revanche, un surcroît d'épargne est nécessaire en Amérique latine, qui est récemment passée d'un déficit à un excédent.

Priorité à la demande intérieure

L'investissement restant atone dans nombre d'économies émergentes, après avoir chuté suite aux crises de 1997-98 en Asie et en Russie, l'attention s'est portée sur les moyens de dynamiser la consommation. Les ratios consommation/PIB ont connu une hausse significative en Asie : entre 1997 et 2003, ils ont progressé de 3 points de pourcentage en Chine (à 61 %), 8 points en Corée (à 78 %) ainsi qu'à Singapour (à 55 %) et 12 points en Indonésie (à 81 %). Ils augmentent aussi fortement, en moyenne, dans les PECO. En Amérique latine, ils ont diminué depuis 2001, mais à un rythme moindre en 2003, la consommation étant répartie dans quelques-unes des grandes économies, surtout en Argentine et au Mexique.

L'attention se porte sur la hausse de la consommation...

L'essor de la consommation tient beaucoup à la baisse des taux d'intérêt. Il a été favorisé par l'expansion du crédit bancaire aux ménages et par l'abondance de liquidité dans le monde en 2003. Souvent encouragés par les pouvoirs publics et parfois stimulés par la concurrence et les innovations financières liées à l'arrivée de banques étrangères, les concours aux ménages (prêts hypothécaires et/ou à la consommation, y compris par carte de crédit) se développent en Chine, en Corée et en Thaïlande, dans les PECO et en Russie, et, sans doute, au Mexique (graphique III.5). En outre, le rôle accru du crédit à la consommation transparaît dans les flux d'IDE : dans plusieurs économies émergentes (Brésil, Mexique et PECO, entre autres), les groupes étrangers s'implantent dans les secteurs des cartes de crédit ou de la distribution.

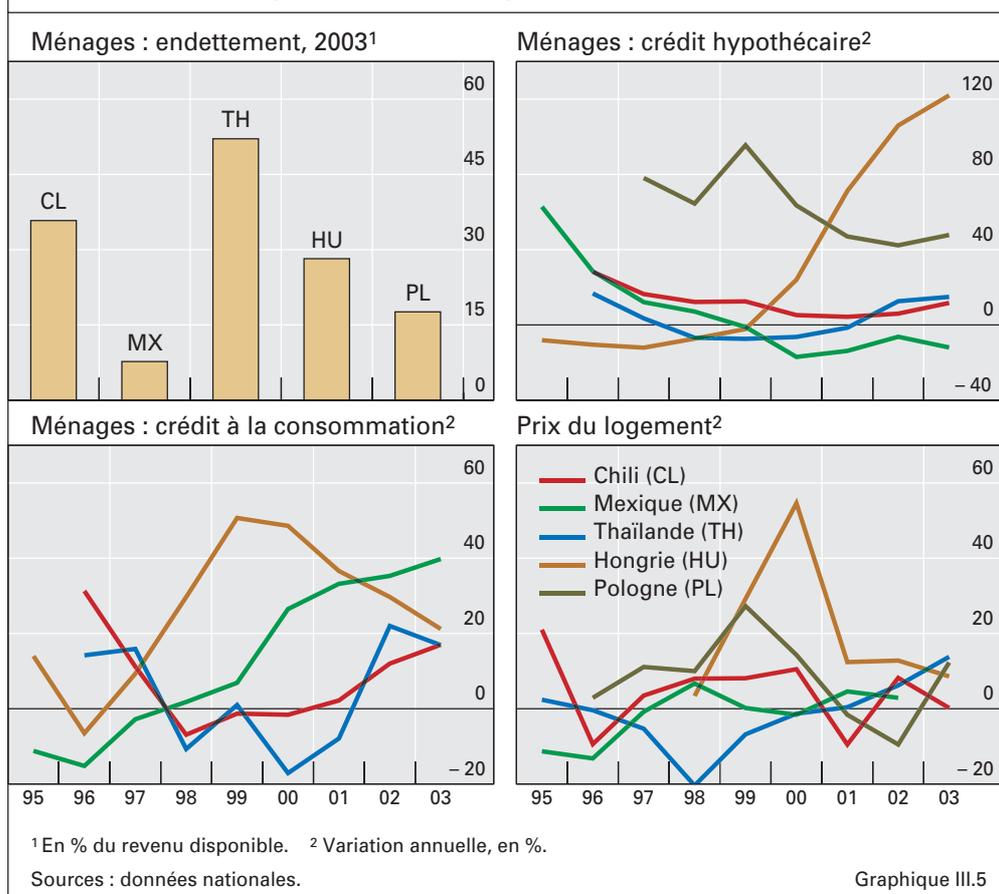
...soutenue par le crédit bancaire

L'expansion du crédit est particulièrement frappante dans les PECO et en Russie. En Europe centrale et orientale, la croissance moyenne du crédit aux ménages a été très rapide. Ainsi, en Hongrie, les prêts hypothécaires ont progressé de 81 % entre 2000 et 2003, et les prêts à la consommation de 32 % entre 1998 et 2003. En Russie, le crédit hypothécaire a bondi de 118 % en 2003 et le crédit à la consommation de 48 %, à partir d'un faible niveau toutefois.

Expansion rapide du crédit dans les PECO

Dans les économies émergentes, la croissance des prêts aux ménages facilite l'accès à la propriété et procure une source de financement au secteur informel. Dans les pays où leur canal est peu développé, le crédit reste en fait rationné. Seule une petite fraction de la population (les hauts revenus) y a accès, et les taux d'intérêt sont fréquemment prohibitifs.

Crédit aux ménages et prix du logement



La croissance du crédit aux ménages devrait se poursuivre

Plusieurs raisons portent à croire que le crédit aux ménages va continuer de se développer. Premièrement, cette activité est un élément essentiel de diversification pour des secteurs financiers trop tributaires des prêts aux entreprises. Deuxièmement, dans les pays où le crédit aux ménages était quasiment inexistant jusqu'à une date récente, souvent à cause de restrictions, la demande cumulée demeure forte. Troisièmement, cette croissance du crédit s'accompagne d'une progression générale du revenu et de la richesse des ménages – notamment, dans ce dernier cas, grâce à la hausse des cours des actions, qui leur a permis de s'endetter davantage.

La vive expansion du crédit peut être source de risques...

Cependant, cette expansion rapide engendre des risques qui ne sont peut-être pas bien maîtrisés. Un surendettement pourrait empêcher les ménages d'assurer le service de leur dette. Cette difficulté s'accroîtrait, bien évidemment, si une bulle immobilière se formait puis éclatait.

Surendettement des emprunteurs ?

...dont le surendettement des ménages...

La vulnérabilité des ménages à un endettement accru varie largement d'un pays à l'autre. Elle semble susciter moins d'inquiétudes au Mexique et dans les PECO, pour au moins trois raisons. Tout d'abord, dans ces pays, le ratio crédit au secteur privé/PIB nominal reste faible : en 2003, les concours bancaires au secteur privé avoisinaient 16 % du PIB au Mexique et 33–42 % en Hongrie, en Pologne et en République tchèque, contre 64 % au Chili, 90 %

en Thaïlande et 112 % en Corée. Les ratios endettement/revenu des ménages y sont également inférieurs (graphique III.5). Ensuite, dans nombre de cas, les banques sont aujourd'hui plus solides qu'il y a quelques années, lorsque les crises avaient réduit la taille du secteur financier. Enfin, un volume significatif de crédit est accordé par des établissements étrangers utilisant des techniques de gestion du risque plus efficaces. Ainsi, en 2002, la part de ces établissements (définis comme ayant au moins 50 % de capitaux étrangers) dans l'actif total du secteur bancaire dépassait 80 % au Mexique et s'échelonnait de 67 % à 90 % en Pologne, République tchèque et Hongrie, contre 6 % en Thaïlande et 32 % en Corée.

En revanche, la vive croissance des créances sur carte de crédit constitue une grande préoccupation en Thaïlande et en Corée. En Thaïlande, le nombre de cartes de crédit émises par les banques a augmenté de 23 % en 2003, à 4,2 millions, et leur encours de 33 % (à près de \$2 milliards, soit 1,3 % du PIB 2003). De surcroît, plusieurs millions de cartes ont été mises en circulation par des émetteurs non bancaires. Il semble toutefois que la proportion de prêts non productifs sur carte de crédit reste faible (3-4 % de la dette totale). Malgré cela, la Banque de Thaïlande a adopté un ensemble de mesures, avec effet en avril 2004, visant à restreindre la délivrance de ces cartes.

Alors que la Thaïlande est encore en plein boum des cartes de crédit, la Corée, elle, en subit les séquelles. Dans ce pays, après plusieurs années de hausse rapide des emprunts par carte de crédit, les ménages ont commencé à rencontrer des difficultés pour assurer le service de leur dette, et particulièrement pour rembourser en fin de mois l'intégralité des avances. Pour y faire face, de nombreux consommateurs ont contracté de nouveaux prêts analogues auprès d'autres émetteurs, ce qui a aggravé leur situation financière et fragilisé davantage leurs créanciers. Le taux moyen d'impayés sur cartes de crédit (arriérés d'au moins un mois) a atteint 14 % de l'ensemble des actifs gérés, fin 2003, contre environ 6 % un an auparavant. En 2003, après une année de bénéfices, les huit sociétés locales de cartes de crédit ont fait état de pertes nettes représentant près de 1,7 % du PIB ; de plus, leur ratio de fonds propres est devenu négatif, tombant de 13 % à -5,5 %, malgré d'importantes injections de capitaux.

Surchauffe des marchés immobiliers ?

La surchauffe immobilière n'est pas générale dans les économies émergentes, mais cantonnée à certains pays et certaines régions. En Chine, par exemple, l'augmentation des prix immobiliers a été supérieure à 10 % pendant trois années consécutives à Shanghai (+ 18 % en 2003), alors qu'elle a été plus modeste dans d'autres zones urbaines. En Corée, les prix ont flambé à Séoul en 2002, puis se sont quelque peu assagis après l'adoption d'une politique de lutte contre la spéculation. Ils sont repartis après février 2003, mais se sont stabilisés depuis que le gouvernement a annoncé, en octobre, des mesures supplémentaires. En Thaïlande, ils montent depuis 2001, et les indicateurs disponibles dénotent une récente vigueur de l'activité immobilière. Au dernier trimestre 2003, la progression d'un indice de la valeur des transactions foncières s'établissait à 142 %, et celle d'un indicateur de la construction

...qui suscitent des inquiétudes en Corée et en Thaïlande

La Corée subit les séquelles d'un boum des cartes de crédit

Surchauffe immobilière en Asie

avoisinait 55 % (chiffres en glissement annuel). La valeur locative diminue toutefois. En effet, l'amélioration des conditions de financement accroît l'offre, et les locations vacantes sont plus nombreuses, les ménages étant incités à devenir propriétaires. Un recul comparable de la valeur locative s'est produit au Mexique. Dans plusieurs PECO, les prix immobiliers ont été très volatils. En Hongrie, par exemple, leur hausse a culminé à 55 % en 2000, puis est redescendue à 9 % en 2003.

Attitude des autorités et questions en suspens

Des restrictions
ciblées limitent
les faiblesses

On peut remédier de deux manières aux faiblesses que peut engendrer l'expansion rapide du crédit aux ménages. Une première solution consiste en des restrictions réglementaires ciblées, destinées à modérer certains marchés ou à atténuer la volatilité des prix. Ainsi, en octobre 2003, pour réfréner la spéculation immobilière en Corée, une commission gouvernementale a proposé d'alourdir fortement l'impôt sur les plus-values immobilières des propriétaires d'au moins trois biens résidentiels. La Corée et la Thaïlande ont plafonné le ratio prêt hypothécaire/valeur du bien (en ciblant l'immobilier de luxe), afin de rendre le secteur financier moins vulnérable. Dans le domaine des cartes de crédit, différents remèdes ont été essayés, tels que limitation ou pénalisation des pratiques de marketing agressives, interdiction d'émettre de nouvelles cartes, plafonnement du crédit (en fonction du revenu) ou obligation de rembourser un certain pourcentage des prêts. À plusieurs reprises, les opérateurs sur cartes ont également dû renforcer leurs provisions pour pertes potentielles.

L'imposition de restrictions ciblées peut se justifier par les imperfections du marché (la spéculation, par exemple, à laquelle l'immobilier est considéré exposé dans un certain nombre d'économies émergentes). Des limitations analogues, très répandues il y a quelques décennies, sont d'ailleurs encore en vigueur dans plusieurs pays avancés.

La discipline de
marché peut fortifier
le système
financier...

Une autre solution consiste à faire jouer la discipline de marché, qui devrait favoriser la survie des entreprises bien gérées. Si elle joue efficacement son rôle, les agents moins solvables auront plus difficilement accès au crédit. De surcroît, un créancier qui prend des risques excessifs sera soumis à des coûts de financement plus élevés (ou à une dégradation de sa note de crédit) ou pourra subir des pertes si lourdes qu'il devra cesser son activité. Les événements récents indiquent toutefois que quatre facteurs au moins peuvent fausser le jeu de la discipline de marché.

...mais elle
est faussée par
plusieurs facteurs

Premièrement, dans les économies émergentes, les prêteurs ne disposent généralement pas d'informations adéquates sur la solvabilité des emprunteurs. Ainsi, bien qu'il existe des mécanismes de collecte de données sur les défauts de paiement et sur les caractéristiques pertinentes des emprunteurs, les informations sont parfois incomplètes ou, pour des raisons de concurrence, les établissements financiers ne se les communiquent pas. Afin de remédier à ces difficultés, plusieurs économies émergentes mettent actuellement en place des agences de renseignement financier ou en améliorent l'efficacité. Deuxièmement, le crédit à la consommation, notamment sur carte, étant une activité très lucrative, les prêteurs sont fort

tentés d'employer des méthodes offensives pour conquérir des parts de marché. L'essor du marché des cartes de crédit est également favorisé par les innovations qui facilitent l'accès à un financement peu onéreux, telles que la titrisation des créances sur le marché international. Troisièmement, dans certains pays, les prêteurs sous-estiment beaucoup le risque de surendettement des emprunteurs. Ils proposent, par exemple, des cartes de crédit à un particulier sans vérifier ni ses antécédents ni même l'existence de revenus. Quatrièmement, les pouvoirs publics sont parfois réticents à autoriser la mise en faillite d'établissements financiers qui ont pris de mauvaises décisions de prêt, par crainte des effets systémiques ou des conséquences pour les emprunteurs. Cette situation soulève la question du risque subjectif.

Boum économique en Chine et en Inde

Facteurs de l'expansion récente en Chine

La solidité de la croissance en Chine a été l'un des grands moteurs de la reprise dans les économies émergentes en 2003. Même si l'épidémie de SRAS a pesé sur l'activité au premier semestre, la production industrielle a augmenté de 16 % sur l'année, contre 13 % en 2002. L'impulsion est venue de l'investissement en capital fixe (particulièrement dans la sidérurgie, l'aluminium, le ciment et le bâtiment), qui a progressé de 10 % seulement pour les nouveaux projets, mais a bondi de plus de 50 % pour les programmes déjà prévus. L'essor de l'investissement semble s'accélérer cette année ; ainsi, au premier trimestre, les dépenses d'équipement des entreprises privées et publiques ont affiché une hausse nominale d'au moins 40 % (en glissement annuel).

En Chine, boum de l'investissement

L'activité a également été soutenue par la consommation : l'expansion du crédit bancaire et la hausse du revenu des ménages ont stimulé les ventes d'automobiles et d'autres biens de consommation à forte valeur. La politique budgétaire est, elle aussi, restée propice à la croissance. L'abondance des recettes en fin d'année a ramené le déficit à 2,5 % du PIB en 2003, alors que les indemnités liées à l'épidémie de SRAS ont favorisé la demande au premier semestre. Il faut s'attendre à un moindre soutien budgétaire cette année, l'État ayant annoncé la réduction de ses émissions d'obligations affectées aux investissements d'infrastructure.

Vigueur de la consommation

Les exportations se sont fortement accrues (de près de 35 % en 2003), sous l'effet d'une demande croissante émanant des États-Unis. Les exportateurs ont avancé leurs livraisons avant la baisse des abattements de TVA à partir de janvier 2004, ce qui a donné un élan temporaire. L'essor de l'investissement et des exportations étant, dans une large mesure, tributaire de la transformation d'intrants, il s'est accompagné d'une progression encore plus marquée des importations (40 %), surtout de produits de base et de produits industriels (tableau III.5). La part de la Chine dans la consommation mondiale de ces produits s'est nettement accrue ; elle se situait l'an dernier à 42 % pour le charbon, 34 % pour le minerai de fer, 20 % pour le cuivre et

Dynamisme des exportations et des importations

Chine : commerce extérieur						
Variation annuelle, en %						
	Exportations			Importations		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Total	6,7	22,4	34,7	8,2	21,2	39,9
Dont :						
Produits de base	4,1	7,5	22,3	-2,0	7,6	47,8
Matières premières brutes	-6,0	5,0	14,3	10,6	2,7	50,1
Combustibles d'origine minérale	8,6	-1,7	32,9	-15,1	10,2	51,6
Produits chimiques et assimilés	11,2	14,0	35,8	6,4	21,5	25,5
Produits industriels	7,3	23,7	35,8	10,9	24,4	38,3
Biens manufacturés	3,1	20,7	30,3	2,8	15,6	31,8
Machines et matériel de transport	15,1	33,6	47,9	16,3	28,2	40,8
Sources : CEIC ; données nationales.				Tableau III.5		

7 % pour le pétrole. En conséquence, l'excédent commercial a été ramené à \$25 milliards en 2003 et a fait place à un déficit au premier trimestre 2004. Malgré une contribution directe pratiquement nulle des échanges commerciaux nets à la croissance en 2003, le niveau élevé des recettes d'exportations a rejailli sur la demande intérieure, via une hausse des bénéfices des entreprises et du revenu disponible des ménages.

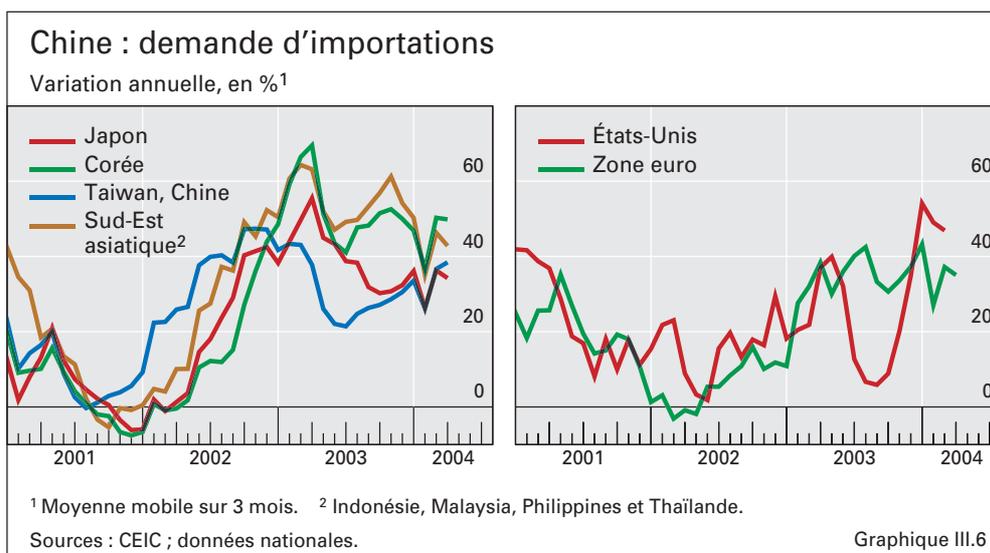
Répercussions régionales et mondiales

La Chine est un leader mondial pour l'activité manufacturière...

La Chine doit sa croissance rapide au fait qu'elle s'est imposée, ces dernières années, comme un grand fournisseur mondial de produits industriels, avec 7 % de la production dans ce secteur en 2003 et une augmentation de la part des exportations dans le PIB. Elle a amélioré sa compétitivité grâce à ses faibles coûts de main-d'œuvre et à ses gains de productivité. Sa contribution aux exportations mondiales de marchandises a ainsi doublé depuis 2001, atteignant près de 8 % en 2003. Parallèlement, une intégration verticale accrue a stimulé les importations en provenance des pays voisins et les échanges intrarégionaux.

...ce qui rejaillit sur ses partenaires commerciaux...

L'incidence du récent boum chinois varie largement d'un pays et d'une région à l'autre. Les économies étroitement liées aux activités manufacturières chinoises tournées vers l'exportation en tirent des avantages significatifs. L'an dernier, les importations de la Chine en provenance de Corée, du Japon et de Taiwan, par exemple, ont progressé de 30-50 % (graphique III.6, cadre de gauche). Au Japon, les exportations vers la Chine ont contribué au rebond de l'investissement ; les flux commerciaux et touristiques chinois ont joué un rôle important dans le redressement de Hong-Kong, après un épisode de déflation. Les importations chinoises venant de l'Est asiatique ont, elles aussi, affiché une forte hausse en 2003 et ont nettement accru leur participation à la croissance des exportations de la région. Toutefois, la Chine a fini par concurrencer ses voisins en élargissant sa part de marché dans les pays industrialisés, notamment pour les produits à faible valeur



ajoutée – secteur où ceux-ci bénéficiaient auparavant d'un avantage compétitif.

La demande substantielle de la Chine bénéficie également à d'autres régions. Ainsi, en 2003, les exportations du Brésil vers la Chine, tirées par les produits de base, ont bondi de 80 % en valeur nominale. Celles des États-Unis et de la zone euro ont également enregistré une hausse significative (graphique III.6, cadre de droite). Cependant, l'incidence sur l'activité de ces pays a été modeste, la Chine ne représentant que 3–4 % de leurs marchés d'exportations. Pour la même raison, le déficit commercial envers le reste de l'Asie s'est vivement creusé (+\$30 milliards environ) entre 2000 et 2003. Les exportations chinoises vers les États-Unis ont, elles, augmenté de 22 % l'an dernier, portant l'excédent des échanges bilatéraux à plus de \$100 milliards, ce qui a avivé les pressions protectionnistes dans ce pays (chapitres II et V).

...jusqu'en
Amérique latine

Durabilité de l'expansion actuelle

L'envolée des dépenses d'investissement en capital fixe en 2003 pourrait être source de fragilité. Le ratio investissement/PIB de la Chine (0,45) est l'un des plus élevés au monde. Il induit non seulement un risque de surchauffe à court terme, mais, s'il perdure, il peut également entraîner, à moyen terme, un surinvestissement et une compression des taux de rendement. En fait, l'investissement se concentre en grande partie sur les entreprises publiques, où la rentabilité est moindre que dans le secteur privé. Cela pourrait aggraver les surcapacités et amplifier la tendance longue à la déflation dans l'économie. En outre, dans la mesure où les taux d'investissement actuels ne sont pas tenables, la demande intérieure pourrait ralentir, rendant la Chine encore plus tributaire des exportations pour maintenir son rythme de croissance.

Le risque de
surinvestissement
reste élevé

La fragilité financière est, elle aussi, préoccupante, car l'investissement a été financé par une expansion soutenue du crédit bancaire (graphique III.7, cadre de gauche). De plus, les prêts au secteur immobilier augmentent rapidement (45 % en 2003) et bénéficient surtout aux promoteurs. Ils s'accompagnent d'une flambée des prix immobiliers dans les principales

L'augmentation des
prêts comporte des
risques...

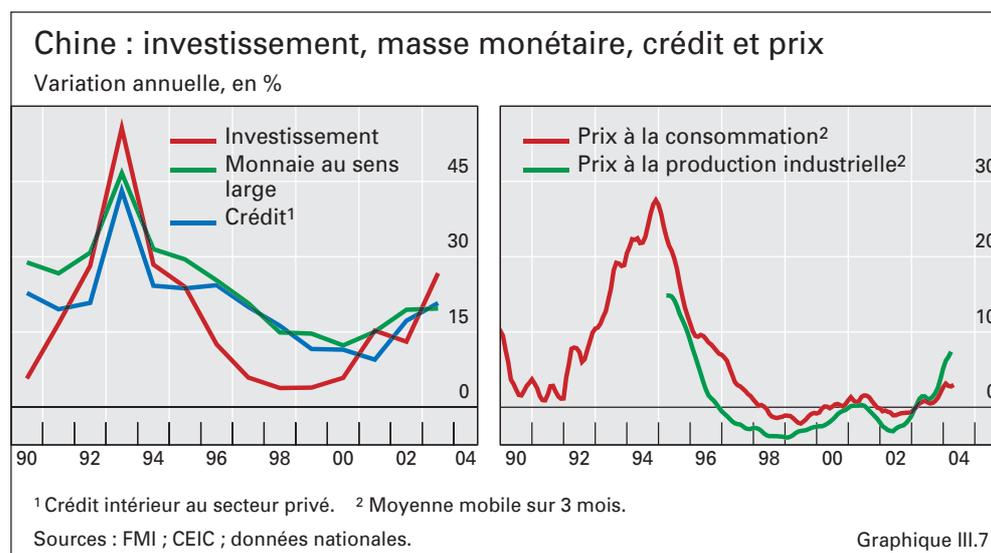
métropoles, comme Shanghai. L’an dernier, les autorités ont réagi en publiant, à l’intention des banques, des directives qui limitaient le volume des prêts au secteur immobilier et aux particuliers pour la construction d’une résidence secondaire ou d’une maison de luxe. Une surabondance de liquidité a, par ailleurs, encouragé les banques à accroître le crédit à la consommation, pour lequel les critères d’octroi ne sont généralement pas adéquats. Il pourrait en résulter une hausse des taux de défaut et des prêts improductifs dans le système bancaire – déjà estimés à 15 % du total des prêts en 2003.

...comme la surchauffe et l’inflation

La montée de l’inflation constitue un autre risque. L’expansion actuelle repose sur une utilisation intensive des ressources, qui aboutit à des pénuries généralisées de métaux, d’énergie et de produits de base. Ainsi, en 2003, la consommation d’acier par la Chine a représenté 90 % de l’augmentation de la demande mondiale de ce métal ; elle a dépassé l’offre intérieure, ce qui est également le cas, et largement, pour le nickel et le cuivre.

La montée des tensions inflationnistes...

Ces phénomènes ont marqué la fin de la déflation et favorisé la remontée des prix à la consommation (graphique III.7, cadre de droite). L’envolée des prix à la production industrielle a été encore plus sensible (25–80 % pour l’acier et les autres métaux en mars 2004). Par le passé, les prix à la production ont généralement augmenté moins vite que les prix à la consommation, en raison de gains de productivité importants et de l’incapacité des entreprises à répercuter le renchérissement de leurs coûts du fait de la faiblesse de la demande. Cela semble avoir changé l’an dernier : les anticipations d’inflation se sont renforcées et ont poussé les entreprises à répercuter une plus grande partie de ces hausses de coûts. Il est également à noter qu’en Chine les cycles de prix ont toujours été étroitement liés à ceux de l’investissement et de la masse monétaire (graphique III.7, cadre de gauche). Au début des années 90, une vive accélération de l’investissement et du crédit avait alimenté l’inflation, justifiant un resserrement monétaire qui avait débouché sur une longue période de déflation. L’activité économique avait aussi retrouvé un rythme plus tenable.



Conscientes de ces risques, les autorités ont récemment engagé des réformes destinées à renforcer le système bancaire, ainsi qu'un train de mesures pour modérer l'activité. En décembre 2003, les pouvoirs publics ont recapitalisé deux des quatre grandes banques d'État, en mobilisant \$45 milliards de réserves de change. Afin d'améliorer la gouvernance, il est prévu d'introduire en Bourse ces deux établissements et de placer leurs actions auprès d'investisseurs privés. Les autres banques d'État doivent faire l'objet du même processus.

...a entraîné l'adoption de mesures visant à modérer l'activité...

En septembre 2003, la banque centrale a également commencé à durcir sa politique monétaire, rehaussant à plusieurs reprises le coefficient de réserves obligatoires et renforçant les restrictions administratives au financement de l'investissement dans certains secteurs. Affichant leur souci d'une croissance plus lente et plus équilibrée, les autorités chinoises ont ramené à 7 % leurs prévisions pour 2004 et annoncé à la fois une déprogrammation de projets de travaux publics et des mesures destinées à relever le revenu des ruraux.

Les données du premier trimestre 2004 font néanmoins état d'une accélération de l'activité. L'expansion du crédit bancaire (supérieure à 20 % en mars) et l'inflation restent élevées. La demande d'investissement continue d'augmenter, pour la réalisation de projets déjà programmés, mais aussi parce qu'elle est stimulée par une forte diminution des taux d'intérêt réels. De nouvelles mesures restrictives seront donc peut-être nécessaires pour éviter une surchauffe de l'économie.

...dont les effets tardent à se faire sentir

Accélération de la croissance en Inde

L'année dernière, l'économie indienne a affiché une croissance supérieure à 8 %, la plus rapide en Asie après la Chine. Cet essor a été tiré par l'agriculture, suite à une mousson favorable, et par un redémarrage progressif de l'industrie, dont les résultats étaient à la traîne. Le secteur des services (plus de 55 % du PIB) a gagné 8 %. Côté demande, des revenus ruraux en hausse, des taux d'intérêt bas et des cours boursiers en progression ont stimulé la consommation et l'investissement. L'activité devrait rester soutenue dans les deux ans à venir.

L'Inde au deuxième rang en Asie pour la vigueur de sa croissance

L'optimisme récent trouve plusieurs explications. L'intensification de la concurrence étrangère a poussé de nombreuses entreprises à se restructurer, ce qui a amélioré leur rentabilité. Les bénéfices nets des grands groupes ont progressé de 30 %, en rythme annuel, sur les deux derniers trimestres 2003. Les autorités ont engagé des mesures visant à accélérer les privatisations, abaisser les tarifs douaniers et ouvrir davantage l'économie aux investisseurs étrangers. Le solde des paiements courants est excédentaire depuis 2001 et les entrées nettes d'IDE et d'investissements de portefeuille ont plus que doublé depuis 2002, même si elles restent largement inférieures à celles de la Chine. En outre, depuis deux ans, la hausse des revenus et l'élargissement de l'accès au crédit bancaire ont accru la capacité d'achat des ménages, ce qui alimente la dépense en biens de consommation durables et l'investissement dans l'immobilier résidentiel.

Les conditions favorisent la poursuite d'une croissance soutenue

Amélioration des perspectives grâce au secteur informatique et aux services externalisés

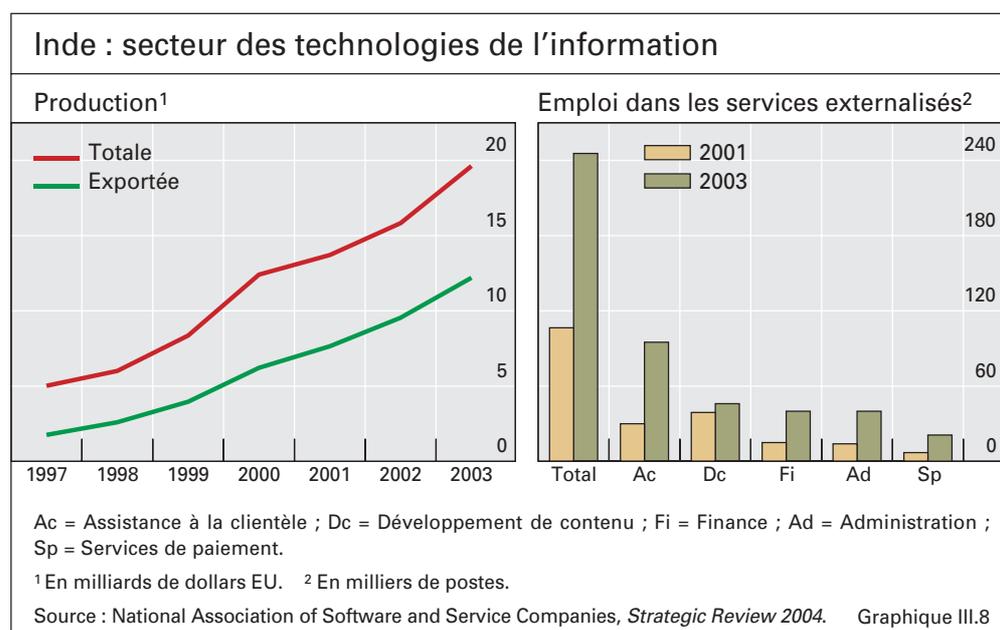
À l'avenir, l'Inde devrait aussi bénéficier de la croissance de son secteur des services, notamment informatiques. Grâce à ses avantages en termes de coûts et à sa main-d'œuvre abondante et très qualifiée, mais aussi aux compressions de coûts dans les pays industrialisés, l'Inde accueille de plus en plus d'activités délocalisées, notamment pour la production de logiciels. En conséquence, l'informatique et les activités connexes, en rapide essor depuis cinq ans, représentent 4 % du PIB et apportent une contribution significative aux exportations (graphique III.8, cadre de gauche). Les recettes tirées des services externalisés sont estimées avoir progressé de plus de 50 % en 2003, pour s'établir à \$4 milliards. Le potentiel de croissance est important, car la délocalisation devrait fortement s'intensifier partout dans le monde durant la prochaine décennie.

Les délocalisations vers l'Inde ne représentent qu'une faible part de l'emploi mondial

D'aucuns redoutent que cette externalisation des activités affecte les perspectives d'emploi, en particulier aux États-Unis (la plus importante source de délocalisations vers l'Inde). Ces craintes ont incité plusieurs États fédérés à limiter les transferts d'emplois vers des centres à bas coûts (une législation analogue est en examen au niveau fédéral). Alors que les postes créés dans divers secteurs d'activités à distance ont plus que doublé en Inde ces deux dernières années (graphique III.8, cadre de droite), ils restent bien inférieurs aux pertes d'emplois aux États-Unis. Même si les transferts d'emplois hors des États-Unis progressaient fortement sur les prochaines années, leur part correspondante dans l'emploi total resterait probablement inférieure à 1 % jusqu'en 2010, selon certaines estimations. Par ailleurs, l'externalisation peut engendrer des gains appréciables dans les pays industrialisés en y réduisant les coûts ; à l'avenir, elle pourra aider à résoudre un problème de pénurie de main-d'œuvre.

Des défis majeurs

Néanmoins, il ne sera pas facile de préserver la vigueur de l'activité en Inde. Avec une croissance potentielle actuellement estimée à 6 % environ, il faudrait pour cela relever le taux d'investissement (aujourd'hui 24 % du PIB)



ou accroître nettement la productivité. Dans les deux cas, la poursuite de l'ouverture de l'économie à l'investissement étranger serait bénéfique. L'infrastructure du pays a également besoin d'être améliorée et la privatisation des entreprises publiques accélérée. En outre, à plus de 9 % du PIB, le déficit budgétaire reste très important. Il est en partie responsable du niveau élevé des taux d'intérêt réels et de l'éviction d'un investissement privé plus productif.

Marchés et cours des produits de base

Évolutions récentes et tendances à long terme

Les cours des produits de base, mesurés en dollars EU, ont de nouveau augmenté l'an dernier. En mars 2004, ils avaient fait un bond de plus de 70 % par rapport au creux de décembre 2001 (tableau III.6). La hausse des prix pétroliers a déjà été répercutée sur les prix de détail de l'énergie dans les pays industrialisés (chapitre II). Le renchérissement des matières premières hors pétrole a fait monter les prix à la production, mais sans effet significatif sur les prix de détail mondiaux. Certains analystes y voient néanmoins la preuve d'anticipations d'inflation générale et le signal probable d'une fin imminente de la période de basse inflation. D'autres y perçoivent le résultat d'un accroissement de la demande, qui, étant donné le faible poids de ces intrants dans les coûts totaux, ne constitue pas un indicateur fiable de l'inflation à venir. L'analyse de l'évolution des cours des produits de base sur la durée porte à croire que la hausse n'a pas encore atteint son apogée. Elle amène également à s'interroger sur ses conséquences pour les perspectives de croissance des pays exportateurs. Les économies d'Afrique, en particulier, très dépendantes des exportations de pétrole et d'autres produits de base, auront une occasion unique de traduire une amélioration des termes de l'échange en une élévation durable de leur rythme de croissance.

Contrairement aux attentes, inscrites dans les cotations des contrats à terme, le cours du brut s'envole depuis mi-2003 (graphique III.9), en partie sous l'effet d'un surcroît inattendu de demande (notamment en Chine, mais aussi dans d'autres économies émergentes d'Asie et aux États-Unis). En outre, le retard enregistré dans le rétablissement des exportations de pétrole irakien et les troubles politiques au Nigeria et au Venezuela ont eu tendance à comprimer l'offre. L'accroissement imprévu de la demande ainsi que la

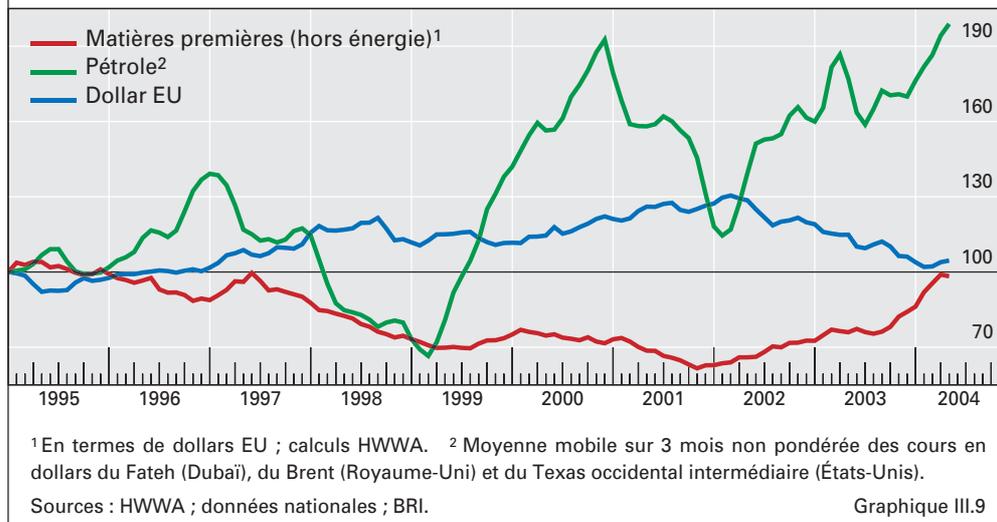
Envolée des cours des produits de base

Pour le pétrole, envolée des cours due à la vigueur de la demande...

Cours des produits de base, mars 2004							
En termes de dollars EU, décembre 2001 = 100							
Total	Pétrole	Produits hors pétrole	Produits industriels	Denrées alimentaires	Coton	Graines de soja	Blé
172	182	157	162	133	169	219	136
Laine	Charbon	Minerai de fer	Aluminium	Cuivre	Plomb	Nickel	Zinc
141	140	126	123	204	182	259	145
Sources : FMI ; Hamburgische Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA).							Tableau III.6

Cours des produits de base et cours de change effectif nominal du dollar EU

Décembre 1994 = 100



persistance d'un écart négatif (déport) entre le comptant et le terme ont ramené les stocks commerciaux à un point bas historique, ce qui a amplifié la volatilité des cours. Même si la production irakienne est aujourd'hui revenue aux niveaux d'avant la guerre, les cours en dollars EU vont probablement rester élevés, voire augmenter encore cette année, en raison de la reprise mondiale anticipée et de la montée des préoccupations face aux attentats contre des installations pétrolières. La décision de l'OPEP de réduire sa production à compter du 1^{er} avril 2004 aura un effet incertain, car la plupart de ses membres continuent d'extraire au-delà de leur quota et l'Arabie Saoudite a, depuis, invité ses partenaires à produire davantage.

...mais incertitude à moyen terme

Il convient toutefois de souligner qu'il est difficile d'anticiper précisément l'évolution des cours du pétrole, car tant l'offre que la demande demeurent très incertaines et les fluctuations de la demande nette peuvent prendre beaucoup d'ampleur. Ainsi, la hausse de l'offre attendue sur les cinq prochaines années suppose d'importants investissements en capacités de production et de transport. Côté demande, l'augmentation progressive de la part des services dans le PIB et une efficacité énergétique accrue devraient permettre de modérer la consommation. Cependant, si la Chine et l'Inde (où l'efficacité énergétique reste relativement faible) continuent de renforcer leur part du PIB mondial, la demande pourrait s'accroître davantage que prévu et faire monter les cours. De fait, même si elle ne consomme que 7 % du total mondial, la Chine est déjà le deuxième importateur au monde. Si l'on considère également que l'OPEP (qui contrôle plus de 60 % des réserves pétrolières totales) pourrait accroître à moyen terme sa part de la production mondiale, on ne peut exclure une inversion de la tendance baissière du cours réel du pétrole, observée depuis 1980.

Renchérissement des produits de base hors pétrole...

Même après la récente hausse, le cours moyen nominal en dollars des produits de base hors pétrole se situe quasiment à son niveau d'il y a 40 ans. En termes réels (corrige par un indice des prix à la production ou par les

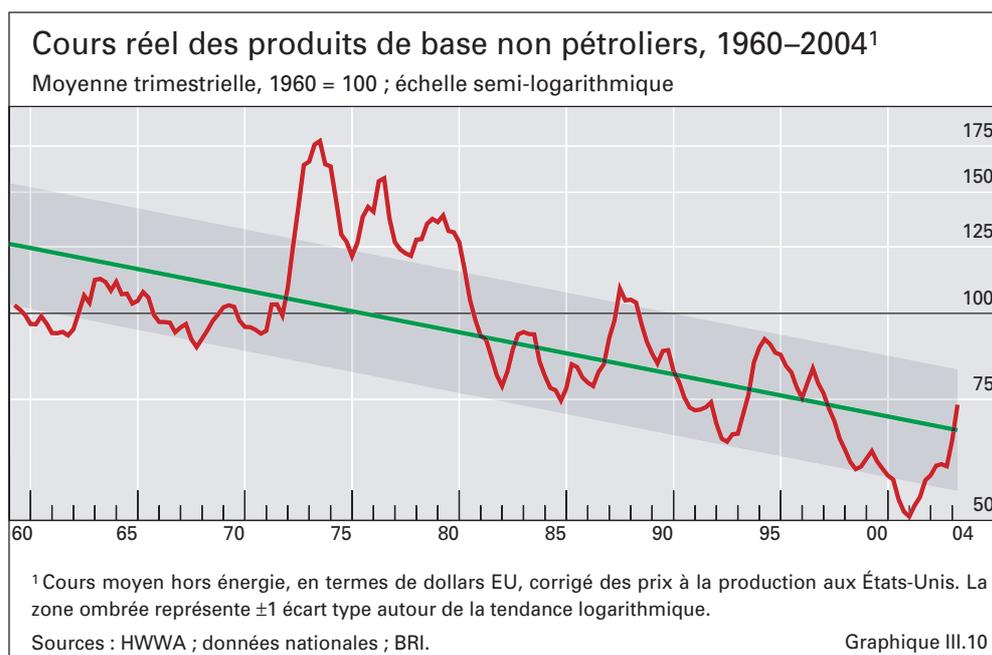
valeurs unitaires à l'exportation dans les pays industrialisés), ce cours a d'ailleurs baissé de près de 1,5 % l'an, soit une tendance proche de celle observée sur les 150 dernières années. Il affichait, fin 2001, un minimum absolu (graphique III.10). Ainsi, sa récente remontée peut s'expliquer par un retour, certes lent, vers la trajectoire de longue période.

D'autres facteurs entrent néanmoins en jeu. Depuis la fin du système de Bretton Woods, le cours réel des produits de base hors pétrole tend à évoluer à l'inverse du cours effectif du dollar EU. Ce phénomène a été particulièrement manifeste pendant la première moitié des années 80 et la seconde partie des années 90, lorsque l'appréciation du dollar et les taux d'intérêt réels élevés ont contraint les pays producteurs à accroître l'offre afin d'assurer le service de leur dette en dollars. Il en est résulté des pressions à la baisse sur les cours, qui ont été amplifiées par le recul de la demande dans les pays dont la monnaie se repliait face au dollar. Inversement, lors de la dernière dépréciation du dollar, le raffermissement de la demande des importateurs, conjugué au repli de l'offre, a entraîné un renchérissement. La progression marquée du secteur manufacturier (gros consommateur de produits de base) en Chine, et plus récemment aux États-Unis, explique aussi cette évolution. En outre, la flambée des cours du pétrole (intrant majeur dans la production de nombreuses matières premières) a accentué ces tensions.

Quelles sont les perspectives à brève et moyenne échéance pour les cours des produits de base hors pétrole ? Tandis que la demande devrait s'accroître encore cette année – la reprise mondiale touchant davantage de pays –, les facteurs d'offre pourraient exercer un effet modérateur. Par exemple, la progression des cours particulièrement vive de l'an dernier s'expliquait par le fait que les stocks de certains métaux étaient descendus à des minimums historiques et que l'offre de diverses denrées alimentaires s'était contractée, pour des raisons climatiques. Cette hausse des cours semble en outre avoir été accentuée par les achats de spéculateurs désirant se couvrir contre la chute du

...en partie sous l'effet de la dépréciation du dollar

Malgré une possible modération des cours cette année...



...la tendance pourrait se stabiliser à moyen terme

Perspectives incertaines pour les cours des produits de base hors pétrole

La volatilité des cours : un défi pour les autorités

Un régime de change souple pourrait amortir les chocs...

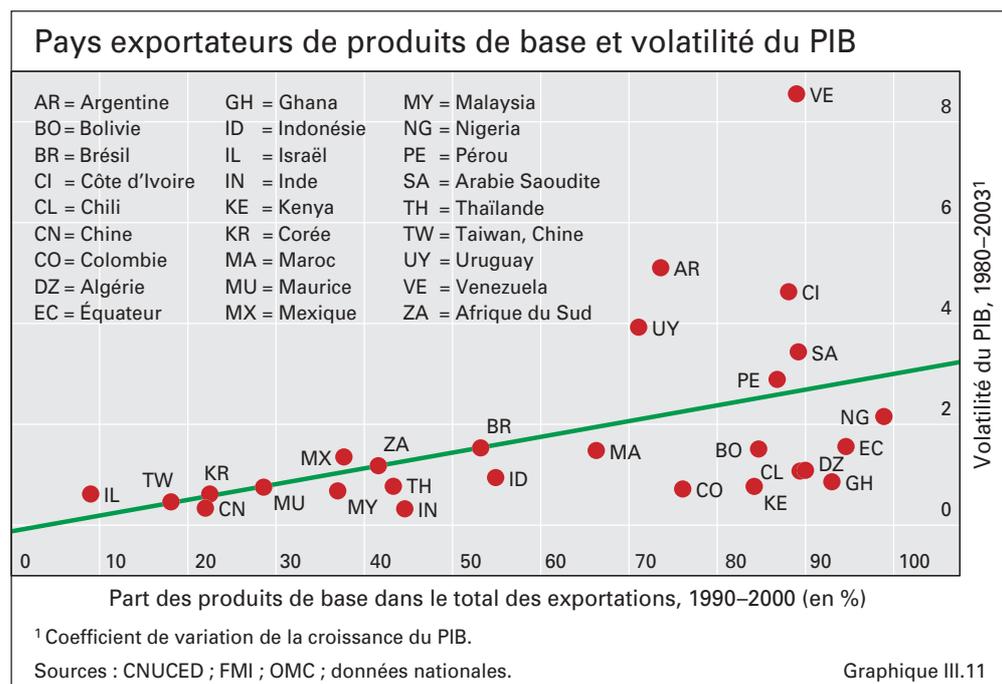
dollar. Cependant, avec l'ajustement de l'offre et de la demande, la plupart de ces facteurs pourraient perdre de leur influence cette année. Ainsi, en avril, les cours des métaux se sont repliés en réaction au gonflement des stocks et aux rumeurs selon lesquelles la Chine allait durcir les conditions des prêts bancaires.

Au-delà de l'année prochaine, les perspectives sont encore plus incertaines pour les cours des produits de base hors pétrole. D'un côté, avec la Chine qui devient grand producteur de biens manufacturés et gros consommateur de matières premières, ces cours pourraient s'élever, à moyen terme, par rapport aux prix des biens manufacturés, et ainsi inverser la tendance négative observée par le passé. De l'autre côté, les nombreuses analyses empiriques de l'évolution sur les 150 dernières années ne décèlent aucune rupture de tendance. À court terme, l'élasticité de l'offre est certes assez faible et les fluctuations de la demande peuvent avoir d'importants effets immédiats sur les cours relatifs. À long terme toutefois, l'offre et la demande s'adaptent généralement à ces changements et la tendance se rétablit alors.

Conséquences possibles pour l'action des autorités

La tendance baissière à long terme des cours des produits de base hors pétrole a progressivement érodé le revenu disponible réel des pays exportateurs. Un aspect est peut-être plus important encore : étant donné que la tendance longue des cours masque une forte volatilité (pour ces produits comme pour le pétrole), leurs mouvements à court terme sont hautement imprévisibles. En fait, comme le montre le graphique III.11, on observe une corrélation positive, sur l'ensemble des pays, entre la part des produits de base dans les exportations et la volatilité du PIB.

Les autorités pourraient-elles améliorer la situation ? D'aucuns avancent que l'adoption d'un régime de change souple pourrait servir d'amortisseur : l'appréciation (ou la dépréciation) de la monnaie en réaction à une hausse (ou



une baisse) des prix à l'exportation en atténuerait l'incidence sur l'économie. Il est à noter que, parmi les pays d'Afrique exportateurs de produits de base, ceux dont la monnaie est rattachée à l'euro (et précédemment au franc français) ont vu leur PIB varier davantage, en raison de l'évolution des termes de l'échange, que ceux qui pratiquent un régime flexible.

L'adoption d'un change souple afin de modérer l'effet des fluctuations des cours des produits de base appelle toutefois quelques réserves. Un tel dispositif ne peut pas résoudre le problème du repli à long terme des cours réels. De plus, pour les autres secteurs d'exportations ou concurrençant les importations (comme l'activité manufacturière), il n'existe pas de régime « optimal ». Si le change est souple et s'apprécie avec la hausse des cours, les marges bénéficiaires des fabricants sont comprimées par la baisse des prix. Inversement, si le change est fixe, ces fabricants risquent de subir des tensions sur leurs coûts, car la progression des bénéfices dans le secteur des produits de base induira une augmentation des salaires. Enfin, et peut-être surtout, il convient d'opérer un arbitrage entre atténuation des variations du PIB et inflation. Ainsi, les pays africains producteurs à change fixe enregistrent des taux d'inflation moins élevés et plus stables que ceux qui sont dotés d'un régime souple.

Parce que les revenus tirés des exportations de produits de base constituent souvent une très importante source de recettes publiques, il pourrait être aussi nécessaire de recourir à la politique budgétaire ou à une règle budgétaire pour aider à la stabilisation macroéconomique. En effet, de nombreux pays exportateurs ont non seulement mené une politique procyclique, mais affichent aussi une tendance durable au déficit. Une hausse momentanée des cours des produits de base engendre souvent une élévation permanente des dépenses publiques et, tôt ou tard, un affaiblissement du solde budgétaire. Au Nigeria, par exemple, la remontée des prix pétroliers en 1998–2000 a d'abord conduit à un excédent budgétaire représentant 6½ % du PIB. Cependant, l'accroissement des recettes pétrolières ayant permis une hausse substantielle des dépenses publiques, le solde budgétaire s'est dégradé de l'équivalent de 12 % du PIB en deux ans à peine, et le solde des paiements courants de plus de 20 %.

Dans ces circonstances, une règle budgétaire permettrait de découpler dépenses publiques et fluctuations des recettes d'exportations. S'inspirant du fonds pétrolier norvégien (largement considéré le modèle du genre), plusieurs économies émergentes ont mis en place des fonds de stabilisation (ou prévoient de le faire) comme mesure préliminaire pour atténuer le caractère procyclique de leur politique budgétaire. Il y a quelques années, le Chili a constitué un tel fonds pour le cuivre, qu'il a maintenant intégré à son cadre budgétaire à moyen terme. Bien que plus récent, le fonds de stabilisation du pétrole de l'Algérie a déjà obtenu de bons résultats ; cette année pourrait toutefois mettre sa solidité à l'épreuve, car, d'une part, le cours actuel du pétrole est nettement supérieur au cours de référence du dispositif et, d'autre part, de vives pressions politiques appellent à répondre aux besoins sociaux et à augmenter les dépenses de construction et de travaux publics.

...sans être une solution optimale

Le caractère procyclique de la politique budgétaire...

...pourrait être atténué par une règle budgétaire

IV. Politique monétaire dans les économies industrielles avancées

Faits marquants

Étant donné la modération des tensions inflationnistes durant la période analysée, les taux directeurs ont été maintenus à un très faible niveau dans les grandes économies afin de contribuer à la reprise. Dans un premier temps, la banque centrale américaine a pris des mesures efficaces pour conjurer tout risque de désinflation. Les taux à court terme sont demeurés à leur plus bas niveau depuis 46 ans et la Réserve fédérale a indiqué aux marchés son intention de prolonger cette orientation pour une durée « considérable ». La reprise se confirmant aux États-Unis, l'attention s'est progressivement portée sur les efforts des autorités monétaires pour aller dans le sens d'une plus grande neutralité. Dans la zone euro, l'orientation a également été accommodante, même si la BCE a dû arbitrer entre le soutien à une reprise encore fragile et ses préoccupations concernant l'inflation, qui s'est maintenue aux alentours de la limite supérieure retenue. L'appréciation substantielle de l'euro et l'hétérogénéité des résultats économiques ont ajouté à la difficulté. Pour sa part, la Banque du Japon a poursuivi sa politique de taux zéro et d'assouplissement quantitatif. Les tensions déflationnistes s'étant atténuées, la banque centrale va être confrontée aux difficultés, parfois atypiques, qui pourraient accompagner le rétablissement de conditions monétaires plus normales.

Ailleurs dans les autres économies industrialisées, la situation a été plus hétérogène. Plusieurs banques centrales ont abaissé leurs taux directeurs pour stimuler la croissance, tandis que d'autres les ont relevés en réaction aux pressions de la demande intérieure et, dans certains cas, aux risques liés à l'aggravation des déséquilibres financiers.

Après cette synthèse des évolutions, le chapitre abordera deux grandes questions qui ont fait l'objet d'une attention particulière. L'une est de savoir si l'orientation très accommodante des principales banques centrales pourrait, en dépit de ses effets manifestement positifs sur la reprise mondiale, devenir une source de vulnérabilité à long terme. L'autre concerne la politique de communication des instituts d'émission. Elle passe en revue les progrès réalisés dans ce second domaine et met en lumière les défis à relever.

Synthèse des évolutions

États-Unis

Au cours de l'année écoulée, la Réserve fédérale a maintenu son orientation très accommodante, le taux des fonds fédéraux demeurant inchangé à 1 %, dans une conjoncture marquée par une importante sous-utilisation des

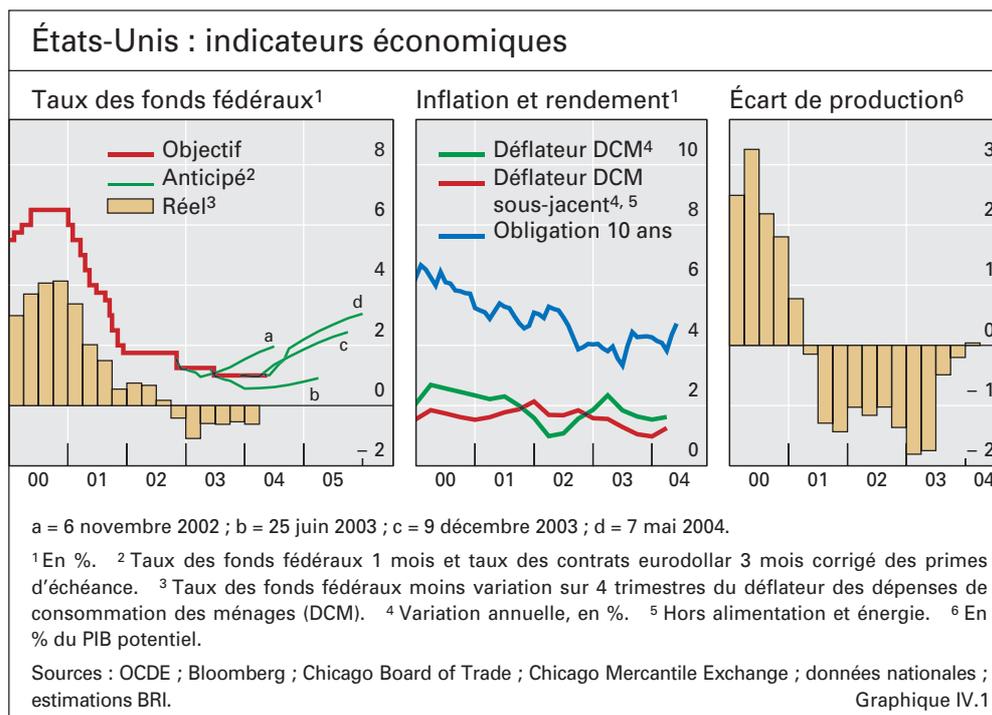
La politique monétaire américaine a été très accommodante

capacités, qui se résorbe rapidement toutefois, ainsi que par la faiblesse de l'inflation. La Réserve fédérale ayant clairement annoncé son intention de maintenir son taux directeur à un bas niveau pendant une période considérable, le taux réel (*ex post*) a continué d'être négatif (graphique IV.1). Compte tenu du décalage de ce dernier par rapport à son niveau de neutralité à long terme – encore accru par l'évolution récente de la productivité – la Réserve fédérale a indiqué son intention, à terme, de revenir à des conditions moins accommodantes. Son dilemme durant la période sous revue aura été de savoir si le taux directeur demeurait adapté à la situation économique ou s'il convenait d'entamer un resserrement monétaire.

Au début de la période, l'un des phénomènes ayant le plus influencé la démarche de la Réserve fédérale a été le risque de déflation. Cette crainte s'expliquait pour l'essentiel à la fois par la faiblesse de l'inflation enregistrée et par les séquelles de la correction brutale des déséquilibres financiers et réels accumulés au cours de la décennie écoulée. Toutefois, ce sentiment traduisait aussi une évolution favorable du côté de l'offre, l'ampleur des gains de productivité modérant la baisse d'activité. La Réserve fédérale, tout en exprimant sa ferme volonté de combattre les menaces déflationnistes par son outil monétaire, a assuré publiquement – dans les comptes rendus de réunions du Comité fédéral de l'open market (CFOM), les discours de ses responsables et les études publiées – qu'elle disposait d'un arsenal important, même si les taux d'intérêt nominaux atteignaient le seuil du zéro.

Un risque de déflation a été perçu en début de période

Cette double démarche (taux directeur maintenu à un bas niveau et stratégie complémentaire de communication) s'est également révélée efficace en ancrant les anticipations d'inflation au-dessus de la zone de déflation, ce qui lui a permis de maîtriser l'évolution des taux longs. Elle a ainsi indirectement stimulé la demande globale. Le CFOM a toutefois pris acte des



risques, jugés néanmoins acceptables, d'une croissance excessive dans les secteurs sensibles aux taux et d'une évolution indésirable des prix des actifs si sa politique monétaire accommodante se prolongeait trop longtemps.

Les déclarations publiques ont accentué les anticipations de baisse des taux d'intérêt

La stratégie de communication de la Réserve fédérale a dans l'ensemble permis d'éviter les écueils déflationnistes, mais a rencontré quelques difficultés. Ainsi, début 2003, les marchés attendaient logiquement de nouvelles réductions du taux directeur, ce qui a provoqué un recul des rendements obligataires à la fin du printemps. Dans ce contexte, la baisse de 25 points de base du taux directeur en juin 2003 les a déçus, ce qui explique en partie la correction brutale intervenue sur l'ensemble de la courbe. Il est alors devenu plus évident – au sein et hors de la banque centrale – que la Réserve fédérale devait exprimer encore plus clairement ses intentions.

Avec l'accélération de la reprise, l'accent s'est reporté sur le retour à la neutralité de la politique monétaire

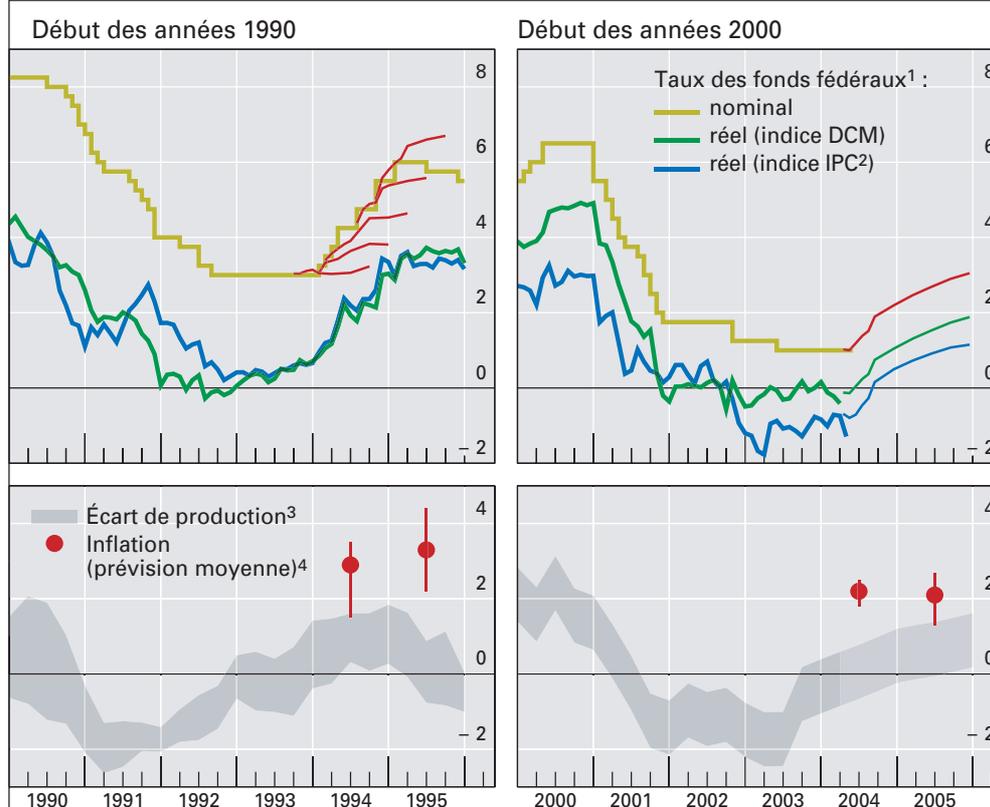
Tout naturellement, avec l'accélération de la reprise, le spectre de la déflation s'est éloigné. Dans ce contexte, l'attention des marchés s'est reportée sur les risques à court terme d'une poussée de l'inflation, alimentés par la dépréciation du dollar ainsi que par l'envolée des prix des matières premières et du logement. Leur préoccupation majeure était donc la stratégie de relèvement du taux directeur, imposant à la Réserve fédérale une formulation subtile de ses communiqués de presse, les agents économiques recherchant, peut-être à l'excès, des indices leur permettant de savoir combien de temps les taux directeurs allaient rester inchangés. La formule précisant que la politique suivie serait maintenue pour une période « considérable » a particulièrement retenu l'attention. En janvier 2004, lorsque la Réserve fédérale l'a modifiée en indiquant qu'elle « n'était pas pressée d'abandonner sa politique accommodante », les rendements du Trésor se sont dans un premier temps inscrits en hausse et les cours des actions en recul. Par la suite, les marchés ont fini par voir dans ce changement plus une différence de formulation qu'une inflexion de la politique monétaire. En mai, le CFOM a jugé qu'il pouvait renoncer à sa politique accommodante « de façon mesurée », ouvrant la perspective d'un relèvement proche et progressif des taux.

Un des dilemmes pour la Réserve fédérale était de maintenir un équilibre dans les anticipations du marché concernant l'évolution de ses taux. Étant donné l'endettement considérable des ménages et des entreprises, l'ampleur des déficits cumulés de la balance des paiements courants et l'aggravation rapide des déséquilibres budgétaires, un brusque redressement des taux à long terme risquait d'accroître la volatilité des marchés et ainsi de provoquer une surréaction. Pour ne compromettre ni sa politique ni la reprise, il fallait que la Réserve fédérale, d'une part, retienne le secteur privé d'alimenter une hausse des taux longs avant le moment opportun et, d'autre part, empêche les marchés d'anticiper trop tardivement ses décisions, afin d'éviter une dérive inflationniste nécessitant un resserrement brutal et éventuellement déstabilisant par la suite. Une préparation convenable des marchés à ses décisions sur les taux directeurs devenait, dans ces conditions, cruciale.

Pour replacer ces risques dans leur contexte, il est instructif de comparer la situation récente à celle de fin 1993 (graphique IV.2). La Réserve fédérale

États-Unis : stratégies d'inflexion de la politique monétaire

En %



¹ Les lignes plus fines représentent les taux anticipés (pour plus de détails, se reporter à la note 2 du graphique IV.1). À partir de 2004, sur la base des taux des contrats à terme au 7 mai 2004 ; taux réels : corrigés respectivement du déflateur DCM et de l'IPC (prévisions de l'OCDE). ² *CPI research data series* (BLS). ³ Fourchette de prévisions en temps réel utilisant un filtre Hodrick-Prescott et le PIB enregistré dans les années 90. ⁴ Prix à la consommation ; prévisions en janvier 1994 et mai 2004. Les lignes verticales représentent la fourchette de prévisions.

Sources : Bureau of Labor Statistics (BLS) ; OCDE ; Bloomberg ; Chicago Board of Trade ; Chicago Mercantile Exchange ; © Consensus Economics ; données nationales ; estimations BRI. Graphique IV.2

avait alors, comme aujourd'hui, maintenu durablement son taux à un faible niveau, proche de zéro en termes réels, pour lever les obstacles à un retour à une croissance rapide et vigoureuse. Fin 1993, cependant, la reprise était en bonne voie : la stagnation économique semblait prendre fin et les prévisions sur l'inflation indiquaient une trajectoire ascendante. À partir de début 1994, la Réserve fédérale avait relevé ses taux à sept reprises en douze mois, de 25 à 75 points de base à la fois, soit une hausse cumulée de 300 points de base. Dans un premier temps, les anticipations sont restées en retrait par rapport à la politique suivie. Mais, vers la fin de la période, ces anticipations sont allées au-delà. Elles ont contraint le CFOM à corriger ses formulations et à réduire ultérieurement les taux. La situation, bien sûr, n'est pas exactement la même aujourd'hui : d'un côté, les taux d'intérêt réels sont tombés plus bas, rendant un ajustement encore plus nécessaire ; de l'autre, les anticipations inflationnistes semblent être mieux maîtrisées et la stratégie de communication de la Réserve fédérale sur ses décisions et ses intentions est désormais beaucoup plus transparente.

Comparaison avec l'inflexion de l'orientation monétaire dans les années 90

Zone euro

La politique monétaire de la zone euro est restée incitative...

...alors que la reprise s'essoufflait...

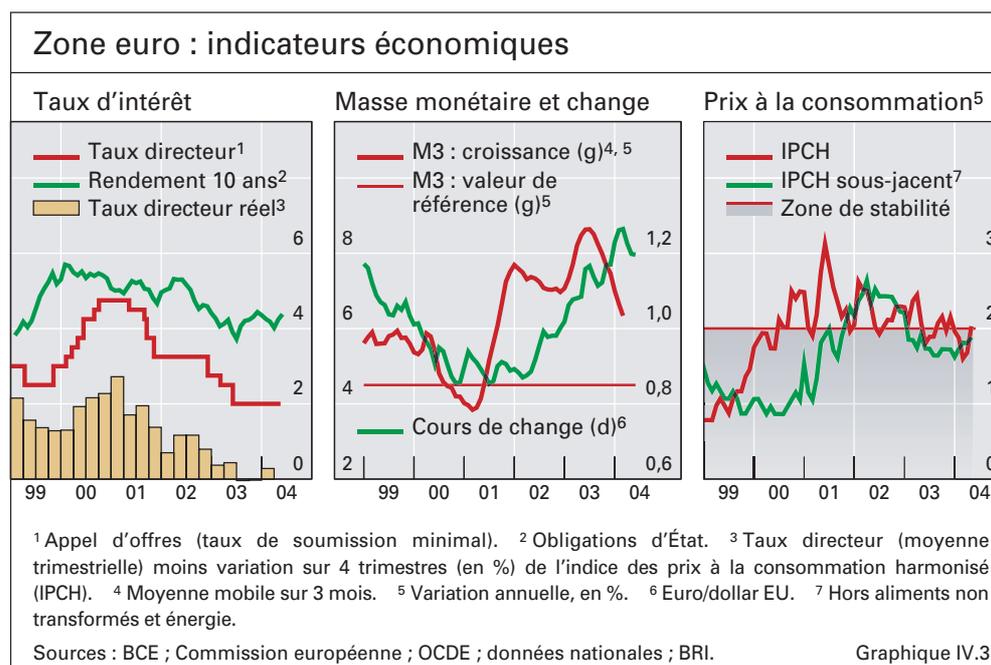
...et que l'inflation restait proche de sa limite

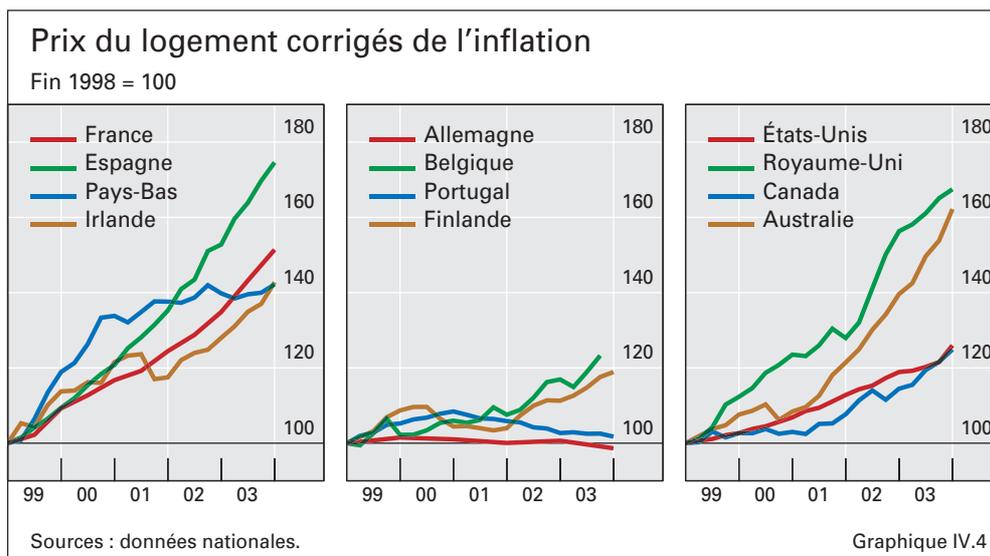
Le dilemme de la politique monétaire mis en évidence par l'appréciation de l'euro

L'orientation de la politique monétaire est également restée incitative dans la zone euro, ainsi qu'en témoignent la faiblesse des taux d'intérêt réels et la forte croissance de l'agrégat large M3 (graphique IV.3). Comme aux États-Unis, les taux d'intérêt nominaux à court terme se sont situés aux alentours des plus bas niveaux historiques de l'après-guerre, contribuant à la modération des taux des obligations d'État et des contrats à terme.

Après avoir abaissé son taux directeur de 50 points de base en juin 2003, la BCE l'a maintenu ensuite inchangé à 2 %. Cette politique accommodante s'explique avant tout par la fragilité de la reprise, la croissance dans les grandes économies de la zone demeurant largement inférieure à la moyenne. Cela étant, la BCE n'a pu réduire davantage son taux directeur parce que l'inflation est restée proche de 2 %, limite supérieure de sa fourchette de stabilité des prix. Les augmentations d'impôts et celles, relativement soutenues, des coûts unitaires de main-d'œuvre (dues à la croissance contractuelle des rémunérations et à la faiblesse des gains de productivité) ont empêché l'inflation de diminuer autant qu'on aurait pu le penser, compte tenu de l'atonie du marché du travail. De plus, rares étaient les signes indiquant que la nette appréciation de l'euro ait exercé une pression à la baisse sur l'inflation.

Le dilemme pour la BCE peut être rattaché au raffermissement de l'euro, vis-à-vis du dollar notamment. D'un côté, devant l'essoufflement de la reprise et l'ampleur du chômage, elle a dû faire face à des pressions pour réduire ses taux afin d'éviter une perte de compétitivité. La politique monétaire américaine jugée plus volontariste avec un taux directeur deux fois moins élevé ne l'a pas aidée, en contribuant de surcroît à la vigueur de la monnaie unique par rapport au dollar. D'un autre côté, les deux principaux indicateurs de sa stratégie constituaient eux-mêmes un obstacle à une réduction des taux directeurs : une inflation affichée ou sous-jacente proche





de sa limite, comme indiqué précédemment ; une croissance de M3 toujours largement supérieure aux 4,5 % de sa valeur de référence. En tout état de cause, la BCE considèrerait que l'appréciation de l'euro visait simplement à le ramener dans sa fourchette historique et ne justifiait pas un nouvel assouplissement des conditions monétaires.

La BCE a également dû faire face une fois de plus à d'importantes disparités régionales, notamment dans le domaine de l'inflation, d'autant que l'Allemagne enregistrait des pressions déflationnistes. Un autre sujet de préoccupation a concerné l'augmentation de l'endettement des ménages et l'accélération de la hausse des prix de l'immobilier résidentiel dans une partie de la zone (graphique IV.4). La BCE a cependant maintenu sa position selon laquelle modifier les taux directeurs pour l'ensemble de la zone ne constituait pas un moyen efficace de répondre aux déséquilibres régionaux : en effet, relever les taux pour contenir l'inflation ou les hausses excessives des prix de l'immobilier dans une région risquait d'étouffer la reprise dans une autre.

Cette attitude ne signifie pas que la politique monétaire de la BCE ne tient pas compte de possibles déséquilibres financiers. En effet, comme l'a indiqué le chapitre IV du 73^e Rapport annuel, l'apparente différence de volontarisme entre la BCE et la Réserve fédérale peut s'expliquer par l'application, par la première, de sa stratégie des deux piliers. La croissance excessive des agrégats de monnaie et de crédit a pu être considérée comme un indicateur de tensions inflationnistes éventuelles ou de déséquilibres cumulés, financiers ou non, même si l'inflation affichée est restée relativement modérée. Le fait que M3 enregistre depuis fin 2001 une croissance bien supérieure à sa valeur de référence illustre ce risque, ce qui a pu réduire la marge de manœuvre des autorités monétaires.

Japon

La Banque du Japon a poursuivi son approche non conventionnelle pour lutter contre la déflation et stimuler la reprise économique. Le taux au jour le jour

Des divergences régionales persistent

L'évolution des indicateurs de référence demeure un sujet de préoccupation

La Banque du Japon a poursuivi son approche non conventionnelle...

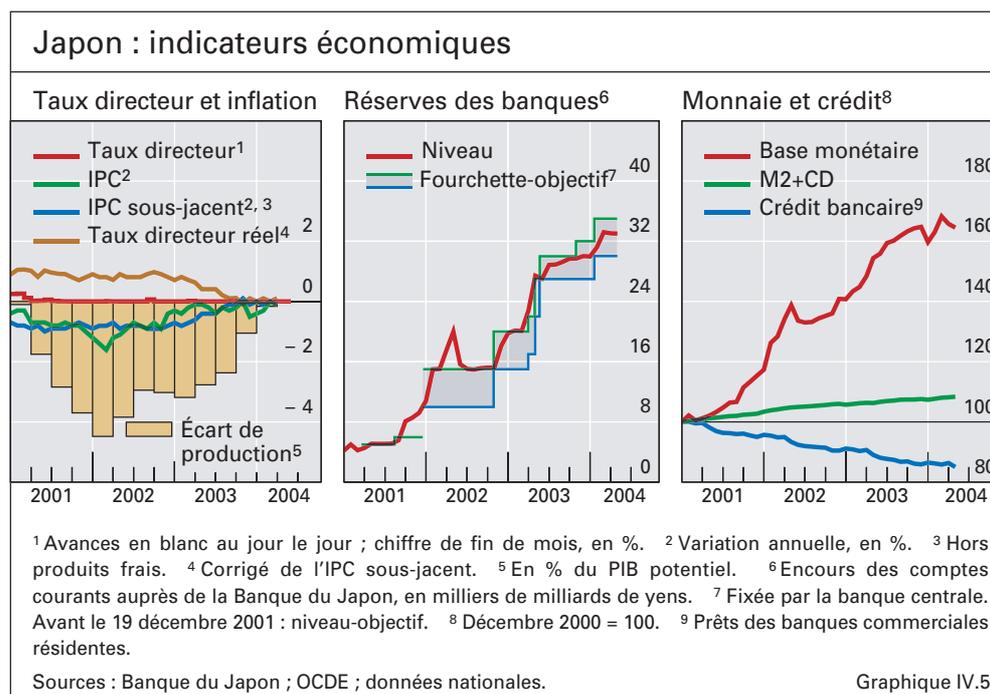
...et adopté une orientation très accommodante

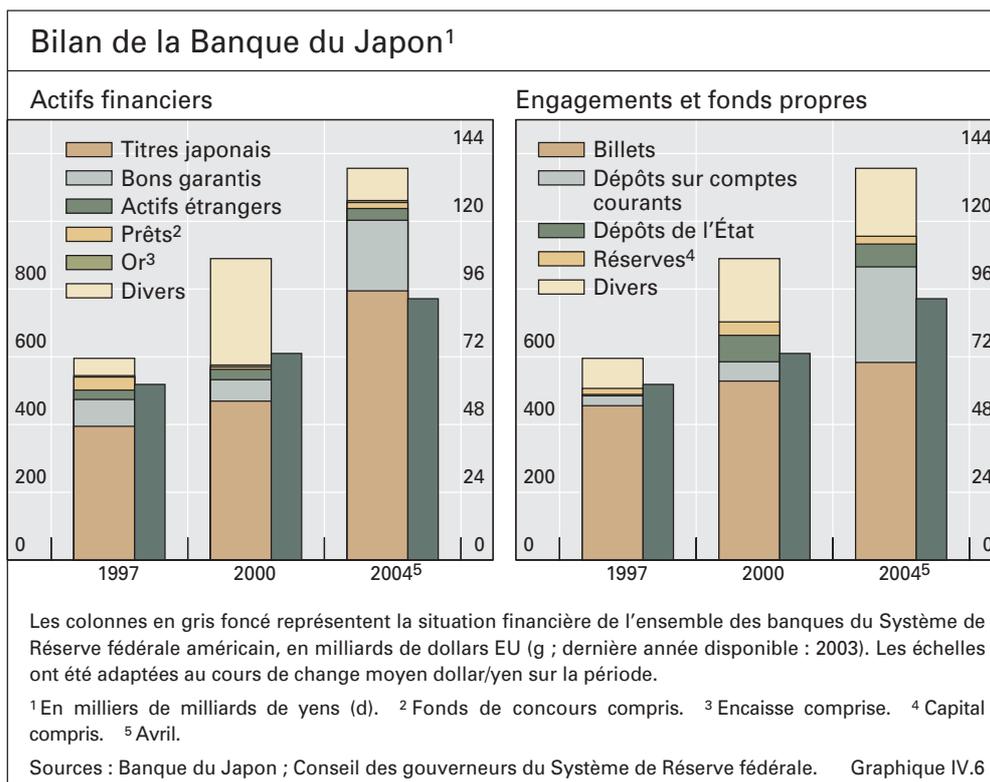
Le mécanisme de transmission de la politique monétaire est resté peu fluide...

étant ancré à un niveau quasiment nul, les taux nominaux à court et long terme sont restés proches de leurs plus bas niveaux historiques, au seuil de zéro. La Banque du Japon n'a donc pas été en mesure de faire baisser directement les taux réels *ex post*, l'inflation étant négative. Toutefois, les pressions déflationnistes s'étant un peu atténuées, les taux réels se sont rapprochés de zéro durant la période étudiée (graphique IV.5).

Cette stratégie a été complétée par un assouplissement quantitatif. La Banque du Japon a ainsi rehaussé par deux fois son objectif pour l'encours des comptes courants détenus sur ses livres, portant d'abord sa limite supérieure à ¥32 000 milliards en octobre 2003, pour en élargir la fourchette et accroître sa marge de manœuvre ; en janvier 2004, elle a relevé cette fourchette de ¥27 000–32 000 milliards à ¥30 000–35 000 milliards. En octobre, elle avait également saisi l'occasion de préciser sa stratégie d'inflexion de sa politique d'assouplissement quantitatif en annonçant que ce cap serait maintenu jusqu'à ce qu'une progression régulière de l'IPC sous-jacent (en glissement annuel) puisse être observée pendant plusieurs mois et soit appelée à se poursuivre. Cette clarification était destinée à étouffer les spéculations autour d'un arrêt imminent de l'assouplissement quantitatif, contribuant à la volatilité des taux à long terme.

Comme lors des dernières années, la forte croissance de la base monétaire ne s'est pas traduite par une augmentation notablement plus rapide des agrégats plus larges. M2 a connu une progression modérée et l'encours global de crédit a encore reculé. Le déficit persistant de la transmission monétaire s'explique par les préjudices durables subis par le système financier dans le passé. Assurément, la Banque du Japon s'est appliquée à faciliter la transmission de l'assouplissement monétaire à l'économie réelle : elle a racheté des actions détenues par les banques commerciales et favorisé le





développement des alternatives à l'intermédiation bancaire. Elle a notamment accru son portefeuille de titres détenus dans le cadre de ses fonds de concours (les *pecuniary trusts*, qui regroupent les actions rachetées aux institutions financières) ainsi que de titres adossés à des actifs (TAA). En mai 2004, l'encours de ses fonds de concours atteignait ¥2 000 milliards et celui de son portefeuille de TAA ¥150 milliards.

Les premiers signes timides d'atténuation de la déflation ont renforcé l'espérance d'un rétablissement de conditions monétaires plus normales. Une véritable progression du niveau des prix renforcerait ces espoirs. Un retour complet à la normale exigerait toutefois une amélioration durable du système financier japonais. Or, pour l'heure, divers handicaps structurels persistent (chapitre VII).

Par sa vive augmentation, le bilan de la Banque du Japon n'a sans doute pas facilité le retour à des conditions plus normales de politique monétaire. Il a en effet quasiment doublé, passant de ¥72 000 milliards environ en 1997 (18 % du PIB) à quelque ¥140 000 milliards en avril 2004 (25 % du PIB), suite à l'assouplissement quantitatif, avec des achats massifs d'actifs domestiques (graphique IV.6). En retrouvant des conditions monétaires plus normales, la Banque du Japon pourrait être amenée, en fonction des circonstances, à céder une partie de ses actifs à revenu fixe, ce qui pourrait avoir des conséquences négatives sur ses fonds propres, voire nécessiter une recapitalisation.

Pays à objectif d'inflation

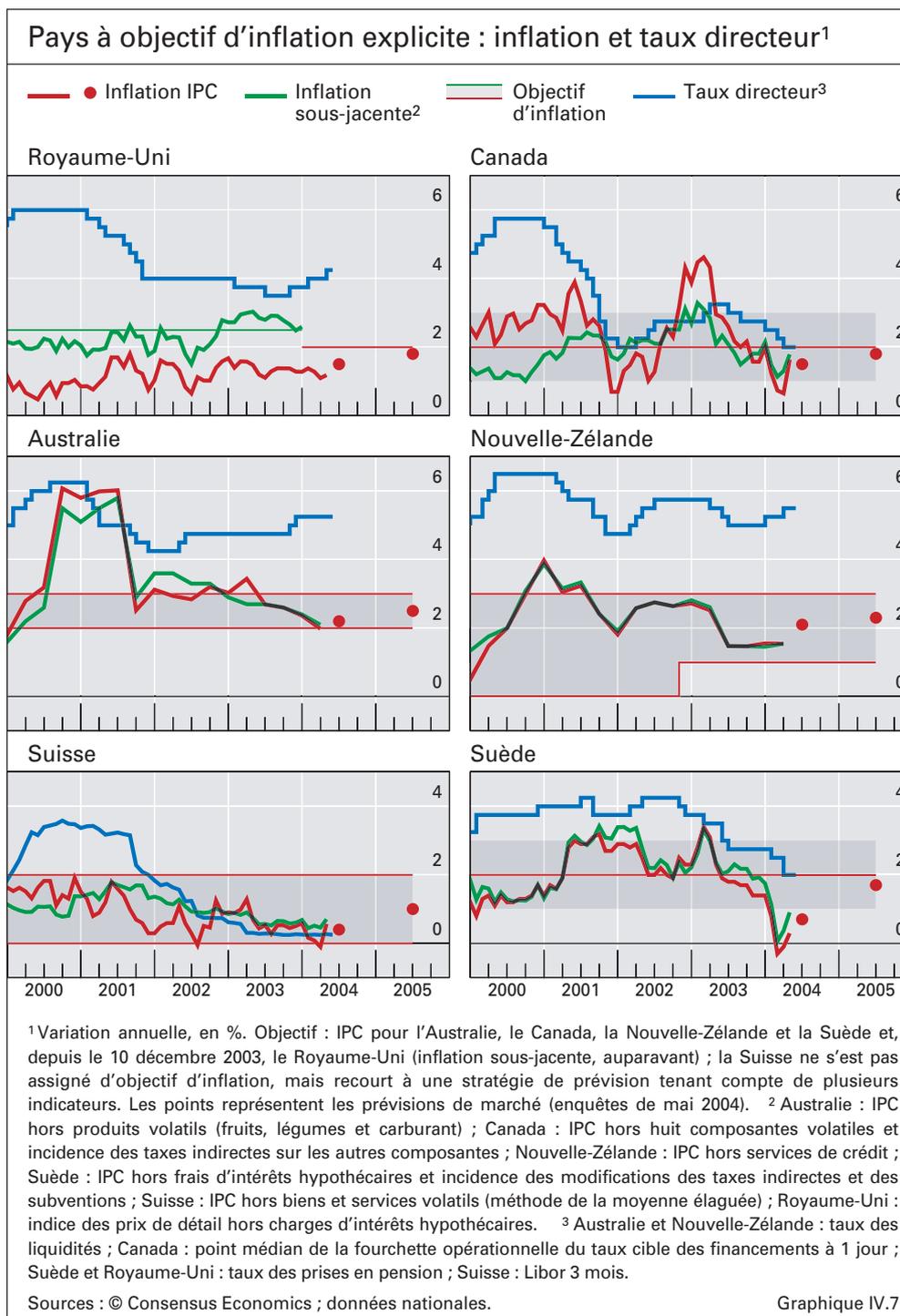
Dans les pays à objectif d'inflation chiffré, les politiques monétaires ont varié, durant la période, entre resserrement pour certaines et détente pour d'autres.

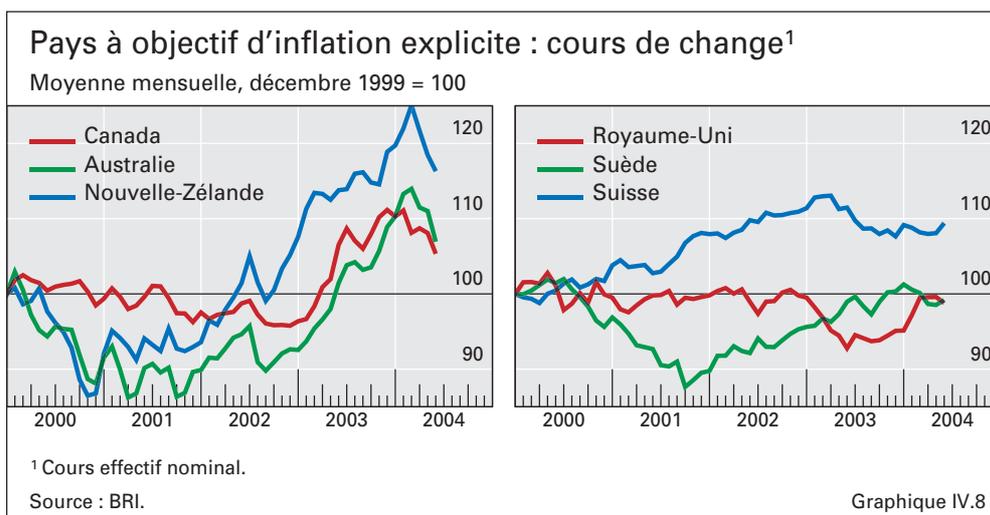
...mais certains signes positifs sont apparus

Les préoccupations sur le bilan de la Banque du Japon persistent

Les pays à objectif d'inflation suivent des politiques diverses

Ce déphasage au sein de ce groupe et avec les grandes économies industrialisées marque une rupture toute récente. Au début du ralentissement économique mondial en 2001, la baisse des taux directeurs avait été quasi générale. L'an passé, alors que la Banque du Canada et la Sveriges Riksbank poursuivaient le mouvement, et que la Banque nationale suisse maintenait ses taux à des niveaux déjà faibles, la Banque d'Angleterre, la Banque de Réserve d'Australie et la Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande relevaient toutes les leurs (graphique IV.7).





Inflation égale ou inférieure à l'objectif, demande intérieure en deçà de son potentiel et écarts de production négatifs ont incité les banques centrales du Canada, de Suède et de Suisse à maintenir des conditions incitatives. La chute de l'inflation a été particulièrement importante et inattendue en Suède, débouchant sur une baisse du niveau des prix début 2004. La Riksbank a réduit cinq fois ses taux depuis mars 2003, soit un recul total de 175 points de base, ce qui a ramené les taux réels à court terme à 2 % environ en mars 2004. Au Canada et en Suisse, le cours de change a constitué le principal déterminant. L'appréciation du dollar canadien (graphique IV.8), notamment par rapport au dollar EU, a mis en péril la reprise, en raison de l'importance des échanges commerciaux entre les deux pays, et a accru le risque que l'inflation soit inférieure à l'objectif, en dépit de la hausse des cours des matières premières ; la Banque du Canada a aussi réduit son taux directeur à cinq reprises. La Banque nationale suisse, également confrontée à une appréciation de sa monnaie, a abaissé le sien au premier semestre 2003 et est intervenue directement sur les changes. La politique d'assouplissement monétaire a été maintenue pour le reste de la période face à une reprise encore hésitante et une inflation quasiment nulle.

En revanche, malgré l'appréciation simultanée de leur monnaie, les banques centrales australienne et néo-zélandaise ont relevé leur taux directeur, en réponse aux craintes qu'une croissance rapide de la demande (et de la production) n'avive les tensions inflationnistes. Fin 2003, l'écart de production était redevenu positif en Australie et demeurait fortement positif en Nouvelle-Zélande pour la troisième année consécutive. La Banque d'Angleterre a suivi une politique identique, face à une croissance de la demande intérieure supérieure à la moyenne et aux risques d'une accumulation de déséquilibres financiers. On peut mentionner à cet égard l'envolée des prix de l'immobilier résidentiel et de l'endettement des ménages, même s'il est difficile d'en mesurer l'effet de patrimoine net sur la dépense et les prix à la consommation, à brève comme à longue échéance. Toutefois, du fait des taux variables appliqués aux financements hypothécaires au Royaume-Uni, une hausse brutale des taux d'intérêt ou une chute des prix des

Le Canada, la Suède et la Suisse ont poursuivi leur politique monétaire incitative...

...alors que l'Australie, la Nouvelle-Zélande et le Royaume-Uni relevaient leurs taux

logements pourrait aggraver l'incidence du gonflement de l'endettement des ménages.

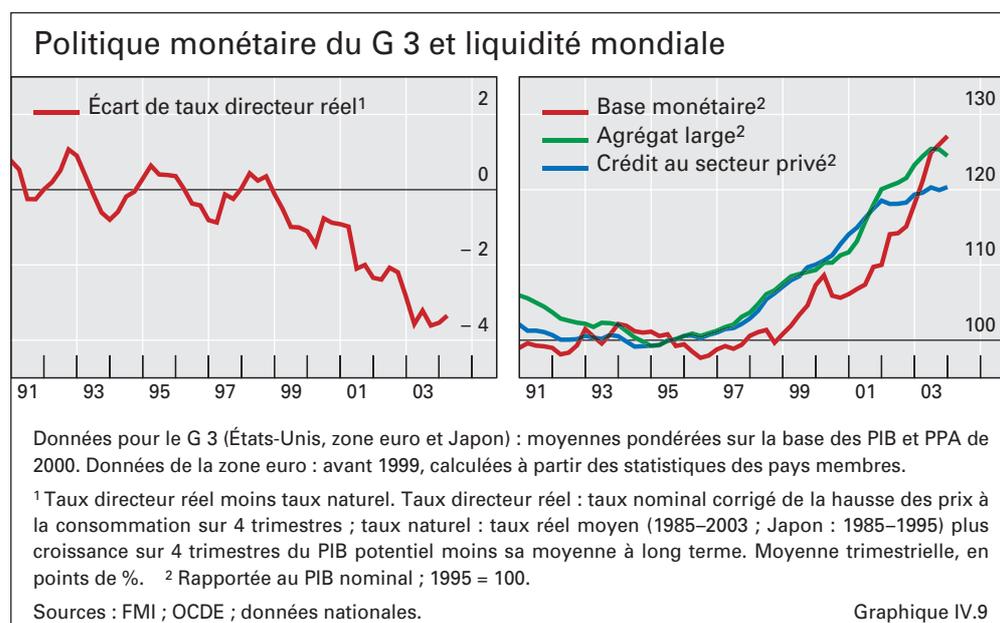
Prix des actifs et cours de change : principaux risques pour les autorités

La concomitance d'une appréciation des monnaies, de la vigueur de la demande intérieure, du creusement des écarts de production et de la hausse des prix d'autres catégories d'actifs, notamment de l'immobilier résidentiel, dans ces pays durant la période analysée met en lumière les dilemmes auxquels les autorités monétaires sont parfois confrontées. Si la croissance de la demande intérieure atteint un rythme insoutenable alors que les prix de l'immobilier se mettent à flamber, un relèvement des taux peut être attendu. Toutefois, si l'appréciation du cours de change permet de mieux maîtriser l'inflation, un relèvement s'impose moins ; mais, en prolongeant une orientation accommodante, la politique monétaire risque d'amplifier les tensions sur les prix des actifs et d'alimenter à terme des déséquilibres financiers.

Liquidité mondiale : rôle de la politique monétaire dans le G 3

Les politiques du G 3 pourraient alimenter la liquidité mondiale

Les politiques monétaires accommodantes aux États-Unis, dans la zone euro et au Japon ont peut-être été à l'origine d'une liquidité mondiale excessive. Le diagnostic est d'autant plus ardu qu'il est difficile de donner une définition macroéconomique précise de la liquidité, a fortiori d'une liquidité « excessive ». Une chose est certaine : les taux d'intérêt nominaux à court terme ont été ramenés à des niveaux si bas que l'écart (en moyenne pondérée) entre les taux directeurs réels dans le G 3 et le taux d'intérêt réel naturel correspondant à une stabilité des prix à long terme s'est considérablement creusé ces dernières années. C'est certainement le cas par comparaison avec les années 90 (graphique IV.9). Parallèlement, les indicateurs quantitatifs, comme la masse monétaire (étroite et large) ou le crédit au secteur privé, ont eux aussi fortement augmenté. Il convient donc de



se demander dans quelle mesure les banques centrales devraient s'en préoccuper.

Ces inquiétudes pourraient s'expliquer par deux types de risques. Tout d'abord, même si l'inflation reste modérée, la très grande faiblesse des taux directeurs pourrait accentuer, à terme, les risques d'une accélération. Elle pourrait en outre accroître des déséquilibres financiers susceptibles de fragiliser l'économie. La croissance rapide des agrégats monétaires et du crédit, la hausse des prix des actifs et la contraction inhabituelle des primes enregistrée récemment peuvent apparaître comme des signes avant-coureurs de tels risques au sein du G 3. Ensuite, ces phénomènes pourraient avoir des répercussions ailleurs, étant donné le statut international de ces monnaies, notamment en termes de création de liquidité, avec des conséquences sur l'inflation et le prix des actifs. Il est intéressant de noter à cet égard l'augmentation des flux de capitaux privés attirés par les écarts de taux d'intérêt offerts sur des monnaies qui présentent des opportunités de gains de change (chapitre V). La faiblesse des taux nominaux au sein du G 3, dans leur configuration actuelle, a incité les investisseurs à rechercher de meilleurs rendements, notamment dans les économies émergentes (tableau III.2).

La faiblesse des taux d'intérêt encourage la quête de rendement

Lorsque l'on traite des répercussions mondiales des politiques monétaires du G 3, on constate que le régime de change joue un rôle crucial. En flottement pur, la politique monétaire n'a plus, théoriquement, que des objectifs internes. Toute stimulation monétaire excessive tend normalement à se traduire par une dépréciation du cours de change nominal. La pratique est cependant loin de la théorie et, à certains égards, les dispositifs actuels ressemblent plus à un système de change fixe. Bien des économies émergentes interviennent pour maintenir leurs cours de change dans une fourchette réduite vis-à-vis des monnaies du G 3. Parmi leurs raisons, on peut sans doute citer la crainte d'une volatilité excessive, la volonté de préserver leur compétitivité ou encore le désir d'atténuer les effets des variations de change sur d'autres objectifs internes comme le maintien de l'inflation à un faible niveau, l'équilibre de la croissance et la stabilité financière. En outre, les économies hors G 3 ayant accumulé d'importantes réserves de change, leurs politiques peuvent affecter en retour le G 3. La plupart du temps, le produit des interventions, y compris d'ailleurs par le Japon, a servi à acheter des actifs en dollars (obligations du Trésor EU, par exemple), ce qui a pu également accentuer la baisse des taux à long terme aux États-Unis, même s'il est difficile d'étayer cette hypothèse (chapitre VI).

Transmission de la politique monétaire par le change

La similitude entre les dispositifs de change actuels et les régimes antérieurs plus institutionnalisés, comme l'étalon-or ou le système de Bretton Woods, peut être source d'enseignements. L'étalon-or, par exemple, fonctionnait bien lorsque les principales économies appliquaient des politiques budgétaires et monétaires crédibles et dans l'ensemble cohérentes avec la structure des changes. En cas de déséquilibres, les pays concernés procédaient à des mouvements d'or, pour rééquilibrer le système, ou les grandes banques centrales augmentaient leurs prêts extérieurs, pour atténuer les cycles conjoncturels. Les deux systèmes sont toutefois devenus vulnérables aux réalignements et ont fini par s'effondrer quand les cours de change sont devenus incompatibles avec les

Les expériences du passé...

fondamentaux. Leurs coûts en termes d'ajustement des salaires et des prix sont alors apparus trop élevés.

...et leurs enseignements pour la politique monétaire d'aujourd'hui

Quels en sont les enseignements pour aujourd'hui ? Si les banques centrales du G 3 continuent de suivre des politiques monétaires expansionnistes et que les autres pays réduisent leurs taux directeurs ou procèdent à des interventions stérilisées pour lutter contre une appréciation du change (comme certains l'ont déjà fait), ces pays parviendront peut-être à leurs fins, mais au risque d'une accélération de l'inflation ou de mouvements excessifs des prix des actifs à moyen terme. Le dilemme pour les autorités est de peser ces risques face aux avantages d'une croissance plus vigoureuse à court terme.

Vulnérabilités financières

En outre, si une augmentation rapide de la liquidité mondiale devait être source de déséquilibres financiers, une hausse des taux à court terme pourrait rendre de nombreuses positions financières plus difficilement tenables. En effet, il semblerait que les financements récents aux économies émergentes n'ont pas toujours été accordés avec suffisamment de discernement. Heureusement, les pays émergents ont désormais pris des mesures en vue de renforcer leurs infrastructures financières et la liquidité des intervenants. Néanmoins, l'ajustement correspondant ne s'effectuera pas nécessairement en douceur.

Des ajustements de la politique monétaire seraient nécessaires

Diverses mesures pourraient modérer l'excès de liquidité au niveau mondial, avant qu'il ne s'avère lourd de conséquences. Si les économies hors G 3 devaient supporter le poids de l'ajustement, il leur faudrait soit accepter une appréciation de leur monnaie, soit restreindre les mouvements de capitaux. Si, en revanche, l'ajustement incombait aux économies du G 3, un certain resserrement monétaire s'avérerait nécessaire. En fait, comme l'ont recommandé récemment les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales du G 7, une approche plus globale pourrait consister, pour les deux groupes, à adhérer à un système de parités souples et crédibles, ce qui appellerait également une approche consensuelle des politiques macroéconomiques. Cependant, les économies d'Asie, par exemple, pourraient se montrer réticentes à accepter une appréciation de leur monnaie, si elles estimaient que le déficit budgétaire et le faible taux d'épargne aux États-Unis sont à l'origine des nombreux déséquilibres.

La communication en politique monétaire

Une communication claire est indispensable à la politique monétaire

La période analysée a mis en évidence l'importance de la clarté de la communication en matière de politique monétaire. Il est largement admis qu'une bonne communication peut conforter l'indépendance institutionnelle des banques centrales et accroître l'efficacité de la politique monétaire, ce qui explique leurs efforts dans ce domaine ces dix dernières années. Il convient, bien sûr, de tenir compte des spécificités nationales ou régionales, à la fois dans la formulation et l'évolution du message, un enjeu particulièrement crucial pour l'avenir des politiques monétaires.

L'importance d'une bonne communication

Une bonne communication conforte...

La clarté de la communication joue un rôle essentiel dans le dispositif institutionnel de la politique monétaire, en permettant à la banque centrale

d'être transparente, responsable et crédible. Dans des conditions optimales, ces trois aspects se confortent mutuellement.

Une plus grande transparence peut renforcer la responsabilité et la crédibilité de la banque centrale et limiter les incertitudes quant à ses objectifs, ses stratégies et ses décisions. La clarté de la communication en est un préalable indispensable. Il importe de souligner, cependant, qu'un surcroît d'informations n'améliore pas nécessairement la transparence ; il peut parfois induire en erreur ou simplement paraître superflu. Le choix des informations retenues et la manière de les communiquer apparaissent donc déterminants.

...la transparence...

Transparence et responsabilité vont de pair car, pour être responsable, une banque centrale doit être claire sur ses motivations et ses décisions. L'importance de la responsabilité va, cependant, au-delà de la simple stabilisation de l'inflation et de la production. Compte tenu de l'incidence – positive ou négative – de la politique monétaire sur la prospérité économique, les banques centrales sont tenues de rendre des comptes à la fois aux pouvoirs publics et aux citoyens plus largement. La responsabilité renforce la confiance et constitue le pendant naturel de l'indépendance d'une banque centrale. En outre, des études antérieures confirment la relation positive entre l'indépendance opérationnelle des banques centrales et les résultats obtenus en matière d'inflation et de production et donc, finalement, en termes de bien-être général.

...la responsabilité...

De même, une plus grande transparence peut renforcer la crédibilité. En dernière analyse, les banques centrales gagnent en crédibilité en favorisant des conditions propices aux meilleurs résultats économiques. Cependant, la crédibilité peut être acquise plus rapidement si le public dispose d'informations suffisantes lui permettant d'évaluer la cohérence des politiques et leur mise en œuvre ainsi que le lien entre les mesures adoptées et les objectifs.

...et la crédibilité

La clarté de la communication peut également ajouter à l'efficacité opérationnelle. Un des principaux enseignements de ces trente dernières années est que les anticipations du secteur privé ont une incidence non négligeable sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Des anticipations bien ancrées permettent à l'économie de mieux résister aux chocs transitoires sur l'offre et la demande et limitent la nécessité de procéder à des ajustements anticycliques, qui pourraient, dans des contextes moins transparents, accroître la volatilité. Autrement dit, le meilleur moyen pour les banques centrales d'atteindre leurs objectifs est de fixer leurs taux directeurs de manière appropriée et d'obtenir l'appui de l'opinion, sans lequel ces objectifs risquent de ne pas être totalement atteints.

La clarté de la communication contribue à l'efficacité de la politique...

...venant ainsi appuyer l'action des autorités...

Un moyen pour la banque centrale de contribuer à la stabilisation de l'économie est de réduire les incertitudes quant à son cadre opérationnel. Par le passé, il n'était pas rare que les banques centrales trouvent un avantage stratégique à ne pas dévoiler leurs décisions et leurs intentions. Ce goût du secret s'appuyait sur l'argument que la politique monétaire serait d'autant plus efficace qu'elle ne serait pas anticipée. Au fil du temps, il s'est au contraire avéré qu'une politique clairement exprimée élimine une source d'incertitude dans les choix des agents du secteur privé. Structurellement, l'expansion rapide des marchés et leur importance croissante dans le mécanisme de

...et réduire l'instabilité macroéconomique

transmission y ont contribué, car les prix et rendements des actifs sont extrêmement sensibles aux anticipations relatives aux décisions de politique monétaire.

Bien que les actes soient souvent considérés comme plus parlants que les mots, en matière de communication des banques centrales l'inverse se vérifie lorsque la banque centrale a la réputation de tenir ses promesses. L'année dernière a fourni plusieurs exemples confirmant l'intérêt que peut présenter une communication claire. La crainte de déséquilibres financiers au Royaume-Uni et en Australie a ainsi amené les marchés à faire monter les taux à long terme avant même l'action des banques centrales, parce que ces dernières avaient déjà laissé apparaître leurs intentions. En un sens, la clarification de leurs intentions revenait à un resserrement verbal des conditions monétaires : les anticipations du secteur privé se sont traduites par un comportement prospectif qui a permis à ces banques centrales d'obtenir une orientation plus restrictive.

Tendance à une plus grande ouverture

Les banques centrales font preuve d'une plus grande ouverture...

Les banques centrales sont devenues dans l'ensemble assez ouvertes. Une courte synthèse des pratiques actuelles en termes de communication est présentée dans le tableau IV.1. Au prix d'une simplification excessive, on peut distinguer les pratiques ayant pour objet d'accroître la responsabilité de la banque centrale et celles visant à améliorer l'efficacité de la politique monétaire, avec une subdivision dans le second cas entre la communication des décisions et l'évaluation des conditions économiques.

Comme le montre le tableau, on observe une grande homogénéité dans certains critères de transparence, tels qu'objectifs explicites et annonces des décisions (par communiqué de presse, par exemple). En outre, la plupart des banques centrales publient désormais régulièrement des analyses détaillées de la situation et des perspectives de l'économie. Il y a cependant une moindre homogénéité quant au niveau de détail et au délai de présentation des motivations de leurs décisions ; cela s'applique notamment aux procès-verbaux des réunions, que certaines banques centrales ne publient d'ailleurs pas.

Tentative de bilan

...et la politique monétaire devient plus prévisible

La plus grande transparence dans les politiques des banques centrales au cours de ces dix dernières années devrait, toutes choses égales par ailleurs, rendre leurs intentions sur les taux directeurs plus prévisibles, ce qui semble généralement corroboré par l'expérience.

Deux constatations paraissent le confirmer. Tout d'abord, les erreurs de prévision concernant les taux à court terme se sont réduites depuis environ 1995, ainsi que le reflètent les taux à terme (graphique IV.10). Ensuite, les taux à trois mois réagissent moins aux annonces de mesures monétaires depuis 1995 (graphique IV.11), ce qui traduit sans doute une meilleure anticipation des marchés quant aux décisions de politique monétaire.

La communication est réciproque

Alors que la communication a rendu les initiatives des banques centrales plus prévisibles, cette stratégie joue dans les deux sens. Aux informations et

Informations fournies par les banques centrales									
	G 3			Pays à objectif d'inflation					
	US	BCE	JP	GB	CA	NZ	AU	SE	CH
Responsabilité									
Objectif chiffré d'inflation ¹	Non	Oui	Non	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Rapports aux législateurs ²	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Communication des décisions									
Annonce immédiate	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui ³	Oui
Conférence de presse	Non	Oui	Oui	Non	Non	Oui	Non	Oui	Oui ⁴
Communiqué de presse	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Publication du procès-verbal ⁵	Oui	Non	Oui	Oui	.	.	Non	Oui	Non
Publication du résultat précis du vote	Oui	Non	Oui	Oui	.	.	Non	Oui	Non
Analyse économique									
Rapport de politique monétaire	S ⁶	M	M	T	T	T	T	T	T
Publication des prévisions	S	S	S	T	T	T	T	T	S
Évaluation chiffrée des risques	Non	Non	Non	Oui	Non	Non	Non	Oui	Non

AU = Australie ; CA = Canada ; CH = Suisse ; GB = Royaume-Uni ; JP = Japon ; NZ = Nouvelle-Zélande ; SE = Suède ; US = États-Unis. M = mensuel(le) ; T = trimestriel(le) ; S = semestriel(le).

¹ BCE et Suisse : définition de la stabilité des prix ; Royaume-Uni : objectif d'inflation précis ; Canada et Suède : objectif d'inflation précis assorti d'un intervalle de tolérance ; Nouvelle-Zélande : fourchette d'inflation ; Australie : fourchette d'inflation sur le moyen terme. ² États-Unis : rapports/auditions devant le Congrès ; BCE : rapports/auditions devant des organes de l'UE ; Japon et Canada : rapports/auditions devant le Parlement ; Royaume-Uni : rapports au Treasury Committee ; Nouvelle-Zélande : rapports/auditions devant le corps législatif ; Australie : rapports au Parlement/auditions devant le Comité de la Chambre des représentants ; Suède : rapports/auditions devant le Parlement (Comité financier) ; Suisse : aucune obligation statutaire, mais rapports périodiques devant les comités parlementaires. ³ Un communiqué de presse est publié le lendemain de la décision du Conseil d'administration. ⁴ Après les examens de politique monétaire de juin et décembre. ⁵ Délai de publication : États-Unis (cinq à huit semaines) ; Japon (un mois) ; Royaume-Uni (treize jours) ; Suède (deux semaines). ⁶ Plus Livre beige publié huit fois l'an.

Sources : banques centrales. Tableau IV.1

intentions des banques centrales, le secteur privé renvoie des informations sur la façon dont elles sont accueillies, l'objectif étant de déboucher sur une certaine convergence pour des résultats économiques optimaux. Cependant, l'analyse des marchés peut parfois être erronée, et la banque centrale peut souhaiter les remettre sur « la bonne voie ». Un petit mouvement dans la transparence n'est-il pas préférable à un changement brutal dans l'opacité ? Certes, en pareilles circonstances, il conviendrait que la banque centrale s'interroge sur la justesse de son approche par rapport à celle du marché. C'est là que réside tout l'intérêt d'une communication réciproque.

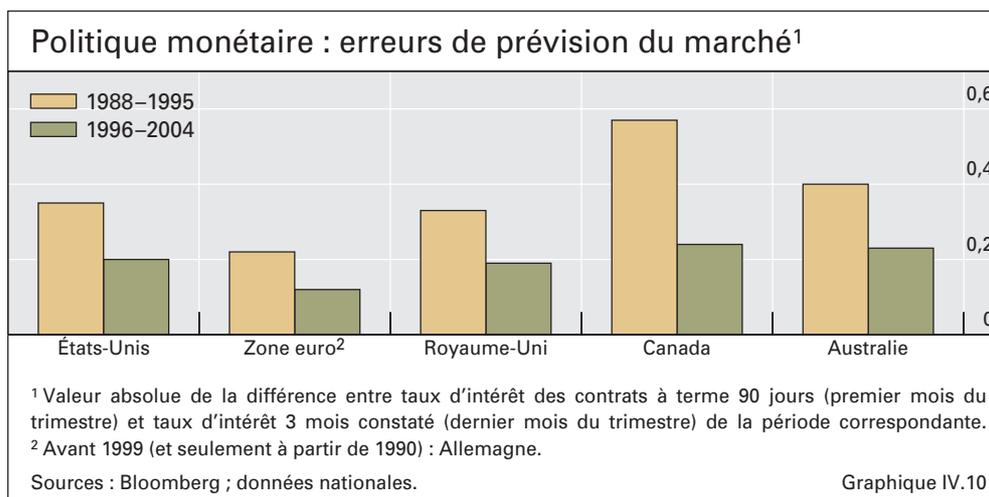
L'intérêt de stratégies différenciées

Bien que cette plus grande transparence ait été largement suivie par les banques centrales, les spécificités en termes d'expérience, de public visé et de conjoncture économique justifient des différences d'approche pour une communication optimale.

Premièrement, pour les banques centrales ayant une longue expérience, permettant au public de déduire raisonnablement l'orientation générale de leur politique et leurs réactions probables à des événements économiques,

La spécificité des stratégies s'explique par...

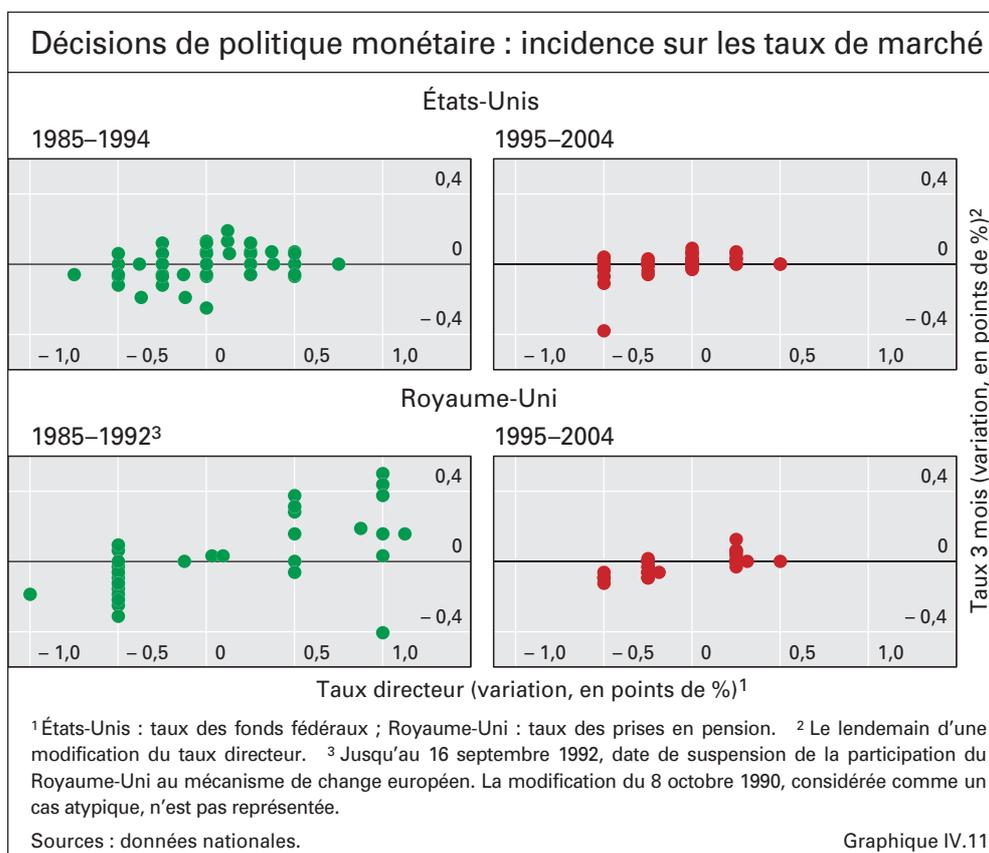
...l'expérience...



une communication explicite n'est peut-être pas aussi importante. On peut penser que la longue expérience de la Réserve fédérale et, en particulier, les initiatives prises par le Comité fédéral de l'open market (CFOM) depuis une dizaine d'années lui assurent une grande lisibilité. En revanche, la BCE, institution récente, ainsi que les banques centrales de petits pays industrialisés ayant adopté depuis peu des objectifs d'inflation doivent répondre à une demande d'information plus détaillée.

...le public visé...

Deuxièmement, les banques centrales sont confrontées à une demande d'information variée, ne serait-ce qu'en raison des différences entre les publics visés. Par exemple, dans les pays où les marchés jouent un rôle relativement



important dans la transmission de la politique monétaire (aux États-Unis notamment), les autorités monétaires devraient sans doute donner la priorité aux informations susceptibles d'influencer fortement les prix des actifs, moins essentielles dans les pays où les banques sont au cœur de l'intermédiation financière. Dans ce second cas, la banque centrale privilégiera alors plutôt l'information du grand public, qui, dans le cadre de ses décisions à long terme en matière de travail, d'épargne et de dépenses, a besoin d'être rassuré sur l'engagement des autorités monétaires de veiller à la stabilité des prix.

Troisièmement, des circonstances conjoncturelles propres à chaque pays peuvent aussi imposer des pratiques de communication différentes. La Banque du Japon, notamment, a réagi au contexte déflationniste en fournissant des informations détaillées sur ses mesures monétaires non conventionnelles, ainsi que des indications sur le moment où celles-ci pourraient être abandonnées. À un degré moindre, la Réserve fédérale a ressenti l'année dernière la nécessité de mettre l'accent sur les stratégies monétaires qu'elle pourrait appliquer si une déflation non souhaitable venait à se produire. Dans un autre contexte encore, la Banque d'Angleterre, par exemple, a consacré plus d'efforts pour expliquer ses choix face à une hausse insoutenable des prix de l'immobilier résidentiel.

...et la conjoncture

Les défis de la communication

L'histoire montre que les banques centrales cherchent continuellement à améliorer leur stratégie de communication. Elles tirent aussi les enseignements des efforts de leurs consœurs, comme l'a montré clairement la tendance générale à fixer des objectifs d'inflation. Il convient cependant d'explorer de nouvelles modalités de communication et d'affiner les stratégies existantes. Cela peut paraître simple, mais l'est peut-être moins si l'on tient compte des contraintes pratiques.

D'autres progrès sont nécessaires mais...

Même si les banques centrales souhaitent, en théorie, communiquer davantage, elles peuvent avoir des raisons concrètes de ne pas le faire. C'est le cas, évidemment, d'informations confidentielles, dont la divulgation pourrait leur en fermer ultérieurement l'accès. La communication a un coût. Une communication claire mobilise du temps, de l'argent et des ressources. En termes simples d'analyse coûts/avantages, on s'apercevrait sans doute que certaines informations sont totalement inutiles. En outre, les délibérations au sein des comités de politique monétaire sont d'autant plus franches et ouvertes qu'elles restent confidentielles ; elles pourraient dès lors pâtir d'une trop grande publicité, ce que pourrait donner la retransmission télévisée des séances ou la diffusion intégrale et rapide des transcriptions. De même, vouloir plus de transparence sur les délibérations, le décompte des votes, etc., peut inciter les médias à dramatiser les divergences d'appréciation entre membres des organes de décision, au risque de politiser les débats internes sur la politique monétaire. Ces craintes font penser que les banques centrales doivent soigneusement choisir les informations qu'elles diffusent.

...ils seront coûteux...

...et une trop grande ouverture risque d'étouffer le débat

Un autre enjeu est la façon optimale de faire passer le message au public, une tâche que plusieurs facteurs rendent ardue. Premièrement, la formulation peut manquer de précision et faire l'objet de différentes interprétations,

Limites à une communication optimale découlant...

...de la formulation
du message...

surtout lorsque les autorités recherchent la concision. Prenons, par exemple, les récents changements apportés aux communiqués de presse du CFOM après ses réunions. À partir de la mi-1999, le Comité a mentionné, à propos de la cible de son taux directeur, une indication sur son degré de tolérance jusqu'à sa prochaine réunion programmée. La véritable signification de ce message n'a cependant pas été bien comprise. En février 2000, la déclaration sur le « penchant » a donc été remplacée par une déclaration sur l'« équilibre des risques ». Il s'agissait de signaler le point de vue du CFOM sur ses anticipations d'inflation et d'activité à horizon plus éloigné que la prochaine réunion de politique monétaire. En outre, comme le Comité souhaite rester concis dans sa déclaration, il doit peser soigneusement ses mots pour rendre compte au mieux de ses analyses. L'expérience de la période sous revue montre qu'il a suffi de légères modifications de la déclaration sur l'équilibre des risques pour provoquer une réaction forte, et parfois non souhaitée, des marchés. On peut certes envisager une déclaration plus longue mettant davantage l'accent sur les conditions dans lesquelles certaines initiatives seraient prises, mais cela retarderait nécessairement sa diffusion. En outre, cela pourrait accentuer inutilement la sensibilité des marchés à l'évolution de la situation économique.

...de la difficulté de
décrire toutes les
éventualités...

Deuxièmement, même en s'efforçant d'être claires et prévisibles en temps normal, les banques centrales risquent de s'apercevoir qu'il n'est pas possible, ni souhaitable dans certains cas, de décrire toutes les éventualités et ce qu'elles pourraient entreprendre en réaction. Cela s'explique en partie par l'impossibilité de connaître précisément la nature du futur et par la crainte qu'un débat sur des situations extrêmes n'influence inutilement l'opinion et ne perturbe les marchés. En outre, ces difficultés peuvent aussi refléter le fait que le public n'est peut-être pas demandeur d'une grande quantité d'informations et n'est peut-être pas en mesure de saisir des analyses complexes.

...et des effets de
la crédibilité

Enfin, comme un des objectifs essentiels des stratégies de communication est la crédibilité, une question paradoxale se pose : la banque centrale pourrait-elle être victime de sa crédibilité ; par exemple, le public risque d'accorder plus de poids qu'elle ne le souhaite à ses déclarations. Ce problème peut être particulièrement sensible lorsqu'elle se livre à des commentaires sur des résultats hypothétiques auxquels le public accorde alors une attention disproportionnée, ce qui peut se retourner contre elle. De même, si les marchés se contentent d'entériner son diagnostic sur la façon dont devrait évoluer la politique monétaire, la communication bilatérale évoquée précédemment risque d'être fortement compromise.

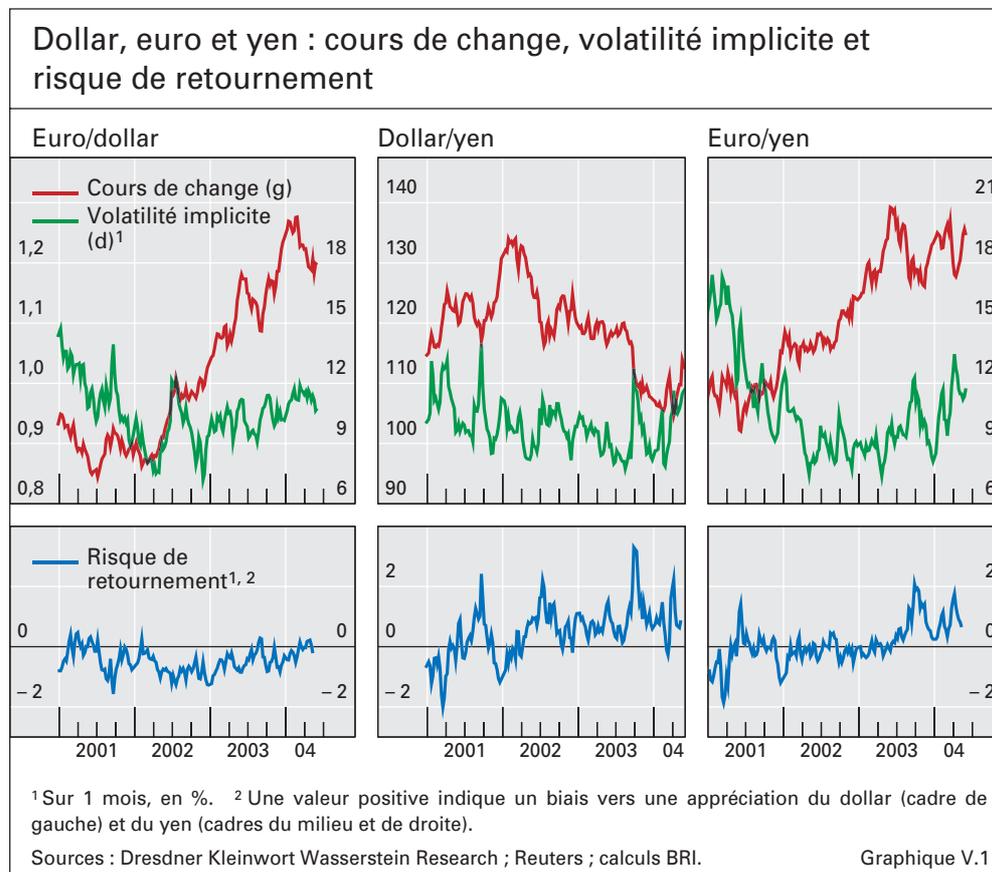
L'expérience montre les avantages indiscutables d'une meilleure communication. Cependant, pour en tirer tous les bénéfices, une approche rigoureuse et mesurée s'inscrivant dans la durée sera sans doute plus judicieuse que des solutions à court terme.

V. Marchés des changes

Faits marquants

L'année 2003 et les premiers mois de 2004 ont été marqués par la baisse continue et généralisée du dollar ; importante vis-à-vis de l'euro et de plusieurs autres monnaies flottantes comme la livre sterling et les dollars australien, canadien et néo-zélandais, elle a été plus limitée face au yen et aux monnaies des économies émergentes d'Asie. Elle s'est en partie inversée entre février et mi-mai 2004.

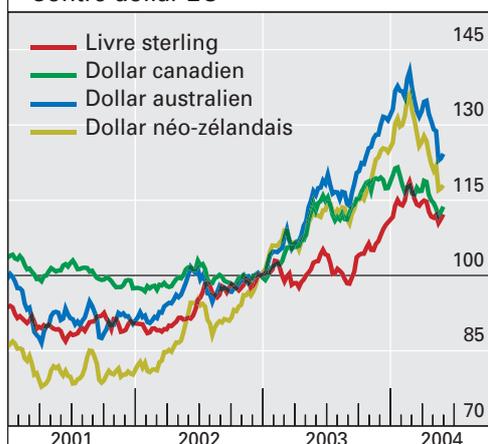
Trois principaux facteurs semblent à l'origine de cette évolution. Premièrement, l'attention des intervenants s'est portée sur le creusement du déficit courant américain et les modifications dans la structure de son financement. Deuxièmement, dans un contexte d'abondante liquidité mondiale et d'évolution incertaine des marchés boursiers, les écarts de taux d'intérêt ont continué d'alimenter une recherche de rendement, souvent à travers des stratégies spéculatives de *carry trade*. Troisièmement, les interventions records des autorités japonaises et l'accumulation d'importantes



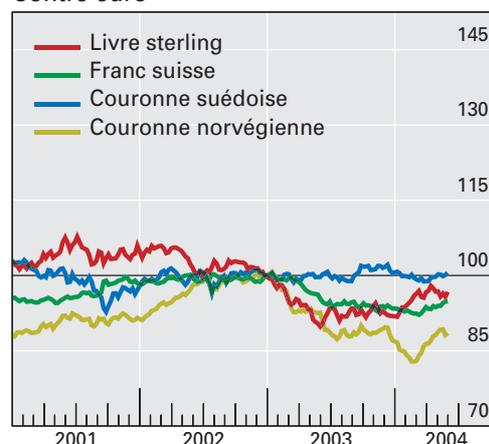
Autres pays industrialisés : cours de change

Moyenne hebdomadaire, fin 2002 = 100

Contre dollar EU



Contre euro



Une augmentation indique une appréciation.

Sources : données nationales.

Graphique V.2

réerves par plusieurs autres pays d'Asie ont limité la chute du dollar dans la région, l'attention se focalisant, comme auparavant, sur la politique de change de la Chine.

Le déséquilibre extérieur américain et l'accumulation des réserves en Asie sont examinés en détail dans la seconde partie du présent chapitre. Une analyse empirique du financement des paiements courants depuis le milieu des années 70 met en lumière la forte volatilité des grandes catégories de flux dans le processus d'ajustement. Toutefois, l'étude du cas américain autour de 1987, avec des conditions quelque peu différentes de celles d'aujourd'hui, montre que le mode d'ajustement du déséquilibre extérieur des États-Unis ne peut être prévu avec certitude, compte tenu, surtout, du rôle des capitaux publics dans son financement. Si les déterminants habituels contribuent à expliquer l'ampleur des réserves officielles constituées en Asie, de nouveaux motifs sont apparus ces deux dernières années.

Les opérations spéculatives ont été le principal facteur à l'origine du gonflement important de l'activité sur l'ensemble des marchés des changes, à l'exception du compartiment dollar/yen, dont la liquidité a paru se contracter.

Variations de change : constat

Amorcée en janvier 2002, la baisse généralisée du dollar s'est poursuivie jusqu'au début 2004, lorsqu'il a commencé à se raffermir (graphique V.1). Entre le pic de janvier 2002 et le creux de février 2004, la dépréciation a atteint 22 % en termes effectifs nominaux. Dans le même temps et sur la même base, l'euro a progressé de 12 % et le yen d'environ 6 %. De mi-février à mi-mai, le dollar a regagné 6 %, tandis que l'euro abandonnait 2 % et le yen 4 %.

Entre janvier 2002 et février 2004, le dollar a régressé de 43 % par rapport à l'euro, qui, le 17 février, a atteint un niveau record (\$1,29). La monnaie

La tendance généralisée à la dépréciation du dollar...



américaine s'est également dépréciée vis-à-vis d'autres monnaies flottantes, notamment la livre sterling (30 %) et les dollars australien (51 %), canadien (20 %) et néo-zélandais (64 %) (graphique V.2). Plusieurs monnaies d'économies émergentes (real, rand et peso chilien notamment) se sont sensiblement appréciées face au dollar (graphique V.3) ; les mouvements sont cependant devenus plus hétérogènes vers juillet-août 2003, les intervenants réagissant aux différentes modifications de taux directeurs anticipées et effectives.

Entre mi-février et mi-mai 2004, la tendance baissière du dollar s'est en partie inversée, suite à des déclarations officielles dénonçant la volatilité excessive des cours de change. Le dollar s'est alors apprécié d'environ 6 % vis-à-vis de l'euro et a également regagné du terrain par rapport à la livre (8 %) et aux dollars canadien (6 %), australien (14 %) et néo-zélandais (15 %).

Le yen et la plupart des monnaies des économies émergentes d'Asie ont été les principales exceptions à la tendance générale de hausse face au dollar jusqu'en février 2004. Certaines sont rattachées à la monnaie américaine, en particulier le renminbi et le dollar de Hong-Kong, mais même celles qui ne le sont pas ont nettement moins progressé face au dollar que l'euro ou encore la livre sterling.

L'inversion de tendance s'est accompagnée de modifications perceptibles du sentiment des marchés. Pendant la plus grande partie de 2003, les anticipations concernant le dollar, mesurées par la moyenne des fonctions

...s'est partiellement inversée à partir de février 2004

Appréciation modérée des monnaies d'Asie face au dollar

Reviement significatif des anticipations

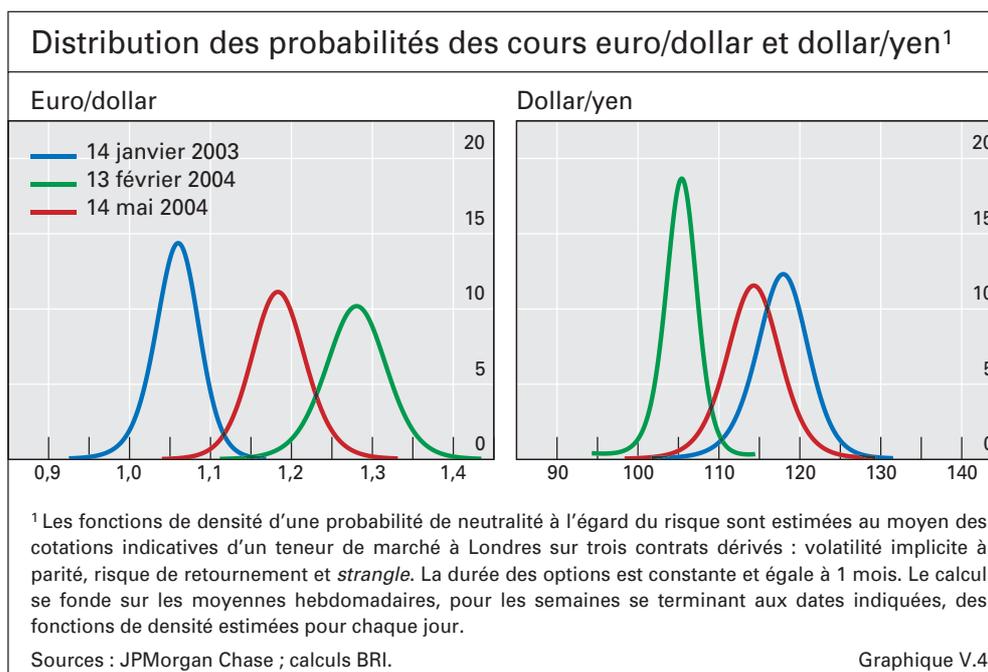
estimées de densité de probabilité de neutralité à l'égard du risque, sont restées nettement orientées à la baisse, surtout contre l'euro, si l'on en juge par l'asymétrie de ces fonctions (graphique V.4). Elles ont commencé à se modifier début 2004. Entre février et mi-mai, les prix des options ont indiqué une perception moins négative envers le dollar, l'asymétrie des probabilités entre forte dépréciation et forte appréciation disparaissant même dans l'ensemble.

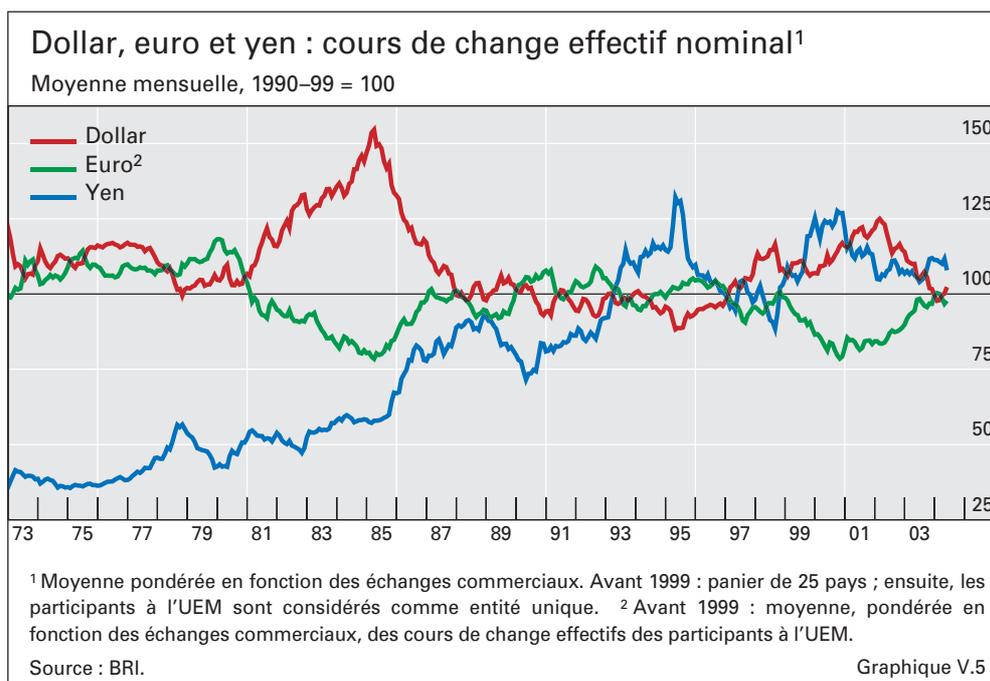
Deux évolutions notables sur les marchés

D'après les intervenants, ces importantes variations des cours de change se sont produites dans un contexte marqué par deux tendances. Premièrement, l'activité a dans l'ensemble fortement progressé, prolongeant le mouvement amorcé début 2001, sous l'influence des stratégies à effet de levier ; il convient de souligner en particulier le dynamisme des fonds macros, dont la stratégie s'appuie sur des anticipations relatives aux fondamentaux (écarts de taux d'intérêt, par exemple), et des fonds directionnels, qui jouent les tendances haussières ou baissières. Les institutionnels et trésoriers d'entreprises ont également été beaucoup plus présents. C'est le compartiment euro/dollar qui a enregistré la plus vive augmentation. Sur la plupart des marchés, la liquidité s'est, semble-t-il, stabilisée à des niveaux élevés. Deuxièmement, à l'inverse, les transactions et la liquidité se seraient contractées en 2003 pour la paire dollar/yen, comme en témoigne la diminution des volumes négociés et de la volatilité intrajournalière des cours, qui serait due au risque équivalent de hausse ou de baisse du yen résultant des interventions systématiques des autorités japonaises.

Analyse sur longue période

Malgré les amplitudes de change enregistrées durant la période, deux aspects méritent d'être soulignés dans le cadre d'une analyse sur longue période : en termes effectifs nominaux, les trois grandes monnaies se rapprochent maintenant de leur cours moyen des années 90 (graphique V.5) ; la baisse du dollar entre janvier 2002 et février 2004 a été bien moins marquée





qu'au milieu des années 80 (recul de quelque 50 % par rapport au yen et au mark allemand), après sa hausse excessive jusqu'en 1985.

Déterminants des variations de change

Les amples variations de change observées durant la période considérée semblent avoir résulté de trois facteurs principaux : déficit courant américain, écarts de taux d'intérêt et politiques de change en Asie.

Trois grands déterminants des variations de change

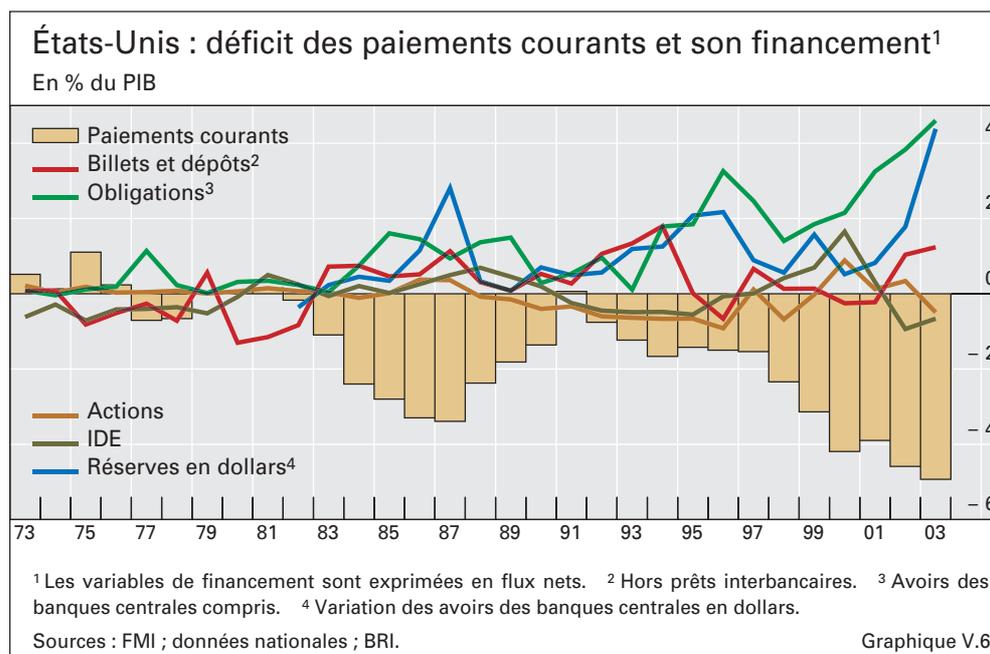
Déficit courant américain

Comme en 2002, l'attention portée au déficit courant américain a très fortement contribué à la dépréciation généralisée du dollar jusqu'en février 2004. Pour 2003, ce déficit a atteint 5 % du PIB (graphique V.6), tandis que les engagements extérieurs nets étaient portés à 25 % du PIB. Néanmoins, les rendements des avoirs américains à l'étranger restant supérieurs à ceux de leurs engagements, le solde en termes de flux est demeuré positif.

Jusqu'en février 2004, le déficit courant américain a focalisé l'attention

Nombre d'intervenants ont ainsi jugé nécessaire une dépréciation du dollar pour deux raisons. Premièrement, avec un plus grand déficit budgétaire, les besoins de financement du déséquilibre courant sont apparus devoir persister, d'autant plus que ce déficit courant était progressivement perçu comme tenant à une insuffisance d'épargne intérieure plutôt qu'à une abondance d'investissement productif. Deuxièmement, le recul de la part des flux privés dans la contrepartie du déséquilibre extérieur américain et, au sein de ceux-ci, la contraction de la proportion des actions et de l'investissement direct étranger (IDE) indiquent que le marché devient moins disposé à en assurer le financement (graphique V.6).

Les modalités d'ajustement du déséquilibre extérieur américain constituent une question essentielle. Les variations des cours de change



et des flux de capitaux déjà opérées ces deux dernières années ont été ordonnées. La question est de savoir si des modifications brutales pourraient provoquer de fortes perturbations. Une analyse de la nature des flux de capitaux pendant les précédentes phases d'ajustement des paiements courants peut, dans ce contexte, apporter des enseignements (infra).

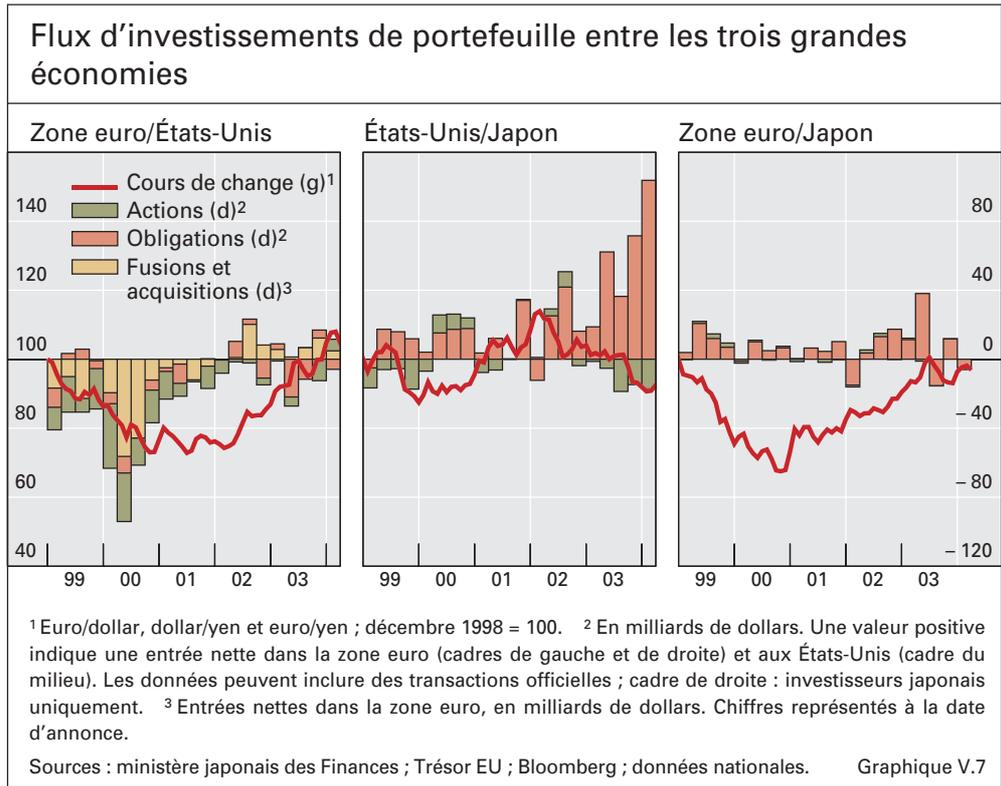
Écarts de taux d'intérêt

Influence des écarts de taux d'intérêt sur les flux de capitaux et les changes

La corrélation entre variations de change et écarts de taux effectifs et anticipés est souvent apparue clairement dans nombre d'économies (tableau V.1). Au sein du G 3, l'appréciation de l'euro face au dollar et au yen, entre janvier 2002 et février 2004, a été encouragée par l'attrait de taux d'intérêt plus rémunérateurs pour des capitaux en quête de rendement (graphique V.7). Au

Cours de change et écarts de taux d'intérêt								
	Dollar ¹		Euro ¹		Écart avec les taux américains ²		Écart avec les taux de la zone euro ²	
	Jan. 02–mi-fév. 04	Mi-fév. 04–mi-mai 04	Jan. 02–mi-fév. 04	Mi-fév. 04–mi-mai 04	Jan. 02–mi-fév. 04	Mi-fév. 04–mi-mai 04	Jan. 02–mi-fév. 04	Mi-fév. 04–mi-mai 04
Nouvelle-Zélande	-51,9	15,9	-14,4	8,9	4,2	4,6	2,8	3,6
Australie	-43,6	14,4	-5,9	7,5	3,5	4,5	2,1	3,5
Suède	-37,8	6,9	-0,8	0,0	2,3	1,3	0,9	0,3
Zone euro	-36,7	6,9	.	.	1,4	1,0	.	.
Suisse	-30,5	4,4	6,1	-2,5	-0,7	-0,8	-2,1	-1,8
Royaume-Uni	-26,8	7,6	10,8	0,8	2,5	3,2	1,1	2,2
Norvège	-26,6	1,0	10,4	-5,9	3,9	0,9	2,5	-0,1
Japon	-20,6	7,6	17,2	0,9	-1,4	-1,0	-2,8	-2,0
Canada	-19,0	5,4	19,1	-1,3	1,4	1,1	-0,0	0,1

¹ Variation cumulée, en % ; une valeur positive indique une dépréciation contre dollar ou euro. ² Taux d'intérêt 3 mois.
 Sources : données nationales. Tableau V.1



Royaume-Uni, de même, le niveau relativement élevé et la hausse des taux d'intérêt ont contribué à l'appréciation de la livre vis-à-vis du dollar et du yen.

Le rôle des écarts de taux d'intérêt a été le plus net pour les dollars australien, néo-zélandais et, dans une moindre mesure, canadien (graphique V.2), qui, traditionnellement, sont influencés par les cours des matières premières. Jusqu'au début 2004, ces trois devises se sont grandement raffermies par rapport au dollar EU. Face à l'euro, l'appréciation des dollars australien et néo-zélandais a toutefois été limitée, malgré des écarts de taux favorables et une hausse de 39 % des cours des matières premières ; le dollar canadien, avec des rendements similaires, mais bénéficiant du renchérissement des produits de base, s'est déprécié.

La quête générale de rendement et les écarts de taux d'intérêt ont également été prépondérants pour un certain nombre de monnaies d'économies émergentes. Avec des conditions de financement attrayantes, compte tenu du bas niveau des taux courts (chapitre IV), et un goût marqué pour le risque, illustré par la faiblesse des primes et l'abondance des émissions obligataires des économies émergentes (chapitre VI), les monnaies offrant des rendements élevés ont eu tendance à s'apprécier face au dollar. Les cas les plus notables sont le peso chilien, qui a gagné environ 9 % entre début 2002 et début 2004, le rand surtout, qui a progressé de quelque 44 %, et le real, pourtant handicapé par des évolutions internes plutôt défavorables.

Comme l'année précédente, les stratégies de *carry trade*, qui consistent à lever des fonds libellés dans une monnaie à faible taux d'intérêt pour les placer dans une autre mieux rémunérée, ont rencontré un vif succès. Durant la période considérée, elles ont séduit non seulement les fonds macros et

Vif succès des stratégies spéculatives de *carry trade*

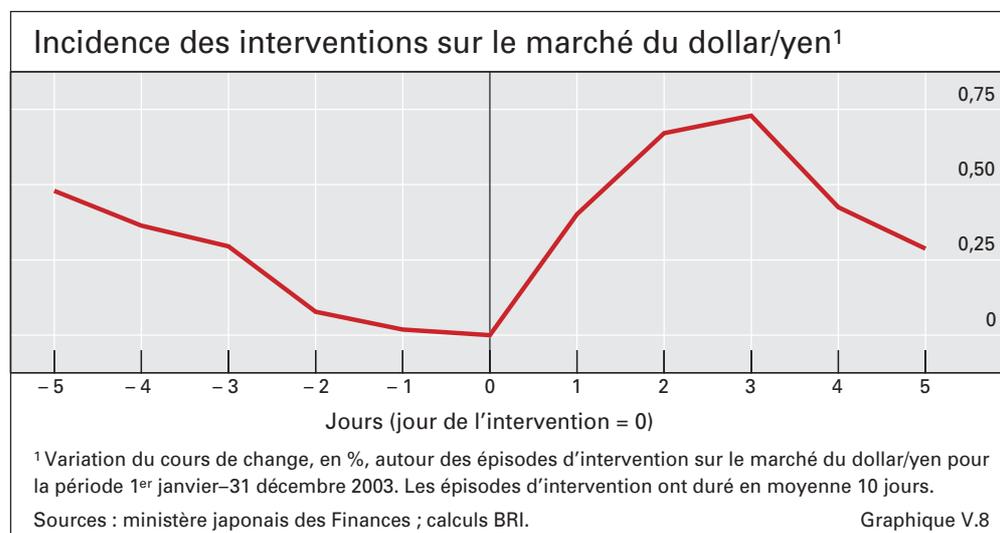
Les anticipations
quant aux politiques
monétaires
infléchissent
la tendance
début 2004

les intermédiaires sur produits de base, mais également les investisseurs institutionnels et les sociétés non financières. Il semble que les emprunts dans ce cadre aient été principalement libellés en dollars, yens et francs suisses, et que les placements aient été surtout orientés vers la livre sterling, les dollars australien, canadien et néo-zélandais ainsi que plusieurs monnaies d'économies émergentes.

Début 2004, lorsque l'appréciation généralisée vis-à-vis du dollar s'est atténuée, puis partiellement inversée, l'influence des écarts de taux d'intérêt est devenue moins évidente. Quand le marché a reconsidéré les perspectives de taux directeurs dans un certain nombre de pays, l'influence des écarts constatés s'est estompée, au profit des anticipations (chapitre IV). L'euro s'est nettement replié après le pic de février 2004, lorsqu'un relèvement des taux américains est apparu plus proche, suite à la publication de données sur le niveau élevé de l'emploi et de l'inflation aux États-Unis et à une plus forte probabilité d'un assouplissement dans la zone euro. Avec les craintes d'une hausse du coût de refinancement des emprunts en dollars, induite par les perspectives d'inflexion plus proche de la politique monétaire américaine, les opérations de *carry trade*, notamment celles impliquant les dollars australien ou néo-zélandais, sont devenues moins attrayantes, contribuant ainsi à un recul notable de ces monnaies vis-à-vis du dollar EU. Le dollar canadien et les couronnes norvégienne et suédoise se sont de même repliés quand leurs taux directeurs ont été abaissés et paraissaient devoir l'être encore par la suite, rendant le renouvellement des positions spéculatives moins attrayant. Le franc suisse s'est raffermi par rapport à l'euro lorsqu'un relèvement escompté du taux directeur s'est accompagné d'un début d'inversion des opérations spéculatives. En revanche, la variation de la paire dollar/yen a été moins prononcée en raison des signes confirmés de reprise de l'économie japonaise (chapitre II).

Politiques de change en Asie

Les interventions des autorités monétaires ont été bien plus nourries que par le passé, notamment en Asie (tableau V.2). Elles ont atténué les



Réerves officielles en devises : variation annuelle							
En milliards de dollars EU							
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	<i>Pour mémoire : encours à fin 2003</i>
	À cours de change courants						
Total	27,2	138,0	155,0	112,3	351,9	616,6	3 010,9
Pays industriels	-32,8	52,1	54,7	3,0	108,0	215,8	1 103,6
États-Unis	5,2	-3,8	-0,9	-2,3	4,8	5,9	39,7
Zone euro	-32,9	-39,2	-9,4	-10,7	7,9	-27,8	188,0
Japon	-4,7	74,5	69,5	40,5	63,7	201,3	652,8
Asie	62,8	79,0	52,5	76,0	173,8	263,9	1 208,1
Chine	5,1	9,7	10,9	46,6	74,2	116,8	403,3
Corée	32,3	21,7	22,2	6,6	18,3	33,7	154,5
Hong-Kong RAS	-3,2	6,6	11,3	3,6	0,7	6,7	118,6
Inde	2,6	5,0	5,3	8,0	21,7	30,6	97,6
Indonésie	6,3	3,8	2,0	-1,2	3,7	4,0	34,7
Malaysia	4,7	4,9	-1,0	1,0	3,7	10,2	43,5
Philippines	2,0	4,0	-0,2	0,4	-0,3	0,3	13,3
Singapour	3,5	1,9	3,4	-4,8	6,5	13,6	95,0
Taiwan, Chine	6,8	15,9	0,5	15,5	39,4	45,0	206,6
Thaïlande	2,7	5,4	-1,9	0,4	5,7	2,9	41,0
Amérique latine ¹	-9,8	-8,8	2,1	-0,3	4,2	30,6	170,7
Argentine	2,3	1,6	-1,7	-9,9	-4,1	2,7	13,1
Brésil	-8,2	-7,8	-2,3	3,2	1,7	11,7	49,1
Chili	-2,0	-1,1	0,5	-0,6	0,8	0,4	15,2
Mexique	3,3	-0,5	4,2	9,2	5,5	7,8	57,7
PECO ²	6,6	1,7	19,1	12,7	36,3	51,3	197,4
	À cours de change constants ³						
Total	24,6	178,7	191,4	146,7	258,3	502,8	3 029,8
En dollars	49,0	145,8	50,9	82,9	184,5	441,3	2 092,7
En autres monnaies	-24,4	32,9	140,5	63,8	73,8	61,5	937,1

¹ Pays cités plus Colombie, Pérou et Venezuela. ² Pays d'Europe centrale et orientale : Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Russie, Slovaquie et Slovénie. ³ Chiffres en partie estimés ; cours de change de fin de période.

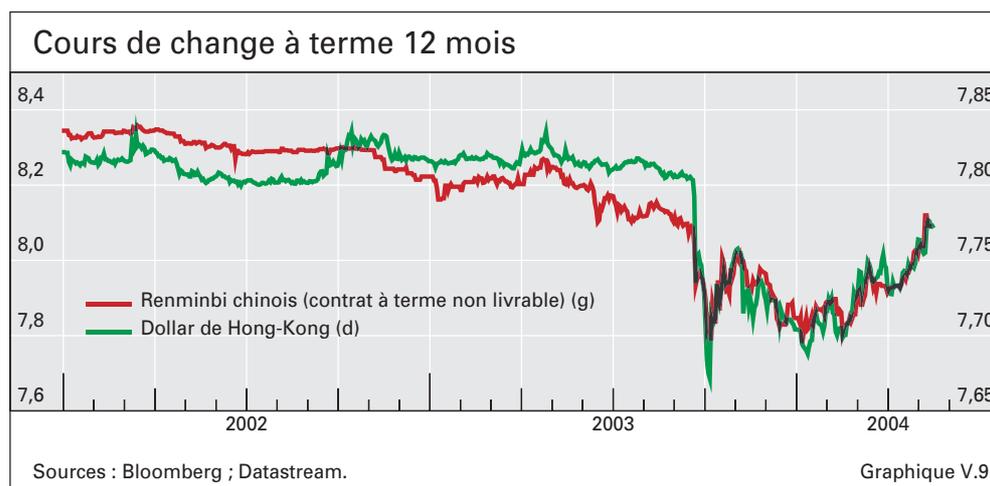
Sources : FMI ; données nationales ; estimations BRI. Tableau V.2

tensions à la hausse sur les monnaies correspondantes, soulevant le problème plus général de la correction des déséquilibres courants dans le monde (infra). Si les interventions des autorités japonaises et chinoises ont eu un tel retentissement, c'est en raison de l'importance des volumes concernés.

Rôle clé des politiques de change en Asie

Les autorités nippones ont acquis \$316 milliards d'actifs américains entre janvier 2003 et mars 2004, soit un multiple de leurs achats des années précédentes. En outre, les statistiques officielles montrent que les interventions, plus fréquentes et plus soutenues qu'auparavant, ont eu, si l'on en juge par le cours du yen, une certaine efficacité, au moins à court terme (graphique V.8). Cette efficacité est peut-être liée à une perception de changement de stratégie de la part des autorités monétaires, qui ont semblé

Interventions massives des autorités nippones



opter pour des interventions massives afin d'introduire un risque équivalent de hausse ou de baisse du yen.

L'attention se porte sur l'attitude des autorités monétaires chinoises

En Chine, les autorités monétaires ont accumulé de substantielles réserves en cherchant à maintenir une parité fixe avec le dollar (tableau V.2). Malgré le maintien de cet ancrage, le marché des contrats à terme non livrables a été soumis à plusieurs vagues de pressions à la hausse (graphique V.9), reflétant le degré de probabilité affecté par le marché à une modification de la politique de change. Le dollar de Hong-Kong a subi à plusieurs reprises des tensions comparables, puis a enregistré, en décembre 2003, une recrudescence inhabituelle de la volatilité sur le marché au comptant.

En Corée, en Inde et à Taiwan (Chine) également, les réserves en dollars ont beaucoup augmenté après des interventions officielles massives visant à limiter l'appréciation de la monnaie vis-à-vis du dollar et, par conséquent, du renminbi.

Financement des déséquilibres courants et rôle des réserves de change

Les variations dans la composition des entrées de capitaux privés aux États-Unis et le nouvel accroissement de la proportion des flux publics laissent entrevoir une moindre disposition des investisseurs privés à financer le déficit courant américain. Le constat soulève deux interrogations. Cette double évolution (composition et proportion des flux privés) annonce-t-elle le début de l'ajustement de la balance des paiements courants ? Comment les flux de capitaux évolueront-ils une fois cet ajustement amorcé, et, plus précisément, risquent-ils de devenir volatils au point de déstabiliser les marchés ? Pour répondre à ces deux questions, nous examinerons la dynamique des flux privés et publics durant les 28 principaux épisodes d'ajustement des paiements courants depuis 1973.

Financement des déficits courants dans les pays industrialisés depuis 1973

Phases d'ajustement des paiements courants dans le passé

Les 28 épisodes d'ajustement substantiel et durable des paiements courants intervenus dans les pays industrialisés depuis 1973 (tableau V.3) présentent deux grandes caractéristiques. Premièrement, en moyenne, le

Flux financiers et ajustements des paiements courants	
	Épisodes durant lesquels une variation des flux de financement correspond à un ajustement des paiements courants, en %
Portefeuille des non-résidents : titres de dette	89
Prêts des non-résidents aux résidents	78
Portefeuille des non-résidents : billets et dépôts	58
Portefeuille des résidents : devises et dépôts à l'étranger	70
Investissement direct de l'étranger	36
Investissement direct à l'étranger	35
Avoirs de réserve	68

Un ajustement des paiements courants se définit par trois critères : i) le déficit courant doit dépasser 2 % du PIB avant l'ajustement ; ii) le déficit moyen doit diminuer d'au moins 2 % du PIB sur trois ans et être réduit d'un tiers au minimum ; iii) le plus gros déficit sur les cinq années suivant le maximum ne doit pas être supérieur au plus faible déficit sur les trois années qui l'ont précédé. Le tableau couvre 28 épisodes d'ajustement des paiements courants observés sur la période 1974–2002 : Australie (1989, 1999) ; Autriche (1977, 1980) ; Belgique (1981) ; Canada (1981, 1993) ; Danemark (1986) ; Espagne (1976, 1981, 1991) ; États-Unis (1987) ; Finlande (1991) ; France (1982) ; Grèce (1985) ; Irlande (1981) ; Italie (1974, 1981, 1992) ; Norvège (1977, 1986) ; Nouvelle-Zélande (1984) ; Portugal (1981, 2000) ; Royaume-Uni (1974, 1989) ; Suède (1980, 1992).

Sources : FMI, *Balance of Payments Statistics* ; estimations BRI. Tableau V.3

déficit courant d'un pays a tendance à s'infléchir lorsqu'il atteint un niveau proche de 4–5 % du PIB. Deuxièmement, cet ajustement s'accompagne généralement d'une dépréciation de la monnaie et d'un net ralentissement de la croissance. Le mouvement de correction du déficit courant des États-Unis pendant la seconde moitié des années 80 a obéi globalement à cette règle.

L'analyse montre que l'évolution de la répartition des flux financiers ne permet d'anticiper ni le début ni les modalités de la correction des déficits courants. C'est ce que confirme l'étude des tendances de chaque catégorie de flux financiers sur les 28 épisodes durant les cinq années qui ont précédé l'inversion (graphique V.10). Si le comportement de certaines catégories a changé en moyenne pendant ce laps de temps, rien ne permet de conclure à une modification systématique de la tendance juste avant la phase d'ajustement, y compris pour les flux officiels. Seuls les avoirs des non-résidents (billets et dépôts) font exception : ils ont généralement atteint un sommet un an avant l'amorce de l'ajustement. À partir de là, on est amené à conclure que l'évolution de la composition des flux vers les États-Unis l'an passé ne permet guère de prévoir le moment de la correction.

En revanche, s'agissant de la composition des flux lors de l'ajustement lui-même, les 28 épisodes passés présentent plusieurs traits communs intéressants. Premièrement, les catégories les plus volatiles, principalement influencées par les écarts de taux d'intérêt, sont aussi celles qui enregistrent la correction la plus marquée. Plus précisément, après avoir augmenté parallèlement au déficit des paiements courants, les avoirs en billets et

Peu d'indications d'une modification systématique des flux *avant*...

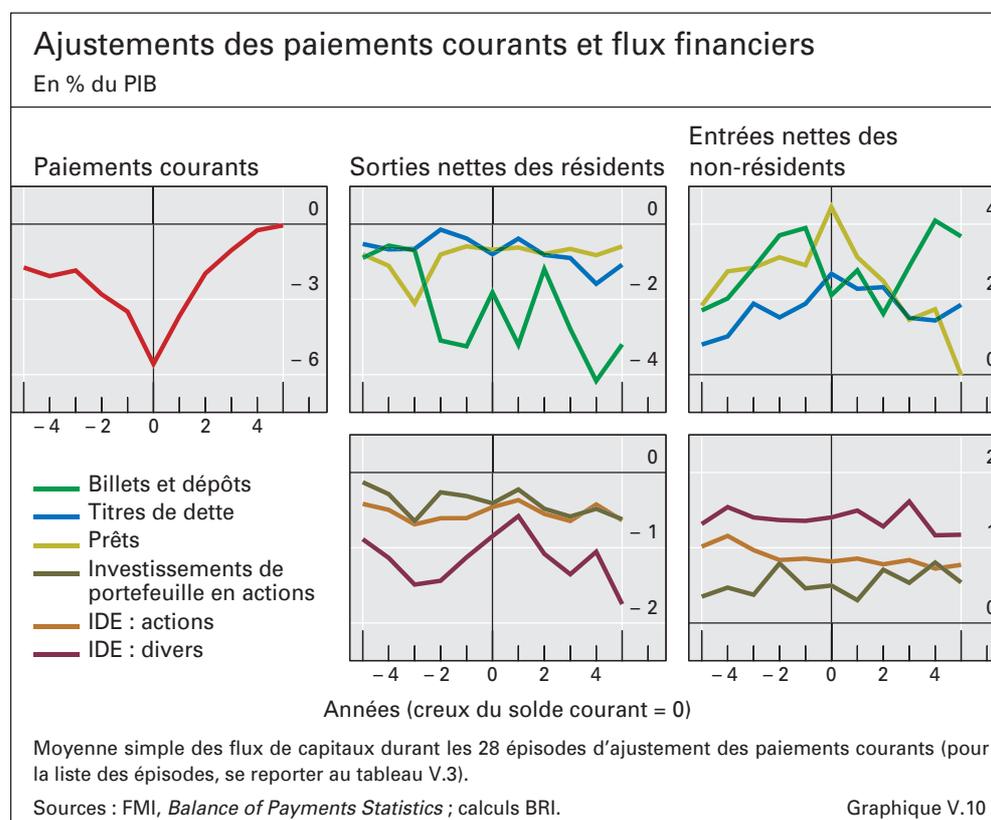
...mais quelques signes *pendant* l'ajustement

dépôts et en titres de dette ont en général nettement diminué lors de la correction (tableau V.3). Si l'IDE, plus stable, a affiché un comportement analogue, tant en entrées qu'en sorties, sa variation a été de moindre ampleur. De leur côté, les investissements de portefeuille en actions, habituellement perçus comme volatils, n'ont en moyenne pas changé de façon notable.

Deuxièmement, l'ajustement s'explique dans une large mesure par le comportement des non-résidents. Leurs dépôts, titres de dette et prêts ont considérablement varié durant ces phases de correction, augmentant le plus souvent avant et reculant en général après le point de retournement. En revanche, les dépôts à l'étranger constituent la seule catégorie de flux financiers émanant des résidents qui se soit systématiquement modifiée.

Troisièmement, l'évolution du financement du déficit courant a sa principale contrepartie dans les flux privés. Les réserves en devises ont également varié, notamment suite à des interventions pour soutenir la monnaie et/ou à des effets de change. Il convient cependant de préciser que, pour tous les pays ayant connu un ajustement substantiel de leur solde courant, à l'exception des États-Unis, les achats d'actifs domestiques par des entités publiques étrangères sont restés modestes, et n'ont donc pas joué de rôle significatif dans ces corrections.

Quatrièmement, dans la plupart des cas, les changements intervenus dans la composition des flux financiers décrits ci-dessus se sont opérés sans heurts. Une exception mérite néanmoins d'être notée : l'ajustement du déficit



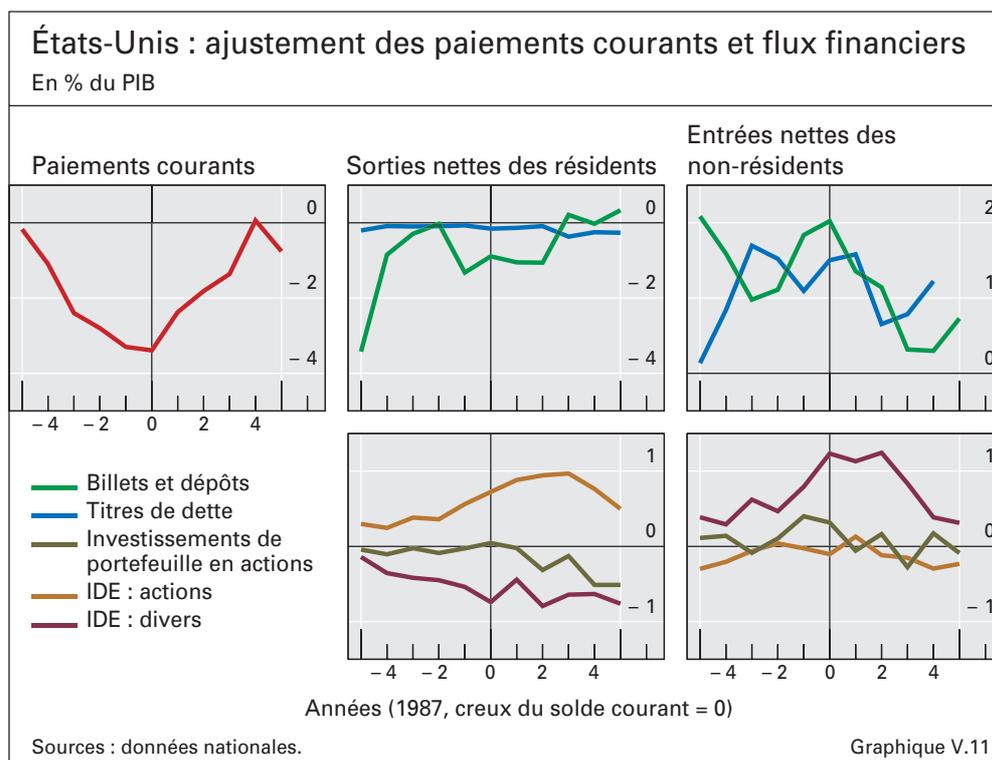
courant suédois en 1992, qui s'est accompagné d'un retrait massif des dépôts des non-résidents (environ 10 % du PIB) et d'un recul tout aussi marqué des prêts aux résidents.

Le comportement des flux privés pendant la correction du déficit courant des États-Unis au milieu des années 80 concorde à plusieurs égards avec les schémas observés ailleurs (graphique V.11). Tout d'abord, les deux catégories de flux qui ont changé le plus fortement autour de 1987 sont les dépôts (des résidents et des non-résidents) et les titres de dette détenus par les non-résidents. Elles ont eu tendance à s'étoffer avant 1987 et à fléchir pendant les trois années qui ont suivi. En outre, l'IDE des non-résidents a contribué à l'ajustement. Enfin, les variations des flux privés se sont opérées en bon ordre : les entrées se sont ralenties graduellement et, pour chaque catégorie de flux, les variations cumulées entre 1987 et 1990 n'ont pas dépassé 2 % du PIB américain.

Cela étant, il existe une différence de taille entre les États-Unis et les autres pays industrialisés, due au fait que le dollar, principale monnaie de réserve, représente une proportion substantielle des avoirs étrangers en devises. Les achats d'actifs en dollars (obligations, en particulier) des entités publiques étrangères ont financé une part non négligeable du déficit cumulé des États-Unis, que ce soit pendant la phase de contraction amorcée en 1987 ou durant la période actuelle (graphique V.6). À chaque fois, les réserves officielles en dollars ont commencé par augmenter sensiblement avec la dépréciation consécutive au creusement du déficit. Dans le cas de 1987, la tendance s'est par la suite inversée avec sa résorption progressive et donc l'amointrissement du besoin de financement. À première vue, le gonflement des réserves en dollars ces deux dernières années pourrait donc conduire à se

Des similitudes entre les États-Unis et d'autres pays...

...mais le rôle des réserves de change constitue une différence de taille



demander si la récente augmentation du déficit courant aux États-Unis ne serait pas sur le point de s'infléchir.

Les politiques de change actuelles diffèrent de celles des années 80

Pour les flux publics, la situation actuelle des États-Unis diffère notablement de celle des années 80. Au milieu de cette décennie, le dollar avait amorcé un repli après une période de surréaction. En 1986 et 1987, les autorités monétaires du G 7 avaient procédé à des interventions concertées visant à mettre un terme à son érosion rapide, coopération dont le point d'orgue avait été la signature de l'accord du Louvre, en février 1987. Par conséquent, ce sont essentiellement le Japon, l'Allemagne et d'autres pays industrialisés dont la monnaie flottait par rapport à la devise américaine qui ont accumulé des réserves en dollars. Les interventions concertées ont cessé lorsque le dollar s'est stabilisé à des niveaux nettement inférieurs. Ces deux dernières années, en revanche, l'accumulation de réserves résulte d'interventions unilatérales du Japon et d'économies émergentes d'Asie, qui ont enrayé le recul du dollar, limitant par conséquent l'ajustement du déficit courant des États-Unis. Ces pays n'ont pas mené de politiques de change coordonnées, mais plutôt interdépendantes.

Rôle des réserves de change

Pour mettre ces interventions en perspective, il convient d'examiner le rôle des réserves de change, à la fois en termes d'accumulation et de détention. Dans quelle mesure leur accumulation constitue-t-elle un objectif en soi ou simplement une résultante de l'objectif d'équilibre interne ou externe ? Continuera-t-elle à financer le déficit courant américain ? (Leurs répercussions sur le système financier intérieur sont analysées au chapitre III.)

Dans un régime de change fixe, les réserves jouent un rôle crucial

Dans un régime de change fixe, officiel ou *de facto*, les réserves en devises jouent un rôle crucial. Les autorités monétaires les utilisent pour maintenir le cours de la monnaie lorsque, par exemple, des sorties de capitaux exercent des pressions à la baisse, et, de manière symétrique, pour endiguer des pressions à la hausse. En l'absence de restrictions sur les mouvements de capitaux et faute d'ajustement des taux d'intérêt, le volume des réserves accumulées est donc déterminé par la volonté de maintenir la parité. En cas d'importants flux de capitaux (entrants ou sortants), l'instrument des taux d'intérêt peut aussi être utilisé.

Dans un régime de flottement, les réserves peuvent constituer un objectif en soi...

Dans un régime de change flottant, le rôle des réserves est plus difficile à définir ; il peut être utile de distinguer deux cas. Dans le premier, les autorités monétaires peuvent cibler un niveau précis de réserves, pour plusieurs raisons. Elles peuvent souhaiter disposer d'un volume suffisant pour pouvoir intervenir sur les changes afin de préserver la liquidité. Elles atténueront ainsi la volatilité, tout en permettant un ajustement ordonné des cours de change. Elles peuvent aussi vouloir se constituer un « trésor de guerre » de nature à renforcer la crédibilité du pays sur les marchés financiers internationaux, et ainsi contribuer à amoindrir le risque de déstabilisation induit par des mouvements de capitaux. Plus est grand le risque de fuite des capitaux des résidents ou de retrait des non-résidents, plus le matelas de réserves doit être important.

Dans le second cas, les réserves accumulées découlent d'interventions visant à stabiliser le change, comme dans un régime de parités fixes. Les

interventions peuvent alors être axées sur des objectifs internes ou externes. L'objectif externe le plus courant consiste à contenir l'appréciation de la monnaie afin de préserver la compétitivité des secteurs exposés ; une tendance baissière, en revanche, n'appellera généralement pas de réaction. Dans la poursuite de leurs objectifs internes, les banques centrales peuvent souhaiter contrecarrer les pressions à la hausse sur la monnaie pour prévenir des effets désinflationnistes excessifs, par exemple dans le cadre d'une stratégie d'objectif d'inflation. Elles peuvent également intervenir pour stabiliser le cours de change, afin d'éviter des répercussions négatives sur la situation financière des agents économiques.

...ou découler d'interventions dans la poursuite d'objectifs internes ou externes

Dans les pays désireux de se constituer un matelas de réserves, différents critères sont utilisés pour en évaluer le niveau adéquat. La couverture des importations sert traditionnellement de référence : les réserves doivent en représenter un certain multiple. Ce critère est plus pertinent si le but est de réduire les problèmes de liquidité durant les périodes de crises de balances des paiements. Toutefois, depuis la crise en Asie, le niveau de réserves approprié tend à être déterminé par la couverture des mouvements de capitaux, qui peuvent s'inverser rapidement en période de crise, tels que la dette à court terme, susceptible de ne pas être reconduite à échéance. Une autre référence à cet égard est celle de la masse monétaire au sens large, qui reflète le risque de voir les détenteurs d'actifs liquides les convertir en devises.

Critères d'évaluation du niveau des réserves

Il est généralement difficile d'évaluer le niveau optimal des réserves de change. Cependant, une étude de leur taux d'accumulation et de la volatilité du change sur les cinq dernières années, ainsi que des différents critères de mesure du niveau approprié des réserves, peut apporter des éclaircissements sur l'importance relative des diverses motivations à l'origine des interventions répétées en Asie.

Analyse des motivations

À la lumière des tendances récentes (accumulation de réserves et volatilité du change), il est possible d'identifier deux phases divergentes depuis la fin de la crise en Asie. Dans la période qui a immédiatement suivi cette crise (1998–2001), la volatilité de la plupart des devises des économies émergentes d'Asie (vis-à-vis du dollar et en termes effectifs nominaux) a été généralement comparable à celle des grandes monnaies, qui se dépréciaient par rapport au dollar (tableau V.4). Les banques centrales de la région ont alors probablement profité de conditions plus favorables pour reconstituer leurs réserves, fortement entamées pendant la crise. Ainsi, l'accumulation de réserves semble avoir constitué, dans une large mesure, un objectif en soi.

Changement de tendance, en 2002, pour la constitution de réserves et la volatilité du change

En revanche, ces deux dernières années, alors que la tendance du dollar s'inversait, la volatilité des devises des économies émergentes d'Asie vis-à-vis du dollar s'est fortement atténuée et se retrouve désormais nettement inférieure à celle des autres monnaies flottantes. Les cours de change effectifs nominaux affichent également une tendance à la baisse. Parallèlement, les réserves de change se sont étoffées. Une analyse plus poussée indique que les raisons proposées ici pour expliquer l'accumulation de réserves peuvent jouer un rôle complémentaire.

Volatilité des cours de change et variation des réserves						
	Janvier 1988–décembre 2001			Janvier 2002–février 2004		
	Cours de change : volatilité ¹		Variation des réserves ²	Cours de change : volatilité ¹		Variation des réserves ²
	Bilatéral	Effectif nominal		Bilatéral	Effectif nominal	
Australie	9,6	8,2	0,4	7,3	5,7	12,7
Canada	4,3	4,3	12,5	6,1	5,3	1,5
Japon	10,8	9,9	179,0	7,4	5,3	369,9
Norvège	6,6	3,2	-8,1	9,8	5,9	8,8
Nouvelle-Zélande	9,9	7,2	-1,7	8,1	6,2	2,5
Royaume-Uni	5,5	4,6	4,9	6,5	4,2	5,1
Suède	7,6	4,4	3,3	7,9	3,5	6,3
Suisse	8,8	3,4	-2,4	8,3	2,7	17,8
Zone euro	8,5	5,8	-85,9	8,0	4,1	-31,7
Chine	0,0	2,7	71,7	0,0	2,5	209,2
Corée	11,7	13,3	79,7	6,5	5,2	58,2
Hong-Kong RAS	0,1	4,7	13,1	0,5	4,5	12,2
Inde	2,9	4,9	20,8	1,6	4,7	57,5
Indonésie	47,4	46,3	9,4	7,2	7,2	7,7
Malaysia	11,7	10,7	10,7	0,0	3,6	17,8
Philippines	10,3	10,5	6,3	4,1	4,8	-1,4
Singapour	6,6	5,1	7,1	3,1	2,7	25,4
Taiwan, Chine	5,4	4,9	38,2	3,1	3,3	101,2
Thaïlande	14,9	14,0	7,0	4,2	2,8	8,7

¹ Écart type, calculé pour la période, des variations quotidiennes annualisées (en %). ² Variation cumulée sur la période, en milliards de dollars.

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

Une appréciation difficile de l'évolution des réserves

L'analyse des motivations ces deux dernières années dépend des critères retenus. Rapportées aux importations, les réserves de la plupart des pays d'Asie ne se sont pas substantiellement accrues (tableau V.5). En proportion de la masse monétaire, en revanche, elles ont progressé de 40 %, voire plus dans un certain nombre de pays. En outre, dans la majorité des cas, elles ont beaucoup augmenté par rapport à la dette extérieure à court terme.

Les interventions s'inscrivent dans une double logique d'équilibre externe et interne

La modification, autour de 2002, de la volatilité du change et du poids relatif des réserves (rapporté au PIB, à la masse monétaire et à la dette à court terme) peut également obéir à une logique d'objectifs externes. L'atténuation de la volatilité des monnaies des pays voisins de la Chine pourrait partiellement s'expliquer par la volonté de contrer une appréciation vis-à-vis du renminbi, afin de préserver la compétitivité des exportations, ce qui implique une stabilité du change par rapport au dollar.

Cela étant, il convient également de noter que, ces deux dernières années, les interventions en Asie, dans la plupart des cas, n'allaient pas à l'encontre des objectifs d'équilibre interne de la politique monétaire. Dans la majorité des pays à objectif d'inflation, la hausse des prix effective est restée contenue à l'intérieur de bandes-objectifs ou proche de ce niveau. Au Japon, l'accumulation de réserves découle essentiellement de la stratégie de lutte contre les pressions déflationnistes. En Chine, sans être nécessairement en

Réserves officielles en devises et mesures de l'adéquation									
	Réserves/importations ¹			Réserves/agrégat large ²			Réserves/dette à court terme ³		
	1996	1998–2001 ⁴	2003	1996	1998–2001 ⁴	2003	1996	1998–2001 ⁴	2003
Canada	1	1	2	4	6	5	94	40	23
Australie	3	3	4	3	2	3	21	20	25
Norvège	9	6	7	29	21	18	526	136	30
Nouvelle-Zélande	5	3	3	5	2	2	61	37	30
Suède	3	2	3	15	12	13	69	24	15
Suisse	6	5	6	10	11	11	...	208	14
Royaume-Uni	2	1	1	7	5	5	41	10	2
Asie ⁵	7	10	12	14	16	22	277	530	877
Japon	7	11	20	4	6	11	400	299	235
Chine	9	11	12	11	11	15	373	738	1 300
Corée	3	7	10	6	14	21	45	195	289
Hong-Kong RAS	4	6	6	19	23	24	37	127	170
Inde	6	9	17	11	14	26	260	420	601
Indonésie	5	10	13	14	34	31	51	129	258
Malaysia	4	5	6	28	34	41	226	326	416
Philippines	4	5	4	21	27	30	122	141	132
Singapour	7	8	9	80	77	85	44	99	160
Taiwan, Chine	10	11	19	17	19	33	458	747	849
Thaïlande	6	7	7	25	26	30	80	215	404

¹ En nombre de mois. ² En %. ³ Titres de dette internationaux et engagements vis-à-vis des banques déclarantes BRI dont la durée est inférieure à 1 an. ⁴ Moyenne. ⁵ Moyenne pondérée des pays cités sur la base des PIB et PPA de 2000.

Sources : FMI ; statistiques BRI. Tableau V.5

contradiction avec les objectifs de politique monétaire, cette accumulation a répondu au souci de préserver la solidité du système financier intérieur, au cas où aurait été adopté un régime de change plus souple.

À l'avenir, les banques centrales de la région pourraient continuer de résister aux pressions à la hausse sur leur monnaie et, dans ce cas, l'accumulation de réserves en dollars constituerait un important moyen de financer le déficit extérieur américain. Cette source de financement risque néanmoins de s'amenuiser, quel que soit le scénario envisagé.

Trois scénarios envisageables

Dans le premier scénario, le dollar s'apprécie. Les monnaies d'Asie sont alors amenées à relâcher leur lien, ce qui réduit l'accumulation de réserves en dollars. Un tel changement de comportement a été observé, par exemple, entre 1999 et 2001, lorsqu'un certain nombre de monnaies d'Asie sont devenues davantage corrélées au yen et un peu moins au dollar, en hausse. L'absence d'un financement asiatique pour le déficit américain pourrait ne pas poser problème, puisque le secteur privé serait plus disposé à investir dans des actifs libellés en dollars. Dans ce cas, le déficit courant risquerait de se creuser davantage et le processus d'ajustement pourrait être encore retardé.

Dans le deuxième scénario, les banques centrales d'Asie décident de réduire leurs avoirs en dollars alors même que cette monnaie subit de nouvelles pressions à la baisse – situation dont la probabilité est difficile à évaluer. D'un côté, elle se traduirait par une poursuite de l'érosion du dollar et

risquerait d'entraîner une hausse des rendements américains, ce qui amplifierait alors les moins-values pour les actifs détenus en dollars par les banques centrales. D'un autre côté, chaque banque centrale pourrait juger opportun de liquider ses positions avant que des cessions massives n'engendrent de telles pertes.

Dans le troisième scénario, les pressions à la hausse sur les monnaies d'Asie cessent. Si un choc venait à affecter les économies de la région, en se traduisant soit par des sorties de capitaux, soit par un recul du niveau des entrées, les pressions à la baisse, surtout sur le renminbi, supprimeraient la nécessité d'accumuler davantage de réserves en dollars et pourraient même inverser la tendance. Il serait alors crucial de savoir vers quelle région les flux de capitaux se réorienteraient. Par le passé, dans des circonstances analogues, les États-Unis ont eu tendance à être l'un des principaux bénéficiaires d'une telle réaffectation. Si la situation devait se reproduire dans les circonstances actuelles, la propension des investisseurs privés à financer le déficit courant américain permettrait de compenser le recul des flux publics en provenance d'Asie.

VI. Marchés financiers

Faits marquants

En 2003, les investisseurs à travers le monde ont retrouvé le goût du risque. Sur les marchés des actions, cette tendance s'est traduite par un vif redressement des cours, avant même l'annonce de résultats favorables pour les bénéficiaires et l'économie mondiale. Dans le compartiment des obligations d'entreprises et de la dette souveraine, les marges de crédit se sont rapprochées de leur minimum historique, les investisseurs continuant de rechercher des rendements supérieurs à ceux, exceptionnellement faibles, des obligations d'État de référence. Même si l'amélioration des données économiques fondamentales a pu justifier une certaine augmentation des prix des actifs, il est apparu, en fin de période, que les valorisations correspondaient à des primes de risque assez réduites. Les investisseurs ne paraissaient redouter aucune évolution défavorable.

Pendant une bonne partie de la période analysée, les investisseurs en obligations ont eu des difficultés à percevoir clairement les conséquences de l'évolution macroéconomique pour la politique monétaire. Cette incertitude a rejilli sur les rendements à long terme. Ces indicateurs avancés, en principe les plus fiables, des perspectives économiques ont, en plusieurs occasions, amplement fluctué, en raison des révisions des anticipations plutôt que des ajustements des primes d'échéance, aux États-Unis et au Japon surtout, et, dans une moindre mesure, dans la zone euro.

Sur la majeure partie de l'année, les marchés sont restés le plus souvent insensibles aux changements d'anticipations sur l'orientation de la politique monétaire. Début 2004, en revanche, les perspectives d'inflexion aux États-Unis ont exercé une influence importante sur le goût du risque. En avril-mai, des chiffres de l'emploi étonnamment vigoureux et la formulation donnée par la Réserve fédérale à sa politique accommodante ont renforcé les anticipations de hausse des taux directeurs. Cette fois, la montée des taux des obligations d'État s'est traduite par un repli des marchés des actions dans le monde ainsi que de la dette des obligations des économies émergentes, ce qui a mis en évidence la vulnérabilité des niveaux de valorisation à une aversion pour le risque.

Courbes des rendements et politique monétaire

Pendant la majeure partie de 2003 et au début de 2004, les marchés des obligations d'État ont suivi une évolution propre. Alors que, sur les autres marchés, les investisseurs trouvaient systématiquement des raisons d'être optimistes quant aux perspectives macroéconomiques, l'évolution des courbes des rendements n'a pas toujours corroboré cette appréciation. Dans

Les courbes des rendements ont envoyé des signaux contradictoires sur les perspectives économiques

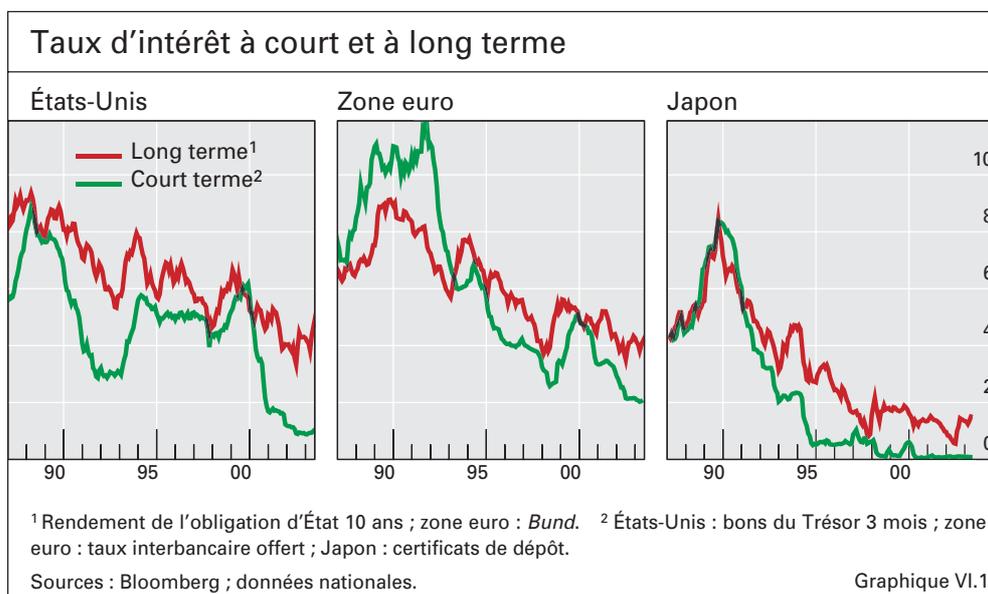
un premier temps, les opérateurs ont semblé surestimer les préoccupations de la Réserve fédérale au sujet de la déflation et sa volonté de recourir à des instruments non conventionnels. La tension mondiale sur les rendements, à l'été, s'explique bien plus par une révision rapide de ces anticipations que par une soudaine amélioration des perspectives économiques. Des facteurs techniques liés aux instruments de gestion quantitative des risques (tels que couverture de titres adossés à des hypothèques) ont amplifié la volatilité. Les rendements se sont repliés fin 2003 et début 2004, malgré d'importantes révisions à la hausse des prévisions de croissance, les anticipations sur les taux directs étant dominées par l'incertitude sur le rythme des créations d'emplois aux États-Unis. Les taux longs se sont ensuite fortement tendus en avril et mai 2004 devant la vigueur des statistiques américaines sur l'emploi, qui ont amené les intervenants à penser que la Réserve fédérale augmenterait son taux directeur plus tôt qu'ils n'avaient imaginé.

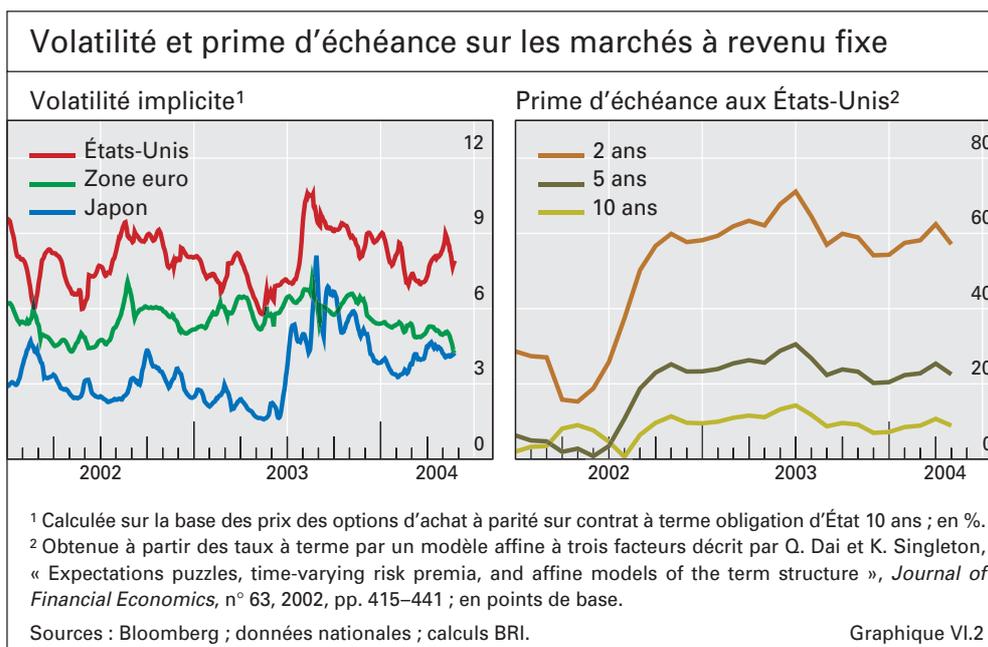
Courbes des rendements et anticipations

Les taux à long terme ont présenté une volatilité inhabituelle...

Les courbes des rendements pour la zone euro, le Japon et les États-Unis ont affiché trois caractéristiques (graphique VI.1). Premièrement, les rendements ont été faibles pour toutes les échéances, en partie sous l'influence des taux directs et du fait que ces taux étaient perçus comme durablement bas. Deuxièmement, la pente de la courbe a été accentuée, des taux si réduits appelant tôt ou tard une hausse, ne serait-ce que pour un retour à la normale. Troisièmement, la volatilité dans le compartiment long a été élevée, ce qui est à souligner, compte tenu de la relative stabilité des taux directs, surtout après les dernières réductions opérées par la BCE et la Réserve fédérale en juin 2003 (chapitre II). La faiblesse exceptionnelle des taux directs semble avoir été source d'une grande incertitude concernant leurs répercussions sur l'économie, et donc sur l'évolution des taux d'intérêt.

Sur les marchés où la banque centrale maîtrise les taux courts, les rendements des titres d'État tendent à être essentiellement influencés, pour





toutes les échéances intermédiaires, par l'opinion des intervenants sur l'orientation future de la politique monétaire. Ces anticipations se fondent sur l'évaluation de la situation macroéconomique sous-jacente et sur les réactions probables des autorités monétaires. Elles se traduisent aussi par des primes d'échéance liées à l'incertitude qui entoure ces prévisions. À tout instant, les courbes des rendements reposent implicitement sur des courbes à terme, qui représentent le profil d'évolution des taux courts anticipé par les intervenants, en y incorporant les primes d'échéance.

Bien qu'élevées durant la période, les primes d'échéance aux États-Unis, estimées par modélisation (graphique VI.2), ont été stables dans l'ensemble. Elles ont été les plus larges à horizon de deux ans – ce qui montre que, pour les intervenants, le risque associé aux taux directs s'étendait jusqu'à deux ans au moins. La prime de risque pour le taux à terme sur cette échéance s'est stabilisée autour de 60 points de base, soit trois fois environ sa moyenne de 1988–2002.

Malgré la stabilité de ces primes d'échéance, les courbes à terme se sont sensiblement modifiées durant la période. C'est aux États-Unis et au Japon que l'évolution a été la plus marquée ; la courbe pour la zone euro a eu tendance à suivre celle des États-Unis, mais de manière atténuée (graphique VI.3). Ces mouvements, ainsi que leur volatilité, semblent avoir reflété, dans une large mesure, la révision des anticipations sur les taux. Début juin 2003, quand les courbes étaient les moins pentues, le taux à terme 3 mois aux États-Unis était de 2 % environ à horizon de deux ans ; corrigé de la prime d'échéance, ce chiffre indiquait une anticipation de hausse des taux directs inférieure à 25 points de base. En mai 2004, ce même taux se situait à 4,6 %, ce qui correspond à une anticipation de relèvement supérieur à 250 points de base. À horizon de dix ans, les variations témoignent d'une forte instabilité de l'opinion des intervenants concernant l'objectif de la Réserve fédérale. De même, la vive progression des taux à

...malgré la stabilité des primes d'échéance

La volatilité des rendements a reflété l'évolution des anticipations

terme japonais semble indiquer un optimisme accru quant à la sortie de la déflation.

Renversement durant l'été

Renversement mondial durant l'été...

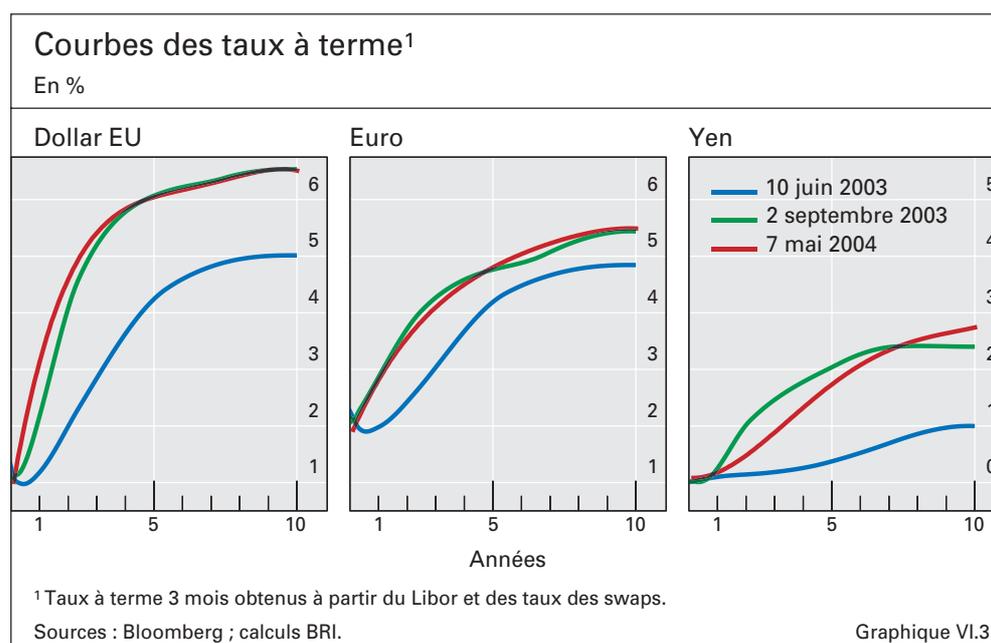
Durant l'été 2003, les marchés obligataires mondiaux ont connu un repli d'une ampleur inégalée ces dernières années. D'un creux de 3,1 % à mi-juin, le rendement des obligations 10 ans du Trésor EU s'est envolé, dépassant 4,4 % fin juillet. Cette hausse, la plus abrupte enregistrée sur courte période depuis 1994, a aussi été largement synchronisée sur l'ensemble des grands marchés : simultanément, le rendement de l'obligation d'État 10 ans a augmenté de 50 points de base au Japon (à plus de 0,9 %), et celui du *Bund* de 70 points de base (à 4,2 %). Les taux des swaps ont également enregistré une progression sensible, pour atteindre leur point culminant début septembre (graphique VI.3). Comme les taux du marché monétaire étaient bien ancrés à de bas niveaux dans les trois principales économies, on a assisté à une vive pentification des courbes des rendements.

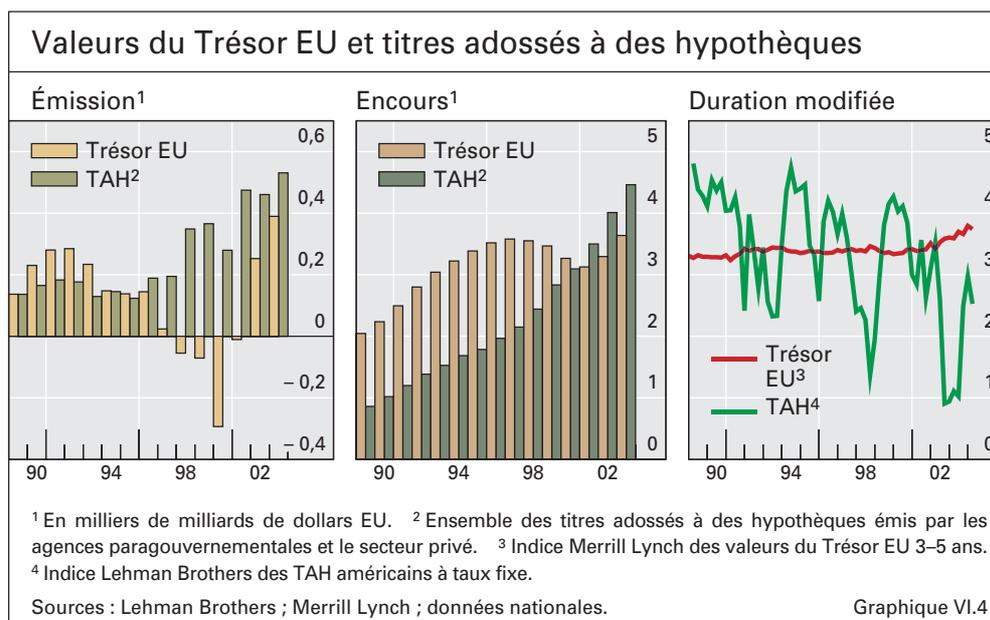
...accentué par les techniques de gestion du risque...

Il semble que le marché japonais ait donné le signal. L'accueil mitigé réservé à l'adjudication de titres d'État, mi-juin, paraît avoir entraîné des prises de bénéfices par les banques nippones et des ventes par les fonds spéculatifs. Devant la hausse de la volatilité qui en est résultée (graphique VI.2), les investisseurs résidents, s'appuyant mécaniquement sur les modèles de gestion quantitative du risque (valeur en risque, par exemple), ont massivement réduit leur exposition au risque de taux. Ces dénouements de positions ont accéléré la dynamique des prix à la fois sur les titres d'État et les swaps de taux en yens.

...et dominé par la modification des anticipations

La politique monétaire américaine a ensuite accentué le mouvement. L'abaissement moins marqué qu'attendu du taux-objectif de la Réserve fédérale, fin juin, et l'audition de son Président devant le Congrès, mi-juillet, ont été suivis d'une vive tension des taux à long terme, car les intervenants





ont révisé leurs anticipations sur l'utilisation d'instruments non conventionnels pour parer le risque de déflation. Ils ont, en particulier, jugé moins probable que la Réserve fédérale achète des titres du Trésor EU afin de contenir les taux longs ; or, cette probabilité avait dynamisé ce compartiment après la réunion de mai du Comité de politique monétaire.

La couverture des titres adossés à des hypothèques (TAH) a amplifié la hausse des rendements du Trésor EU. La durée des TAH, qui comportent une option de remboursement anticipé, est plus sensible aux variations de taux d'intérêt que celle de la plupart des autres instruments à taux fixe. De fait, la durée de l'indice TAH a enregistré une progression spectaculaire durant l'été, comme cela avait été le cas en 1994 et en 1999 (graphique VI.4). Les investisseurs couvrant leurs risques sur TAH ont donc dû vendre d'autres instruments de long terme à taux fixe (ou prendre des positions courtes), accentuant ainsi les tensions sur les taux du marché.

Les opérations de couverture semblent avoir eu une incidence plus marquée et plus générale sur les rendements que lors de précédents épisodes similaires. Cela s'explique notamment par la croissance considérable du segment américain des TAH, tant en termes relatifs qu'absolus. Ce dernier, qui a doublé de volume depuis 1995, est devenu le plus important du compartiment à taux fixe dans le monde : fin décembre 2003, son encours totalisait \$4 500 milliards, contre \$3 600 milliards pour les titres du Trésor EU (graphique VI.4).

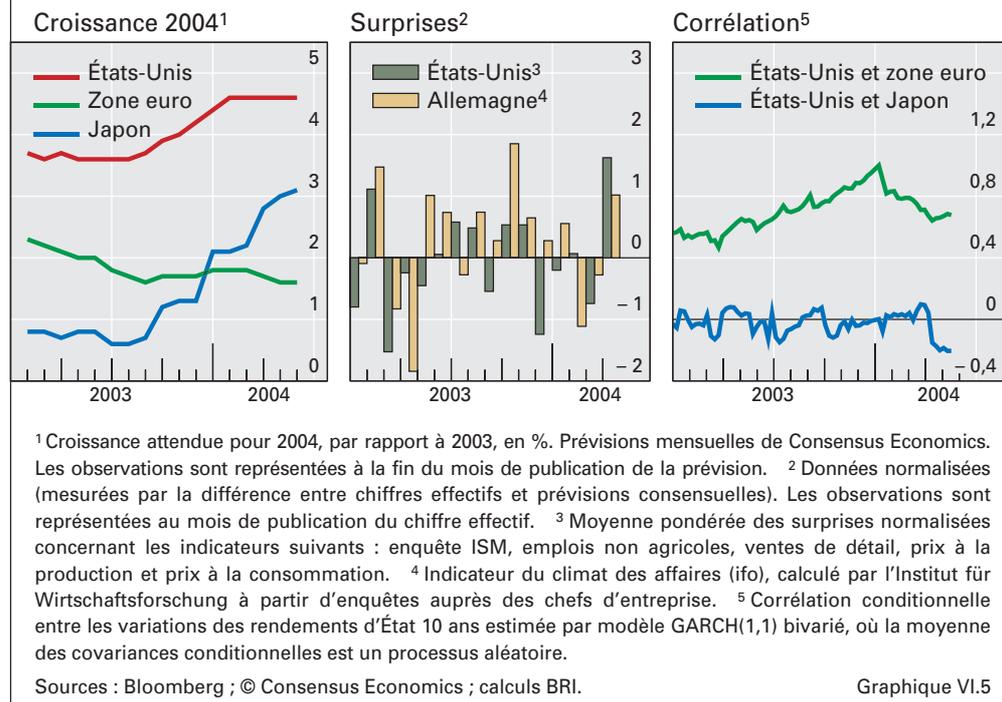
Modification des corrélations entre marchés obligataires

Les rendements se sont généralement maintenus à des niveaux relativement faibles, dans les trois grandes économies, d'octobre 2003 à mars 2004. Malgré des perspectives de croissance et des indicateurs économiques divergents, les rendements à long terme ont évolué le plus souvent en parallèle dans la zone euro et aux États-Unis, avec un degré de corrélation exceptionnel au printemps 2004 (graphique VI.5). Par rapport au Japon,

La couverture des TAH a intensifié la hausse des taux

Les rendements ont évolué en parallèle aux États-Unis et dans la zone euro en 2003...

Prévisions de croissance, surprises macroéconomiques et corrélation des rendements



à l'inverse, et malgré une tendance comparable des rendements, la corrélation est restée très faible, tant pour les variations journalières qu'hebdomadaires.

...mais se sont
découplés pendant
la hausse de 2004

La hausse des rendements au deuxième trimestre 2004 s'est accompagnée d'un très net découplage entre les États-Unis et la zone euro. Elle était motivée, cette fois, non par une modification des anticipations sur l'utilisation d'instruments non conventionnels par la Réserve fédérale, mais par la vigueur des statistiques macroéconomiques, qui laissait entrevoir un durcissement monétaire. Les rendements se sont fortement tendus aux États-Unis, beaucoup moins dans la zone euro, comme si les intervenants prenaient alors compte des perspectives de croissance plus lente.

Accumulation de réserves officielles

Selon une opinion répandue, les mesures prises par les autorités en Asie pour freiner l'appréciation de leur monnaie face au dollar ont pesé sur les rendements des titres d'État américains. Ce qui est certain, c'est que le rythme d'accumulation de réserves par les banques centrales de la région s'est accéléré au second semestre 2003 et s'est maintenu au premier trimestre 2004 (chapitre V). Dans la mesure où ces réserves sont en grande partie constituées d'actifs libellés en dollars, il était normal d'en conclure que les achats de ces institutions formaient une composante majeure de la demande de titres du Trésor EU.

Incidence incertaine
de l'accumulation
de réserves en Asie
sur les rendements

Néanmoins, leur influence directe n'est pas facile à analyser. Une régression simple des rendements des titres du Trésor EU sur les volumes de réserves officielles détenues sous mandat auprès de la Réserve fédérale de

New York (en termes de variations hebdomadaires) n'indique une relation statistiquement significative que sur des plages limitées au cours des douze mois s'achevant au premier trimestre 2004, en dépit d'une accumulation constante par les banques centrales d'Asie. Par ailleurs, des analyses plus fines concernant un éventuel effet d'annonce de ces achats sur les rendements à travers les communications hebdomadaires (le jeudi) des avoirs sous mandat sont peu concluantes.

Emploi non agricole aux États-Unis et rendements obligataires

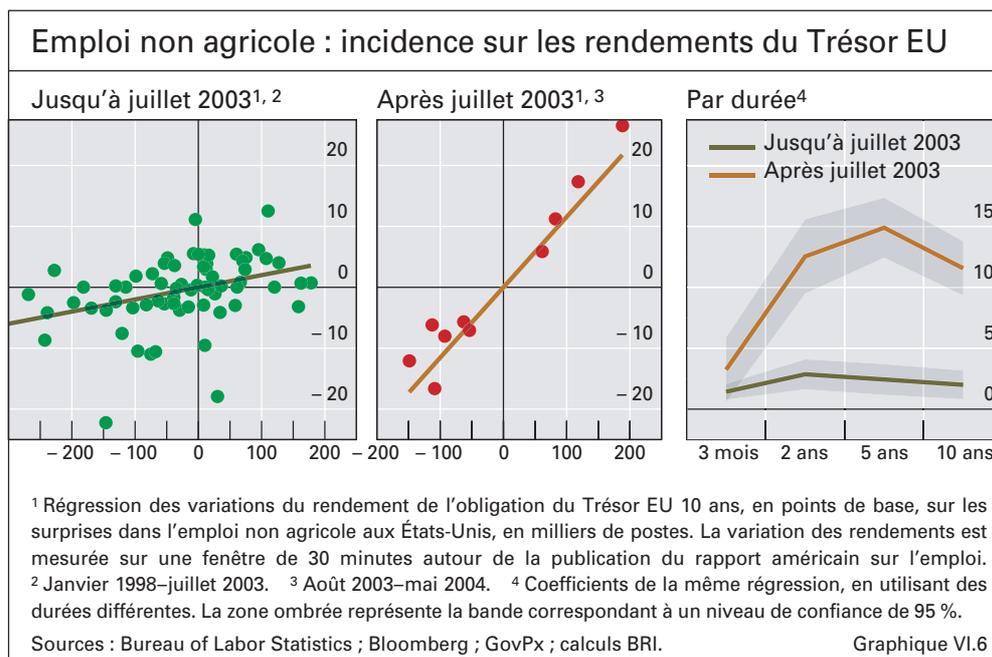
L'atonie surprenante du marché de l'emploi aux États-Unis est la principale explication du bas niveau des taux d'intérêt dans les premiers mois de 2004 : l'attention a commencé à se porter sur la faiblesse des créations d'emplois, malgré la vigueur de la reprise. L'opinion s'est convaincue que la Réserve fédérale n'augmenterait pas ses taux avant que l'emploi ne redémarre. Au premier trimestre 2004, chaque fois qu'ils ont été inférieurs aux prévisions, les chiffres de l'emploi non agricole ont provoqué une baisse sensible des rendements du Trésor EU. À l'inverse, l'annonce d'une hausse d'une ampleur inattendue en avril (plus de 300 000 unités) a déclenché une progression immédiate (plus de 20 points de base) du rendement 10 ans, et un bon chiffre en mai a entraîné une forte tension, qui a porté les rendements au-dessus de leurs maximums de 2003.

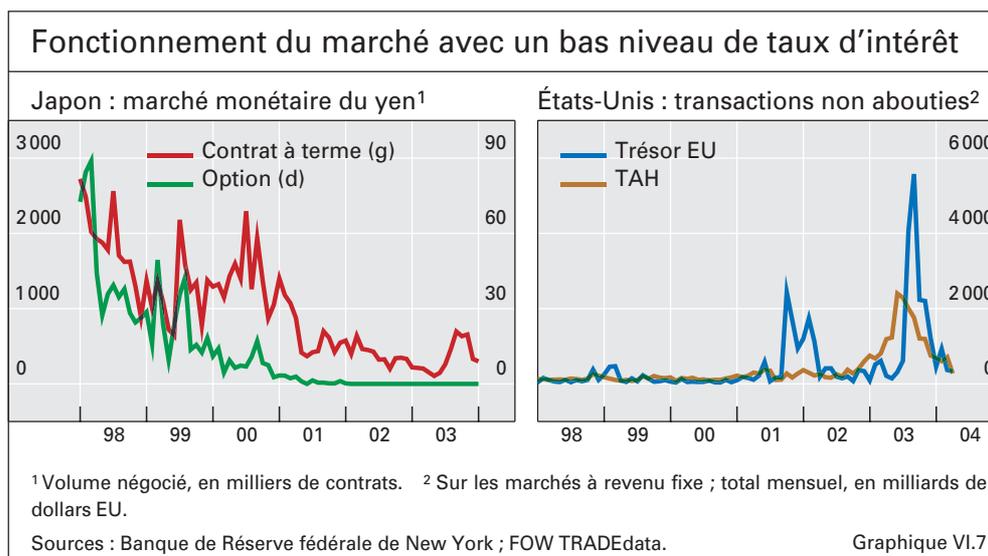
La focalisation apparente de la Fed sur l'emploi...

Les rendements des titres du Trésor EU ont donc toujours été plus sensibles aux annonces mensuelles sur l'emploi qu'à aucun autre indicateur américain, mais cette sensibilité semble s'être intensifiée après leur hausse de l'été 2003. Une surprise de 100 000 emplois créés s'est traduite par un effet d'annonce moyen de 2 points de base sur le rendement 5 ans de janvier 1998 à juillet 2003, de 12 points de base ensuite (graphique VI.6).

...entraîne les marchés obligataires au gré des annonces

Autre fait remarquable, c'est dans le compartiment à 5 ans et non à 2 ans, comme par le passé, que l'incidence des chiffres de l'emploi a été la





plus sensible. Une explication plausible est qu'ils ont pu provoquer un accroissement des opérations de couverture des TAH, par recours à des titres ou swaps de durée plus longue. Une autre possibilité, étayée par des observations ponctuelles, est que la forte pente de la courbe des rendements a entraîné un surcroît de demande pour les échéances plus éloignées en liaison avec des opérations spéculatives (voir l'analyse des stratégies de négociation sur titres à revenu fixe, chapitre VII), ce qui a accru la sensibilité des durées plus longues aux variations des anticipations de taux courts.

Fonctionnement des marchés et bas niveau des taux

D'un point de vue technique, le bas niveau nominal des taux directeurs s'est accompagné d'un dysfonctionnement. Au Japon, par exemple, les taux courts en yens sont au plancher zéro depuis que la Banque du Japon a engagé sa politique d'assouplissement quantitatif en mars 2001. Depuis, le volume des transactions sur options et contrats à terme sur instruments monétaires en yens a fortement diminué, au point que certains contrats ont quasiment disparu, comme leurs marchés connexes (graphique VI.7). Lorsque les taux courts seront de nouveau sensiblement supérieurs à zéro, le mécanisme de formation des prix sur les marchés monétaires du yen risque de s'avérer insuffisant, et leur illiquidité pourrait bien compliquer l'adaptation à la fin de la politique de taux zéro.

La faiblesse des taux d'intérêt nominaux a également posé quelques problèmes sur les marchés à revenu fixe aux États-Unis. Le nombre de transactions non abouties (non réglées) a fortement augmenté en juillet et août 2003. Les causes peuvent tenir aux difficultés opérationnelles lors de la livraison de titres, comme cela fut le cas après les événements du 11 septembre 2001. Mais on peut y voir l'effet du bas niveau des taux d'intérêt, qui réduit le coût d'opportunité des intérêts non perçus par suite du défaut de livraison (dans le cadre d'une pension, par exemple). Comme, en outre, la volatilité de marché a entraîné un accroissement des emprunts de titres pour des ventes à découvert, les transactions non réglées se sont multipliées à la

Volume d'activité réduit sur les dérivés en yens...

...et transactions non abouties sur les marchés américains à revenu fixe

fin de l'été. De plus, à l'inverse de 2001, les défauts de livraison ont concerné les TAH aussi bien que les titres du Trésor EU. Toutefois, après l'introduction de la « livraison garantie », mi-septembre, pour certaines pensions qui étaient souvent tarifées à des taux d'intérêt négatifs, les tensions sur le marché et les incidents de règlement ont considérablement diminué.

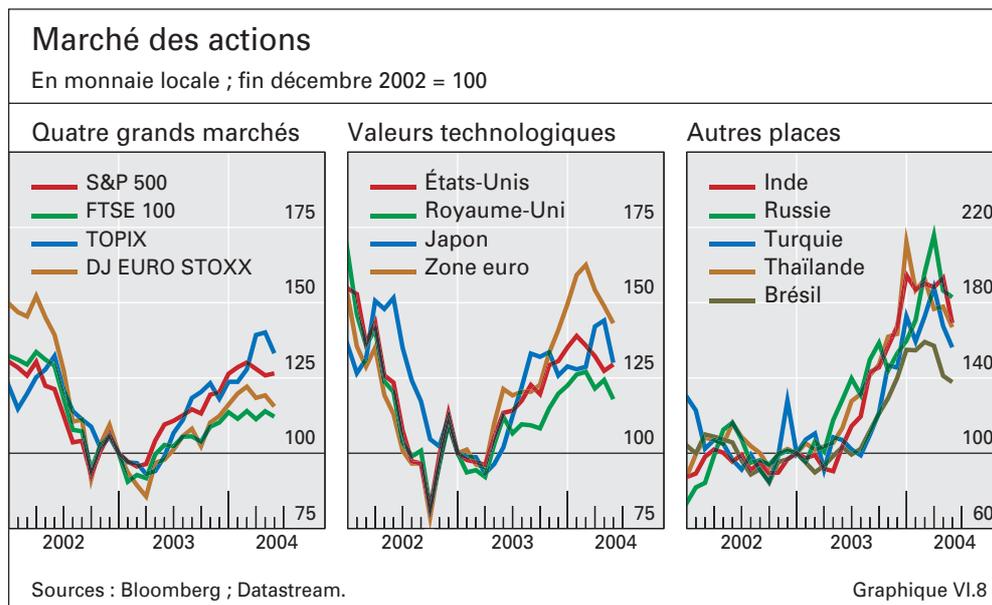
Marchés des actions et goût du risque

Les marchés des actions se sont orientés à la hausse, après trois années de repli – depuis avril 2000, la capitalisation avait perdu \$13 000 milliards. Amorcé en mars 2003, le redressement s'est poursuivi presque sans interruption pendant un an. Sur les douze mois se terminant en mars 2004, les Bourses ont regagné \$10 000 milliards. Au sein des principales économies, c'est la zone euro qui a enregistré la progression la plus sensible : 52 %, en monnaie de libellé, pour l'indice DJ EURO STOXX (graphique VI.8). Les places de New York et de Tokyo ont également connu des hausses impressionnantes : 37 % et 43 % respectivement pour les indices S&P 500 et TOPIX. Parmi les pays les plus performants figurent le Brésil, l'Inde, la Russie, la Thaïlande et la Turquie, qui ont tous affiché des gains supérieurs à 100 % en monnaie locale. De même qu'il avait précipité la baisse, le secteur technologique a mené la hausse. Celle-ci ne s'est interrompue qu'en avril 2004, les investisseurs à travers le monde se préoccupant soudain des perspectives de relèvement des taux aux États-Unis.

Fin d'une longue phase de repli...

Ce redressement général semble devoir son origine à un vif regain d'appétit des investisseurs pour le risque, qui a comprimé la prime sur actions. Ce facteur a été relayé par les perspectives de bénéfices, elles-mêmes de plus en plus étayées par les résultats annoncés et par les données sur l'économie mondiale. Le mouvement a pris fin aussi soudainement qu'il était apparu. L'engouement pour le risque est retombé et les chiffres de l'emploi aux États-Unis, qui auraient normalement dû le stimuler, ont eu l'effet inverse,

...avec un regain d'appétit pour le risque...



sans doute par crainte qu'ils n'entraînent rapidement un durcissement monétaire. Cela souligne à nouveau l'importance des modalités d'inflexion de la politique de la Réserve fédérale (chapitre IV).

Rôle des fondamentaux

...et sans lien identifiable avec une annonce macroéconomique

De même qu'aucune annonce macroéconomique identifiable n'est à l'origine de l'effondrement des indices boursiers en avril 2000, aucune information spécifique ne permet d'expliquer leur retournement près de trois ans plus tard. La reprise s'est amorcée le 12 mars 2003, une semaine avant le début de la guerre en Irak. Les investisseurs semblent avoir d'abord réagi non pas tant aux conséquences économiques possibles du conflit qu'à l'anticipation d'une répétition de janvier 1991, quand les cours des actions s'étaient envolés au commencement de la guerre du Golfe. Dans cette optique, ils ont procédé à des achats dès mars 2003, sans attendre l'ouverture des hostilités. Le redressement s'est poursuivi en avril, les combats semblant promis à une fin rapide et les investisseurs percevant une diminution du risque géopolitique. Ce n'est que fin avril, lorsque plusieurs entreprises ont publié de solides bénéfices, que les marchés se sont de nouveau concentrés sur les fondamentaux.

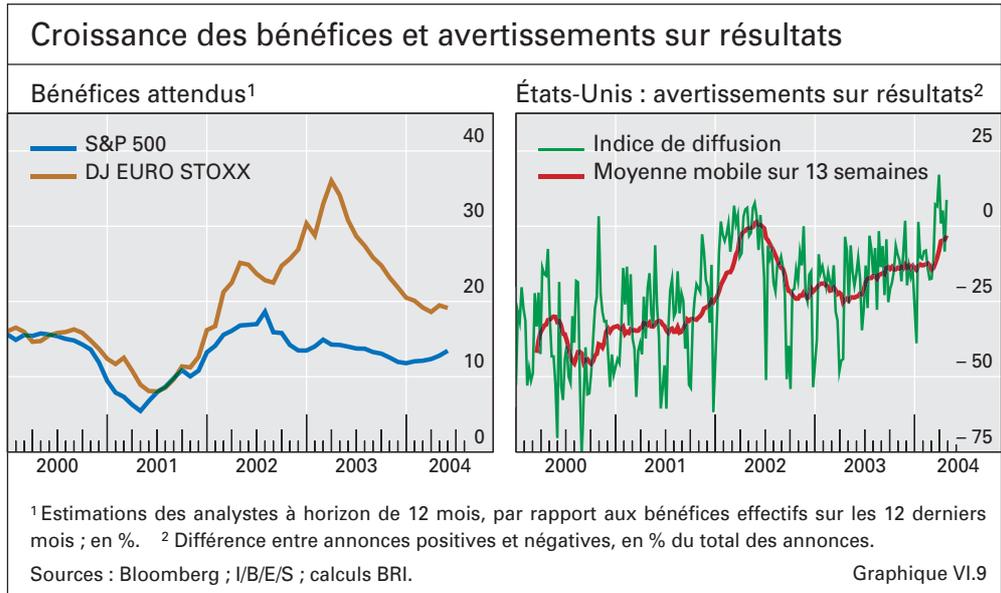
Effet différé du bas niveau des taux directeurs

La politique expansionniste suivie par les principales banques centrales a sans nul doute contribué au redressement des actions, mais avec un important retard. Le dernier cycle de détente dans la zone euro et aux États-Unis a commencé début 2001. Au Japon, la période d'« assouplissement quantitatif » qui a ramené les taux au plancher zéro a débuté en mars 2001. Il a donc fallu quelque deux ans au marché pour en ressentir leurs effets. En 1991, en revanche, la hausse des cours s'était produite aux États-Unis environ trois mois après l'abaissement des taux directeurs, et, en 1995, la réaction n'avait pas pris un mois. En 2004, la simple anticipation d'un relèvement des taux a interrompu la hausse.

Après plusieurs « faux départs »...

Dans une large mesure, la publication de données économiques fondamentales, en 2003, n'a fait que corroborer ce que les marchés semblaient avoir déjà intégré dans les cours. De pareils élans d'optimisme, les deux années précédentes, n'avaient pas été validés de la sorte. Pendant la longue phase de repli du marché, il y eut ainsi plusieurs « faux départs », notamment en avril-mai 2001, puis en octobre-novembre 2002 : de vifs rebonds ont tourné court, en l'absence de données venant confirmer la croissance des bénéfices et de l'activité. En 2003, les nouvelles positives sont bel et bien arrivées et le redressement s'est inscrit dans la durée.

L'optimisme des investisseurs s'est d'abord appuyé sur les résultats encourageants d'entreprises américaines et européennes et sur les chiffres positifs concernant l'activité au Japon. Aux États-Unis, les bénéfices des sociétés phares ont, dès avril 2003, dépassé constamment les prévisions. En Europe, alors que les analystes revoyaient à la baisse leurs projections d'ensemble (graphique VI.9), les marchés ont semblé privilégier les bons résultats en provenance des secteurs de la technologie, des banques et des assurances. Aux États-Unis comme en Europe, les entreprises elles-mêmes restaient prudentes quant à la vigueur de la reprise et annonçaient,



conjointement à leurs résultats, des perspectives de bénéfices majoritairement en baisse. Ce sont néanmoins les déclarations optimistes de sociétés comme AOL, Cisco et Microsoft, aux États-Unis, et Nokia, Philips et Siemens, en Europe, qui ont retenu l'attention. Au Japon, des données macroéconomiques bien au-delà des attentes ont contribué à une progression de près de 20 % du TOPIX entre juin et août. Les cours des actions ont bondi suite à la publication de l'enquête *Tankan*, le 4 juillet, et des chiffres du PIB pour le deuxième trimestre, le 12 août. Fin août, les analystes ont revu en hausse leurs prévisions de croissance pour les économies américaine et japonaise.

...les investisseurs ont réagi à des informations optimistes

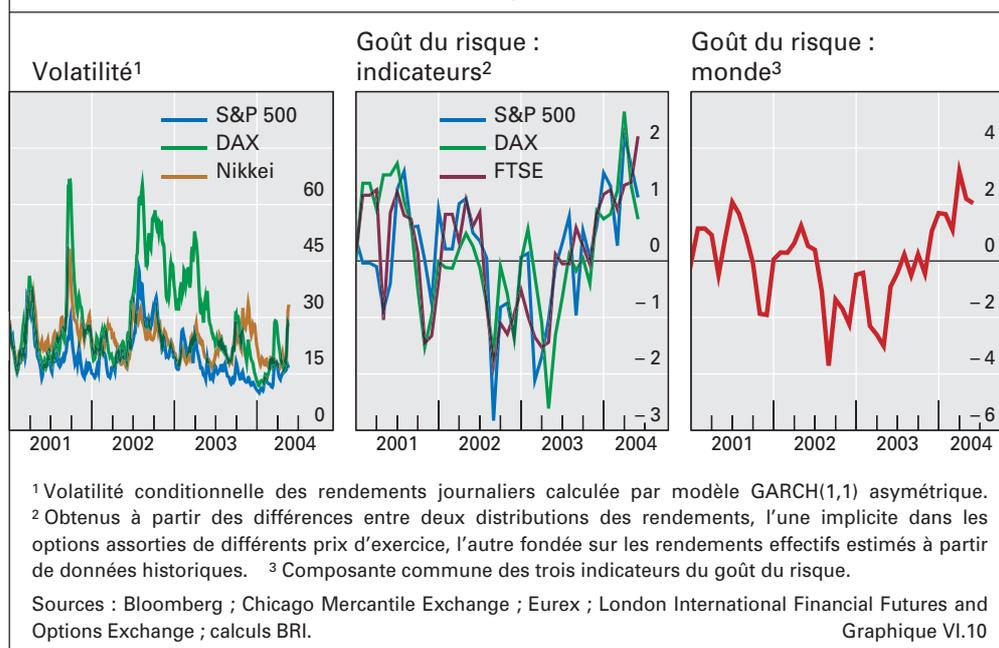
Rôle du goût des investisseurs pour le risque

Le redressement des marchés mondiaux a tenu, pour une bonne part, au repli prolongé des primes de risque sur actions, qui reflètent à la fois le *risque sous-jacent* perçu par les investisseurs et le *prix* qu'ils attribuent à ce risque. Au cours de la période analysée, le risque perçu a eu tendance à diminuer. Mesuré par la volatilité des rendements, il avait atteint un sommet à la suite des attentats du 11 septembre 2001 (graphique VI.10, cadre de gauche). La volatilité était remontée au moment des révélations sur le retraitement par WorldCom de ses résultats, fin juin 2002, et de nouveau à la veille de la guerre en Irak, début 2003. Depuis, elle est restée relativement modérée.

Bien qu'amorcé en mars 2003, c'est-à-dire en période de risque sous-jacent généralement faible et en recul, le redressement des marchés des actions semble avoir été porté par un regain spectaculaire du goût des investisseurs pour le risque, et donc par un recul correspondant de sa valorisation. La tarification des options sur indice boursier peut servir d'indicateur de ce goût du risque. La logique est que les investisseurs seraient disposés à payer un prix plus élevé pour une option qui les protégerait d'une évolution défavorable du cours que pour une option leur permettant de tirer

Les options sur indice boursier révèlent une tolérance accrue au risque...

Marché des actions : volatilité et goût du risque



parti d'une évolution favorable, à degré de probabilité égal. Leur propension à payer une telle protection varie dans le temps. Le goût du risque ainsi mesuré tendant à évoluer en parallèle sur les différents marchés (graphique VI.10, cadre du milieu), il est donc possible de calculer une valeur générale à partir du mouvement commun à ces différents indicateurs. Des estimations sur la base des options S&P 500, DAX et FTSE montrent que la tolérance mondiale au risque a amorcé une hausse en mars 2003, avant le déclenchement de la guerre en Irak, et a continué d'augmenter pendant le reste de la période analysée (graphique VI.10, cadre de droite). En février 2004, la prime de risque sur actions était tombée à des niveaux sans doute insuffisants pour compenser des pertes éventuelles.

...sensible à des événements inhabituels

Il est difficile d'identifier les facteurs susceptibles de réduire la tolérance au risque. L'événement majeur depuis 2001 aura évidemment été le retraitement des résultats de WorldCom, mi-2002 ; l'escalade vers la guerre en Irak, début 2003, a également joué un rôle important, tout comme les attentats de Madrid, en mars 2004. En revanche, l'affaire Parmalat, fin 2003, semble être restée sans effet. Il convient de remarquer que les annonces macroéconomiques, telles que la publication de chiffres des emplois non agricoles aux États-Unis étonnamment bas, n'ont guère eu d'incidence perceptible sur la tolérance au risque sur les marchés des actions.

Marchés des obligations d'entreprises et risque de crédit

Sur les marchés des obligations d'entreprises, pareillement, une amélioration des données fondamentales et un regain du goût des investisseurs pour le risque ont contribué à un retour spectaculaire de la confiance à partir d'octobre 2002. Durant la période de dix-huit mois jusqu'en mai 2004, les primes sur

obligations d'entreprises BBB (par rapport aux titres d'État) se sont resserrées de plus de 200 points de base dans le compartiment du dollar, pour revenir à 130 points de base – soit 50 points de base seulement au-dessus du plancher atteint vers la fin du précédent cycle, en juillet 1997 (graphique VI.11). Parallèlement, le volume des émissions a vivement progressé, en particulier pour les titres moins bien notés (graphique VI.12).

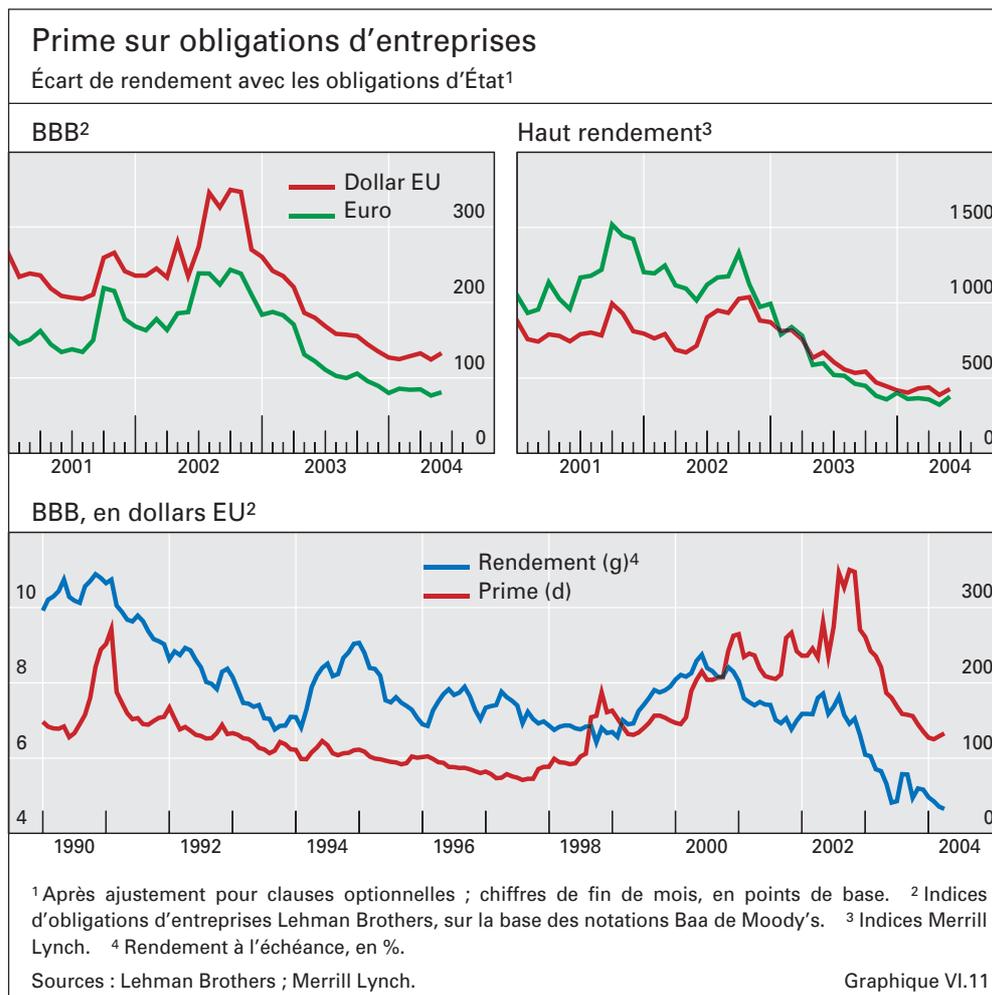
Amélioration des données fondamentales

La remontée des obligations d'entreprises s'est nourrie de signes d'amélioration de la qualité de crédit. Les défauts et les rétrogradations, qui s'étaient multipliés entre 1998 et 2001, ont notablement diminué en 2003 (77 cas), après leur pic de 2001 (184 cas). Alors que, d'après les chiffres de Standard & Poor's, les déclassements de sociétés américaines étaient encore plus nombreux que les rehaussements de crédit en 2003, leur poids relatif est revenu de 82 % (en 2002) à 74 %. Au Japon, les rehaussements l'ont même légèrement emporté.

Signes d'amélioration de la qualité de crédit...

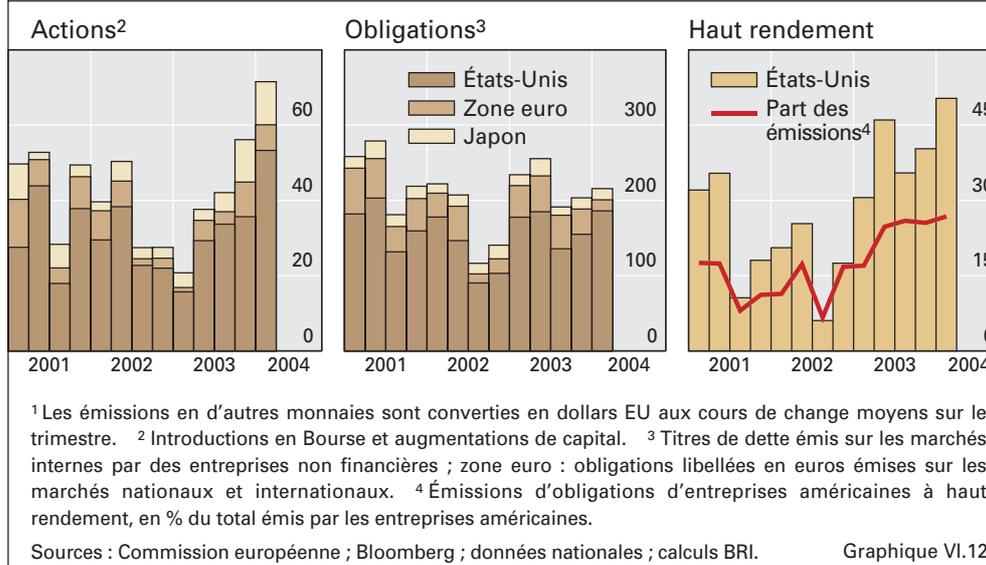
Aux États-Unis, une amélioration de la rentabilité des entreprises a contribué à un repli significatif du ratio charges d'intérêts/flux de trésorerie – qui sert fréquemment d'indicateur précurseur de difficultés (graphique VI.13). Au début des années 90, cette diminution avait surtout résulté de la réduction

...en particulier aux États-Unis...



Financement sur les marchés des capitaux

Émissions brutes, en milliards de dollars EU¹



des taux ; en 2001–03, par contre, ce sont les excédents d'exploitation qui ont joué le plus grand rôle. L'incidence de la baisse des taux a été largement contrebalancée par les effets d'un report sur le long terme : pour la troisième année consécutive, les entreprises ont, en 2003, refinancé sur les marchés obligataires leur dette bancaire à court terme et leur papier commercial, atténuant ainsi leur sensibilité aux taux. Certaines ont également profité du redressement boursier pour lever de nouveaux capitaux afin de réduire leur ratio endettement/fonds propres (graphique VI.12). En conséquence, l'endettement rapporté aux flux de trésorerie est revenu à un niveau proche de sa moyenne des années 90, bien que la dette elle-même ait continué de progresser.

...et au Japon

Contrairement à leurs homologues américaines, les sociétés non financières japonaises ont davantage remboursé qu'emprunté pour la huitième année de suite. Leur ratio charges d'intérêts/flux de trésorerie est donc resté exceptionnellement faible, s'établissant à plus de 20 points en deçà du pic de 1991. La baisse des taux d'intérêt a été le principal facteur de ce recul, mais ses effets sont demeurés limités en 2003.

Désendettement
moins net
en Europe

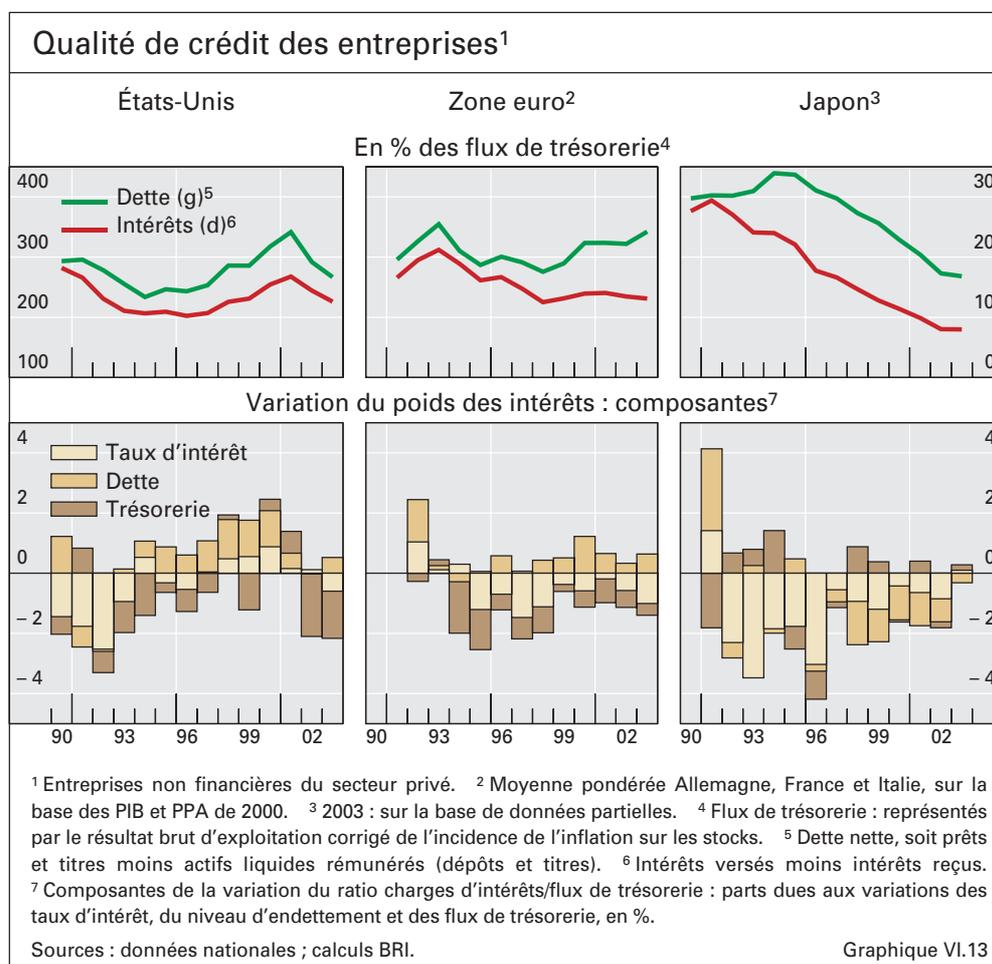
Le désendettement a été moins net dans la zone euro. Malgré des progrès dans certains secteurs, principalement les télécommunications, la dette a augmenté davantage que les flux de trésorerie en 2003, notamment par manque de vigueur de la reprise. En Allemagne, tout particulièrement, rares ont été les signes de désendettement. Réduction des taux et hausse de la dette se sont compensées. Pourtant, du fait de leur fort endettement, les entreprises de la zone euro semblent plus exposées que celles des autres régions à une augmentation des coûts de financement. Malgré cela, les primes sur obligations d'entreprises libellées en euros ont suivi de près celles du compartiment du dollar, se resserrant de 160 points de base entre octobre 2002 et mai 2004 (graphique VI.11).

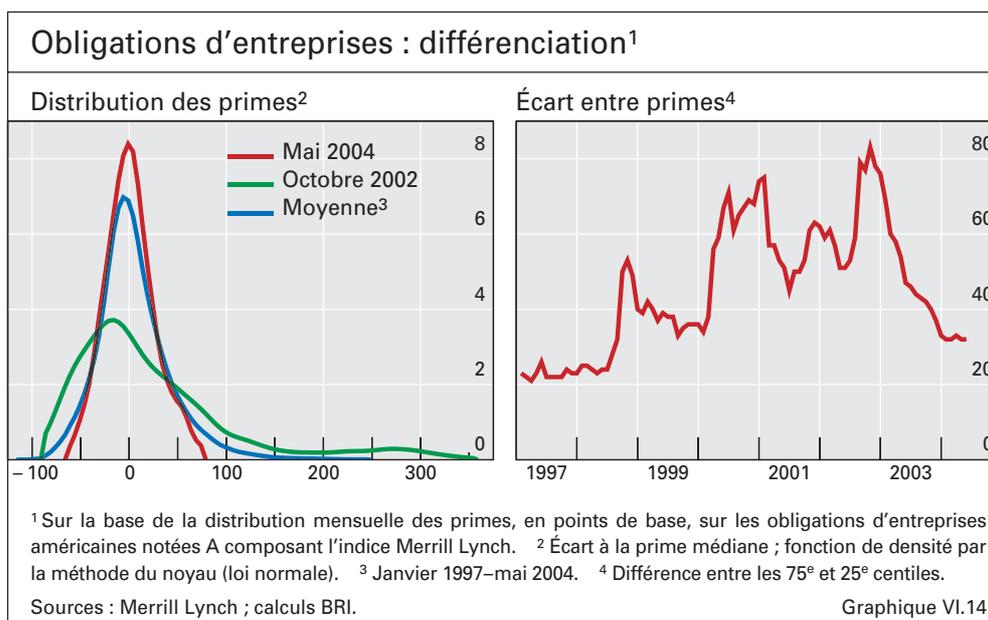
Retour du goût pour le risque

Avec les signes d'amélioration de la qualité de crédit, la prime de risque exigée par les investisseurs pour les obligations d'entreprises est redescendue de son niveau élevé de mi-2002. Si l'affaire WorldCom les a sensibilisés au risque de déclasserement et alertés sur les irrégularités dans la gouvernance d'entreprise, leur faible réaction est symptomatique d'un changement d'attitude face au risque en 2003. La faillite de Parmalat, conglomérat alimentaire italien, en décembre, aurait pu déclencher une chute généralisée du marché ; les pertes subies par les détenteurs de ses obligations ont peut-être été supérieures à celles des créanciers d'Enron, ou même de WorldCom. Pourtant, il n'y a guère eu d'effet de contagion, la moindre fréquence des défauts et déclasserements confortant les investisseurs dans leur impression qu'il s'agissait de cas isolés.

Fin 2003, les investisseurs se sont montrés disposés à assumer un risque de crédit plus important, sans tenir compte, apparemment, du risque de défaut sous-jacent. Le faible niveau des rendements nominaux a amené des investisseurs habituellement plus prudents à se porter sur les obligations d'entreprises et des économies émergentes, mieux rémunérées (infra). Cette quête de rendement est particulièrement évidente sur le marché des obligations d'entreprises à haut risque, pour lesquelles les taux s'amenuisaient alors même que les émissions se multipliaient (graphiques VI.11 et VI.12). Au

La quête de rendement réduit les primes...





second semestre 2003 et début 2004, les émissions d'emprunteurs notées BB ou en deçà représentaient un peu plus du quart des obligations d'entreprises aux États-Unis, soit le double de leur part en 2001–02.

...ainsi que la différenciation au sein d'une même catégorie

Signe supplémentaire de cette quête de rendement au détriment de l'évaluation du risque, la distribution des primes indique une moindre différenciation au sein d'une catégorie de notation (graphique VI.14). Alors qu'en octobre 2002 les investisseurs distinguaient soigneusement, à notation égale, les entreprises susceptibles d'être déclassées de celles jugées plus solvables, les primes étaient beaucoup plus regroupées en mai 2004. Dans la catégorie A, par exemple, les queues de distribution s'étaient nettement contractées, même par rapport à leur moyenne de longue période. En outre, la dispersion des primes pour les émetteurs A (sur la base de leur distribution entre les 75^e et 25^e centiles) n'avait jamais été aussi réduite depuis mi-1998. Elle est toutefois restée supérieure aux niveaux de 1997 et du premier semestre 1998, lorsque les investisseurs obligataires prisaient particulièrement les stratégies à fort effet de levier destinées à exploiter les anomalies apparentes dans la configuration des marges de crédit.

Marché de la dette extérieure des économies émergentes

Les économies émergentes ont largement bénéficié de l'amélioration des conditions macroéconomiques mondiales, conjuguée à un retour du goût des investisseurs pour le risque. Les primes sur leurs obligations libellées en dollars ont diminué de plus de 500 points de base entre octobre 2002 et janvier 2004. Elles sont fortement remontées en avril 2004, mais n'étaient guère supérieures, en mai, aux creux de mi-1997 (graphique VI.15). Parallèlement, les émissions ont atteint leur plus haut niveau depuis 1997. Les débiteurs les moins bien notés ont été très actifs : la part des émissions notées B ou en deçà, en faveur du Brésil et de la Turquie notamment, est passée de 18 % du total en 2002 à 33 % en 2003. Même les émetteurs souverains ayant récemment fait

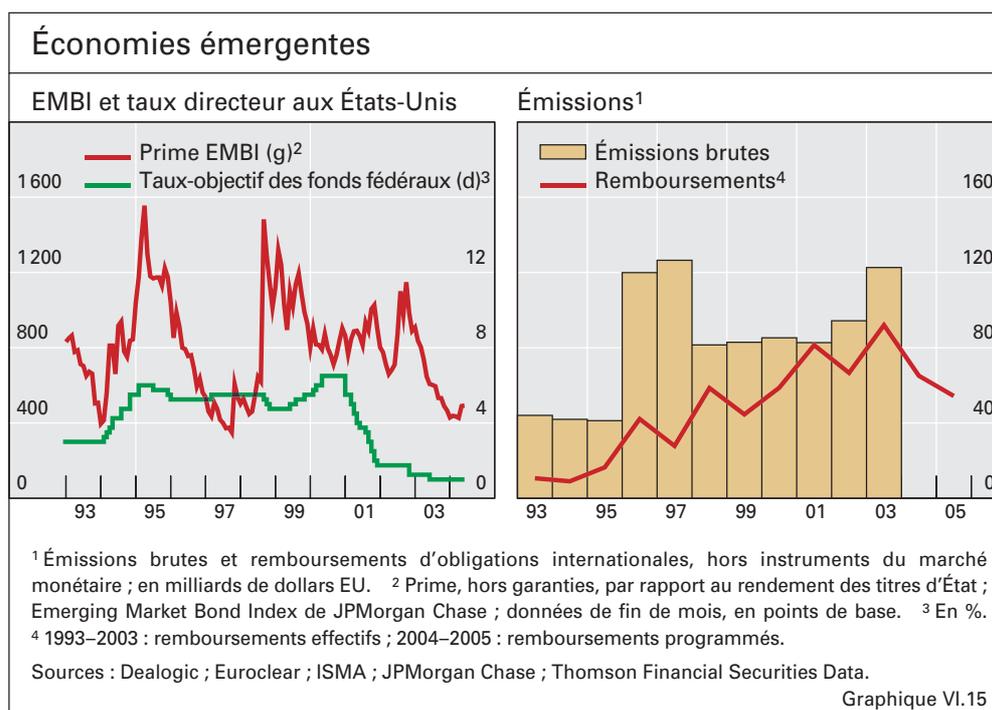
défaut sur une partie de leur dette extérieure, en particulier l'Indonésie et le Pakistan, ont aisément obtenu des fonds.

Sensibilité à l'évolution des conditions financières

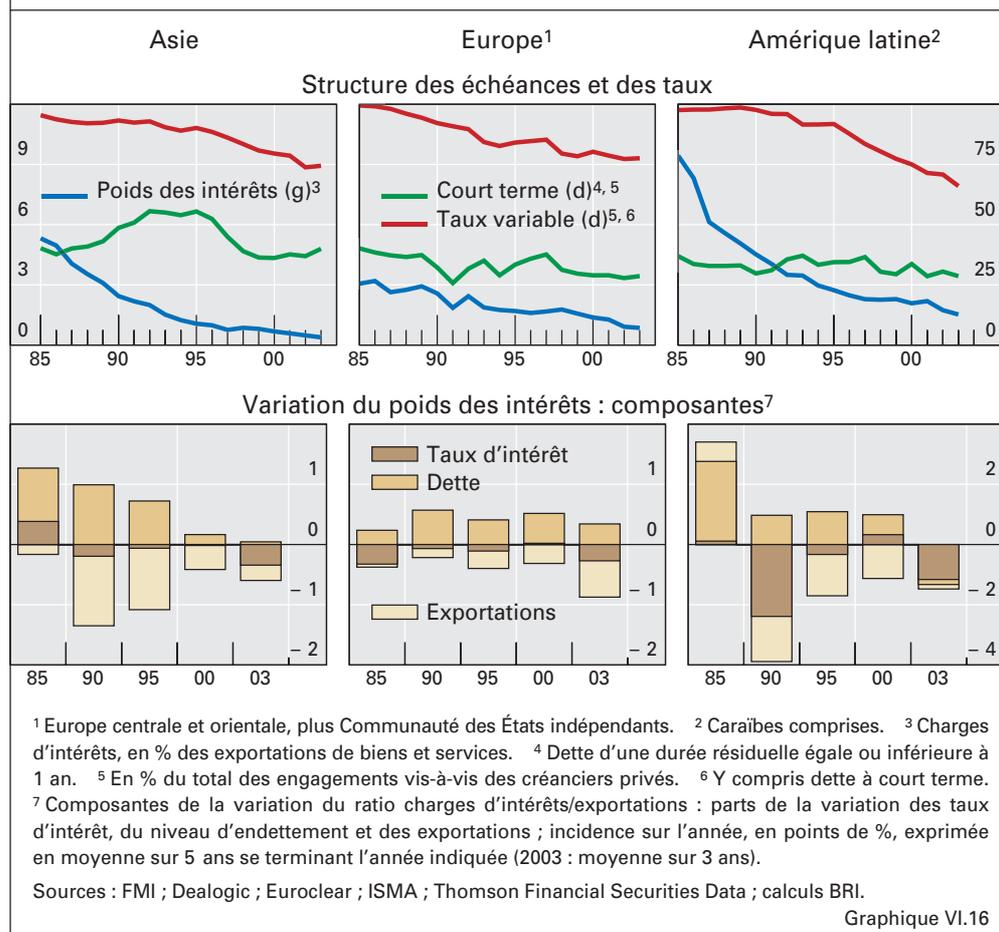
Si la quête de rendement a clairement favorisé la diminution des primes, celle-ci a également bénéficié, bien souvent, d'une amélioration des fondamentaux. Les relèvements de notations par Standard & Poor's en 2003 ont été plus nombreux que les déclassements, pour la première fois depuis 1996. Le plus spectaculaire aura été la promotion de la Russie dans la catégorie « investissement » (BBB et plus) décidée par Moody's en octobre 2003, à peine plus de cinq ans après le moratoire. Les primes sur la dette russe en dollars étaient d'ailleurs depuis plus d'un an au niveau correspondant à cette catégorie et, fin 2003, elles étaient comparables à celles de nombreux émetteurs souverains notés A.

Amélioration des fondamentaux dans nombre d'économies émergentes

Les économies émergentes sont bien souvent devenues moins sensibles à l'évolution des conditions financières sur les marchés internationaux. Contrairement à la situation du début des années 80, période où nombre de pays lourdement endettés ont fait défaut, ou à celle de 1994, quand le Mexique a rencontré de graves difficultés financières, un relèvement des taux directeurs dans les grandes économies ne devrait pas avoir de répercussion majeure. Le risque de taux d'intérêt est certes toujours présent. L'ample réduction des taux directeurs américains en 2001-03 a davantage contribué à abaisser les charges d'intérêts que ne l'ont fait la diminution de l'endettement ou la croissance des exportations, surtout pour l'Amérique latine (graphique VI.16). Les déséquilibres externes sont toutefois moins prononcés maintenant et les réserves de change plus élevées qu'au cours des phases antérieures de durcissement des conditions de la liquidité mondiale (chapitres III et V).



Économies émergentes : dette extérieure



Les économies émergentes sont moins exposées au risque de taux...

De plus, les emprunteurs des économies émergentes sont moins exposés au risque de taux. La part du court terme (échéances résiduelles) dans le total dû à des créanciers privés est revenue de 40 % au début des années 90 à moins de 30 % fin 2003. L'encours à taux variable (en y incluant la dette à court terme) est tombé de près de 100 % du total à moins de 70 % sur la même période, les débiteurs ayant substitué des émissions obligataires aux emprunts bancaires suite à la conversion en obligations Brady durant la première moitié des années 90. (Avec la dette à l'égard des créanciers publics, la composante à taux variable est toutefois supérieure.) L'Asie est davantage tributaire de la dette à court terme, mais cette situation reflète, pour un endettement extérieur moindre, une proportion plus importante de crédits commerciaux ; c'est la seule région où la part du compartiment court (prêts bancaires essentiellement) s'est accrue en 2003 ; ailleurs, elle a été réduite grâce aux conditions favorables sur les marchés.

...mais restent vulnérables aux variations des primes

Si le report de l'emprunt bancaire (à taux variable) vers la dette obligataire (à taux fixe) diminue l'exposition au risque de taux, il n'élimine pas le risque de financement. Les primes des économies émergentes sont plus volatiles que leurs sous-jacents et peuvent parfois être si élevées qu'elles ferment le marché à certains débiteurs – comme ce fut le cas pour le Brésil mi-2002. Il peut en résulter de graves problèmes de liquidité pour les pays ayant de grands

besoins de financement. Les remboursements de la dette à long terme devraient diminuer légèrement en 2004 et 2005, ce qui contribuera à atténuer les problèmes de liquidité en cas d'élargissement des marges (graphique VI.15), mais plusieurs pays lourdement endettés, notamment le Brésil et la Turquie, auront d'importantes échéances.

Le climat s'est détérioré début 2004, après l'indication que la Réserve fédérale pourrait infléchir son orientation monétaire plus tôt que prévu. En avril-mai 2004, les marges sur les signatures des économies émergentes ont connu leur plus forte hausse depuis mi-2002, la prime EMBI augmentant de quelque 100 points en seulement quatre semaines. Les fonds spéculatifs et autres intervenants à effet de levier y ont fortement contribué en dénouant soudain leurs positions par priorité sur ces marchés, le compartiment des entreprises américaines à haut risque n'étant pas aussi touché. Dans la mesure où ces acteurs se sont retirés, la corrélation positive entre variation des primes et modification des anticipations de taux directeurs américains pourrait s'affaiblir. Il n'en reste pas moins que les conditions de financement pourraient à nouveau se durcir prochainement en cas d'aversion pour le risque ou de dégradation macroéconomique chez les émetteurs.

La perspective d'un durcissement monétaire américain provoque un renversement début 2004

Restructurations de dette

Certains emprunteurs n'ont pas seulement cherché à réduire leur exposition aux crises ; ils se sont également efforcés d'améliorer le processus de règlement des difficultés de paiement en cas de crise. En février 2003, le Mexique a été le premier souverain des économies émergentes à incorporer des clauses d'action collective (CAC) dans ses obligations émises dans le cadre juridique de l'État de New York. Il a été suivi peu après par le Brésil et d'autres grands emprunteurs. Alors que, parmi les émissions souveraines régies par le droit de l'État de New York, aucune ne comportait de CAC en 2002, la moitié environ en contenaient en 2003. Les CAC sont destinées à faciliter le règlement des difficultés de paiement en empêchant les petits porteurs de bloquer les restructurations approuvées par la majorité des créanciers. Leur introduction avait été préconisée après la crise de la dette mexicaine de 1994 et s'est trouvée encouragée par leur acceptation au sein du G 10 .

Alors même que les obligations des économies émergentes bénéficiaient de conditions favorables, le défaut de l'Argentine a rappelé avec force aux investisseurs internationaux les risques que comportent ces instruments. Les négociations ont été retardées par les difficultés des créanciers à s'entendre sur leur représentation – amplifiées par l'absence de CAC dans nombre d'obligations en défaut et par le fait qu'une importante proportion était détenue par des résidents argentins. Elles vont vraisemblablement se prolonger en raison d'un désaccord sur la capacité de paiement du gouvernement. D'un côté, celui-ci met l'accent sur la fragilité de la reprise et l'ampleur des problèmes sociaux pour proposer une réduction de 75 % de la dette nominale et l'exonération partielle des arriérés d'intérêts. De l'autre, les créanciers soulignent la vigueur de l'économie et l'amélioration des comptes publics pour justifier leur demande d'un taux de recouvrement plus élevé.

La restructuration de la dette de l'Argentine a progressé lentement...

...mais sera, faut-il espérer, plus rapide que celles des années 80

Dans les années 80, les restructurations étaient généralement d'une autre nature. Elles étaient précédées d'une série de rééchelonnements, les banques cherchant, en renouvelant les crédits à échéance, à éviter de comptabiliser une perte au titre du principal. À l'inverse, lors des négociations plus récentes avec la Russie, l'Équateur et d'autres émetteurs souverains en situation de défaut, les investisseurs se sont montrés plus disposés à accepter une décote. Cette différence de comportement s'explique en partie par les règles comptables. Alors que les banques ont une certaine latitude sur le moment où elles comptabilisent leurs pertes sur prêts, les investisseurs sont souvent tenus d'actualiser chaque jour leurs portefeuilles à la valeur de marché et, par là, de constater immédiatement toute perte. Les investisseurs en titres à revenu fixe – qui détiennent l'essentiel de la dette argentine – sont donc davantage incités que les banques à accepter une restructuration globale. Si huit années se sont écoulées entre le moratoire sur la dette du Mexique en août 1982 et la mise en œuvre du plan Brady en mars 1990, la Russie a conclu un accord avec ses détenteurs d'obligations deux ans seulement après s'être trouvée en situation de défaut, et l'Équateur en moins d'un an.

Causes et conséquences de la quête de rendement

La quête de rendement qui a réduit les primes sur les obligations d'entreprises et d'économies émergentes est surtout due à la conjonction de deux éléments. Premièrement, de nombreux investisseurs ont délaissé les grandes signatures d'État en faveur de titres mieux rémunérés mais aussi plus risqués, afin d'atteindre le rendement nominal qu'ils avaient obtenu en période de taux plus élevés. Deuxièmement, les gestionnaires ont souvent recherché de tels instruments dans le cadre de montages de titres adossés à des créances (TAC), pour tirer parti du fait que leurs primes restaient nettement supérieures au niveau correspondant aux pertes attendues sur défaut.

Objectifs en termes de rendement nominal

Les investisseurs ont tardé à ajuster leur objectif de rendement nominal...

Pour diverses raisons, de nombreux investisseurs n'ont pas ajusté leur objectif de rendement nominal aux nouvelles conditions du marché, ou ils ont tardé à le faire. Face à des rendements extrêmement bas sur titres d'État très bien notés en 2003, ils se sont tournés, début 2004, vers les obligations d'entreprises et la dette des économies émergentes, dans l'espoir de maintenir leur rentabilité globale.

...en raison de facteurs psychologiques...

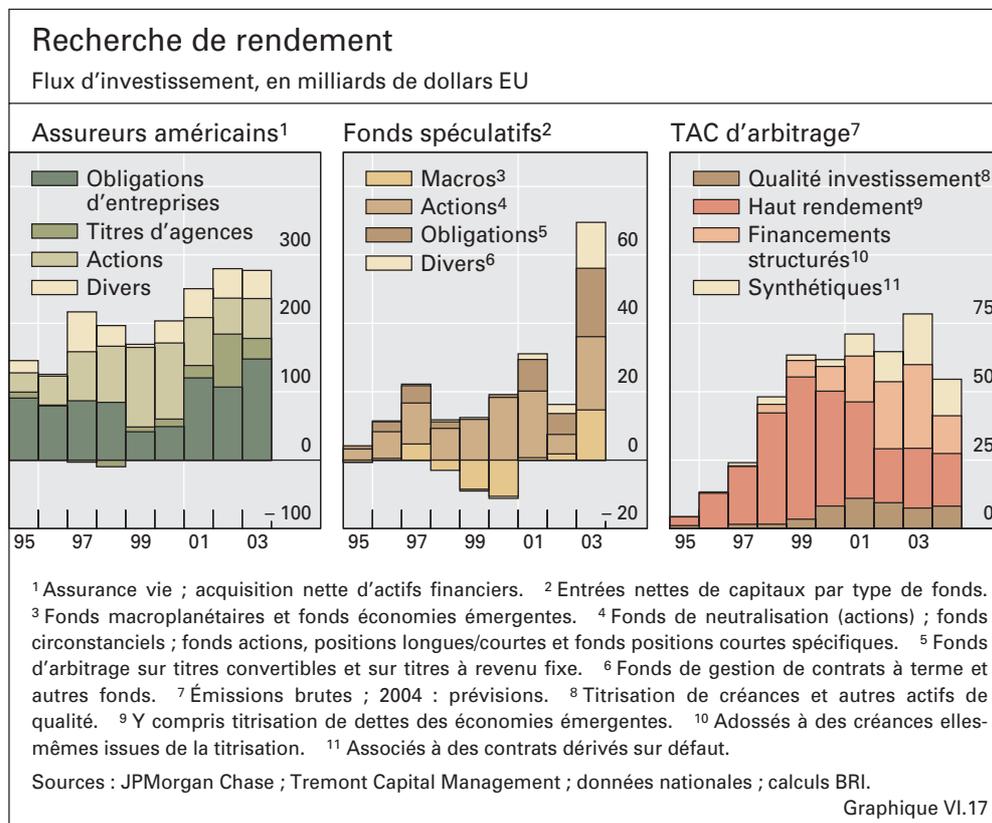
Il est possible que leur refus d'ajuster leur objectif nominal en période de baisse des taux d'intérêt réponde à des facteurs psychologiques bien connus en finance comportementale : « myopie sélective », ou non-prise en compte d'autres éléments – par exemple, refus de reconnaître que la baisse des taux nominaux était due en grande partie au recul des anticipations d'inflation ; « préférence pour le statu quo », ou maintien des objectifs de rendement, en minimisant leurs inconvénients par rapport à d'autres choix.

Des contraintes institutionnelles ou réglementaires ont également pu inciter les investisseurs à conserver leur objectif nominal. Les sociétés

d'assurance vie et les fonds de pension gèrent leurs actifs en fonction de leurs passifs, qui, dans certains pays, sont assortis d'un rendement minimum garanti ; ce dernier peut être fixé par la loi, comme en Suisse (où les actifs d'un plan de retraite à cotisations définies doivent être rémunérés à un taux d'intérêt minimum), ou de manière contractuelle, comme au Japon et au Royaume-Uni (où les sociétés d'assurance vie ont proposé des taux de rente garantis dans les années 70 et 80). Après une période de baisse des taux d'intérêt, les taux garantis ont commencé à dépasser les rendements des titres d'État les mieux notés, ce qui a amené ces investisseurs institutionnels à se porter sur des instruments mieux rémunérés, et donc plus risqués.

...et de contraintes institutionnelles et réglementaires

Même dans les pays ne connaissant pas ces taux garantis, les variations de la valeur des passifs ont eu tendance à favoriser la recherche du risque. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, le taux d'actualisation des exigibilités des fonds de pension à prestations définies est lié aux taux du marché, dont la baisse peut alors entraîner une forte augmentation des passifs. Compte tenu des moins-values enregistrées entre 2001 et 2003 sur leurs portefeuilles d'actions, les sociétés d'assurances et fonds de pension, désireux de mieux équilibrer leur bilan, se sont reportés sur les instruments à revenu fixe mieux rémunérés. Aux États-Unis, les achats ont essentiellement concerné les titres des entreprises et des agences fédérales (graphique VI.17). Les investisseurs institutionnels se sont également tournés massivement vers les fonds spéculatifs, qui ont généralement obtenu de très bons résultats ces dernières années, attirant ainsi une collecte record en 2003.



Rôle des TAC d'arbitrage

Contrairement aux autres investisseurs, les gestionnaires de TAC d'arbitrage ont été motivés non par la faiblesse des taux d'intérêt sur leurs actifs traditionnels, mais par les primes substantielles sur les créances moins bien notées. Le montage de TAC d'arbitrage permet aux gestionnaires de tirer parti du fait que ces primes couvrent très largement les pertes attendues en cas de défaut. En effet, la structure rassemble des sous-jacents de notation inférieure pour constituer un fonds de créances en contrepartie duquel plusieurs tranches d'obligations sont émises, notées AAA pour l'essentiel. Les tranches les moins bien notées sont les premières à absorber les pertes, protégeant ainsi les tranches AAA. Le montant de la protection requise dépend des pertes attendues, des corrélations de défaut estimées et de la diversification du fonds.

Les structures d'arbitrage ont contribué à la baisse des primes

Même lorsqu'elles se sont resserrées en 2003, les primes sont restées suffisamment importantes pour favoriser une augmentation des émissions de TAC d'arbitrage, et plus les gestionnaires étaient demandeurs de sous-jacents, plus les primes diminuaient. Les créances les plus recherchées les premières années avaient été naturellement les titres à haut rendement, notamment d'économies émergentes (graphique VI.17). L'offre se contractant, les investisseurs se sont tournés vers des actifs mieux notés. En 2003, une bonne partie des nouveaux TAC d'arbitrage étaient adossés à des créances elles-mêmes titrisées (TAH, voire TAC), sur lesquelles les primes ne s'étaient pas encore totalement réduites. En Europe, le marché a été de plus en plus dominé par les TAC synthétiques associés à des contrats dérivés sur défaut. Début 2004, les primes étaient devenues en général si basses que les émissions de TAC d'arbitrage se sont contractées.

Conséquences de la quête de rendement

La quête de rendement pourrait mener à une prise de risque excessive...

La quête de rendement accroît la prise de risque, ce qui ne semble pas avoir été suffisamment pris en compte par tous les investisseurs. Certains la justifient par les avantages de la diversification, parfois en utilisant à mauvais escient les outils d'analyse du risque sur actions – en transposant aux obligations d'entreprises la méthode de l'écart type de la rentabilité, par exemple. Or, cette méthode, fondée sur la symétrie du risque, ne tient pas compte de l'ampleur des pertes en cas de défaut. D'autres supposent qu'il leur sera possible de dénouer leurs positions à temps, comme dans le cas des stratégies de *carry trade*. Les fonds spéculatifs et autres investisseurs à fort effet de levier auraient ainsi pris d'importantes positions en plaçant à long terme, en instruments à haut rendement, le produit d'emprunts à court terme.

...et avoir des conséquences fâcheuses

La quête de rendement a fait baisser les primes perçues par les investisseurs par rapport au risque effectif encouru. Si ces primes sont nettement inférieures aux pertes non attendues sur défaut, le processus peut avoir des conséquences dommageables pour les investisseurs et les émetteurs. Pour les premiers, des pertes exceptionnellement lourdes peuvent les mettre en difficulté s'ils sont peu habitués à gérer de tels risques. Elles peuvent également entraîner une révision de la tarification, et donc un retour à des primes élevées, c'est-à-dire une majoration des coûts de financement pour tous les emprunteurs, y compris ceux dont la qualité de crédit s'améliore.

De plus, certains débiteurs peuvent se retrouver particulièrement exposés en cas d'aversion pour le risque, qui leur fermerait brutalement l'accès au marché. Un tel revirement pourrait se produire si les rendements de référence augmentaient au point que la rentabilité des placements à faible risque se rapproche à nouveau de l'objectif des investisseurs. D'ailleurs, la hausse des primes sur les signatures souveraines des économies émergentes vers la fin de la période analysée a montré que celles-ci dépendaient du niveau général des rendements nominaux. Enfin, une mauvaise valorisation du risque peut nuire à l'efficacité économique, par le biais d'une allocation inadéquate des ressources.

VII. Système financier : analyse sectorielle

Faits marquants

Le système financier dans le monde industrialisé s'est indiscutablement renforcé pendant la période analysée. Les banques commerciales ont bien résisté au récent ralentissement conjoncturel et affiché des bénéfices en hausse, à la faveur d'un recul des pertes sur prêts. L'amélioration constatée dans les pays où le secteur bancaire avait été récemment fragilisé est en partie due à des mesures vigoureuses d'assainissement et à un contexte macroéconomique plus porteur. Parallèlement, la situation financière des compagnies d'assurances s'est quelque peu rétablie, grâce à l'orientation favorable des marchés des actifs.

Si le raffermissement de la reprise a contribué à ces résultats, certains facteurs structurels ont continué à jouer un rôle majeur. Des efforts de rationalisation, de consolidation et d'informatisation se sont traduits par des gains en efficacité et en coûts. De plus, la titrisation et le transfert, en prenant de l'ampleur, ont permis une répartition plus large des risques au sein du système financier, ce qui a renforcé sa capacité à résister aux chocs.

Les intervenants sont sortis relativement indemnes du récent ralentissement, mais il convient de s'interroger sur la justesse de leurs anticipations concernant le cycle conjoncturel. Dans leur quête de rentabilité, certains établissements pourraient s'être appuyés sur des hypothèses fragiles de croissance et de niveau des taux d'intérêt.

Résultats

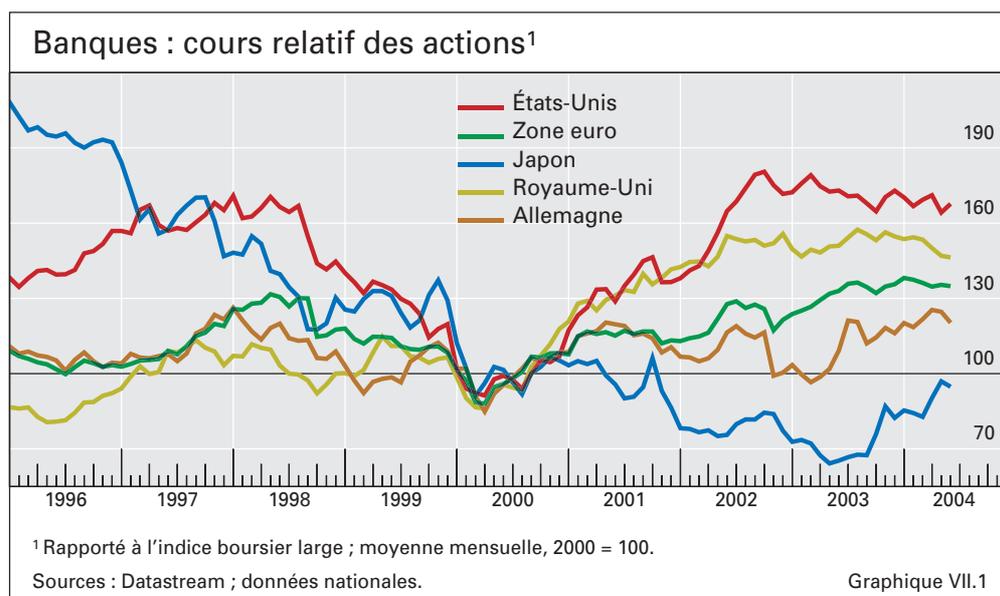
Amélioration
des résultats dans
un contexte de
reprise économique

L'amélioration de la conjoncture a permis aux divers compartiments du système financier dans les pays industrialisés d'enregistrer de bons résultats. Les signes d'une reprise générale se multipliant, les bénéfices des entreprises se sont stabilisés, l'incertitude a diminué et les prix des actifs sont remontés (chapitre VI). La rentabilité des banques commerciales, y compris dans les pays où ce secteur avait été fragilisé, s'en est trouvée confortée (graphique VII.1). L'évolution favorable des marchés des actifs a en outre gonflé les bénéfices des banques d'affaires et permis aux compagnies d'assurances d'assainir leur bilan.

Banques commerciales

Des bénéfices
accrus pour
les banques
américaines et
européennes...

Le recul des taux de défaut, l'amélioration des résultats des investissements et la maîtrise des coûts ont contribué à accroître les bénéfices des banques commerciales de part et d'autre de l'Atlantique. En général, une politique d'octroi de crédits plus prudente qu'au début des années 90 a facilité la baisse des provisions pour créances douteuses et accru la rentabilité.



Les banques commerciales ont ainsi montré qu'elles savaient adapter rapidement leur champ d'activités à une compression des recettes. Un premier défi a été la faiblesse persistante de la demande de crédit des entreprises, surtout aux États-Unis ; malgré l'amélioration de la qualité de leur signature, les entreprises ont continué de privilégier l'assainissement des comptes et la rationalisation des activités plutôt que l'accroissement des capacités de production (chapitres II et VI). En réaction, les banques américaines ont mis l'accent sur les commissions, à la faveur du dynamisme de la dépense des ménages et du refinancement hypothécaire. Les

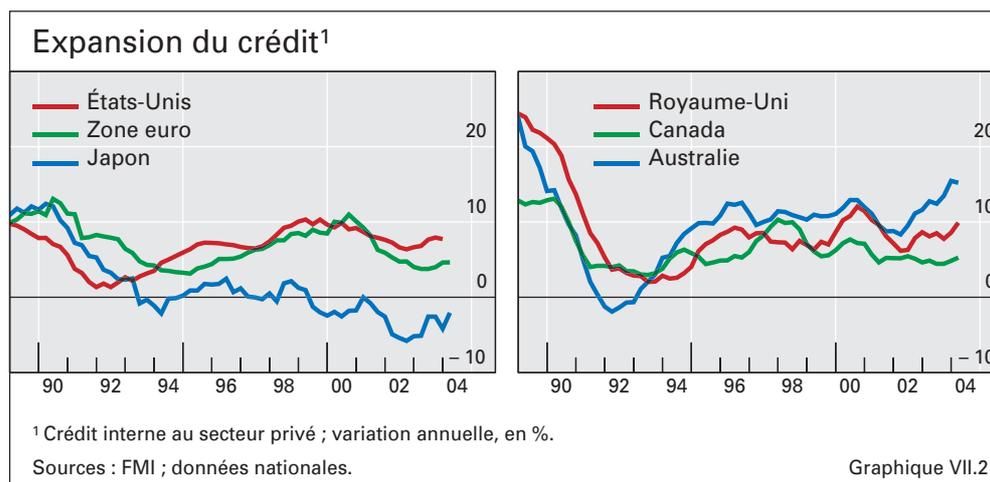
...malgré la faible hausse des prêts aux entreprises...

Grandes banques : rentabilité¹
En % du total de l'actif moyen

	Bénéfice avant impôt			Dotations aux provisions			Marge d'intérêt nette			Charges d'exploitation		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
États-Unis (11)	1,52	1,71	2,04	0,69	0,69	0,44	3,11	3,11	2,99	4,03	3,54	3,41
Canada (5)	0,91	0,61	1,00	0,41	0,58	0,23	1,96	2,07	1,99	2,84	2,75	2,78
Japon (11)	-0,69	-0,45	0,07	1,15	0,64	0,20	1,01	1,00	0,55	1,01	1,01	0,80
Australie (4)	1,47	1,49	1,49	0,27	0,26	0,21	2,22	2,16	2,13	2,15	2,04	2,30
Royaume-Uni (5)	1,24	1,08	1,22	0,32	0,36	0,32	2,04	1,96	1,82	2,38	2,24	2,12
Suisse (2)	0,41	0,06	0,63	0,10	0,14	0,03	0,68	0,84	0,88	2,83	2,40	2,03
Suède (4)	0,83	0,69	0,77	0,10	0,09	0,10	1,50	1,48	1,44	1,53	1,44	1,37
Autriche (2)	0,44	0,46	0,53	0,39	0,39	0,36	1,66	1,80	1,72	1,76	1,92	1,85
Allemagne (4)	0,14	0,05	-0,20	0,24	0,39	0,28	0,90	0,82	0,79	1,77	1,68	1,66
France (3)	0,67	0,46	0,58	0,16	0,17	0,18	0,65	0,75	0,91	1,50	1,48	1,55
Italie (5)	0,90	0,53	0,81	0,53	0,63	0,51	2,21	2,25	2,05	2,42	2,44	2,52
Pays-Bas (3)	0,62	0,46	0,65	0,20	0,26	0,20	1,57	1,62	1,63	2,08	1,95	1,86
Espagne (3)	1,20	1,05	1,27	0,56	0,55	0,44	2,92	2,72	2,38	2,61	2,37	2,12

¹ Entre parenthèses : nombre de banques de l'échantillon. Australie, Canada et Japon : données établies par exercice financier.
Source : Fitch Ratings.

Tableau VII.1



établissements de crédit européens se sont également tournés vers le crédit à la consommation, qui a représenté 70 % de leurs recettes en 2003. La vive expansion des marchés hypothécaires, où les coûts de financement étaient relativement bas par rapport aux recettes, a permis aux banques européennes de conforter leurs fonds propres. Ce segment s'est avéré particulièrement lucratif en Espagne et au Royaume-Uni.

...et des primes de risque

Un second défi, la réduction des marges d'intérêt, due au bas niveau des taux directeurs et au resserrement des primes de risque, a suscité des tensions en Europe, où ces marges représentent plus de la moitié des recettes des banques (tableau VII.1). En Espagne, où les banques sont confrontées à une vive concurrence d'intervenants non bancaires, et en Italie, où le secteur bancaire est très fragmenté, les marges ont subi des pressions à la baisse, mais les recettes tirées de la gestion d'actifs ont augmenté. En France, les résultats – traditionnellement moins dépendants des marges – ont bénéficié de la réduction des taux réglementés sur les dépôts. Parmi les pays industrialisés, c'est aux États-Unis que la marge d'intérêt a été la plus élevée, même si elle est restée à un plancher historique, ce qui a toutefois été compensé par l'accroissement des commissions.

Les banques allemandes ont dû faire face à des difficultés

Les banques allemandes ont constitué la principale exception au dynamisme du secteur bancaire en Europe. Une très vive concurrence, jointe au rôle réduit joué par la discipline de marché dans la gestion des risques, a continué de peser sur les résultats. Le ralentissement économique a ramené les bénéfices des banques au niveau le plus bas de toute l'Europe industrialisée. Selon certaines analyses, 9,5 % du total des prêts bancaires représenteraient des créances douteuses, héritées de stratégies de croissance par prise de risque. Dans un tel contexte, et en prévision de la suppression de la garantie explicite de l'État en 2005, certaines agences de notation ont annoncé un déclassement possible des banques publiques sur la base de leur qualité propre.

Néanmoins, la situation en Allemagne présente quelques signes encourageants, grâce notamment aux initiatives des grands établissements privés. Début 2003, la titrisation de leurs prêts aux meilleures signatures a amélioré leur liquidité. Par la suite, la restructuration des créances douteuses

– en vue de leur cession à des investisseurs internationaux – a permis d’accroître leurs ratios de fonds propres.

Le système bancaire japonais

En 2003, la situation des banques japonaises s’est nettement améliorée, malgré des faiblesses chroniques. Pour la première fois en onze ans, les résultats d’exploitation des grandes banques ont été supérieurs à leurs coûts de financement, sous l’effet combiné de la reprise de l’activité, d’un recul des prêts improductifs et de la forte progression du marché des actions.

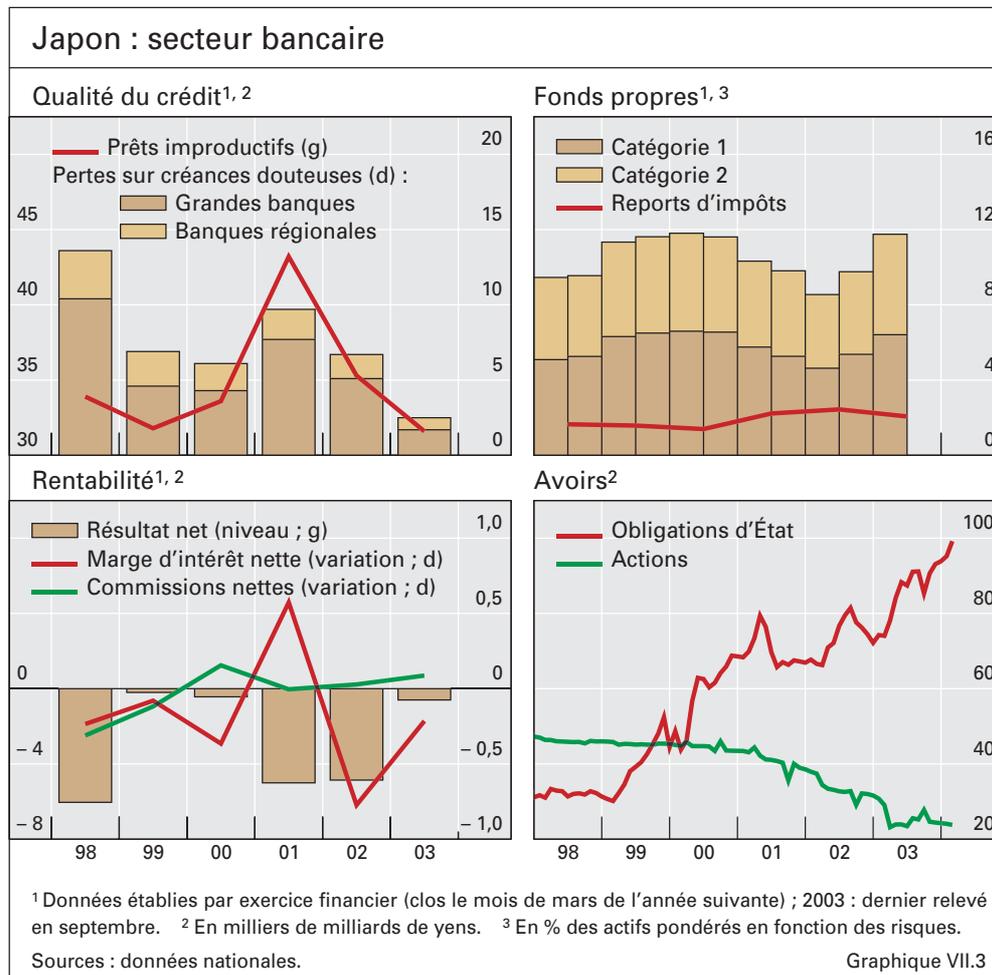
Les banques japonaises ont renoué avec les bénéfices...

Le poids des prêts improductifs dont pâtit le système bancaire japonais depuis une décennie s’est enfin allégé durant la période analysée. Les grandes banques les ont réduits de quelque ¥13 200 milliards au cours des deux dernières années pour satisfaire l’objectif de l’autorité de contrôle visant à diminuer leur ratio de moitié d’ici fin mars 2005. En revanche, les progrès ont été beaucoup plus lents dans les banques régionales, qui ont seulement ramené ces actifs de ¥14 800 milliards à ¥13 900 milliards entre mars 2002 et septembre 2003 (graphique VII.3).

...réduit leurs créances douteuses...

Le rebond du marché des actions est venu de manière inattendue faciliter ce processus, en interrompant les ventes d’actifs que les grandes banques avaient dû effectuer les années précédentes pour répondre aux exigences

...et profité de la reprise du marché des actions



réglementaires. Les plus-values sur actions contrebalançant largement leurs pertes sur l'obligataire, les banques ont affiché des gains d'évaluation nets pour la première fois depuis l'introduction de la comptabilisation en valeur de marché, en avril 2001. Comme leurs portefeuilles d'actions ne sont plus que légèrement supérieurs à leurs fonds propres de catégorie 1, les grandes banques apparaissent désormais en meilleure posture face aux fluctuations des cours.

Les marges sont toutefois restées faibles...

Cependant, des risques persistent. L'amélioration conjoncturelle a probablement réduit la vulnérabilité des banques, mais elle n'a eu qu'un effet limité sur leur marge d'intérêt, qui demeure beaucoup plus faible que dans les autres pays industrialisés. Certes, la contrainte du seuil zéro, dans un environnement déflationniste, pèse sur les marges ; mais il convient de tenir compte aussi d'entraves structurelles, comme la concurrence du secteur public et des pratiques de tarification déconnectées des risques. Même si certaines banques semblent s'être attaquées au problème, on ne voit guère comment une telle démarche peut se généraliser sans peser sur l'offre de crédit aux entreprises.

...la qualité des fonds propres incertaine...

À propos de la qualité des fonds propres, il faut noter que les apports publics et les reports d'impôts représentent une part importante de la catégorie 1. Si les ratios de solvabilité, après avoir légèrement régressé pendant l'exercice clos en mars 2003, se sont fortement redressés dans la première moitié de l'exercice suivant, cette amélioration est due à une nette baisse des actifs pondérés.

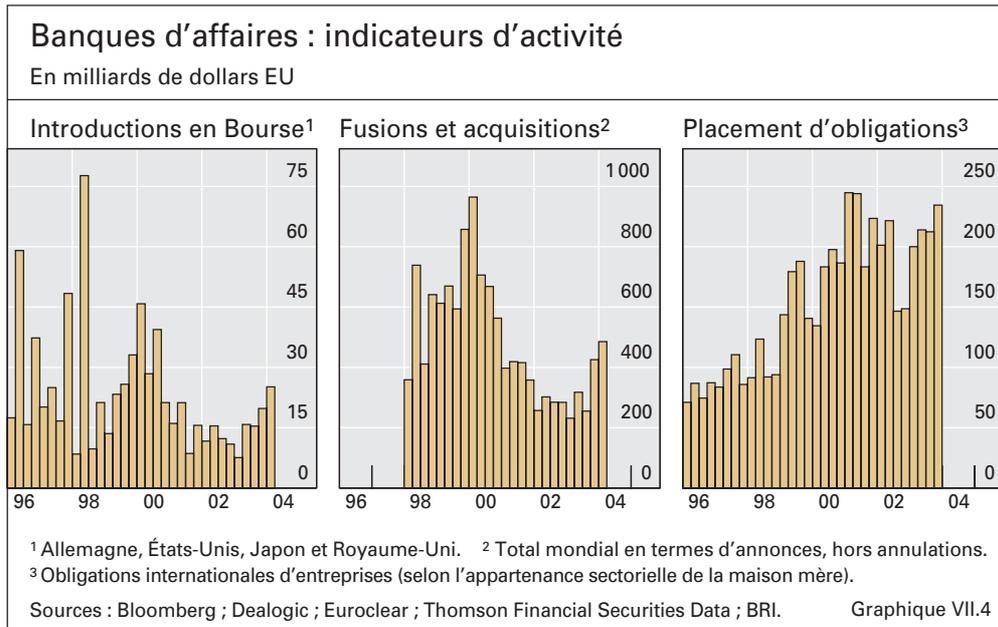
...et le rôle du secteur public difficile à cerner

Dans ce contexte, le rôle du gouvernement dans la restructuration des banques est délicat. D'un côté, les abondantes injections de fonds publics pour recapitaliser des banques en situation précaire ou en sauver d'autres en quasi-faillite ont fait craindre un relâchement de la volonté de réforme au sein du système bancaire. De l'autre, de récentes initiatives visant à éliminer progressivement plusieurs distorsions provoquées par les interventions des pouvoirs publics pourraient contribuer, à terme, à renforcer la concurrence. La constitution en société des services postaux japonais en 2003 et, à compter d'avril 2005, le plafonnement de la protection des dépôts ainsi que l'arrêt du rachat des créances douteuses par l'Industrial Revitalization Corporation en fournissent quelques illustrations.

Banques d'affaires

Les banques d'affaires ont restauré leur rentabilité...

Grâce à l'orientation favorable des prix des actifs, les banques d'affaires d'un certain nombre de pays ont affiché de très bons résultats l'an dernier. La reprise des marchés boursiers et l'activité sur instruments hypothécaires ont gonflé les revenus, tirés surtout, les années précédentes, des opérations sur titres à revenu fixe. Néanmoins, comme les emprunteurs ont profité du bas niveau des taux d'intérêt et du resserrement des marges de crédit, l'activité sur le marché primaire des obligations s'est également intensifiée (graphique VII.4). D'autre part, la modeste reprise des fusions-acquisitions et des introductions en Bourse au second semestre, après trois ans de morosité, n'a que modérément contribué aux commissions sur services de conseil.



En renouant avec la rentabilité, les banques d'affaires ont mis fin à la compression des effectifs déclenchée par l'éclatement de la bulle des investissements et des marchés boursiers de la fin des années 90. Les stratégies de croissance se sont appuyées sur la reconstitution des équipes et un élargissement des domaines de compétence.

...et retrouvé le chemin de la croissance

Compagnies d'assurances

Les compagnies d'assurances ont bénéficié en 2003 de facteurs macroéconomiques favorables, tout en continuant de pâtir de difficultés accumulées à leur passif. Si l'assurance vie reste confrontée à des problèmes de fonds propres, les autres secteurs, y compris la réassurance, ont en général abordé 2004 dans de meilleures conditions.

Des écarts entre...

Au cours de l'année écoulée, les compagnies d'assurance vie les plus solides ont pu équilibrer des engagements prudents avec des placements à revenu fixe peu volatils, tout en tirant parti du redressement des marchés boursiers. Ainsi s'explique le maintien de bons résultats en Espagne et en France. Aux États-Unis, où le portefeuille d'obligations représente 74 % de ses actifs, le secteur a particulièrement bénéficié de la baisse des défauts. Au niveau mondial, la pentification de la courbe des rendements a renforcé les bénéfices en creusant l'écart entre rendement des placements et taux garantis des polices. Une chute de la mortalité et un allègement des pressions sur les marges exercées par les rendements garantis ont favorisé la progression de l'indice sectoriel au Japon ; c'est le grand pays industrialisé où le secteur enregistre les meilleurs résultats par rapport à l'indice boursier large (graphique VII.5).

...l'assurance vie, qui pâtit des pertes antérieures...

Mais l'année a également mis en lumière des problèmes probablement plus tenaces dans le secteur de l'assurance vie. Aux États-Unis, le recul des produits traditionnels et le durcissement de la concurrence ont accru la volatilité des recettes et pesé sur les souscriptions. De graves difficultés sont

apparues en Allemagne et au Royaume-Uni, où de grandes compagnies se sont retrouvées en faillite du fait de polices trop généreuses qui les avaient conduites à rechercher des placements à risque.

...et doit faire face à de nouvelles réglementations,...

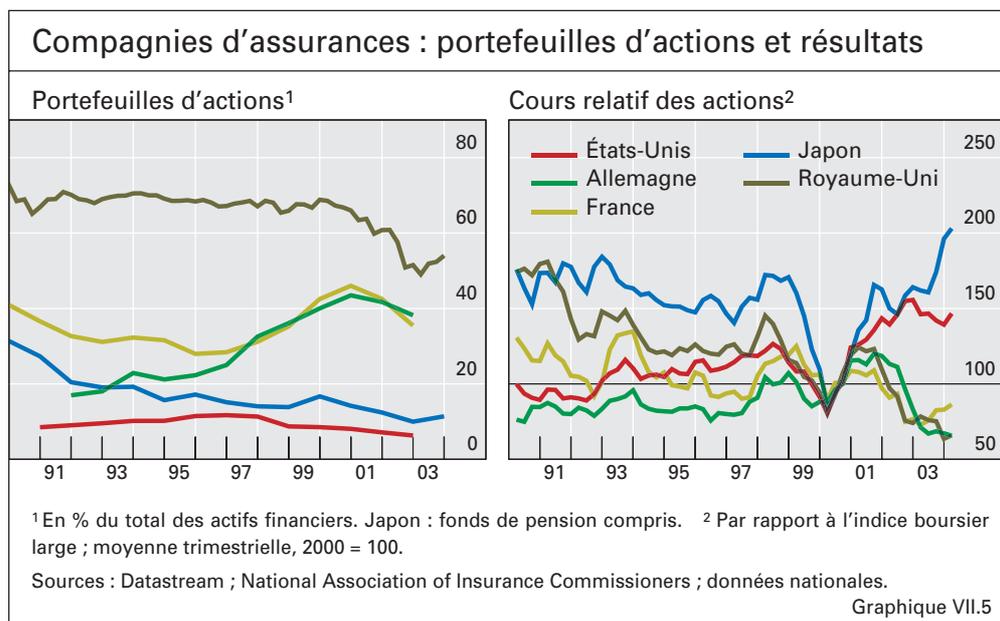
L'Union européenne propose d'introduire de nouvelles règles de communication financière et de solvabilité. Les normes comptables internationales qui seront appliquées visent à mieux refléter l'adéquation entre les rendements des placements et ceux garantis par les polices, mais elles risquent d'accroître la volatilité des bénéfices déclarés. En ce qui concerne la solvabilité, les nouvelles règles devraient relever le niveau de fonds propres dans de nombreux cas ; si ces exigences avaient été en place en 2003, l'assurance vie en Europe se serait trouvée avec une insuffisance de fonds propres estimée à €65 milliards, les assureurs allemands, britanniques et suédois étant les principaux concernés. Ce chiffre, qui représente un quart environ des fonds propres du secteur, est concentré sur un tiers des compagnies ; il a amené certains analystes à prévoir une redistribution notable des parts de marché en faveur des assureurs affichant des comptes solides et stables.

...et l'assurance non-vie, plus robuste

Une politique commerciale mesurée et une incidence relativement faible des catastrophes naturelles ont permis à l'assurance non-vie d'enregistrer de bons résultats. Grâce à leur approche prudente, les assureurs américains ont atténué leur sinistralité, malgré la hausse des coûts. Mais leur rentabilité a encore été grevée par des besoins accrus de réserves issus d'anciennes polices. Contrairement au secteur vie, les compagnies d'assurances non-vie européennes ont été assez bien protégées de la volatilité du marché des actions ; les volumes de primes ont crû plus vite que par le passé. Leurs homologues japonaises ont également enregistré une amélioration de leurs résultats à la faveur d'une forte augmentation des primes encaissées.

Les réassureurs ont amélioré leur situation

La hausse générale des cours en Bourse des réassureurs est surtout attribuable, en Europe et aux États-Unis, à une confiance accrue du marché



dans les compagnies qui ont énergiquement renforcé leur base de capitaux propres. Aux États-Unis, des réassureurs nouveaux ou récemment recapitalisés ont affiché des rendements sur fonds propres de 20 %. En Europe, les bénéficiaires se sont améliorés en 2003 grâce à la diminution des dotations aux réserves et à la pentification de la courbe des rendements, qui a accru la rentabilité nette des placements.

Facteurs à l'origine des bons résultats

Facteurs conjoncturels

Le système financier doit en grande partie ses résultats à la combinaison de facteurs conjoncturels, notamment l'accélération de la reprise et des politiques économiques – en particulier monétaires – accommodantes. Le bas niveau des taux d'intérêt a facilité les financements tout en limitant l'incidence, sur les résultats d'exploitation, des créances douteuses résultant de la phase de ralentissement. Le récent rebond des prix des actifs a, quant à lui, favorisé les résultats des banques d'affaires et l'assainissement des compagnies d'assurances. Le dynamisme dans l'immobilier d'habitation a, par ailleurs,

Le système financier a bénéficié de la reprise et du bas niveau des taux

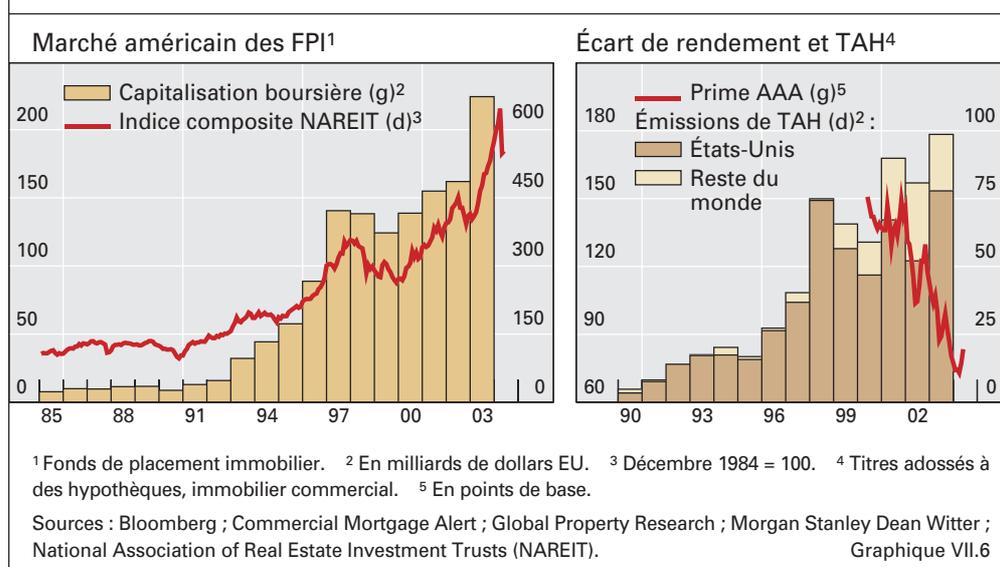
Prix de l'immobilier commercial ¹					
	1995–2002	2003	2003	Pour mémoire : bureaux vacants ²	
	Variation nominale ³		Niveau ⁴	2002	2003
États-Unis	3,2	-2,5	35,4	15,6	16,7
Japon	-8,7	-10,2	34,5	8,0	8,5
Allemagne	4,1	-18,4	50,8	7,1	9,8
Royaume-Uni	2,8	-4,1	32,7	8,0	11,3
France	5,9	-3,4	60,7	5,9	6,0
Italie	11,6	-5,1	77,6	4,7	5,4
Canada	4,2	-2,7	47,9	13,7	15,6
Espagne	12,5	-10,9	42,3	4,8	7,7
Pays-Bas	7,5	-3,0	81,8	7,4	9,7
Australie	4,2	4,0	50,7	8,3	10,3
Suisse	0,2	-2,2	59,0	8,0	10,8
Belgique	4,0	10,9	84,4	8,8	9,5
Suède	4,9	-8,0	47,2	12,5	18,3
Norvège	6,8	-1,9	56,3	8,3	11,0
Danemark	7,2	-1,2	82,5	2,5 ⁵	9,0
Finlande	4,2	-4,7	59,4	1,7 ⁵	7,0
Irlande	15,5	0,2	83,5	18,4	17,5

¹ Australie, Belgique, Espagne et Italie : immeubles de qualité dans les grandes villes ; Japon : prix du terrain. ² Espaces de bureau 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 : capitale. ³ Variation annuelle, en %. ⁴ Pic des prix, en termes réels = 100. ⁵ 2001.

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

Tableau VII.2

Sociétés d'investissement en immobilier commercial



apporté aux banques des revenus non négligeables dans de nombreux pays ; dans l'immobilier commercial – source de difficultés majeures pour les banques dans le passé –, l'absence de dégradation des risques a soutenu les résultats.

Le recul des prix de l'immobilier commercial...

Certes, les prix de l'immobilier commercial ont fléchi dans presque tous les pays industrialisés en 2003, après une croissance modérée depuis 1995 (tableau VII.2). Ce recul, le plus souvent modeste, a toutefois dépassé 10 % en Allemagne, en Espagne et au Japon. En l'absence de reprise de l'emploi, la demande de bureaux (hors emplacements très recherchés) n'a pas redémarré, alors que, tirés par la consommation, les besoins du secteur de la distribution se sont intensifiés.

...n'a pas eu d'incidence sur les bénéfices des banques grâce à la titrisation

Mais cette contraction des prix de l'immobilier commercial demeure limitée, comparée au passé, et a donc peu affecté la rentabilité du secteur bancaire, en raison notamment de l'attitude de prudence générale vis-à-vis des promoteurs adoptée depuis l'effondrement du marché au début des années 90 – prudence qui a également contribué à prévenir une envolée des prix. Les marchés d'instruments liés au financement de l'immobilier commercial (titres adossés à des actifs, fonds de placement et autres instruments assortis d'un droit de propriété) ont continué de se développer, venant se substituer à l'intermédiation bancaire et contribuant à répartir les risques (graphique VII.6). Les prix de ces instruments ont été tirés vers le haut par l'intensification de la demande des investisseurs institutionnels recherchant des formules non conventionnelles plus rémunératrices.

Facteurs structurels

Les bons résultats du système financier ont par ailleurs été soutenus par des facteurs structurels : restructuration à long terme dans le secteur bancaire, stratégies de développement de la banque de détail et rôle accru des marchés de transfert du risque.

Restructuration dans le secteur bancaire

Les banques s'emploient depuis le début des années 90 à rationaliser la structure de leurs coûts internes et à améliorer l'efficacité de leurs activités, mais aussi à stabiliser leurs bénéfices en se diversifiant. D'où la vague de fusions-acquisitions durant la seconde moitié de la décennie, dans un processus de restructuration qui a aidé le système financier à résister au récent ralentissement.

La restructuration a rendu les banques plus résistantes

La maîtrise des coûts internes a surtout été obtenue par des compressions de personnel. L'informatisation et l'externalisation ont fait bénéficier les banques d'économies d'échelle et leur ont permis de se concentrer sur leurs métiers de base, intermédiation et distribution de produits financiers (tableau VII.3). Les banques nord-américaines ont amorcé le processus dès le début de la décennie 90, enregistrant de rapides progrès ; les établissements européens ne les ont vraiment suivies que récemment. Le mouvement a été lancé dans de nombreux pays par le désengagement de l'État, mais il a souvent été entravé par les rigidités des marchés du travail. Au Japon, après un démarrage très lent, la mise en œuvre des plans de rationalisation s'est accélérée.

Recherche générale de l'efficacité interne

La situation est moins claire en ce qui concerne la politique de réseaux (tableau VII.3). Si les nouvelles technologies semblent annoncer un report vers des canaux moins coûteux, les formules de banque à distance ont connu un succès mitigé. Le développement accru de la banque de détail (infra) a aussi transformé les agences en points de vente d'un nombre croissant de services financiers.

Secteur bancaire : restructuration ¹											
	Concentration ²			Nombre de succursales ³				Effectifs ³			
	1990	1997	2003 ⁴	1990	1997	2003 ⁴	Écart ⁵	1990	1997	2003 ⁴	Écart ⁵
États-Unis	13	21	24	72,8	77,3	84,8	0,0	1 911	1 847	2 129	0,0
Japon	42	39	42	24,7	25,4	22,7	-11,8	593	561	447	-27,8
Allemagne	17 ⁶	17	22	43,3	47,1	38,2	-22,3	696	751	732	-3,5
France	52	38	45	25,7	25,5	26,2	0,0	399	386	384	-3,8
Royaume-Uni	49	47	41	19,0	14,3	12,9	-32,4	423	360	360	-15,0
Italie	24	25	27	17,7	25,6	29,9	0,0	324	343	341	-4,3
Canada	83	87	87	8,7	9,4	10,4	0,0	211	264	279	0,0
Espagne	38	47	55	35,2	37,6	39,4	0,0	252	242	239	-6,6
Australie	65	69	77	6,9	6,1	4,9	-31,2	357	308	344	-3,4
Pays-Bas	74	79	84	8,0	7,0	3,7	-54,1	123	120	140	-9,6
Belgique	48	57	83	8,3	7,4	5,6	-33,2	79	77	75	-5,6
Suède	70	90	90	3,3	2,5	2,0	-37,2	45	43	42	-7,7
Autriche	35	44	44	4,5	4,7	4,4	-6,2	75	75	75	-2,4
Suisse	54	73	80	4,2	3,3	2,7	-35,9	120	107	100	-16,8
Norvège	68	59	60	1,8	1,6	1,2	-32,9	31	24	22	-22,4
Finlande	65	77	79	3,3	1,7	1,6	-55,8	50	30	27	-49,3

¹ Établissements collecteurs de dépôts, comprenant généralement banques commerciales, caisses d'épargne et diverses catégories de banques mutuelles et coopératives. ² Actif des cinq premières banques, en % de l'actif de l'ensemble des banques. ³ En milliers. ⁴ Allemagne, Belgique, France, Italie, Japon, Royaume-Uni et Suède : 2002. ⁵ Variation, en %, entre le pic (depuis 1990) et l'observation la plus récente ; 0,0 indique que le pic s'est produit en 2003 (France et Italie : en 2002). ⁶ 1995.

Sources : associations bancaires nationales ; données nationales.

Tableau VII.3

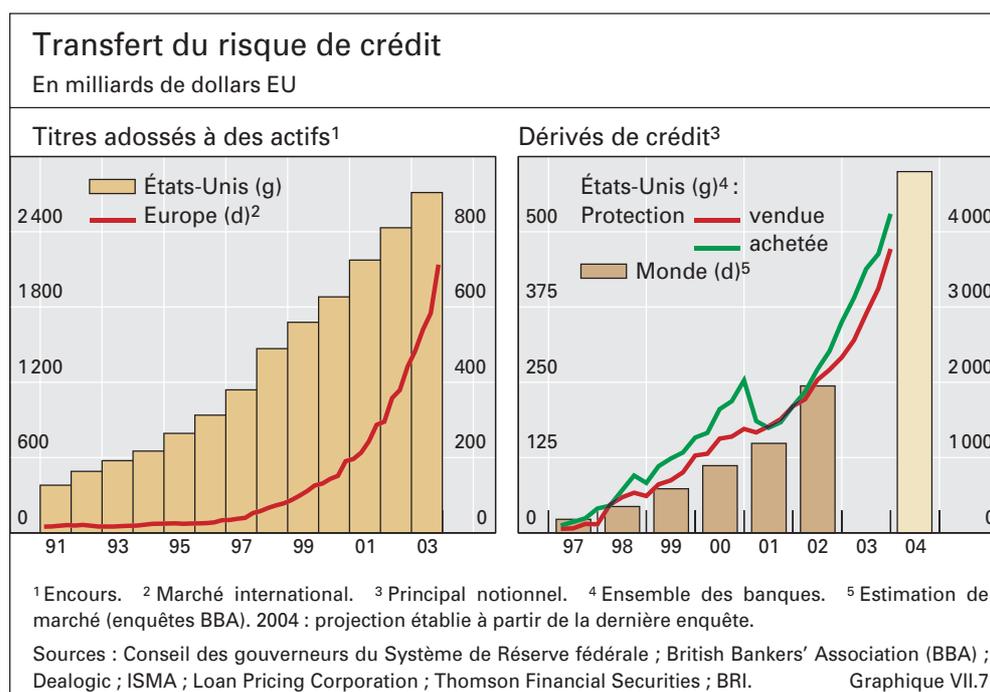
Ralentissement des consolidations

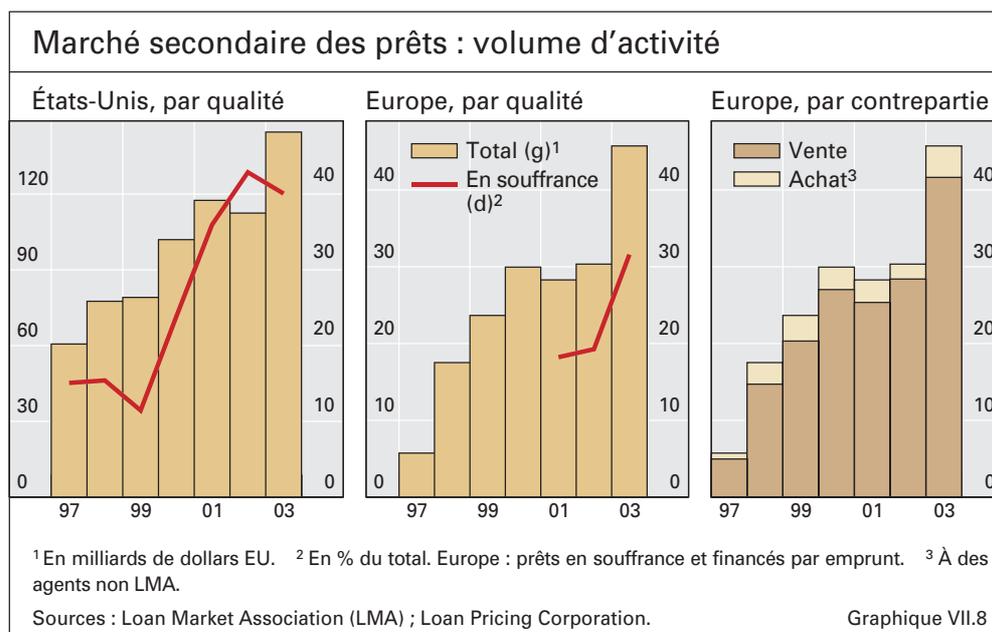
La consolidation demeure une option stratégique pour les banques, malgré le ralentissement très marqué des fusions par rapport à la fin des années 90 – comme en témoignent les deux grandes opérations dont sont issues l'année dernière les deuxième et troisième organisations bancaires des États-Unis. Les consolidations se sont également poursuivies à l'échelon local et régional, avec la suppression des dispositifs institutionnels qui étaient à l'origine du cloisonnement du système bancaire américain. En Europe, elles ont continué, à un rythme toutefois plus lent, mais les opérations transfrontières demeurent exceptionnelles. Les difficultés auxquelles se heurte d'ailleurs la création d'un marché bancaire paneuropéen ont poussé certaines banques à limiter leurs prises de participations hors frontières, auparavant perçues comme un prélude à des opérations plus amples, pour se renforcer sur leur marché national.

Stratégies de développement de la banque de détail

Expansion de l'activité de détail

La forte demande de crédit à la consommation est venue à point nommé apporter de nouveaux revenus à des établissements confrontés à une atonie de la demande des entreprises et à une compression des marges d'intérêt. Du coup, les banques de nombreux pays se sont tournées vers les services aux particuliers : crédits hypothécaires et par cartes de crédit, financements d'automobiles et découverts, pour ne citer que quelques produits très porteurs. D'autres services aux ménages sont devenus sources majeures de commissions, comme la vente de produits financiers d'autres institutions et le courtage. Cette tendance va être renforcée par le nouveau dispositif d'adéquation des fonds propres, qui reconnaîtra le caractère moins risqué des expositions dans les activités de détail et les prêts à la consommation, car plus diversifiées que les crédits aux entreprises.





Les commissions permettent de lisser le caractère cyclique des résultats, surtout pour les banques qui sont parvenues à se faire un nom et à préserver leur part de marché. On a pu l'observer lors de la récente détérioration des marges d'intérêt : c'est là où elle a été la plus marquée, sous l'effet de la concurrence, que les établissements se sont davantage tournés vers cette source de revenus. D'autant plus que la demande des consommateurs semble moins sensible aux commissions, peut-être parce que leur tarification est plus opaque que celle des taux d'intérêt et rend les comparaisons plus difficiles pour la clientèle.

Marchés de transfert du risque de crédit

Le rapide développement des marchés de transfert du risque entre établissements et investisseurs, ces dernières années, a permis au système financier de mieux absorber les pertes et a renforcé son efficacité.

L'expansion de la titrisation des crédits bancaires a été nourrie par la demande des investisseurs institutionnels et les progrès des techniques financières, de l'informatique et de la communication (graphique VII.7). Le marché hypothécaire titrisé a pris un essor très vigoureux aux États-Unis, grâce au dynamisme du marché sous-jacent et à l'accroissement de la liquidité. En Europe, les titres adossés à des actifs ont bénéficié de l'avènement de la monnaie unique et des améliorations apportées aux cadres juridiques et à l'infrastructure de négoce.

Un marché secondaire des crédits consortiaux se développe aussi depuis plusieurs années. Aux États-Unis, où il est le plus étoffé, l'activité a progressé d'un quart en 2003 (graphique VII.8). En Europe, elle a bondi de plus de 50 %. Les créances douteuses continuent de représenter une forte proportion des transactions aux États-Unis et prennent une part croissante en Europe – conséquence en partie de l'augmentation du nombre de sociétés en difficulté, mais également de l'engouement des investisseurs et

L'expansion de la titrisation...

...et le développement des marchés secondaires des crédits...

de la capacité du marché à absorber une proportion accrue de prêts en décote.

...ont attiré de nouveaux intervenants

La diversification des investisseurs sur ce marché a beaucoup favorisé la redistribution des risques au sein du système financier. Aux États-Unis, la part des banques dans les crédits consortiaux intérieurs a progressivement diminué ces dernières années, les établissements non bancaires et les non-résidents dominant le secteur plus spécifique des créances douteuses.

Une évolution semblable est observable pour les dérivés de crédit. Ici, les organismes non bancaires (compagnies d'assurances et fonds spéculatifs surtout) sont majoritairement vendeurs nets de protection. En outre, les établissements bancaires de petite taille et à dimension plus régionale ont utilisé les dérivés de crédit pour se diversifier, en accroissant leur exposition envers les signatures étrangères.

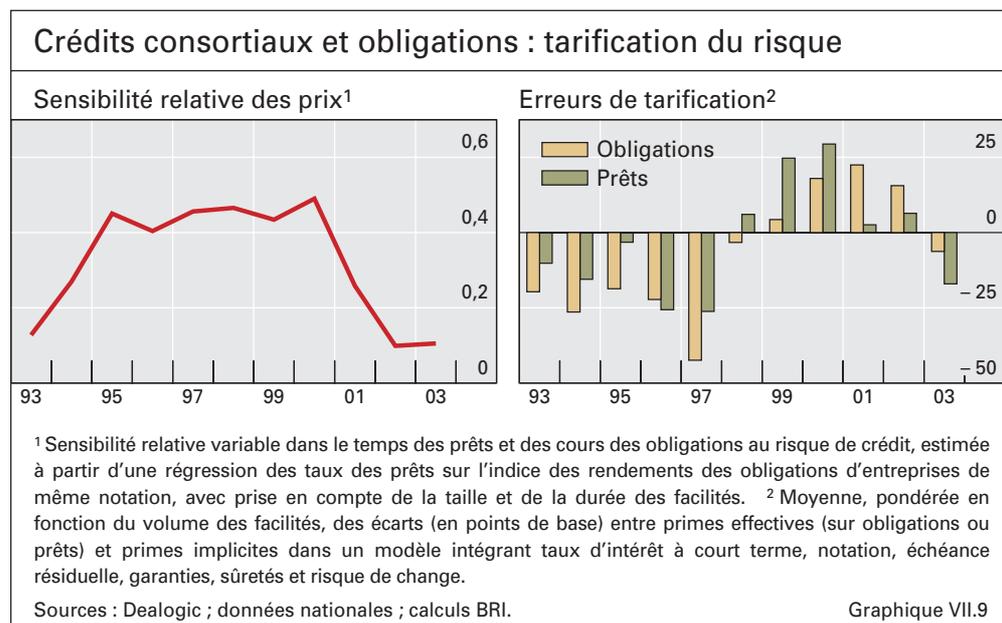
Plus grande propension au risque

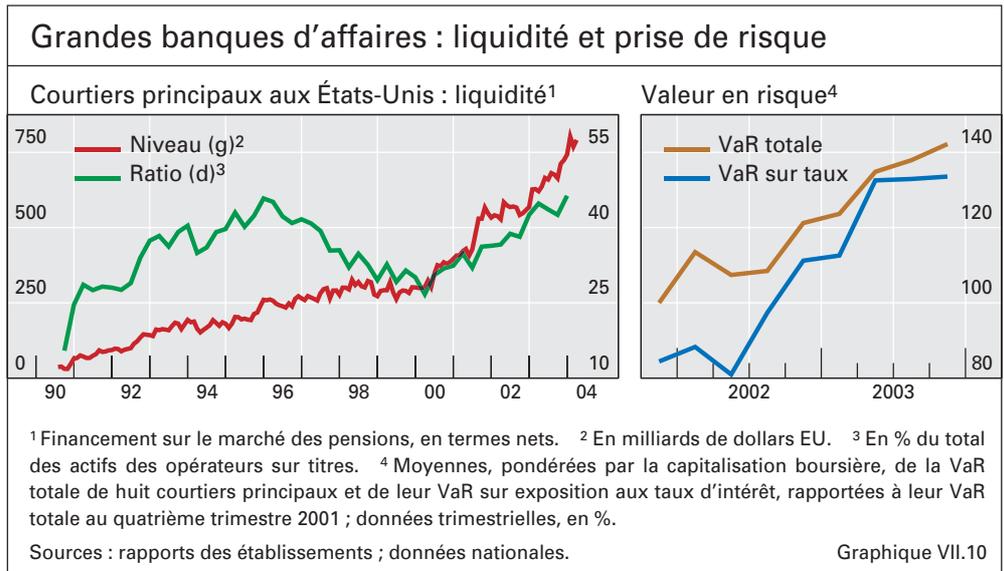
Les banques ont pris davantage de risques...

De bons résultats et des anticipations de plus en plus optimistes ont encouragé la prise de risque au sein d'un système financier sorti relativement indemne du récent ralentissement économique. À ces facteurs, il convient sans doute d'ajouter les niveaux élevés de capitalisation, l'intensification de la concurrence, l'abondance de liquidité et le bas niveau des taux d'intérêt. Si ce comportement se reflète dans les tarifications et les stratégies (négoce pour compte propre, par exemple), la vulnérabilité du système face à des évolutions imprévues du côté de la conjoncture ou des taux d'intérêt pourrait s'en trouver accrue.

Goût du risque : les symptômes

Cette plus grande propension au risque est manifeste dans la tarification des obligations et, plus encore, des prêts consortiaux. Les rendements observés y





sont nettement inférieurs à ce que suggèrent les corrélations de longue période entre niveau des taux et risque de crédit. Si la tarification du risque est devenue plus agressive simultanément sur les deux marchés ces deux dernières années (chapitre VI), les marges paraissent s'être resserrées relativement plus vite pour les prêts consortiaux (graphique VII.9, cadre de droite). Cette baisse n'est pas sans rappeler celle qui s'est produite vers la fin de la précédente phase de taux bas (1993–95), mais elle est moins marquée que lors des deux années d'avant la crise en Asie. La contraction plus récente des marges a suivi une phase de raffermissement (fin des années 90) résultant de la demande de fonds. Une comparaison de la tarification accordée aux emprunteurs de même rang sur les deux marchés révèle que les rendements des prêts ont été moins sensibles au risque de crédit que ceux des obligations (graphique VII.9, cadre de gauche). La convergence des conditions de financement observée dans les années 90 n'aura toutefois pas duré, les marchés des prêts consortiaux semblant bien moins sélectifs depuis 2001.

...comme en témoignent la tarification des crédits...

Autre symptôme de ce goût du risque : les banques d'affaires ont intensifié leurs activités pour compte propre. De fait, l'essentiel de l'accroissement global de l'exposition au risque de marché (valeur en risque – ou VaR – constatée en 2003 sur l'ensemble de la branche) est imputable au risque de taux (graphique VII.10). Certes, la volatilité élevée des marchés obligataires au cours de l'été dernier y a beaucoup contribué, mais la montée de la VaR au troisième trimestre s'est avérée plus que temporaire puisque, fin 2003, elle dépassait toujours de 20 % son niveau de fin 2002.

...et l'essor du négoce pour compte propre

Par ailleurs, le système financier a continué d'accroître son exposition (directe ou indirecte) envers les fonds spéculatifs. Avec la forte progression de ce secteur, les grandes banques se sont disputé l'activité très lucrative de courtage, certaines revenant sur ce compartiment qu'elles avaient délaissé depuis quelques années. Les banques auraient placé d'importants capitaux auprès de fonds à revenu fixe dans le cadre de l'expansion du négoce pour compte propre. Avec ces apports, combinés à l'intérêt croissant des

investisseurs institutionnels (fonds de pension, par exemple), les fonds spéculatifs sont devenus des intervenants de premier plan sur le marché du risque entreprises.

Facteurs à l'origine de la plus grande propension au risque

Prise de risque favorisée par l'accumulation de fonds propres...

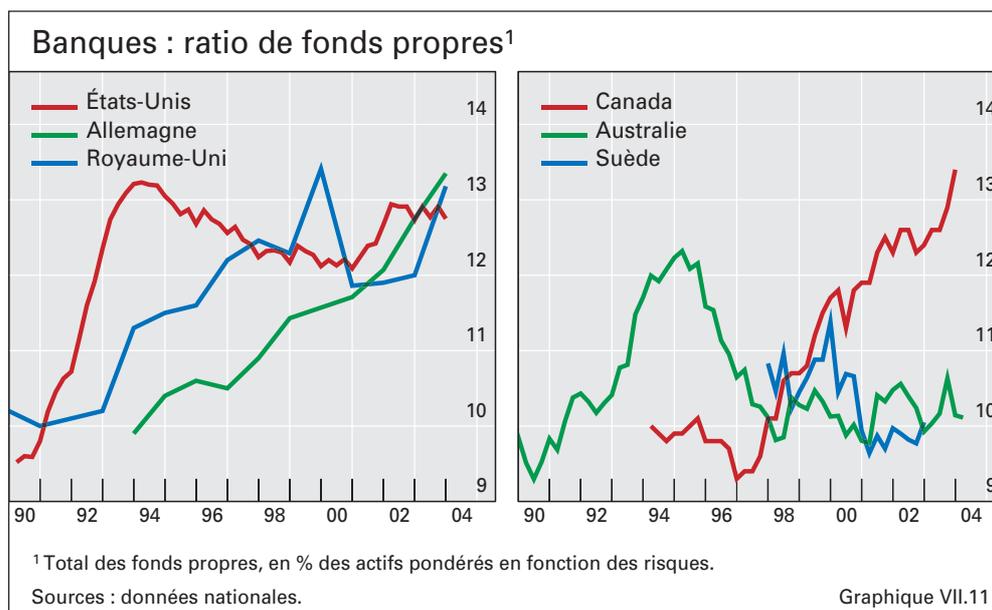
Divers facteurs d'ordre conjoncturel semblent avoir incité les banques à prendre davantage de risques, au premier rang desquels l'accumulation de fonds propres, grâce aux bons résultats passés et à la reprise économique (graphique VII.11). La faiblesse des rendements tirés de certaines activités plus traditionnelles les a peut-être aussi poussées à accroître leur prise de risque, comme a pu le faire le recul des commissions liées aux services de conseil aux entreprises.

...l'intensification de la concurrence...

Parallèlement, la concurrence est devenue plus âpre dans l'intermédiation bancaire traditionnelle. La demande de crédit des entreprises a été faible en raison du ralentissement des investissements et des fusions-acquisitions ainsi que de la multiplication des prêts consortiaux montés directement par les emprunteurs. La concurrence tarifaire entre prêteurs s'est avivée, même en l'absence de perspectives de commissions ultérieures dans le cadre de conseil en fusion ou de placement de titres, par exemple. Le rétrécissement des marges sur les marchés des obligations et du crédit (graphique VII.9) est révélateur de cette quête de débouchés.

...et l'abondance de liquidité

Enfin, la plus grande appétence pour le risque peut être rattachée à l'abondance de liquidité, qui a favorisé le négoce pour compte propre. Les opérations sur pensions des courtiers principaux américains ont crû à un rythme accéléré ces trois dernières années, doublant presque, en proportion du total de leurs actifs, entre début 2000 et fin 2003 (graphique VII.10, cadre de gauche). Le développement de ce négoce a été d'autant plus prononcé que les banques disposent désormais d'instruments sophistiqués de gestion des risques et ont profité d'une plus grande tolérance de leurs actionnaires envers la volatilité des résultats dans un contexte marqué, il est vrai, par une rentabilité accrue.



Menaces potentielles

En prenant davantage de risques, les intervenants s'exposent surtout à des évolutions de la conjoncture ou de taux d'intérêt ne correspondant pas à leurs attentes.

Les stratégies d'expansion décrites précédemment pourraient avoir conduit les banques à accorder des conditions tarifaires reposant sur des prévisions optimistes de taux d'intérêt bas et de croissance économique durable. Or, des marges serrées réduisent fortement la capacité d'absorption des pertes. Si la reprise est inégale ou plus lente que prévu, les défauts d'entreprises pourraient dépasser le niveau intégré dans les primes de risque, ce qui se traduirait par de lourdes pertes pour les banques et, à travers une offre de crédit alors plus restrictive, aggraverait la situation macroéconomique.

Dans le négoce pour compte propre de produits à revenu fixe, les banques d'affaires dépendent fortement de la liquidité et de la pente de la courbe des rendements. En cas d'assèchement des marchés ou d'aplatissement de la courbe non prévu dans les taux à terme, elles pourraient enregistrer d'importantes pertes. Bien plus, le dénouement simultané de positions excessives pourrait déclencher ou intensifier le renversement, surtout sur des segments où les opérateurs sont peu nombreux (chapitre VI).

Cette inquiétude rejoint celle des autorités. Les instances prudentielles aux États-Unis ont récemment exprimé leurs préoccupations face à l'endettement des agences hypothécaires paragonnementales, qui a atteint \$2 400 milliards en septembre 2003. Sa contrepartie (hypothèques et titres adossés à des hypothèques) est très sensible aux fluctuations de taux d'intérêt et aux conditions de refinancement. Bien que les établissements se protègent contre ces risques, leur exposition est telle que l'on peut s'interroger sur la capacité du système dans son ensemble à absorber sans heurt une éventuelle tension sur les taux d'intérêt. La couverture, qui consiste alors à vendre des obligations à long terme en cas de hausse des taux, pourrait avoir une forte incidence sur le marché obligataire.

Vulnérabilité en cas de hausse des taux d'intérêt...

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

Endettement des ménages et stabilité financière

Comme on l'a vu, le secteur bancaire a su s'adapter, en partie grâce à la demande soutenue de services financiers de la part des ménages, prêts hypothécaires et crédits à la consommation notamment, qui a créé une source stable de commissions, mais aussi réduit le risque de crédit avec l'appréciation des logements.

Dans bien des pays, l'endettement des ménages a atteint des niveaux records, surtout du fait de la modestie des coûts d'emprunt et de l'atténuation des contraintes de liquidité. Si cette évolution a été particulièrement nette en Australie, en Espagne et aux Pays-Bas, avec un rythme de croissance annuelle de quelque 12–15 % sur les cinq dernières années, elle a aussi été notable aux États-Unis, en Italie, au Royaume-Uni et dans plusieurs pays nordiques (tableau VII.4). En Allemagne et au Japon, en revanche, l'endettement des ménages n'a guère varié. Globalement, le ratio dette/revenu disponible a crû

L'endettement des ménages s'est nettement alourdi...

Prix de l'immobilier résidentiel et dette des ménages					
	Immobilier résidentiel			Dette ¹	
	1995-2002	2003	2003	1995-2002	2003
	Variation nominale ²		Niveau ³	Variation nominale ²	
États-Unis	5,8	8,0	100	8,2	10,8
Japon ⁴	-3,0	-5,8	65	0,3	-0,1
Allemagne	0,1	-1,0	84	4,2	1,0
Royaume-Uni	11,9	10,0	100	8,5	9,3
France	4,8	16,4	100	7,1	7,2
Italie	3,7	10,7	100	8,4	6,6
Canada	3,6	11,0	100	5,9	6,2
Espagne	9,8	17,3	100	14,5	12,6
Pays-Bas	11,2	3,6	100	13,3	9,4
Australie	9,0	18,9	100	12,4	11,9
Suisse	0,1	2,8	67	3,3	6,6
Belgique	5,4	7,6	100	3,5	2,2
Suède	8,0	6,1	100	7,1	8,2
Norvège	8,3	3,7	97	8,3	6,7
Danemark	7,1	3,2	100	8,2	8,2
Finlande	8,2	7,4	84	7,0 ⁵	12,3
Irlande	14,5	13,9	100

¹ Concept de comptabilité nationale ou, à défaut, crédit bancaire ; chiffres en partie estimés.
² Variation annuelle, en %. ³ Pic des prix, en termes réels = 100. ⁴ Prix du terrain. ⁵ 1996-2002.
Sources : Nomisma ; Office of Federal Housing Enterprise Oversight ; Wüest & Partner ; données nationales ; estimations BRI. Tableau VII.4

régulièrement dans la plupart des pays industrialisés, passant de 90 % environ en moyenne en 1990 à 115 % en 2003.

...et leur patrimoine s'est accru...

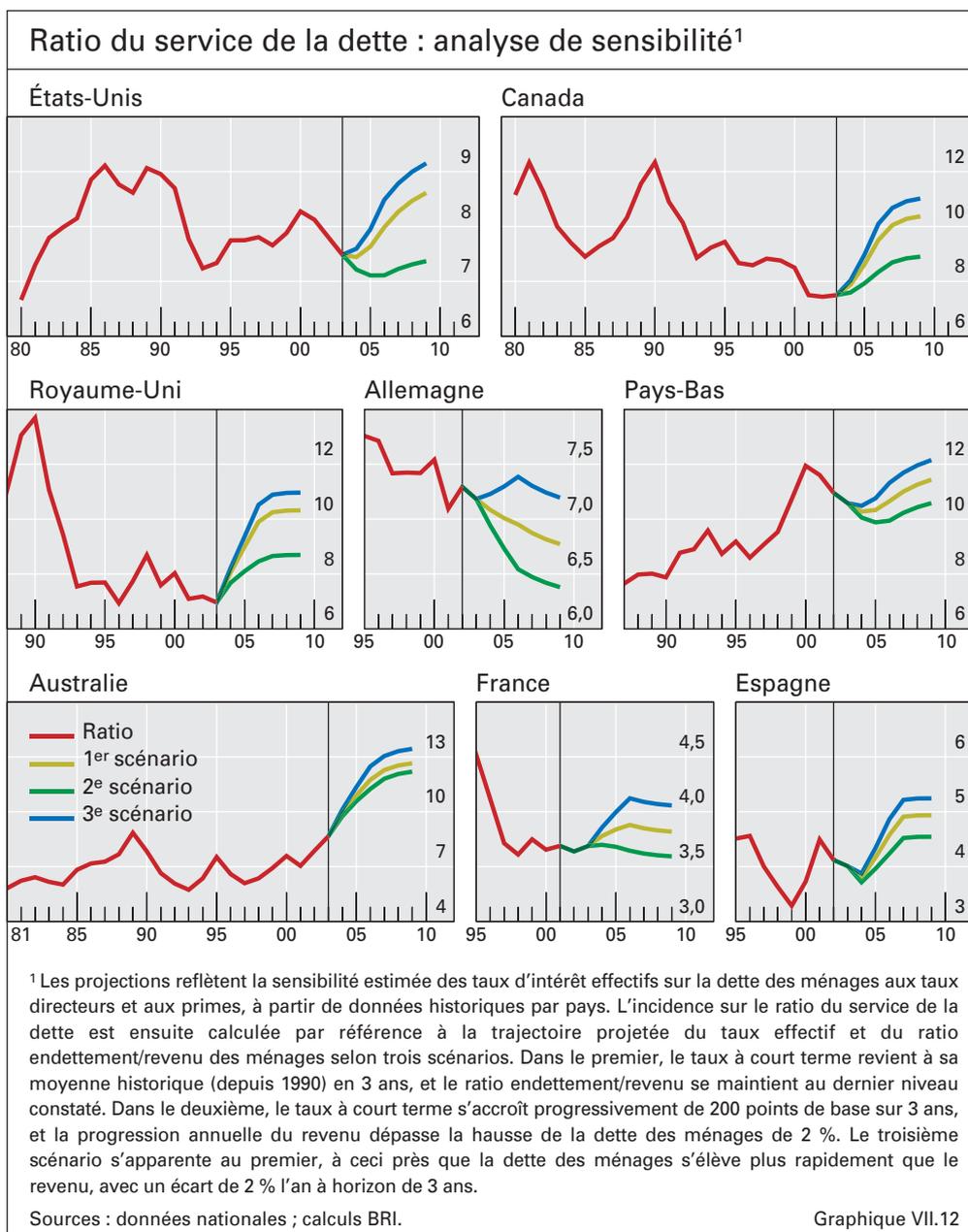
Le phénomène a été facilité par un effet de richesse très favorable aux ménages et par des taux d'intérêt très bas. S'agissant de l'effet de richesse, le patrimoine des ménages a notablement augmenté ces dix dernières années, grâce tout d'abord au dynamisme des actions puis, plus récemment, à la hausse des prix du logement. En 2003 surtout, les performances de ces deux marchés se sont traduites, dans les pays OCDE, par une forte croissance du patrimoine net des ménages. L'endettement de ces derniers paraît donc moins important si on le rapporte à l'accroissement de l'ensemble de leurs actifs plutôt qu'à celui de leur revenu disponible. En ce qui concerne les taux d'intérêt, leur bas niveau a maintenu le ratio du service de la dette – indicateur fondamental de la situation financière des ménages – en deçà des valeurs constatées habituellement (graphique VII.12).

...les rendant vulnérables...

Cela dit, ce niveau d'endettement amène à s'interroger sur la vulnérabilité financière des ménages et ses éventuelles répercussions systémiques.

...à une hausse des taux d'intérêt...

En cas de remontée des taux d'intérêt, tout d'abord, un alourdissement du service de la dette pourrait entraîner des défauts sur les emprunts hypothécaires et des pertes pour les intermédiaires. Cependant, son incidence varierait fortement d'un pays à l'autre, en fonction des spécificités nationales du financement hypothécaire : échéancier, coût de refinancement, possibilités de titrisation, coûts des transactions et régimes fiscaux spéciaux d'accession à la propriété. Dans les pays où les prêts hypothécaires sont à taux variable



(Australie, Espagne, Irlande, Royaume-Uni et la plupart des pays nordiques), un durcissement des conditions, surtout s'il est inattendu, se répercuterait rapidement sur les ménages ; leurs difficultés pourraient ainsi détériorer la qualité des prêts des établissements financiers. Mais, là où les taux fixes sont la règle (Allemagne, États-Unis, France et Italie), le risque serait directement supporté par les établissements prêteurs. Même si ces derniers peuvent se protéger contre le risque de taux, l'efficacité de cette stratégie serait considérablement compliquée par l'existence de clauses de refinancement à faibles frais, qui introduisent un risque de remboursement anticipé. D'autres facteurs peuvent réduire l'exposition des banques aux tensions du marché hypothécaire. Dans les pays où la titrisation est très développée, les prêts immobiliers pourraient être vendus en dehors du système bancaire, ce qui transférerait une partie du risque vers le marché. Par ailleurs, la déductibilité

des intérêts hypothécaires tend à diminuer les charges pour les ménages, et donc l'impact du niveau des taux.

En soi, le risque de taux ne menace pas vraiment la situation des ménages. Si, à ratio dette/revenu constant, une augmentation des taux à court terme tend à alourdir leur charges, des calculs fondés sur des données agrégées indiquent que le ratio du service de la dette resterait encore bien inférieur à son pic historique dans la plupart des pays (à l'exception notable de l'Australie), même en cas de hausse importante des taux (graphique VII.12, scénario 1). Un retour du taux directeur à sa moyenne historique (soit un relèvement de 335 points de base) en trois ans porterait ce ratio, au Royaume-Uni par exemple, à un peu plus de 10 %, soit nettement moins que le maximum du début des années 90.

...ou à une augmentation insuffisante de leurs revenus

L'incidence des taux d'intérêt dépend pour beaucoup aussi de la croissance du revenu des ménages : si la reprise est vive et que le revenu augmente plus vite que la dette, le poids du service de la dette sera bien plus faible. Par contre, si le ratio dette/revenu poursuit sa détérioration, une hausse des taux pourrait mettre les ménages en sérieuse difficulté (graphique VII.12, scénario 3).

L'exposition des banques aux prix immobiliers...

Autre écueil possible, un ralentissement marqué, voire une baisse, des prix du logement pourrait contraindre les ménages à réduire leur dépense ; si cela se produisait avant la confirmation de la reprise de l'activité, le système financier risquerait d'être fragilisé. Une chute des prix se traduirait par des défauts de paiement et des difficultés financières. L'intensité de la répercussion dépendrait notamment de la quotité de financement (ratio du montant du prêt par rapport à la valeur du bien), qui varie considérablement : de 50 % en Italie jusqu'au niveau exceptionnel de 110 % récemment observé aux Pays-Bas. À cela s'ajoute l'effet de la comptabilisation à la valeur de marché du bien hypothéqué (comme cela se fait dans la plupart des pays industrialisés, hormis l'Allemagne, le Danemark et la Suisse).

...et à la dette des ménages...

Ces tensions générales n'affectent pas toujours uniformément les ménages. Ce sont les revenus modestes qui risquent de pâtir le plus d'une baisse de revenu ou d'une montée du chômage ; c'est aussi dans ce groupe que le poids relatif du service de la dette est le plus lourd – aux États-Unis, il dépasse 40 % du revenu dans un cas sur quatre environ ; dans le décile des plus hauts revenus, en revanche, 2,5 % seulement des ménages sont endettés à un degré comparable. Il pourrait donc être utile d'évaluer le risque que représente l'alourdissement de la dette des ménages en tenant compte de sa distribution entre les divers groupes.

...est indirecte

Dans l'ensemble, bien que la dette des ménages ne constitue pas une menace directe pour les intermédiaires financiers, elle pourrait avoir un effet indirect, par le biais d'une plus grande sensibilité de la consommation aux taux d'intérêt et aux prix des actifs (chapitre II). Son ralentissement prononcé se répercuterait sans doute sur les bénéfices des entreprises et sur leur capacité à assurer le service de leur propre dette. La hausse des taux et la baisse des prix des actifs pourraient même être simultanées, ce qui aggraverait l'incidence macroéconomique d'un endettement alourdi ; les établissements financiers auraient alors plus de mal à se protéger contre ce risque.

VIII. Conclusion : les autorités face au changement et à l'incertitude

C'est avec un véritable sentiment de soulagement qu'ont été accueillies les statistiques récentes plus favorables concernant la croissance, aux États-Unis surtout, mais pas exclusivement. Il y a moins d'un an, certaines économies semblaient menacées par la déflation et les autorités s'attachaient à préparer les ripostes en cas de besoin. La situation est maintenant tout autre. Les prévisions penchent pour une croissance régulière et essentiellement non inflationniste, avec toutefois des incertitudes géopolitiques grandissantes. En corollaire, les autorités s'emploient à élaborer les modalités les plus aptes à infléchir des politiques qui étaient encore, tout récemment, très incitatives.

Évaluer les répercussions d'un tel changement d'orientation ne sera pas facile. Ces dernières années, le paysage économique s'est métamorphosé, et continue d'ailleurs de le faire. Le progrès technologique a amélioré les perspectives en termes de croissance et d'inflation, comme on peut déjà l'observer aux États-Unis. L'ouverture au commerce des géants que sont la Chine et l'Inde offre des opportunités comparables, pour leur bien-être propre, mais aussi pour la prospérité générale. Cela suppose des adaptations structurelles majeures, notamment pour la main-d'œuvre des pays industrialisés. Il est devenu plus difficile d'évaluer avec précision le niveau de croissance potentielle ou de plein emploi et, par là même, de conduire les politiques internes sur la base de ces concepts.

La sphère financière s'est également transformée ces dernières années. Les avancées technologiques et la déréglementation ont permis d'accroître l'efficacité et la solidité des marchés. Jointes à l'amélioration de la gestion et du contrôle des risques, elles ont permis à l'économie de bien résister aux chocs récents. Dans le même temps, cependant, la libéralisation financière a pu contribuer à certains épisodes de surréaction et d'amplification des cycles économiques. Surtout, en permettant de mobiliser plus aisément les actifs, les nouveaux marchés ont accru le rôle de la perception de richesse dans la dépense. Une telle perception, par nature difficile à mesurer, peut s'avérer en décalage par rapport aux fondamentaux et rapidement mener à des désillusions. De ce fait, les mécanismes de transmission de la politique monétaire sont devenus plus difficiles à appréhender.

Enfin, les politiques macroéconomiques ont évolué ces dernières décennies. Les autorités ont cherché à maintenir durablement l'inflation à un bas niveau et sont parvenues à en stabiliser le niveau et les anticipations. Ces deux excellents résultats non seulement renforcent l'efficacité dans l'allocation des ressources, mais aussi réduisent les risques liés à la pleine utilisation des capacités de production. Toutefois, il est de plus en plus admis que cette stabilité pourrait avoir un effet indésirable. L'inflation n'étant plus considérée comme une

menace, y compris pour les perspectives de taux d'intérêt, le système financier pourrait bien se trouver encouragé à un certain laxisme dans l'offre de fonds. À terme, il pourrait en résulter une poussée d'inflation, quand les tensions sous-jacentes finiront par se faire jour, d'autant plus brutale que les anticipations d'inflation seraient revues à la hausse. À l'opposé, il pourrait s'ensuivre une tendance désinflationniste inattendue, si le poids de la dette devenait trop lourd ou si des perturbations ébranlaient le système financier. Des chocs de demande sur l'économie pourraient faire pencher la balance d'un côté ou de l'autre ; des chocs d'offre négatifs pourraient avoir successivement les deux effets.

Pour les autorités, le problème semble actuellement venir d'un risque d'inflation. Comment infléchir l'orientation et présenter son annonce de manière à en éviter les effets indésirables sur des marchés financiers déjà nerveux ? Durant la décennie passée, les dernières années surtout, les autorités se sont, à l'inverse, attachées à définir les modalités optimales de l'assouplissement face aux tensions financières. L'inflation étant généralement bien maîtrisée, les politiques monétaire et budgétaire ont été assouplies davantage qu'elles n'avaient été resserrées lors de la reprise antérieure. C'est la simple arithmétique de cette asymétrie qui peut expliquer pourquoi les taux directeurs sont si bas dans les principaux pays industrialisés, et la dette publique si lourde qu'elle est insoutenable dans un nombre de cas.

Heureusement, l'économie mondiale paraît désormais sur la bonne voie, et le recours à des mesures de stimulation se justifie moins. Nous devrions saisir cette occasion pour réfléchir aux processus qui ont tant amoindri notre arsenal d'instruments macroéconomiques. Il est évident, tout d'abord, même si cela soulève des objections, qu'il convient d'agir directement par un resserrement plus vigoureux en période favorable. Il faudrait, en outre, mettre en œuvre des mesures visant à renforcer le système financier et à favoriser une plus grande prudence dans l'octroi de prêts en phase ascendante du cycle, pour atténuer les effets néfastes en phase descendante et réduire la nécessité d'un assouplissement énergique par la suite. Enfin, l'interdépendance croissante, dans le monde moderne libéralisé, entre évolutions financières et résultats macroéconomiques exige une coopération toujours plus étroite entre autorités prudentielles et monétaires.

L'expansion peut-elle être durable ?

Si les observateurs estiment, pour la plupart, que la reprise est désormais bien engagée quasiment partout dans le monde, ils continuent de s'interroger sur sa durabilité. Une des raisons en est que les bons résultats d'ensemble apparaissent soutenus de manière disproportionnée par la demande intérieure dans deux pôles : les grands pays anglophones et la Chine. Or, dans un cas comme dans l'autre, certaines variables économiques se sont durablement écartées des normes historiques (« déséquilibres »). Sachant que les évolutions économiques reviennent généralement à leur tendance longue, les autorités doivent les surveiller avec attention, car leur retour à la normale ne manquera pas d'affecter l'économie réelle. Bien qu'il soit difficile de déterminer quand l'inversion se produira, et l'expérience montre que

les déséquilibres tendent à persister bien plus longtemps qu'anticipé, la correction se passe rarement sans heurt.

Dire que le rôle des États-Unis et de la Chine dans la récente reprise est disproportionné c'est laisser entendre que le Japon et les grandes économies d'Europe continentale n'y contribuent pas encore suffisamment. Malgré des signes d'amélioration, dans les deux cas la demande intérieure reste faible et la reprise trop dépendante de l'évolution des exportations.

Parmi les pays à croissance moins dynamique, le Japon offre les perspectives les plus positives. L'investissement s'accélère enfin dans les grandes entreprises, grâce à l'amélioration de leurs résultats et de leur situation financière. En outre, les ménages ont réduit leur taux d'épargne pour maintenir leur niveau de dépense, et cette tendance se confirmera si les créations d'emplois se multiplient. Pourtant, la confiance commence seulement à renaître dans les petites entreprises, et il n'est pas certain que le système financier soit devenu suffisamment solide pour apporter sa contribution à une croissance durable. Quoi qu'il en soit, nombre d'entreprises de l'ancienne économie restent surendettées, et le développement de la nouvelle continue d'être entravé par la réglementation.

En Europe continentale, les bénéfices ne sont pas encore remontés suffisamment pour stimuler l'investissement, notamment en raison d'un endettement relativement élevé, qui continue de peser sur la situation financière des entreprises. La consommation des ménages a été généralement faible jusqu'ici, particulièrement en Allemagne, et seul le retour à un certain optimisme pourrait la faire progresser vigoureusement ; il faut espérer que les réformes structurelles poursuivies en Europe, qui semblent actuellement entamer le moral, finissent par être reconnues comme nécessaires à la prospérité, ce qui restaurera la confiance des consommateurs. Il faudrait adopter une approche moins morcelée pour que les réformes apparaissent plus convaincantes, complètes et cohérentes. Si l'inflation revient en deçà de 2 %, cela confortera non seulement les consommateurs mais aussi la Banque centrale européenne.

Aux États-Unis, les ménages montrent un comportement plus positif, qui n'est pas sans implications pour l'avenir cependant. Il convient de prêter particulièrement attention à la conjonction de développements atypiques de l'emploi et de la dette. Malgré une nette amélioration récente, la demande de main-d'œuvre aux États-Unis depuis le début de la reprise est restée, dans l'ensemble, remarquablement faible, même par comparaison avec la « reprise sans emploi » du début des années 90. Si la part du travail dans le revenu des facteurs a fortement diminué, celle de la consommation dans la demande intérieure a encore augmenté, prolongeant une tendance amorcée dans les années 90. Cette dépense a été stimulée il y a peu par des baisses d'impôts, mais les ménages ont aussi beaucoup emprunté pour lisser leur consommation dans le temps. Leur dette continue de s'accroître plus vite que leur revenu depuis quelques années, et le ratio correspondant a atteint un niveau record. En particulier, les ménages ont profité de la baisse des taux pour renégocier leurs emprunts hypothécaires et de la hausse des prix du logement pour élargir leurs possibilités d'emprunt ; ils ont ainsi été en mesure

d'augmenter leur consommation. Un phénomène semblable a pu s'observer au Royaume-Uni, en Australie, en Nouvelle-Zélande, en Espagne et dans certaines économies européennes de moindre taille.

Faut-il s'en inquiéter ? Certains sont d'avis que l'efficacité accrue des techniques financières et la baisse des taux ont relevé le plafond d'endettement supportable, notamment aux États-Unis. Un alourdissement de la dette ne constitue donc pas un déséquilibre qu'il conviendrait de corriger. En présence d'un ralentissement momentané du revenu salarial aux États-Unis, dans une large mesure rendu possible par les gains de productivité, le surcroît d'endettement a permis d'entretenir la consommation et de favoriser la prospérité générale. La part plus importante des revenus dévolue aux profits, en dynamisant l'investissement des entreprises, doit, à terme, soutenir l'activité et l'emploi à travers les gains de productivité. Dans un tel environnement, la dette ralentissant, le poids de son service devrait s'en trouver allégé.

Cet avis n'est pas unanime. Certains soulignent l'ampleur et la portée des récents changements structurels qu'impliquent les problèmes de transition, craignant des délais dans la reprise de l'embauche au sein du monde industrialisé, et pas seulement aux États-Unis. Les gains de productivité dans ce pays pourraient se traduire ailleurs par des problèmes de transition plus difficiles encore à surmonter. Le renchérissement du facteur travail (soins de santé et autres prestations compris) par rapport au coût du capital, en recul, semble aussi devoir se poursuivre. Et la concurrence de la main-d'œuvre bon marché des économies émergentes nouvellement ouvertes s'intensifie. S'il en résultait une perte de confiance des ménages ou si leur dette devenait intenable, les entreprises, encore lourdement endettées, ne seraient peut-être plus disposées à affecter à l'investissement les bénéfices résultant des gains de productivité.

La question de savoir si l'endettement des ménages et des entreprises finira par peser sur la dépense est liée au niveau des taux d'intérêt et au poids du service de la dette. Il sera évidemment bien plus facile de s'adapter à la hausse des taux si la reprise se poursuit. Toutefois, le niveau des prix des actifs est aussi à prendre en compte, puisqu'il conditionne à la fois la propension à dépenser et la capacité à se procurer des liquidités. Durant la période analysée, les prix des actions et du logement ont beaucoup augmenté dans de nombreux pays, peut-être en partie du fait de l'abondance inhabituelle de la liquidité mondiale. Mais, quelle qu'en soit la cause, les prix de certains actifs paraissent fort élevés par rapport aux références classiques. S'ils devaient maintenant retomber, il serait illusoire de croire que la dépense n'en serait pas affectée. En réalité, même si les prix ne faisaient que se stabiliser, l'effet de richesse sur la croissance cesserait immédiatement. Le récent ralentissement de la consommation des ménages aux Pays-Bas illustre bien ce risque.

On pourrait aller encore plus loin et se demander si la contribution à la dépense de la mobilisation des actifs immobiliers pourrait finir par s'inverser, au moins en partie. La hausse des actions, traduisant des anticipations de rémunération accrue du capital, crée de la vraie « richesse », qui peut être dépensée immédiatement si le détenteur le souhaite, sans création de dette, à condition que les anticipations se confirment. S'agissant des prix du logement, toutefois, les plus-values sont contrebalancées par le renchérissement des

passifs futurs (valeur des loyers). Si les prix restent élevés, le pouvoir d'achat des locataires va durablement diminuer. Inversement, si les prix baissent, la charge de l'ajustement retombe sur les agents ayant hypothéqué leur logement ; se croyant riches, ils ont dépensé les fonds mobilisés, au risque de découvrir que leurs plus-values sont illusoires, mais leur dette bien réelle.

Un dernier sujet de préoccupation réside dans les déséquilibres externes et leurs implications pour la croissance mondiale. Aux États-Unis, par exemple, la dépense des ménages et le déficit des paiements courants qui lui est associé ont été financés, *in fine*, par l'étranger – pour l'essentiel, jusqu'à récemment, par le secteur privé, même si les entrées de capitaux privés aux États-Unis prennent de plus en plus la forme d'achats d'obligations facilement réversibles. L'attrait des actifs en dollars, pourtant rémunérés à des taux plutôt orientés en baisse jusqu'à mi-avril 2004, a été favorisé par le fait que le service de la dette paraissait supportable, malgré l'expansion de l'encours, et par l'anticipation d'une croissance durablement plus rapide aux États-Unis. Le risque, dans les circonstances actuelles, serait que ces anticipations soient déçues. Il pourrait en résulter une insuffisance de financements étrangers, qui ne manquerait pas d'affecter l'activité. De fait, selon le schéma d'école, les ajustements des paiements courants passent par une dépréciation du change et une contraction de la demande intérieure pour les pays débiteurs, et inversement pour leurs créanciers.

Deux éléments nouveaux influenceront aussi probablement sur la dynamique des ajustements externes. Le premier est le très haut niveau de la dette en dollars détenue par les non-résidents. Les perspectives de moins-values suite à la dépréciation de la monnaie américaine pourraient faire perdre l'attrait de tels actifs, voire se répercuter sur les rendements obligataires partout dans le monde. Si elles se matérialisaient, elles pourraient ralentir la dépense intérieure dans les pays créanciers, alors que celle-ci devrait plutôt augmenter pour contrebalancer l'incidence de l'appréciation de la monnaie. De telles évolutions n'iraient pas dans le sens d'un ajustement. Le second élément est la participation croissante de la Chine, et maintenant de l'Inde, dans le commerce international. C'est donc dans un nouvel environnement de concurrence extrême que les pays débiteurs dont la monnaie se déprécie tenteront de reporter leurs ressources vers la production de biens et de services échangés. Si le processus d'ajustement montrait des signes d'essoufflement, c'est peut-être qu'une modification encore plus importante des cours de change et des niveaux de dépense relative serait nécessaire.

Des déséquilibres caractérisent aussi les performances de l'autre moteur de la croissance mondiale actuelle : la demande intérieure en Chine. Les résultats de l'économie chinoise ces derniers trimestres sont réellement impressionnants et tendent vers une accélération plutôt qu'un ralentissement de l'activité. Ils s'expliquent par le dynamisme de la consommation et des exportations, mais aussi par la vigueur particulière de l'investissement, surtout dans le secteur manufacturier, où s'opère un renforcement massif du potentiel productif mondial.

Cette « surchauffe » soulève deux interrogations. La première, à moyen terme, concerne la rentabilité des investissements en Chine – pour beaucoup

attribuables aux pouvoirs publics et aux entreprises d'État, dont le profit n'est pas l'objectif. Il convient en outre de noter l'expansion très rapide de la monnaie et du crédit, due à des banques d'État ayant peu d'expérience de l'évaluation du risque. Une situation comparable s'était produite au début des années 90 et avait ensuite conduit à une forte décélération de l'activité. La différence est que la Chine tient maintenant une place beaucoup plus importante dans l'économie mondiale. Un ralentissement brutal de ses importations pourrait avoir des répercussions sur la croissance, même bien au-delà de l'Asie. Au Moyen-Orient, en Afrique et en Amérique latine, le soutien procuré par le renchérissement du pétrole et des autres produits de base pourrait aussi disparaître, ce qui accroîtrait la vulnérabilité de certaines économies plus exposées.

La deuxième interrogation, plus immédiate, concerne la montée de l'inflation en Chine. Les prix à la consommation n'ont jamais suivi de près les prix à la production, mais ces derniers s'accroissent désormais si fortement que leur influence commence à se faire sentir. Des pénuries apparaissent également ici ou là, avec un rationnement de fait dans des secteurs où les prix sont encore strictement réglementés. Stimulés en partie par la demande chinoise, les cours mondiaux des produits de base augmentent, même si les effets sont atténués dans certains pays par l'appréciation de la monnaie. Il n'est pas inconcevable que ces tensions commencent aussi à se répercuter sur les autres prix dans les économies industrialisées et émergentes, si toutefois la reprise mondiale se confirme.

S'agissant des marchés financiers, les perspectives sont devenues plus instables, mais paraissent encore relativement satisfaisantes. Comme l'a noté l'Introduction, l'activité a été dynamisée non seulement par le bas niveau des taux directeurs et par l'abondance de liquidité, mais aussi par un regain du goût du risque. Pourtant, les marchés sont devenus moins réceptifs ces derniers mois : les rendements obligataires et les primes sur la dette souveraine se sont fortement élevés. En conséquence, certains emprunteurs souverains (et d'autres signatures de moins bonne qualité) seront confrontés, au mieux, à une hausse des coûts, au pire, à des difficultés financières. Heureusement, les politiques judicieuses plus largement suivies dans les économies émergentes ont beaucoup réduit le risque de problèmes généralisés, même si les pays caractérisés par la fragilité de leur situation budgétaire ou de leurs paiements courants restent vulnérables. On pense ici surtout à certains pays d'Amérique latine et, dans une moindre mesure, d'Europe centrale et orientale. Quant aux obligations d'entreprises, seules les moins bien notées ont vu leurs rendements se tendre jusqu'ici, dans un environnement où les défauts semblent s'inscrire en baisse.

Il n'est toutefois pas exclu que l'aversion pour le risque s'intensifie au point de pénaliser aussi les bonnes signatures. En outre, étant donné le haut niveau d'endettement actuel et l'ampleur présumée des stratégies spéculatives de *carry trade*, les variations de certains prix pourraient être rapides et importantes si les intervenants cherchaient à couvrir leurs risques. Des techniques de couverture, telles celles liées à la convexité sur le marché hypothécaire américain, pourraient amplifier ces tendances – comme

l'a montré, l'été dernier, l'élargissement des primes sur les taux des swaps.

Ce qui rassure, dans ce contexte, c'est le fait que les établissements financiers des principaux pays industrialisés, à l'exception notable du Japon, sont parvenus à résister à plusieurs chocs successifs et seraient mieux armés pour faire face à de nouveaux. Les ratios de fonds propres des banques restent élevés, les pertes sur prêts ont généralement continué à diminuer et les bénéficiaires se sont améliorés dans l'ensemble. Il est satisfaisant de constater que ce résultat a été obtenu dans une large mesure par des compressions de coûts, une hausse des revenus de commissions et une attention accrue portée à la tarification du risque. Aux États-Unis surtout, mais pas uniquement, les banques ont réussi à redistribuer une part importante du risque de crédit grâce à divers instruments de transfert. Si plusieurs grandes banques d'affaires ont fortement accru leur négoce pour compte propre, tout porte à croire que leurs systèmes de gestion du risque de marché sont adéquats. Cela suppose, bien entendu, que la liquidité requise pour effectuer les transactions sur des marchés hautement concentrés soit assurée, même en période de tensions.

La situation de la plupart des autres établissements financiers (assureurs et réassureurs, notamment) semble s'être améliorée depuis l'an passé, en grande partie sous l'effet de facteurs conjoncturels comme le net redressement des prix des actifs (actions surtout). Cela est également vrai pour les fonds de pension à prestations déterminées, pour lesquels les problèmes de sous-capitalisation ont été atténués de diverses façons. Dans le secteur des fonds spéculatifs, les tensions, si elles apparaissaient, ne devraient pas avoir de répercussions systémiques, malgré sa forte expansion. En bref, il n'y a pas lieu de croire que la vigueur de la reprise mondiale puisse être vraiment remise en cause par une contraction du crédit résultant de difficultés dans les établissements financiers.

Politiques de stabilité monétaire et financière

La reprise mondiale s'accélère sous l'effet de politiques macroéconomiques dont le caractère expansionniste inhabituel ne peut être maintenu. En dépit de nombreuses menaces sur l'activité, on peut raisonnablement s'attendre à la poursuite, voire au renforcement, de cette reprise. Dans cette hypothèse, l'objectif immédiat des politiques monétaires et budgétaires doit être de rétablir des conditions plus normales, sans provoquer de perturbations. À long terme, l'enjeu sera d'instaurer un cadre susceptible de favoriser la stabilité monétaire et financière dans une économie mondiale qui a connu, et connaît encore, de profonds changements structurels.

Pour les États-Unis, la difficulté immédiate est de décider du durcissement de la politique monétaire, et donc de mesurer les inconvénients respectifs qu'il y aurait à agir trop vite ou trop lentement. D'un côté, tant que des doutes subsistent sur la durabilité de l'expansion, le choix de la lenteur a clairement ses avantages, d'autant que les gains de productivité actuels permettent d'envisager une croissance plus forte sans inflation. En d'autres termes, un relèvement trop rapide des taux se ferait très probablement aux dépens de

l'économie réelle. D'un autre côté, le maintien des taux d'intérêt à leur niveau actuel, historiquement bas, pourrait finir par provoquer une hausse de l'inflation. Sans compter qu'il pourrait aussi contribuer à la formation de déséquilibres financiers pénalisants, à terme, pour l'économie réelle. Le choix est donc délicat et loin d'être évident.

Le dilemme est d'autant plus difficile que les taux longs, comme les taux directeurs d'ailleurs, restent plutôt bas, en dépit de leur augmentation récente. Les premiers ont en outre connu voilà peu des phases de forte volatilité. Une surréaction à la hausse pourrait se produire et, par là, freiner la reprise américaine et affecter les marchés obligataires étrangers. Sans doute ce risque est-il plus grand avec l'option « lente », plus exposée à une montée des anticipations d'inflation, à laquelle les taux directeurs devraient alors répondre avec plus de vigueur.

Pour prévenir un excès de volatilité, la solution pourrait passer par une stratégie de communication préparant les marchés au relèvement des taux directeurs. L'expérience récente souligne les difficultés d'une telle approche. Vu les niveaux élevés d'endettement et le creusement des déficits publics, les marchés pourraient se partager entre crainte d'une hausse tolérée de l'inflation, ou plus probablement non maîtrisée, et crainte d'un processus de désendettement tout aussi peu maîtrisé, débouchant sur des pressions à la baisse sur les prix.

Pour les autorités, la clarté est donc nécessaire, surtout concernant leurs objectifs. Des considérations tactiques sur les modalités d'inflexion de la politique monétaire de la Réserve fédérale pourraient expliquer le regain d'intérêt pour un objectif d'inflation aux États-Unis. Un tel objectif a été suggéré pour le Japon également, où, pour combattre la déflation, la banque centrale a créé d'énormes liquidités bancaires, potentiellement inflationnistes. Cette approche permettrait de convaincre les marchés, en particulier obligataires, que les autorités n'ont pas l'intention de laisser l'inflation dérapier. Il n'est pas certain que la même transparence soit souhaitable en ce qui concerne le réglage futur des instruments. Si elle devait encourager les prises de position et opérations à effet de levier, et si la situation devait ensuite changer, imposant une réorientation inattendue de la politique monétaire, les dommages pourraient être substantiels.

Toutefois, le choix d'un dispositif à moyen terme, et pas seulement pour les autorités monétaires, doit se fonder avant tout sur des considérations plus stratégiques. Or, l'objectif d'inflation continue de faire débat. En sa faveur, trois éléments : clarté du ciblage, crédibilité accrue si le résultat est atteint et plus grande nécessité de rendre compte s'il ne l'est pas. Mais on peut aussi opposer qu'il n'ajoute rien à la crédibilité des banques centrales présentant un bilan sans faille dans la lutte contre l'inflation, et qu'il peut se révéler trop rigide dans un monde moderne complexe, plus exposé aux déséquilibres financiers.

En fait, un nombre croissant de banques centrales semblent estimer, face à ces déséquilibres, qu'il est parfois justifié de resserrer l'orientation monétaire, y compris lorsque les perspectives d'inflation à court terme semblent bonnes. Pour que les marchés ne considèrent pas un écart par

rapport à l'objectif visé comme le signe d'un retour à une politique discrétionnaire, voire à une plus grande tolérance à l'égard de l'inflation, il serait peut-être souhaitable, par exemple, que les banques centrales précisent à l'avance dans quelles circonstances elles accepteraient un tel écart. Pour celles qui se sont fixé un objectif d'inflation et affichent de solides antécédents en la matière, cela ne devrait pas poser de problème notable. D'ailleurs, la simple mention de ces circonstances pourrait avoir comme avantage supplémentaire de prévenir la formation d'excès financiers.

Une autre considération de moyen terme est à prendre en compte pour l'action des autorités, non seulement en matière monétaire, mais aussi budgétaire, réglementaire et structurelle : elle devrait obéir à une plus grande symétrie, agissant avec autant de vigueur durant les phases haussières que baissières du cycle conjoncturel, pour éviter que des problèmes durables s'enracinent. Pour la politique monétaire, notamment en situation de reprise doublée d'une accumulation de déséquilibres financiers, une orientation d'emblée plus stricte pourrait prévenir les pires excès et rendre ensuite moins nécessaire un assouplissement radical. Outre qu'elle diminuerait le risque d'aggravation des déséquilibres existants, une telle approche pourrait aussi éloigner le risque de voir les taux directeurs atteindre le plancher zéro. Quant à la politique budgétaire, il ressort clairement des exemples récents, en Allemagne et en France, qu'une discipline insuffisante en période faste limite la marge de manœuvre lorsque l'économie commence à ralentir. Il en est de même des conventions comptables, qui permettent de sous-évaluer les pertes attendues sur prêts en période faste, pour les relever en cas de récession, précisément lorsque les pertes se matérialisent. Concernant les réformes structurelles, l'incapacité à les mettre en œuvre en haute conjoncture fait qu'elles ne sont jamais mises en place ou qu'elles le sont quand la conjoncture est déjà incertaine, ce qui mine encore un peu plus la confiance.

À moyen terme se pose aussi la question du choix du régime de change. L'ampleur du déficit courant aux États-Unis et des excédents en Asie donne à penser que le maintien d'une parité fixe entre le renminbi et le dollar fait obstacle au processus d'ajustement mondial. Il peut en outre avoir nourri l'expansion excessive du crédit en Chine et, par conséquent, un affaiblissement du renminbi parallèlement au dollar, qui a provoqué une intensification des interventions en Asie menant à une dépréciation en termes effectifs de plusieurs monnaies de la région. Aux craintes de pertes de compétitivité et d'emplois s'est ajoutée, dans certains cas, la volonté – héritage de la crise asiatique – de constituer un matelas de réserves. Mais un autre enseignement de cet épisode doit être gardé à l'esprit : maintenir le cours de change réel à un bas niveau encourage des entrées de capitaux, qui augmentent le risque de crise.

Il serait trop facile – voire erroné – d'en conclure que la Chine puis, à leur tour, les autres économies d'Asie doivent éliminer leurs dernières restrictions sur les mouvements de capitaux et adopter un régime de change plus souple. La monnaie chinoise occupe une position centrale à cet égard. Or, les autorités du pays sont confrontées à des contraintes intérieures très particulières : les marchés financiers sont embryonnaires, le système bancaire souffre encore de

problèmes majeurs et le cadre pour une surveillance prudentielle efficace n'est toujours pas en place. En l'absence d'un contrôle adéquat des flux de capitaux, une libéralisation des changes pourrait avoir des conséquences hautement imprévisibles et, sans doute, tout aussi indésirables. Une solution, non dénuée de difficultés techniques, pourrait être de réévaluer le renminbi et de l'indexer sur un panier de monnaies. Elle ne résoudrait cependant ni les problèmes de surchauffe de l'économie en Chine ni les déséquilibres des échanges commerciaux dans le monde.

S'agissant du problème de surchauffe, il faut admettre que les autorités chinoises doivent satisfaire des exigences contradictoires avec des moyens d'action imparfaits. Sans doute préféreraient-elles recourir à des mécanismes de marché, un relèvement des taux d'intérêt par exemple, mais ce canal reste peu efficace. Inversement, nombre d'anciens instruments administratifs ou politiques permettant aux instances centrales de faire appliquer leurs décisions ont été totalement ou partiellement démantelés. Selon toute vraisemblance, les autorités continueront d'encourager le rôle du marché, en usant parallèlement de tous les pouvoirs dont elles disposent encore pour maîtriser la dépense et le crédit. L'orientation expansionniste de la politique budgétaire pourrait également être révisée, au prix d'une aggravation du chômage, déjà particulièrement préoccupant dans les zones rurales. Ce qui est clair, c'est que les autorités chinoises, après des années d'une progression régulière vers l'économie de marché, se trouvent aujourd'hui dans une situation délicate.

Quant aux déséquilibres des échanges commerciaux, voilà des années qu'ils s'accumulent, et on peut supposer qu'ils ont des causes plus profondes que de simples distorsions de change. Au cœur du problème, la trop forte épargne de l'Asie, par rapport aux possibilités d'investissements rentables dans la région, et son insuffisance en Occident (surtout aux États-Unis). Toutefois, si les remèdes semblent aussi clairs que le diagnostic, leur application est une autre affaire, au moins pour les pays créanciers. Une baisse des taux d'épargne pourrait être encouragée en Asie par des politiques de crédit plus souples visant à accroître la consommation, mais l'expérience récente de la Corée et de la Thaïlande a démontré que le processus peut aisément s'emballer. L'investissement en Asie (en dehors de la Chine), très bas depuis la crise, pourrait aussi être stimulé. Mais de telles politiques comportent des dangers, parfaitement illustrés par la situation actuelle en Chine et celle de la fin des années 80 au Japon. Il faut rappeler que le boum de l'investissement au Japon était, en partie, la conséquence indirecte de politiques expansionnistes visant à atténuer les déséquilibres commerciaux d'alors.

Cependant, le poids de l'ajustement ne devrait pas être limité aux créanciers, mais impliquer également les débiteurs. Aux États-Unis, en particulier, se pose clairement un problème de déficits jumeaux. S'il est indéniable que le déficit budgétaire doit être réduit, il est probable que ce problème en cache un autre, plus profond. En effet, le déficit des comptes courants s'est enflé dans les années 90, bien avant le renversement des comptes publics. À l'examen, le problème fondamental

semble être la tendance baissière régulière de l'épargne nette des ménages. Malheureusement, la théorie ne peut guère guider les autorités sur les moyens d'inverser en douceur cette tendance. Or, le risque serait d'assister à une réaction brutale des ménages, si leurs hypothèses actuelles de revenu et de patrimoine se révélaient d'un optimisme excessif.

Les déséquilibres extérieurs pourraient aussi être résorbés par une stimulation budgétaire dans les autres pays industrialisés, mais la conjugaison d'un endettement public déjà élevé et du vieillissement démographique limite grandement la marge de manœuvre. La dette représente une charge pour les contribuables de demain, comme le sont les prestations de retraite et de santé, les gouvernements ayant, en général, mis en place des régimes par répartition. Le danger est que les contribuables, dont le nombre ne cesse de diminuer, finissent par trouver la charge fiscale trop lourde et qu'en conséquence les pouvoirs publics soient éventuellement contraints de répudier leurs engagements, avec toutes les perturbations qui en découleraient. Le Japon et l'Europe occidentale sont les plus exposés, mais, à terme, les États-Unis, voire certaines économies émergentes, pourraient être également concernés. C'est pourquoi les efforts doivent porter avant tout sur la maîtrise de l'endettement. Même si l'on peut penser que la situation conjoncturelle ne justifie pas un durcissement dans l'immédiat, un programme d'assainissement budgétaire crédible à moyen terme est incontournable. Dans bien des pays, il conviendra d'annoncer une réduction des prestations futures, en sensibilisant au préalable l'opinion à l'arithmétique simple de la situation. Personne ne peut nier la vérité des chiffres, mais il est clair que cet exercice de persuasion sera long et difficile.

Des réformes structurelles dans les économies industrialisées permettraient également d'alléger le poids de la dette publique et privée, en augmentant le potentiel productif et les niveaux correspondants de revenu par tête. Les États-Unis, bien que sur une trajectoire de croissance plus forte, pourraient porter attention à la politique énergétique, au système de santé et à la judiciarisation des litiges. En Europe continentale, ce sont les maux habituels : réforme du marché du travail pour favoriser l'emploi, déréglementation des services et création de véritables marchés paneuropéens. Partout, mais peut-être de façon plus évidente au Japon, il sera nécessaire, face à une concurrence internationale exacerbée, de réorienter la main-d'œuvre vers la production de biens et de services n'entrant pas dans les échanges internationaux. Dans les secteurs exposés, il faudrait privilégier la valeur ajoutée, et donc développer la formation. Dans les pays où les comptes publics sont déjà tendus, trouver le financement ne sera pas chose aisée. Il serait bon, pour commencer, de tailler dans les dépenses improductives et les aides à fonds perdus.

Accroître le potentiel productif et maintenir sa pleine utilisation exigent efficacité et stabilité financières. Malheureusement, dans certains pays, la situation est loin d'être optimale : les financements sont exclusivement bancaires et les établissements n'évaluent pas suffisamment le risque. En outre, plusieurs systèmes bancaires restent grevés par un fardeau de prêts improductifs. Si le Japon, après une décennie d'espairs déçus, semble avoir quelque peu progressé dans la restructuration des banques et des

entreprises, la Chine, elle, commence à peine de s'attaquer à ses problèmes bancaires.

La recapitalisation des banques commerciales est une tâche difficile, mais un enjeu bien plus délicat est de faire en sorte que leur exploitation devienne ensuite rentable. Dans ce domaine, l'emprise de l'État joue un rôle pernicieux. Certes, le crédit dirigé aux entités bénéficiant d'un soutien public semble se raréfier, y compris dans des pays comme la Chine ou l'Inde, mais la concurrence d'établissements financiers soutenus par l'État inflige au secteur privé des dommages dont on n'a pas encore bien mesuré l'ampleur. Il faut mentionner, à cet égard, la place dominante occupée par le système d'épargne des services postaux japonais, les banques publiques allemandes ainsi que les agences paraguayennes américaines. Seule l'Europe a engagé des actions pour réduire l'intervention de l'État. Dans les pays industrialisés autant que dans les économies émergentes, les coûts et les avantages du soutien public au secteur financier doivent faire l'objet d'une évaluation rigoureuse.

Même les pays dotés d'un système financier robuste doivent s'employer à en préserver la solidité. Un facteur évident de vulnérabilité structurelle, observable presque partout, est le manque d'informations précises quant à la véritable situation des entreprises, des bailleurs de fonds, et donc de l'économie. Ces informations doivent permettre de rendre clairement compte des trois aspects suivants : situation financière courante des intervenants et de l'économie en général ; profil de risque anticipé ; incertitudes inhérentes à toutes ces estimations.

Concernant le premier aspect, la profession comptable est à l'origine d'initiatives visant à harmoniser les normes internationales de communication financière. Ces efforts doivent être menés à bien en tenant dûment compte de l'aptitude à attribuer une juste valeur aux éléments d'actif et de passif. S'agissant du deuxième, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a davantage mis l'accent, ces dernières années, sur la publication du profil de risque des établissements ; l'aboutissement des négociations sur Bâle II et l'application du nouveau dispositif donneront une place plus importante encore à la mesure et à la gestion des risques. Au niveau macroprudentiel, le Forum sur la stabilité financière et d'autres instances ne cessent de souligner les fragilités systémiques et la nécessité de définir des indicateurs précurseurs de difficultés financières. Il convient de poursuivre activement tous ces efforts. Il faut s'intéresser, en particulier, à la mise au point de méthodes d'évaluation des fragilités systémiques résultant de chocs auxquels les établissements financiers pourraient tous réagir de façon uniforme. Sur le troisième aspect, à savoir essayer de faire comprendre les incertitudes inhérentes à toutes les mesures empiriques, très peu de progrès ont été réalisés à ce jour.

L'information requise pour gérer convenablement l'économie comporte des lacunes que nous devons nous employer à combler : la réduction des budgets alloués à la collecte et à l'analyse de statistiques indispensables pourrait bien n'être que fausse économie. À défaut d'une information complète, la prudence reste de mise. L'histoire nous a enseigné que, dans toute entreprise humaine, la conscience de nos limites constitue le meilleur rempart contre l'échec.

Table des matières

Organisation, gouvernance et activités	157
Organisation et gouvernance	157
<i>La Banque, sa direction et ses actionnaires</i>	157
<i>Organigramme au 31 mars 2004</i>	158
Promotion de la coopération financière et monétaire internationale :	
contributions de la BRI en 2003/04	159
<i>Consultations régulières sur des questions monétaires et financières</i> ...	159
<i>Autres domaines d'action de la BRI en faveur de la coopération</i>	
<i>des banques centrales</i>	160
<i>Bureaux de représentation</i>	165
<i>Institut pour la stabilité financière</i>	167
Rôle des comités permanents dans la promotion de la stabilité financière ...	167
<i>Comité de Bâle sur le contrôle bancaire</i>	167
<i>Comité sur le système financier mondial</i>	169
<i>Comité sur les systèmes de paiement et de règlement</i>	170
<i>Comité des marchés</i>	172
<i>Groupe de dissuasion de la contrefaçon</i>	172
Contributions générales de la BRI à la coopération financière internationale ...	172
<i>Groupe des Dix</i>	172
<i>Forum sur la stabilité financière</i>	173
<i>Association internationale des contrôleurs d'assurance</i>	174
<i>Association internationale de protection des dépôts</i>	175
Services financiers de la Banque	176
<i>Services bancaires</i>	176
<i>Opérations du Département bancaire en 2003/04</i>	177
<i>Fonctions d'agent et de mandataire (trustee)</i>	178
Aspects institutionnels et administratifs	179
<i>Élargissement de l'actionariat</i>	179
<i>Reprise des actions en mains privées</i>	180
<i>Administration de la Banque</i>	180
Bénéfice net et répartition	183
<i>Bénéfice net</i>	183
<i>Proposition de répartition du bénéfice net pour l'exercice</i>	184
<i>Affectation de l'augmentation des réserves statutaires de la</i>	
<i>Banque au 31 mars 2003</i>	185
<i>Rapport des commissaires-vérificateurs</i>	186
 Conseil d'administration et Direction	 188
Modifications dans la composition du Conseil d'administration	
et de la Direction de la Banque	189
 Banques centrales membres de la BRI	 191
 États financiers	 193
Bilan	194
Compte de profits et pertes	195
Proposition d'affectation du bénéfice	196
Évolution des réserves statutaires de la Banque	196
Évolution des fonds propres de la Banque	197
Notes annexes	198
 Rapport des commissaires-vérificateurs	 217
 Récapitulatif des cinq derniers exercices	 218

Organisation, gouvernance et activités

Le présent chapitre décrit l'organisation interne et la gouvernance de la BRI. Il passe également en revue ses activités, pour l'exercice 2003/04, et celles des groupements 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

La Banque, sa direction et ses actionnaires

La Banque des Règlements Internationaux est une organisation internationale ayant vocation à favoriser la coopération monétaire et financière internationale et à remplir les fonctions de banque des banques centrales. Outre son siège à Bâle, Suisse, elle dispose de deux bureaux de représentation, l'un à Hong-Kong Région administrative spéciale (RAS) de la République populaire de Chine, l'autre à Mexico. Elle emploie à présent 549 agents originaires de 44 pays.

La BRI s'acquitte de son mandat en assumant plusieurs rôles :

- forum visant à encourager les discussions et à faciliter le processus de prise de décision entre banques centrales et au sein de la communauté financière et prudentielle internationale ;
- centre de recherche économique et monétaire ;
- contrepartie d'excellente qualité pour les banques centrales dans leurs opérations financières ;
- agent ou mandataire (*trustee*) pour les opérations financières internationales.

La Banque est organisée en trois grandes unités : Département monétaire et économique, Département bancaire et Secrétariat général ; s'y ajoutent le Service juridique, les fonctions Audit interne et Contrôle des risques ainsi que l'Institut pour la stabilité financière, dont le rôle est de favoriser la diffusion des normes et des meilleures pratiques auprès des responsables de la surveillance du secteur financier dans le monde.

La Banque accueille en outre les secrétariats de divers comités et organisations chargés 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 ont été créés au cours des quarante dernières années par les gouverneurs des banques centrales des pays du G 10. Ils jouissent d'une large autonomie pour définir leur programme de travail et organiser leurs activités.

Trois autres secrétariats établis à la BRI servent des organisations indépendantes qui ne font directement rapport ni à la BRI ni à ses banques centrales membres : Forum sur la stabilité financière, Association

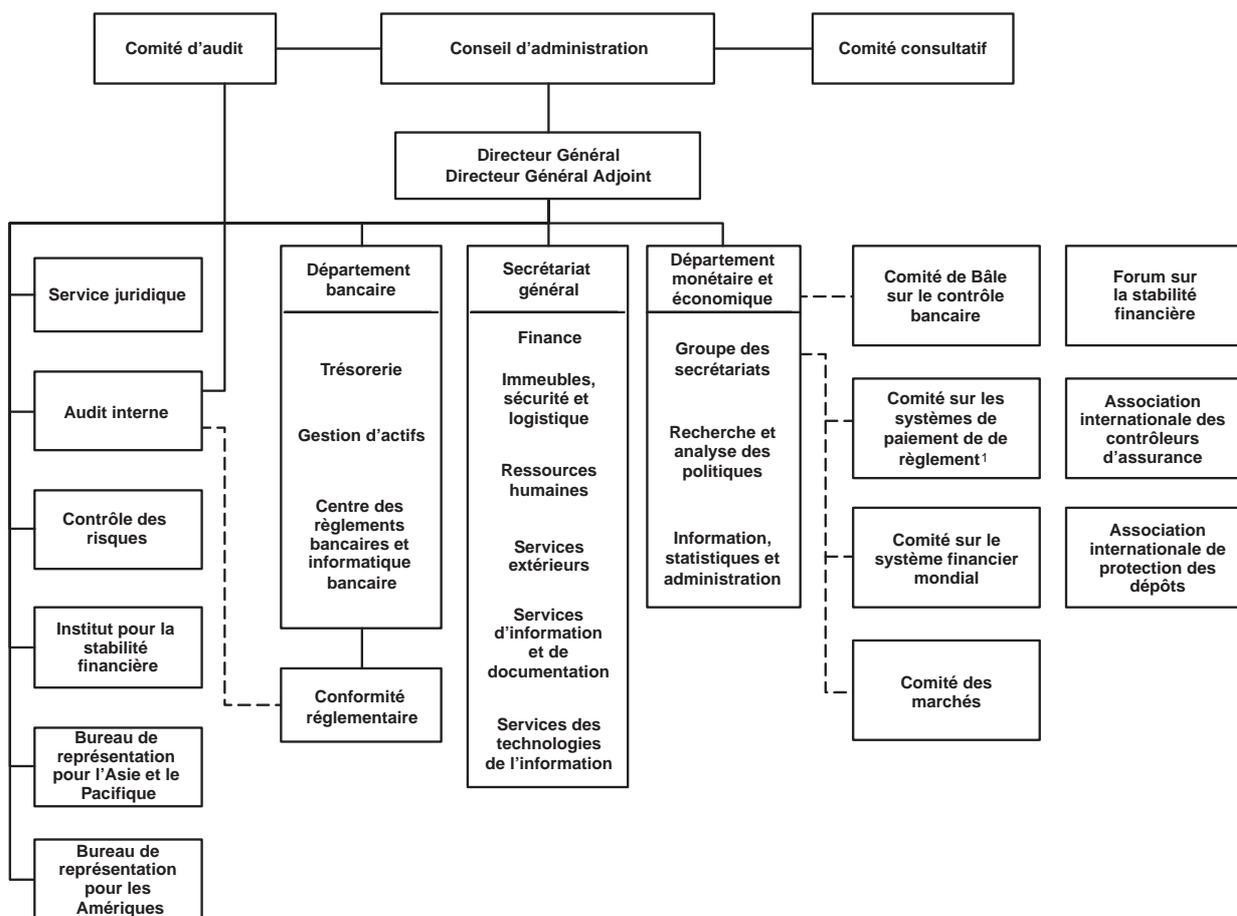
internationale des contrôleurs d'assurance et Association internationale de protection des dépôts.

Les trois grands organes de décision de la BRI sont :

- l'Assemblée générale des banques centrales membres ; 55 banques centrales ou autorités monétaires sont actuellement membres de la BRI et exercent les droits de vote et de représentation à l'Assemblée générale. Celle-ci se tient dans les quatre mois suivant la clôture de l'exercice, le 31 mars, et constitue le plus grand rassemblement de banques centrales à la BRI. En 2003, elles étaient 104 à y être représentées, dont 79 par leur gouverneur ; des délégués de 20 institutions internationales y participaient également ;
- le Conseil d'administration, qui compte actuellement 17 membres, assisté dans sa tâche par le Comité d'audit et le Comité consultatif, composés d'administrateurs ;
- le Comité de direction, dont font partie les hauts responsables de la BRI.

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 au 31 mars 2004



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

Promotion de la coopération financière et monétaire internationale : contributions de la BRI en 2003/04

Consultations régulières sur des questions monétaires et financières

C'est surtout à travers les réunions bimestrielles des gouverneurs et des hauts responsables des banques centrales membres que la BRI contribue à la coopération financière internationale. Ces réunions, tenues principalement à Bâle, sont l'occasion de prendre le pouls de l'économie mondiale et des marchés financiers et de procéder à des échanges de vues sur des sujets d'actualité présentant un intérêt particulier ou suscitant des préoccupations. La réunion de novembre 2003 s'est tenue à Bangkok, à l'invitation de la Banque de Thaïlande.

Lors de ces réunions régulières à la BRI, les gouverneurs ont surtout examiné les tendances et les déterminants à l'origine de l'évolution récente des marchés mondiaux, qui est analysée dans les autres chapitres du *Rapport annuel*. La Réunion sur l'économie mondiale constitue le principal forum d'échanges de vues sur la situation conjoncturelle entre les gouverneurs des banques centrales des grandes économies industrialisées et émergentes. Lors de leurs réunions, les gouverneurs des banques centrales des pays du G 10 se sont penchés sur divers aspects de la conjoncture ainsi que sur des questions relatives aux travaux des comités permanents qui ont leur secrétariat à la BRI.

Comme les années précédentes, les réunions de l'ensemble des gouverneurs des banques centrales membres ont porté sur des problèmes de nature plus structurelle, liés à la stabilité monétaire et financière. Les principaux thèmes abordés au cours de l'exercice étaient les suivants :

- intégration monétaire européenne : enjeux stratégiques pour l'Europe centrale ;
- prix immobiliers : implications pour la politique monétaire et la stabilité financière ;
- lutte contre l'appréciation du change et accumulation de réserves : conséquences pour les systèmes financiers domestiques ;
- capacité de résistance des marchés et des institutions financières : éléments nouveaux ;
- échec des règles budgétaires ? Implications pour les banques centrales.

Une nouvelle réunion des gouverneurs a été instaurée en janvier 2004 pour répondre aux besoins spécifiques du groupe de banques centrales des économies émergentes et des pays industrialisés de petite taille. Elle a pour principal objet d'informer ces banques centrales sur les activités des divers comités aux délibérations desquels elles ne participent pas directement et de leur offrir un cadre pour débattre de questions qui les touchent plus particulièrement. Trois séances se sont tenues début 2004 : la première, consacrée à une étude du Comité sur le système financier mondial, a porté sur l'investissement direct étranger dans le secteur financier des économies émergentes ; la deuxième a examiné les travaux menés par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire pour parachever le

nouveau dispositif d'adéquation des fonds propres (Bâle II) ; la troisième a passé en revue les activités du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement.

Les gouverneurs ont eu en outre l'occasion de rencontrer de hauts responsables du secteur financier privé et d'autres autorités financières, pour des discussions informelles axées sur leur intérêt commun à promouvoir la solidité et le bon fonctionnement des marchés financiers. Ces réunions ont notamment souligné les conséquences, pour le système financier, de l'expansion des mécanismes de transfert du risque de crédit.

En dehors des réunions bimestrielles, la Banque organise, à l'intention des hauts responsables des banques centrales, diverses réunions sur des thèmes liés à la stabilité monétaire et financière. Certaines ont une périodicité régulière.

- Réunions semestrielles des économistes. Celle d'octobre 2003 a étudié les défis qui se présentent aux banques centrales dans un contexte d'inflation faible et relativement stable, d'amélioration structurelle de l'offre et de libéralisation des marchés financiers.
- Groupes de travail sur la conduite de la politique monétaire. Initialement réservés aux grands pays industrialisés, ils sont dorénavant organisés également chaque année en Asie, en Europe centrale et orientale et en Amérique latine.
- Réunion des sous-gouverneurs des économies émergentes. Elle a porté, cette année, sur les conséquences de la mondialisation des marchés financiers pour la politique monétaire.

Deux réunions *ad hoc* ont en outre été organisées sur des thèmes spécifiques. En juin 2003, à l'occasion de l'Assemblée générale ordinaire de la Banque, les gouverneurs des économies émergentes se sont rencontrés pour discuter des stratégies à envisager face aux difficultés de financement extérieur. En septembre, les hauts responsables des banques centrales des petites économies ouvertes de l'hémisphère occidental ont tenu à Mexico une table ronde sur un large éventail de questions stratégiques.

Autres domaines d'action de la BRI en faveur de la coopération des banques centrales

Recherche

La BRI fournit des documents préparatoires pour les réunions des hauts responsables des banques centrales et assure le secrétariat des Comités ; elle contribue également à la coopération monétaire et financière internationale en menant des travaux approfondis de recherche et d'analyse sur des questions intéressant les banques centrales et, de plus en plus, les superviseurs financiers. Leurs résultats paraissent dans les publications régulières de la Banque telles que le *Rapport annuel*, le *Rapport trimestriel* et les séries *BIS Papers* et *Working Papers*, ainsi que dans des publications extérieures, revues spécialisées, par exemple. Le renforcement des liens avec le monde universitaire par le biais de recherches et conférences conjointes a

grandement concouru à améliorer la qualité de ces travaux et inspiré d'importantes études dans leur prolongement.

Inévitablement très vaste, le champ de ces recherches a été axé récemment, suite à la définition d'une orientation à long terme, sur trois domaines qui, pour la BRI, méritent une attention particulière :

- liens entre stabilité monétaire et stabilité financière ;
- tensions et complémentarités entre approches individuelle (sous l'angle des établissements) et globale (du point de vue du système) de la stabilité financière ;
- fonctionnement des marchés en général.

Au cours de l'exercice, la BRI a publié des articles étudiant diverses hypothèses sur les nouveaux modes d'interaction entre stabilité monétaire, stabilité financière et cycle conjoncturel. Ces articles ont permis de dresser un large cadre d'analyse des rapports entre approches micro et macroprudentielles de la stabilité financière. Certains examinaient la possibilité de mesurer la variation de l'aversion au risque et son influence sur la dynamique des marchés, ainsi que les déterminants de la liquidité de marché, notamment en situation de tensions. Plusieurs articles, chevauchant divers domaines, traitaient des causes et conséquences de la dynamique des prix immobiliers.

Outre l'extension de son programme d'accueil de chercheurs, la BRI a organisé plusieurs conférences pour renforcer ses contacts avec les universitaires. Au printemps 2003, l'une d'elles était consacrée au thème « Stabilité monétaire, stabilité financière et cycle économique ». En octobre 2003, la Banque a organisé, conjointement avec la Banque de Réserve fédérale de Chicago, une conférence sur la discipline de marché, ses fondements théoriques et les éléments témoignant de son efficacité dans une optique transfrontière et multisectorielle. En juin 2004, le sujet était la problématique « inflation faible-déflation ».

Coopération dans le domaine statistique

Pour suivre l'évolution économique, monétaire et financière mondiale, les banques centrales doivent disposer de statistiques complètes, à jour et homogènes. À cet égard, la BRI apporte son aide de diverses manières.

Grâce à la banque de données BRI, les banques centrales échangent régulièrement un vaste ensemble de données économiques, monétaires et financières. Trois nouvelles banques centrales y ont adhéré durant l'exercice, ce qui porte à 33 le nombre de pays participants, représentant toutes les grandes régions du monde. Les domaines couverts se sont également étendus, avec une place accrue accordée aux indicateurs macroprudentiels, aux comptes financiers et aux prix immobiliers.

La BRI utilise l'infrastructure de sa banque de données pour échanger, en format électronique, ses statistiques financières internationales avec les banques centrales. L'an passé, le nombre de banques centrales ayant communiqué des données nationales agrégées sur les activités de prêt et d'emprunt des établissements actifs à l'international dans leur juridiction est passé à 38. La BRI regroupe ces données sous forme de statistiques

mondiales, qu'elle publie dans ses *Rapports trimestriels* et sur son site. Ces statistiques sont complétées par les données trimestrielles sur les créances internationales par nationalité des établissements (sur base mondiale consolidée), actuellement fournies par 30 banques centrales.

En ce qui concerne les marchés dérivés, les banques centrales du G 10 dont les établissements sont actifs sur le gré à gré rassemblent, compilent et publient, par l'intermédiaire de la BRI, des statistiques semestrielles agrégées sur ces marchés. Conformément aux recommandations du Comité sur le système financier mondial, la BRI et les banques centrales déclarantes ont élaboré, pendant l'exercice, des directives destinées à étendre la couverture aux contrats dérivés sur défaut. La collecte de ces données commencera fin 2004 et les premiers résultats mondiaux devraient être disponibles à la fin du printemps 2005.

Suite à la décision de réaliser une nouvelle étude triennale des marchés des changes et dérivés, un nombre record de 52 banques centrales ont entrepris de rassembler des données sur le volume d'activité (avril 2004) et les encours (fin juin 2004). La BRI prévoit de publier les résultats préliminaires, en termes agrégés au niveau mondial, en septembre (volume) et novembre (encours).

Les agents de la BRI ne se contentent pas d'apporter une assistance technique et de contrôler la qualité des données, ils partagent aussi leur expérience méthodologique avec les banques centrales, soit sur une base bilatérale, soit par leur participation à diverses réunions internationales. Dans le cadre de la préparation du *Compilation Guide on Financial Soundness Indicators* du FMI, la BRI a coparrainé avec celui-ci, en octobre 2003, une conférence sur les prix immobiliers et la stabilité financière. En septembre 2004, la BRI accueillera une conférence de l'Irving Fisher Committee on Central-Bank Statistics sur les questions statistiques relatives aux prix, à la production, à la productivité et aux comptes financiers. Ce comité, qui regroupe plus de 60 banques centrales du monde entier, joue un rôle de plus en plus important.

La BRI est également un membre actif de l'Inter-Agency Task Force on Finance Statistics, qui a parachevé l'an dernier son *Guide for Compilers and Users of External Debt Statistics*. Fin 2003, ce groupe d'étude a décidé de créer une plateforme commune, pour établir des liens entre les divers éléments disponibles de la dette extérieure (notamment les statistiques financières internationales BRI) et les données détaillées que les pays débiteurs commenceront alors à publier.

De nouvelles mesures ont été prises pour renforcer la coopération internationale en matière de normes pour l'échange électronique de statistiques. Le programme Échange de données et métadonnées statistiques (SDMX), qui associe la BRI à la Banque mondiale, la BCE, Eurostat, le FMI, les Nations Unies et l'OCDE, a réalisé des progrès notables. Le site SDMX (www.sdmx.org) rend compte de ces efforts et montre notamment comment les nouvelles technologies Internet peuvent améliorer la collecte, la compilation et la diffusion d'informations statistiques. Un nouveau forum technique, organisé dans le cadre de la banque de données

BRI, permettra de coordonner les besoins et les priorités SDMX des banques centrales.

Gouvernance de banque centrale

Les travaux de la BRI dans ce domaine ont pour objectif la compilation, l'analyse et la diffusion d'informations sur les questions institutionnelles et organisationnelles concernant les banques centrales. Ces travaux, qui n'ont pas de caractère normatif, admettent l'existence de fortes disparités de mandats et pouvoirs entre banques centrales. Ils sont réalisés par le biais du Réseau de gouvernance, qui rassemble plus de 40 grandes banques centrales et autorités monétaires, sous la conduite du Groupe de coordination composé de gouverneurs d'un large éventail de banques centrales représentatives.

Le Groupe de coordination aide la Banque à déterminer comment répondre au mieux aux diverses demandes d'information sur la gouvernance formulées par les banques centrales et examine des questions spécifiques intéressant les gouverneurs. Les thèmes abordés pendant l'exercice ont notamment porté sur : les modalités d'organisation de la fonction stabilité financière ; l'équilibre entre efficacité et efficacité dans les opérations financières ; la préparation et la mise en œuvre des stratégies. Conformément à l'avis du Groupe de coordination, la Banque accorde la priorité aux demandes qui sont essentielles au bon fonctionnement d'autorités monétaires indépendantes et responsables. La BRI met à la disposition des banques centrales, par voie électronique, les informations fournies par les membres du Réseau et leurs collègues.

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

En 2003, le Groupe des experts informaticiens (GEI) s'est attaché à améliorer les services informatiques et à en réduire le coût. Il a étudié différentes voies (externalisation, réorganisation du département et élaboration de plans informatiques en accord avec la stratégie de l'institution) et a analysé l'efficacité des programmes de maîtrise des coûts. Un des événements majeurs de l'exercice a été la tenue, à Mexico, d'un atelier avec les responsables informatiques des banques centrales d'Amérique latine et des Caraïbes, qui a porté sur les enjeux technologiques, la maîtrise des coûts et l'informatique au service des objectifs stratégiques.

Les réunions du GEI et de son Groupe d'étude sur les questions de sécurité ont montré que les banques centrales s'orientent vers des applications Internet, qui nécessitent des architectures et des techniques de sécurisation sophistiquées, notamment pour le chiffrement par clés publiques (*public key infrastructure*, PKI). Le Groupe d'étude a donc informé le GEI de l'évolution de la technologie PKI et de son utilisation dans les banques centrales, tout en notant, dans son rapport, qu'elle reste complexe et implique des frais administratifs importants. Les discussions ont indiqué que les banques centrales sont néanmoins prêtes à accepter une telle charge, qui répond à un réel besoin de sécurité. Parmi les autres thèmes abordés en 2003 figurent les procédures permettant une utilisation efficace et sûre de la messagerie

électronique et la mise en œuvre effective des programmes de continuité des opérations, dont la nécessité a été soulignée par l'épidémie de SRAS et les pannes de réseau électrique en Amérique du Nord et en Italie.

Audit interne

Depuis plusieurs années, les auditeurs internes des banques centrales se rencontrent périodiquement pour confronter leur expérience et analyser les nouveaux défis. Ainsi, la BRI a participé, en juin 2003, à la 17^e Conférence annuelle des responsables d'audit interne des banques centrales du G 10, organisée par la Deutsche Bundesbank et la BCE. Les principaux thèmes de discussion en étaient : gestion du risque opérationnel, gouvernance d'entreprise et informatique. Le groupe sur les questions d'audit informatique, dont le secrétariat est assuré par l'unité Audit interne de la BRI, a analysé l'accès à distance aux systèmes informatiques internes, les tests de pénétration des pare-feu et les méthodes permettant d'assurer la sécurité des systèmes d'exploitation. L'Audit interne a également coordonné les travaux d'un groupe de travail *ad hoc* du G 10 sur la continuité des opérations.

Conjointement avec le Bureau d'Asie, l'Audit interne a organisé en février 2004, à Hong-Kong RAS, la troisième réunion des responsables de l'audit interne des banques centrales et autorités monétaires de la région Asie-Pacifique, consacrée notamment aux meilleures pratiques de gestion de l'audit interne et à la gestion du risque d'entreprise.

Coopération avec les groupes de banques centrales

Depuis 1990, la BRI aide les banques centrales des principaux pays industrialisés à coordonner l'assistance et la formation techniques destinées à leurs homologues des économies en transition d'Europe centrale et orientale ainsi que de l'ex-Union soviétique. En 2003, une étude réalisée par les gouverneurs du G 10 a confirmé que cette démarche avait été très utile et que plusieurs de ces économies sortaient de la phase transitoire. Pour consolider ces résultats, le travail de coordination devrait néanmoins être poursuivi quelques années encore, mais avec une intensité moindre.

La BRI et son Institut pour la stabilité financière (ISF) ont à nouveau organisé plusieurs séminaires à l'Institut multilatéral de Vienne (IMV), destinés aux banques centrales et superviseurs des économies en transition. Compte tenu des progrès réalisés dans la région et de la création de l'ISF, la BRI cessera sa participation institutionnelle à l'IMV à compter d'août 2004 ; elle continuera néanmoins à lui déléguer des conférenciers et à organiser des séminaires.

La coopération avec les divers groupes régionaux de banques centrales permet de diffuser efficacement des informations sur les activités de la BRI et d'établir des relations avec les banques centrales qui ne participent pas directement à ces activités. Dans cet esprit, la Banque a tenu des réunions conjointes :

- plusieurs réunions avec SEACEN (South East Asian Central Banks), où la BRI a délégué des conférenciers ;

- un séminaire avec SAARCFINANCE, organe de la South Asian Association for Regional Cooperation ayant pour objet de favoriser la coopération entre les banques centrales de la région ;
- une réunion conjointe avec les banques centrales de la SADC (Southern African Development Community), début 2004 ;
- des rencontres occasionnelles avec le CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos), aux séminaires et ateliers duquel la BRI envoie également des conférenciers.

La BRI a continué d'aider le Centre africain d'études supérieures en gestion (CESAG), dans le cadre d'un programme parrainé, entre autres, par la Banque centrale des États d'Afrique de l'Ouest (BCEAO) et la Banque des États de l'Afrique centrale (BEAC). Plusieurs experts de la BRI ont également apporté leur concours à des formations organisées par le MEFMI (Macroeconomic and Financial Management Institute of Eastern and Southern Africa).

Bureaux de représentation

Les Bureaux de représentation pour l'Asie et le Pacifique (Bureau d'Asie) et pour les Amériques (Bureau des Amériques) constituent les pivots de l'action de la BRI dans leurs régions respectives. Ils ont pour mission de renforcer les relations et de promouvoir la coopération entre la BRI et les banques centrales, autorités monétaires et instances de contrôle. Leurs principales tâches consistent à : améliorer l'échange d'informations et de données ; faciliter l'organisation de réunions et séminaires ; contribuer aux travaux de recherche financière et économique de la Banque sur la région Asie-Pacifique et les Amériques. Les thèmes traités durant l'année ont été les suivants : caractéristiques des mouvements de capitaux ; conséquences domestiques des importantes réserves de change ; incidence des accords de libre-échange sur les accords de coopération pour une monnaie commune. Les Bureaux ont en outre fait bénéficier de leur expertise diverses manifestations de la BRI, notamment celles organisées par l'ISF, les groupes régionaux de banques centrales et certaines banques centrales à titre individuel.

Dans leur région, les Bureaux contribuent à la distribution des services bancaires BRI et apportent une assistance, par des visites périodiques, aux responsables de la gestion des réserves des banques centrales. En Asie, la salle des opérations de Trésorerie régionale ouverte en 2000 a encore amélioré le niveau des services à la clientèle, en élargissant l'offre dans la région.

Pendant l'exercice, le *Bureau d'Asie* a continué d'offrir des services de secrétariat au Comité consultatif Asie (CCA), organe de communication essentiel entre les banques centrales locales membres et le Conseil d'administration et la Direction de la BRI. La salle des opérations a permis d'augmenter et de diversifier les investissements dans la région. En juillet 2003, les 11 banques centrales de l'EMEAP (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks and Monetary Authorities) ont institué le Fonds obligataire Asie et décidé d'y investir environ \$1 milliard de réserves de change. Elles en ont confié la gestion à la BRI et c'est la salle des opérations du Bureau

d'Asie qui a réalisé la plupart des acquisitions. L'unité Trésorerie régionale a en outre organisé deux séminaires destinés à des gestionnaires de réserves, l'un à Penang, en Malaysia, en octobre 2003 et l'autre à Hong-Kong RAS, en mars 2004.

Le Bureau d'Asie a organisé et facilité une série de réunions de haut niveau, notamment à Hong-Kong, parfois conjointement avec des banques centrales et d'autres institutions de la région.

- En juin 2003, conjointement avec la Banque de Thaïlande, puis en décembre, le Bureau a apporté son soutien au Forum EMEAP de responsables de la mise en œuvre de la politique de change issus de banques centrales de la région et d'instituts d'émission dont la monnaie joue un rôle international.
- En décembre 2003 et mars 2004, les économistes du Bureau ont organisé, avec l'Université de Corée, un atelier de travail (Hong-Kong) et une conférence (Séoul) sur les marchés obligataires en Asie, qui ont réuni banquiers centraux, responsables des Finances, opérateurs de marché et universitaires.
- La sixième Réunion spéciale des gouverneurs des banques centrales d'Asie s'est tenue à Hong-Kong en février 2004 : elle a examiné la situation économique et évalué les raisons qui poussent à l'accumulation de réserves officielles.
- En février également, le Bureau s'est joint à l'ISF et à la Banque de Thaïlande pour organiser une conférence sur les banques en difficulté et les crises systémiques, où a été présentée une étude comparative des sociétés de gestion d'actifs de la région.
- En février encore, le Bureau a accueilli la réunion des auditeurs internes des banques centrales, organisée par la BRI. De plus, il a préparé une rencontre des experts juristes, conjointement avec l'Autorité monétaire de Hong-Kong.

Durant sa première année complète d'activité, le *Bureau des Amériques* s'est distingué par de nombreux contacts avec les banques centrales de son ressort et par une étroite coopération avec les autorités bancaires et prudentielles régionales. Depuis son inauguration en novembre 2002, à Mexico, il a accueilli ou coorganisé plusieurs réunions de hauts responsables de banques centrales.

- En septembre 2003 s'est tenue une réunion spéciale des économies ouvertes de petite taille, suivie par de hauts représentants de 9 banques centrales.
- En décembre 2003, le Groupe des experts informaticiens des banques centrales des pays du G 10 a tenu sa séance à Mexico, avec un atelier à l'intention des experts de banques centrales locales.
- En février 2004, en coopération avec le siège, un Séminaire sur la gestion de réserves officielles des Amériques a rassemblé des participants de 17 banques centrales de la région, 3 banques centrales d'Europe et le Fonds latino-américain de réserve.

Institut pour la stabilité financière

L'ISF a pour mandat d'œuvrer au renforcement des systèmes et établissements financiers dans le monde, en améliorant en premier lieu la surveillance prudentielle : il s'en acquitte à travers un programme intensif de diffusion des normes et meilleures pratiques, et en apportant son assistance sur une vaste gamme de questions prudentielles essentielles.

Une grande partie de ses travaux demeure liée au nouveau dispositif d'adéquation des fonds propres (Bâle II). Ainsi, pour faciliter la mise au point de sa stratégie globale d'assistance en la matière, l'ISF a réalisé récemment une étude destinée à connaître les projets de près de 120 pays concernant la mise en œuvre de Bâle II et leurs besoins en ressources supplémentaires.

Tant à Bâle que dans un cadre régional, l'ISF a poursuivi son programme de réunions et séminaires de haut niveau destinés aux superviseurs des secteurs de la banque et de l'assurance du monde entier, dans le but de favoriser les contacts et la coopération transfrontières. Durant l'année écoulée, l'Institut a organisé 55 événements sur un large éventail de sujets ; plus de 1 600 représentants de banques centrales et d'instances prudentielles y ont participé. En outre, le personnel de l'ISF a présenté des exposés sur une grande variété de thèmes similaires lors de nombreuses conférences et réunions tenues par des tiers à travers le monde.

Un nouveau projet d'envergure, FSI Connect, sera lancé mi-2004. Instrument en ligne, spécifiquement conçu pour informer un nombre élevé de superviseurs bancaires, à tout niveau de compétence et d'expérience, il proposera des cours sur les grands aspects de la gestion des risques (de crédit, de marché, opérationnel) et sur l'adéquation des fonds propres (Bâle II). Des formations sur toute une série d'autres thèmes liés à la surveillance bancaire viendront s'y ajouter au fur et à mesure. Le contenu est préparé par des spécialistes des divers sujets, en étroite collaboration avec d'autres spécialistes de la BRI ainsi qu'avec un réseau d'experts des autorités prudentielles et d'organisations internationales. Les activités de l'ISF seront complétées par cet outil puissant, qui permettra de toucher la plus large audience.

Rôle des comités permanents dans la promotion de la stabilité financière

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire

Pendant l'exercice, le Comité de Bâle, présidé par Jaime Caruana, Gouverneur de la Banque d'Espagne, a poursuivi ses efforts visant à renforcer le contrôle bancaire, améliorer la transparence de la communication financière et encourager les banques à développer la gestion des risques.

Une nouvelle norme internationale de fonds propres

Le Comité de Bâle s'est tout particulièrement attaché à trouver des solutions à la plupart des problèmes liés à l'élaboration d'un nouveau dispositif international de normes de fonds propres réglementaires (communément

appelé Bâle II). Les efforts du Comité ont été facilités par l'aide reçue d'autres instances prudentielles et de l'ensemble du secteur bancaire dans le monde. Plus de 200 parties concernées ont en effet fait part de leurs commentaires sur le troisième document consultatif publié en avril 2003, la plupart témoignant un large soutien à la structure de Bâle II, à ses initiatives en faveur d'une meilleure gestion des risques et à l'équilibre qu'il ménage entre surveillance prudentielle et discipline du marché, pour garantir l'adéquation des fonds propres.

Le processus a permis de cerner les questions en suspens : spécifications techniques des méthodes de mesure internes (traitement des pertes attendues/non attendues, notamment) ; expositions sur opérations de titrisation ; prise en compte de certaines pratiques et techniques de mesure et de gestion du risque opérationnel ou du risque de crédit. Ces questions ont constitué l'essentiel des activités du Comité et de ses groupes de travail au cours de l'exercice. Dès l'automne 2003, le Comité avait, dans nombre de cas, trouvé des solutions possibles et en publiait le détail en janvier 2004 dans trois documents techniques. Réuni début mai 2004, le Comité a résolu les quelques questions techniques encore ouvertes, comme le traitement des lignes non utilisées sur crédits renouvelables accordés aux particuliers. Le texte complet du nouveau dispositif paraîtra fin juin 2004. Il servira de base, dans chaque pays, aux processus réglementaires nationaux et aux préparatifs de la profession, en vue d'une application à partir de fin 2006 dans les pays membres. Les méthodes les plus avancées seront soumises à une analyse d'impact et/ou application parallèle pendant une année supplémentaire, jusqu'à fin 2007.

Compte tenu de ces progrès, le Comité a porté ses efforts sur la préparation des superviseurs et des établissements à la mise en œuvre du dispositif révisé, par l'intermédiaire du Groupe pour l'application de l'accord (GAA), qui a coordonné les échanges sur les questions pratiques et sur les stratégies suivies. Afin d'inciter les organisations bancaires de dimension internationale à appliquer Bâle II de manière homogène, le GAA a publié deux séries de lignes directrices, *High-level principles for the cross-border implementation of the New Accord* (août 2003) et *Principles for the home-host recognition of AMA (advanced measurement approach) operational risk capital* (janvier 2004). Il a en outre veillé à renforcer les relations du Comité avec d'autres autorités de contrôle, organisant, par exemple, trois réunions avec les superviseurs d'importants pays non membres ; il coordonne actuellement plusieurs études de cas sur de grandes banques mondiales, réalisées par leurs superviseurs principaux (dont certains de pays non membres).

Comptabilité, audit et conformité

Le débat public sur la gouvernance d'entreprise, ravivé par les récentes annonces de fraude, a clairement montré que l'intégrité de marchés ouverts requiert de saines normes de comptabilité et d'audit. Bien que la définition de telles normes ne soit pas de son ressort, le Comité est conscient que la transparence de la communication financière renforce la discipline de marché et, de ce fait, la solidité du système bancaire. Pour encourager les efforts en ce

sens et évaluer les pratiques actuelles, le Comité a publié, en mai 2003, son enquête périodique sur l'information financière des banques, passant cette fois en revue les rapports annuels de 54 d'entre elles.

Le Comité reconnaît que, de leur côté, les autorités de contrôle doivent s'appuyer sur les normes mondiales de comptabilité et d'audit, en cours d'élaboration. Pour contribuer à ce mouvement, le Comité participe aux travaux des organes consultatifs de l'International Accounting Standards Board (IASB) et de l'International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB). Il s'est également efforcé de formuler des recommandations à l'intention des autorités de contrôle et des banques sur ces nouvelles normes financières, et a invité les organismes mentionnés ci-dessus à lui faire part de leurs commentaires sur ses propres projets liés à la comptabilité et à l'audit.

Des événements récents ont montré les conséquences désastreuses en termes de pertes financières et d'atteinte à la réputation que peuvent subir les entreprises qui ne se conforment pas strictement aux normes de communication, de comptabilité et d'audit. Pour éviter de tels risques, les banques doivent s'assurer qu'elles sont en conformité avec toutes les exigences légales, réglementaires et comptables ainsi qu'avec les stratégies établies par leur conseil d'administration et par leurs dirigeants. À cet effet, le Comité a publié pour consultation, en août 2003, un document préparatoire sur la nécessité, pour les banques à réseau mondial, d'évaluer globalement l'application des règles d'identification de la clientèle, afin de réduire le risque de se trouver impliquées dans des opérations de blanchiment et/ou de financement du terrorisme. En octobre, il a soumis à consultation un document décrivant les attentes des autorités de contrôle dans le domaine de la conformité.

Autres questions bancaires et prudentielles

Durant l'exercice, le Comité a examiné d'autres questions bancaires et prudentielles, qui ont fait l'objet de publications. Deux rapports définitifs ont été diffusés sur la finance électronique ou en ligne : *Risk management principles for electronic banking* et une étude connexe sur la gestion et le contrôle des opérations bancaires transfrontières de nature électronique. Il a également publié, pour commentaires, un document, *Principles for the management and supervision of interest rate risk*, révisé pour incorporer les progrès réalisés dans la gestion du risque de taux d'intérêt et les commentaires émis par les banques à cet égard au cours de la troisième phase de consultation sur Bâle II.

Comité sur le système financier mondial

Forum des banques centrales, le CSFM a pour mandat d'évaluer les marchés financiers mondiaux pour y déceler les sources potentielles de tensions, d'améliorer la compréhension de leurs mécanismes et de leur structure fondamentale, et de promouvoir leur bon fonctionnement et leur stabilité. Le CSFM est présidé par Roger W. Ferguson Jr., Vice-Président du Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale.

Au cours de l'exercice, le suivi des marchés financiers a privilégié plusieurs aspects marquants. Le Comité a cherché à tirer les enseignements de la volatilité observée mi-2003, notamment en ce qui concerne la dynamique des ajustements de taux d'intérêt. Il a examiné les conséquences du faible niveau des taux pour la stabilité financière, s'interrogeant sur la possibilité qu'il contribue à la hausse des prix des actifs sur les marchés des obligations, des actions et de l'immobilier, ainsi qu'au très net resserrement des primes pour les entreprises et les émetteurs souverains. Il a en outre accordé une grande attention à l'accumulation importante de réserves de change et ses implications pour plusieurs marchés financiers.

Afin de favoriser une meilleure compréhension des mécanismes et de la structure des marchés financiers, le CSFM a publié, en mars 2004, un rapport de travail intitulé *Foreign direct investment in the financial sector of emerging market economies*. Ce rapport analyse la problématique de l'investissement direct étranger et ses conséquences pour les investisseurs, les pays concernés et le système financier mondial. Des ateliers régionaux de suivi auront lieu en Corée, au Mexique et en Pologne. Le CSFM a également examiné les caractéristiques de divers marchés hypothécaires nationaux ; une étude portant sur le Danemark, publiée dans le *Rapport trimestriel BRI* de mars 2004, a été préparée à cette fin.

Les membres du CSFM ont en outre rencontré les hauts dirigeants de plusieurs grands conglomérats financiers afin de mieux comprendre comment les modifications du mode de prise de décision (en matière de gestion des risques et d'allocation des fonds propres, par exemple) pourraient affecter les performances du système financier mondial.

Des travaux sont en cours sur le rôle de la notation dans les marchés d'instruments financiers structurés, en rapide évolution. Un groupe de travail, créé en mai 2003, cherche entre autres à mieux décrire le processus de notation et à déterminer les conséquences de l'essor de ces instruments pour les banques centrales, au regard de leurs responsabilités en matière de stabilité financière.

Suite aux travaux du Comité sur le transfert du risque de crédit (rapport publié en janvier 2003), un modèle de collecte des données relatives aux contrats dérivés sur défaut a été mis au point. Il est proposé que les modalités de déclaration soient semblables à celles de l'étude semestrielle BRI sur les dérivés de gré à gré, avec des informations sur les encours notionnels et les valeurs de marché, les caractéristiques des risques transférés et l'identité des agents cédant et endossant le risque.

Comité sur les systèmes de paiement et de règlement

Le CSPR a contribué au renforcement de l'infrastructure des marchés financiers par la promotion de systèmes de paiement et de règlement sûrs et efficaces. Au cours de l'exercice, le Comité, présidé par Tommaso Padoa-Schioppa, membre du Directoire de la BCE, a renforcé sa coopération avec d'autres institutions et groupements internationaux.

En août 2003, le CSPR a publié un rapport intitulé *The role of central bank money in payment systems*, qui cherche à voir si les vastes mutations des systèmes de paiement à l'œuvre depuis près de dix ans ont préservé un équilibre adéquat entre l'utilisation de monnaie de banque centrale et l'emploi de monnaie par les banques commerciales dans le système de paiement.

Le rapport montre, parmi les banques centrales du CSPR, une large convergence en ce qui concerne leurs objectifs ainsi que les grandes orientations de leur politique relative au rôle de la monnaie de banque centrale dans les systèmes de paiement, mais aussi, souvent, des divergences dans leur mise en œuvre. Par l'exposé de ces similitudes et de ces différences, le rapport vise à établir à la fois un corpus factuel utile et un cadre analytique solide favorisant la prise de conscience de cette problématique essentielle et le débat sur ce sujet.

En mars 2004, le CSPR et le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) ont publié un rapport consultatif intitulé *Recommendations for Central Counterparties*. Une contrepartie centrale (CCP) bien conçue et dotée de mécanismes adéquats de gestion des risques réduit les expositions de ses participants et contribue à l'objectif de stabilité financière. Simultanément, elle concentre en elle les risques et la responsabilité de leur gestion. L'efficacité de son dispositif de contrôle des risques et l'adéquation des ressources financières dont elle dispose sont donc essentielles pour l'infrastructure des marchés qu'elle dessert. Alors que les marchés financiers s'apprêtent à développer les CCP et à en diversifier les services, le rapport émet des recommandations pour la gestion des principaux risques auxquels elles sont exposées. Il présente également une méthodologie pour évaluer l'application de ces recommandations. La publication du rapport définitif est attendue d'ici la fin de l'année.

Le CSPR a continué de suivre les produits de monnaie électronique ainsi que les questions qu'ils peuvent susciter. Comme, dans ce domaine, les paiements via Internet et par téléphone mobile ont connu une forte progression, le CSPR a décidé de les inclure dans son étude intitulée *Survey of developments in electronic money and internet and mobile payments*, publiée en mars 2004. Cette étude couvre 95 pays ou territoires et recense les politiques adoptées par les diverses autorités concernées, notamment les banques centrales.

La mise en œuvre de sa stratégie de réduction du risque de règlement dans les opérations de change, approuvée par les gouverneurs du G 10, demeure l'un des grands axes des travaux du Comité, qui continue, à cet effet, de suivre et d'encourager les initiatives du secteur privé dans ce domaine.

Le CSPR a également poursuivi ses efforts pour renforcer sa coopération avec les banques centrales hors G 10 et en élargir la portée, en particulier dans les économies émergentes. Le secrétariat du Comité a notamment participé à la préparation des études de référence sur les systèmes de paiement dans divers pays, rédigées par les banques centrales respectives. Il a également prêté son assistance et son savoir-faire lors d'ateliers et de séminaires

organisés par la BRI, en collaboration avec des groupes régionaux de banques centrales, sur des questions liées aux systèmes de paiement.

Comité des marchés

Lors de ses réunions bimestrielles, le CM a examiné l'évolution des changes et des marchés financiers connexes. Conformément à l'usage établi, le Comité, qui réunit de hauts responsables des opérations de marché des banques centrales du G 10, a également invité en plusieurs occasions des représentants d'autres grands pays à se joindre aux débats. Il a étudié à diverses reprises les thèmes suivants :

- influence des déséquilibres de la balance des paiements courants sur les principaux cours de change ;
- recherche de rendement dans un environnement de faibles taux d'intérêt ;
- accumulation de réserves de change à l'échelon mondial ;
- implications des engagements de politique économique implicites ou explicites pour les marchés financiers.

Les membres du CM se sont également penchés sur des sujets plus spécifiques : implications de l'élargissement de l'Union européenne pour l'union monétaire et les marchés financiers ; questions techniques relatives aux plateformes électroniques de négociation de change ; causes possibles des récentes variations des volumes de change au comptant selon les monnaies.

Sheryl Kennedy, Sous-gouverneur de la Banque du Canada, préside le Comité depuis mai 2003.

Groupe de dissuasion de la contrefaçon

Le GDC est mandaté par les gouverneurs des banques centrales du G 10 pour étudier les nouvelles menaces sur la sécurité des billets de banque et proposer des contre-mesures à mettre en place par les instituts d'émission. La BRI a continué d'apporter son assistance au GDC en accueillant son secrétariat et en lui servant d'agent dans ses relations contractuelles.

En mars 2004, le GDC a annoncé qu'il avait développé un système de dissuasion de la contrefaçon fondé sur des technologies destinées à empêcher l'acquisition ou la reproduction, au moyen d'ordinateurs individuels ou outils d'imagerie numérique, de l'image de billets de banque protégés.

Contributions générales de la BRI à la coopération financière internationale

Groupe des Dix

Au cours de l'exercice, la Banque a contribué activement, aux côtés du FMI et de l'OCDE, aux travaux des ministres des Finances et gouverneurs des banques centrales des pays du G 10, de leurs suppléants et des groupes de

travail constitués sous leur égide, en qualité d'observateur et à travers des services de secrétariat.

Le G 10 a continué l'examen des progrès réalisés en vue de l'incorporation, dans les obligations d'émetteurs souverains, de clauses d'action collective, dont les principales caractéristiques avaient été établies en 2002 par son Groupe de travail sur les dispositions contractuelles. En septembre 2003, les ministres et gouverneurs du G 10 ont invité leurs suppléants à analyser et suivre l'exposition financière du FMI et d'autres institutions financières internationales.

Forum sur la stabilité financière

Le FSF s'emploie à favoriser la stabilité financière internationale par l'intensification des échanges d'informations et de la coopération en matière de contrôle et de surveillance. Il rassemble périodiquement les autorités nationales (ministères des Finances, banques centrales et autorités de contrôle) chargées de la stabilité financière, mais aussi de hauts responsables d'institutions financières internationales, d'instances internationales élaborant des recommandations prudentielles ainsi que des groupes d'experts des banques centrales. La BRI abrite le secrétariat du FSF, dont le personnel est détaché par les pays et institutions membres. Des informations supplémentaires sont disponibles sur le site www.fsforum.org.

Le FSF consacre essentiellement ses réunions semestrielles à l'examen de grands thèmes : évolution conjoncturelle ; sources structurelles de fragilité financière ; actions qui s'imposent pour y faire face. Le Forum se veut également lieu d'échange de vues et outil de coordination des travaux visant à renforcer les systèmes financiers. Il organise des rencontres régionales pour élargir les contacts et permettre aux participants des diverses régions de faire part de leurs observations sur ses travaux. De surcroît, le président du Forum, dans le cadre de son comité consultatif, organise des séances régulières d'échange de vues auxquelles sont invités des représentants du secteur privé ainsi que d'autres observateurs.

Les réformes nécessaires, tant au niveau national qu'international, pour restaurer la confiance dans le dispositif de communication financière, après les récents scandales concernant certaines entreprises qui ont été défaillantes dans ce domaine et dans leur comptabilité, restent un thème central des dernières réunions. Dans le cadre de ses initiatives destinées à renforcer les fondements du marché, le FSF s'est efforcé de promouvoir une certaine harmonisation internationale et intersectorielle, notamment concernant le rôle et le fonctionnement des agences de notation. Il a en particulier veillé à renforcer la fonction d'audit par la mise en place d'un contrôle public des auditeurs, au niveau national, et par le développement de la normalisation, à l'initiative de la profession, au niveau international.

Le FSF a continué de suivre les progrès réalisés pour renforcer la surveillance et la réglementation prudentielles des places franches financières ainsi que leurs pratiques en matière d'échange d'informations. Il a également œuvré à l'amélioration de la transparence dans le secteur de la réassurance,

appelant à accroître la fréquence et le contenu quantitatif et qualitatif de la communication financière des réassureurs et des assureurs.

Par ailleurs, le Forum s'est intéressé de près au mécanisme de transfert du risque de crédit, qui retient l'attention sous deux aspects différents : les autorités de contrôle bancaire sont essentiellement concernées par la réalité et l'étendue du transfert ; les organes de protection des investisseurs ou des assurés sont préoccupés par le fait que les établissements sous leur contrôle sont souvent des acheteurs de risque. Après des études préliminaires du CSFM et de l'Association internationale des contrôleurs d'assurance (AICA), un examen approfondi des risques concernés est actuellement mené par l'Instance conjointe Comité de Bâle-OICV-AICA. Il devrait permettre de formuler des recommandations pratiques à l'intention des autorités financières pour les aider à surveiller l'évolution du marché et à évaluer les risques encourus par les établissements sous leur contrôle.

Tout au long de l'exercice financier, le FSF a, comme à l'accoutumée, fait part aux ministres des Finances et gouverneurs des banques centrales du G 7, ainsi qu'au Comité monétaire et financier international du FMI, de ses avis sur les sources de fragilité financière et sur diverses questions.

Association internationale des contrôleurs d'assurance

L'AICA a pour objet de contribuer à la stabilité financière mondiale en améliorant la surveillance du secteur de l'assurance par l'élaboration de normes prudentielles, une assistance mutuelle et des échanges d'informations entre membres sur leurs expériences respectives. En collaboration avec d'autres organes de réglementation internationale (dans le cadre de l'Instance conjointe), l'AICA a contribué à élaborer des principes pour la surveillance des conglomérats financiers. En outre, elle participe activement aux travaux du FSF. La BRI accueille le secrétariat de l'AICA depuis son installation à Bâle, en janvier 1998. Des informations sont disponibles sur le site www.iaisweb.org.

Au cours de l'exercice, l'AICA a publié un grand nombre de documents normatifs. À la lumière des enseignements tirés des exercices d'autoévaluation de ses membres, l'AICA a revu et étoffé son document *Insurance Core Principles and Methodology*, qui présente de nouvelles recommandations pour un fonctionnement efficace des systèmes de surveillance dans le monde. Elle a également publié les documents intitulés *Insurance Core Principles on Corporate Governance* et *Supervisory Standard on Supervision of Reinsurers*. Elle travaille actuellement à la rédaction de normes, recommandations ou notes de synthèse sur une vaste gamme de questions relatives à la communication financière, la gestion des risques, l'adéquation des fonds propres et la surveillance des assureurs et des réassureurs.

Le FSF ayant exprimé des préoccupations à propos de sources potentielles de fragilité sur les marchés mondiaux de la réassurance, eu égard à leurs liens avec d'autres secteurs, l'AICA a présenté, en mars 2004, son rapport définitif sur l'élaboration d'un dispositif visant à améliorer la

transparence et la communication financière en l'orientant davantage sur la gestion des risques.

L'AICA participe également au projet de l'IASB sur l'assurance ; elle a, en particulier, soumis ses commentaires sur l'Exposé-sondage ED 5 concernant les contrats d'assurance. Elle collabore étroitement, en outre, avec le GAFI (Groupe d'action financière sur le blanchiment de capitaux) dans ses initiatives contre le blanchiment et le financement du terrorisme.

Conjointement avec l'ISF et les autorités nationales de surveillance de l'assurance, l'AICA a organisé de nombreux séminaires et programmes de formation, et a fourni une assistance pour aider les contrôleurs d'assurance à mettre en œuvre ses normes prudentielles.

Association internationale de protection des dépôts

Créée en mai 2002, cette association (International Association of Deposit Insurers, IADI) a ouvert son siège à la BRI en octobre 2002 et regroupe 51 organismes (dont 34 membres à part entière), y compris certaines banques centrales intéressées à promouvoir ou maintenir des systèmes d'assurance ou de garantie des dépôts efficaces.

L'IADI vise plusieurs objectifs :

- améliorer la compréhension de sujets d'intérêt commun en matière de protection des dépôts ;
- formuler des recommandations pour renforcer l'efficacité des systèmes de protection des dépôts, notamment en fournissant des avis pragmatiques de caractère non normatif pour la mise en place ou le perfectionnement de tels systèmes ;
- faciliter la mise en commun et l'échange d'expertise et d'informations grâce à des programmes de formation et de développement ;
- mener des recherches sur des questions liées à la protection des dépôts.

Durant sa deuxième année d'existence, l'IADI a continué de favoriser les contacts internationaux entre les organismes de garantie des dépôts et d'autres parties intéressées. La deuxième conférence de l'IADI, tenue en octobre 2003 à Séoul (Corée), a réuni des responsables de 52 pays sur le thème de l'efficacité de la protection des dépôts par l'amélioration de la gouvernance. L'IADI a également achevé une importante étude des facteurs influençant la conception des systèmes de protection des dépôts dans plusieurs pays et élaboré des recommandations sur l'utilisation d'un régime de primes différenciées.

À l'échelon régional, l'IADI a organisé des réunions en Asie et dans les Caraïbes. Elle a également participé au Dialogue d'orientation sur l'assurance-dépôts de la Coopération économique Asie-Pacifique (APEC), présidé par la Société d'assurance-dépôts du Canada et accueilli par la Banque centrale de Malaysia en février 2004. Par ailleurs, en collaboration avec la Banque européenne pour la reconstruction et le développement, elle a organisé un séminaire à l'intention de responsables de pays de l'ouest des Balkans.

L'IADI présente ses activités sur son site (www.iadi.org) et dans sa lettre mensuelle. Elle a également publié un manuel de formation, largement diffusé auprès des organismes de garantie des dépôts.

Services financiers de la Banque

Services bancaires

La Banque propose une gamme étendue de services financiers pour aider les banques centrales et autres autorités monétaires officielles à gérer leurs réserves de change. Sa clientèle compte actuellement 140 institutions environ, parmi lesquelles diverses institutions financières internationales.

Deux salles de marché interconnectées assurent les services financiers de la Banque : l'une au siège, à Bâle, et l'autre dans le Bureau d'Asie à Hong-Kong RAS. Sécurité et liquidité sont les qualités essentielles des services d'intermédiation de crédit de la Banque, qui s'appuient sur un dispositif rigoureux de gestion interne des risques. Conformément aux meilleures pratiques, une unité de contrôle des risques indépendante, sous l'autorité directe du Directeur Général Adjoint – et, par son intermédiaire, du Directeur Général – surveille les risques de crédit, de liquidité, de marché et opérationnel.

La Banque cherche constamment à ajuster son offre de produits pour l'adapter de la manière la plus efficace aux besoins des banques centrales. Sa gamme classique de produits du marché monétaire se compose de comptes à vue/à préavis et de dépôts à terme. Aux banques centrales de plus en plus soucieuses de la rentabilité de leurs actifs en devises, la Banque propose deux instruments financiers qui sont négociables (à l'achat et à la vente) directement auprès d'elle :

- FIXBIS (Fixed-Rate Investment at the BIS), placement à taux fixe d'une très grande souplesse, qui permet aux banques centrales de gérer plus activement leurs liquidités ;
- MTI (Medium-Term Instrument), produit de la Banque dont la durée peut atteindre jusqu'à 10 ans ; il s'adresse aux banques centrales désireuses de gérer leurs réserves de change à plus long terme. La Banque a récemment créé un MTI assorti d'une option de remboursement anticipé.

En outre, la Banque réalise des opérations de change et sur or pour le compte de sa clientèle.

La BRI offre des services de gestion d'actifs sur titres d'émetteurs souverains et créances de première qualité, sous différentes formes : mandat spécifique de gestion de portefeuille négocié entre la Banque et une banque centrale, ou fonds de placement à capital variable permettant à deux ou plusieurs parties d'investir dans un fonds commun. En juillet 2003, les 11 banques centrales et autorités monétaires membres de l'EMEAP ont lancé le Fonds obligataire Asie (Asian Bond Fund), pool d'investissement dont le montant souscrit dépasse légèrement \$1 milliard. La Banque gère ce fonds par

rapport à une référence spécifique, composée de titres d'émetteurs souverains et quasi souverains des économies de l'EMEAP (à l'exclusion de l'Australie, du Japon et de la Nouvelle-Zélande).

À l'occasion, la Banque accorde aux banques centrales des crédits à court terme, en principe assortis de garanties. Elle assure également des fonctions de mandataire (*trustee*) et d'agent détenteur de sûretés (infra).

Opérations du Département bancaire en 2003/04

Le bilan de la Banque a progressé de DTS 18,3 milliards sur l'exercice, soit une augmentation de 12,2 %, et s'est établi à DTS 167,9 milliards le 31 mars 2004. Pour la quatrième clôture consécutive, il inscrit un nouveau record. Son expansion aurait été encore plus marquée si le dollar EU ne s'était pas déprécié par rapport au DTS ; à change constant pendant l'exercice, le bilan aurait été majoré de DTS 3,9 milliards.

Le bilan s'est d'abord contracté en début d'exercice, mais d'importants dépôts de la clientèle l'ont porté à un sommet de DTS 159,6 milliards vers la fin de juillet 2003. Un recul au cours des mois ultérieurs a été ensuite largement inversé et le bilan a enregistré successivement de nouveaux maximums entre novembre 2003 et fin mars 2004. Un record absolu de DTS 171,7 milliards, atteint le 12 mars, a été suivi d'une légère contraction durant les deux dernières semaines de l'exercice.

Passif

Une part importante du passif de la Banque représente des dépôts reçus de la clientèle, en monnaies essentiellement, le solde étant constitué en or. Le 31 mars 2004, ces dépôts (hors opérations de pension) se chiffraient à DTS 140,4 milliards, contre DTS 128,5 milliards un an auparavant.

Les dépôts en monnaies de la clientèle ont augmenté, pour atteindre DTS 133,2 milliards, après DTS 122,5 milliards à la fin de l'exercice précédent. Leur composition par monnaie a sensiblement changé au cours de l'exercice : au 31 mars 2004, la part du dollar représentait 62,4 %, contre 67,1 % un an auparavant. La clientèle a accru ses dépôts dans l'ensemble des grandes monnaies de réserve, les placements hors dollar, en particulier en euros et en livres sterling, ayant progressé beaucoup plus vivement. En revanche, l'expansion des dépôts en or, passés de DTS 6,0 milliards à DTS 7,3 milliards, s'explique essentiellement par des facteurs de valorisation (hausse du cours de l'or), le niveau des dépôts reçus des banques centrales restant pratiquement inchangé.

L'augmentation de DTS 10,6 milliards des dépôts en monnaies de la clientèle s'explique par la croissance des soldes en compte courant et des instruments négociables du marché monétaire. Les encours des comptes à vue/à préavis ont presque doublé durant l'exercice, et les souscriptions de FIXBIS ont progressé de 11,1 %. En revanche, les placements en dépôts à terme se sont contractés de 8,3 %. Dans l'ensemble, ces mouvements dénotent peut-être un report sur la liquidité en anticipation d'une hausse

des taux d'intérêt. Le montant des souscriptions de MTI n'a guère varié, à DTS 41,2 milliards (DTS 41,7 milliards l'an passé) ; avec un encours qui représente près d'un tiers du total des apports en monnaies, les MTI constituent le principal instrument de dépôt.

La répartition géographique des placements correspondant aux dépôts en monnaies de la clientèle indique que la demande émanant d'Asie a été particulièrement soutenue au cours de l'exercice.

Actif

Les actifs de la BRI prennent essentiellement la forme de placements auprès de banques commerciales de tout premier rang bénéficiant d'une haute notoriété internationale ainsi que d'acquisitions (achats fermes ou prises en pension) de titres souverains et quasi souverains. La Banque gère avec une grande prudence son risque de crédit : au 31 mars 2004, 99,6 % de ses actifs étaient assortis d'une note égale ou supérieure à A (note 30.F. des états financiers).

Les avoirs sous forme de dépôts en monnaies et de titres, y compris titres pris en pension, se chiffraient à DTS 153,7 milliards le 31 mars 2004, contre DTS 134,7 milliards un an auparavant. Ces fonds supplémentaires ont été investis en bons du Trésor, dépôts à terme auprès de banques et prises en pension, dont le montant total a progressé de DTS 28,5 milliards, pour atteindre DTS 120,2 milliards. En revanche, l'encaisse s'est réduite de DTS 4,3 milliards et les portefeuilles de titres à revenu fixe se sont contractés de DTS 5,2 milliards. Les actifs en or de la Banque sont passés de DTS 7,5 milliards à DTS 9,1 milliards, sous l'effet de la hausse du cours de l'or. La part des titres d'émetteurs souverains et quasi souverains a continué de s'accroître, atteignant 38,5 % de l'actif total au 31 mars 2004, contre approximativement un tiers l'an passé.

La Banque utilise divers instruments dérivés pour optimiser la gestion de ses actifs et passifs (note 6 des états financiers). Pour l'essentiel, il s'agit d'instruments simples, notamment swaps de taux d'intérêt et contrats à terme.

Fonctions d'agent et de mandataire (trustee)

Mandataire (trustee) d'emprunts publics internationaux

Durant l'exercice, la Banque a continué de remplir ses fonctions de mandataire pour les obligations de consolidation 1990–2010 des Emprunts Dawes et Young (pour des informations détaillées, se reporter au *63^e Rapport annuel*, juin 1993). La Deutsche Bundesbank, en tant qu'agent payeur, a notifié à la Banque que la Bundeswertpapierverwaltung (BWV – Administration fédérale allemande des titres) avait fait procéder, en 2003, à un versement d'approximativement €5,2 millions à titre de remboursement du principal et de paiement d'intérêts. Les valeurs d'encaissement et autres précisions ont été publiées par la BWV dans le *Bundesanzeiger* (Journal officiel).

S'agissant de l'application de la clause de garantie de change pour l'Emprunt Young par la BWV, la Banque a maintenu les réserves qu'elle a formulées (précisées dans le *50^e Rapport annuel*, juin 1980), qui s'étendent également aux obligations de consolidation 1990–2010.

Agent de séquestre

En vertu d'une Convention de séquestre en date du 13 août 2003, la BRI agit en qualité d'agent de séquestre, détenant des fonds et les libérant sous certaines conditions, en relation avec une transaction concernant une action judiciaire intentée aux États-Unis à l'encontre des divers défendeurs libyens par les familles des 270 personnes tuées dans la catastrophe du vol Pan Am 103 au-dessus de Lockerbie, Écosse, le 21 décembre 1988.

Agent détenteur de sûretés

En vertu de plusieurs contrats, la BRI agit en qualité d'agent détenteur de sûretés, se chargeant de leur garde et de leur placement pour le compte des porteurs de certaines obligations souveraines en devises émises dans le cadre d'accords de restructuration de la dette extérieure. Les contrats de nantissement en cours concernent les obligations du Brésil (*64^e Rapport annuel*, juin 1994), du Pérou (*67^e Rapport annuel*, juin 1997) et de la Côte d'Ivoire (*68^e Rapport annuel*, juin 1998).

Aspects institutionnels et administratifs

Élargissement de l'actionnariat

Pour renforcer encore la coopération entre banques centrales, le Conseil d'administration a décidé, le 29 juin 2003, de proposer à six nouvelles banques centrales de devenir membres de la Banque conformément aux articles 6 et 8(3) des Statuts. La Banque d'Algérie, la Banque centrale du Chili, la Banque d'Indonésie, la Banque d'Israël, la Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande et la Banque centrale des Philippines ont été invitées à souscrire chacune 3 000 actions de la troisième tranche du capital de la BRI. Au terme de la période de souscription, fin septembre 2003, ces six institutions avaient toutes donné suite à la proposition du Conseil.

Lors de sa séance de juin, le Conseil a fixé le prix d'émission à DTS 14 018 par action. Comme les actions BRI sont libérées à hauteur de 25 %, soit DTS 1 250 par action, le prix de DTS 14 018 comprenait une prime d'émission de DTS 12 768 par action. Suite à la souscription des 18 000 nouvelles actions, le nombre d'actions émises par la Banque est passé à 547 125 et le montant du capital libéré de la Banque porté au bilan a progressé de DTS 22,5 millions, s'établissant à DTS 683,9 millions au 31 mars 2004. La prime reçue des banques centrales souscriptrices s'élève au total à DTS 229,8 millions, dont DTS 2,2 millions ont été affectés au Fonds de réserve légale et DTS 227,6 millions au Fonds de réserve générale.

Reprise des actions en mains privées

Suite à la décision de l'Assemblée générale extraordinaire tenue le 8 janvier 2001 de reprendre toutes les actions BRI en mains privées (opération décrite en détail dans le *71^e Rapport annuel*, juin 2001), la Banque a versé à ses anciens actionnaires privés inscrits sur ses registres une indemnité de 16 000 francs suisses par action. Certains d'entre eux ont contesté ce montant (*72^e Rapport annuel*, juillet 2002) et porté leur requête devant le Tribunal arbitral prévu par l'Accord de La Haye, qui, conformément à l'article 54 des Statuts de la BRI, est seul compétent pour connaître des différends entre la Banque et ses anciens actionnaires privés résultant du retrait des actions. Le Tribunal arbitral a rendu, le 22 novembre 2002, une sentence partielle confirmant la légalité du rachat obligatoire, concluant néanmoins que l'indemnité devait être augmentée. Il a décidé que les anciens actionnaires privés avaient droit à une part proportionnelle de la valeur de l'actif net de la Banque, après déduction, toutefois, d'une décote de 30 %. Cette formule équivaut à celle que la BRI a appliquée aux nouvelles souscriptions d'actions par les banques centrales.

À l'issue de la procédure intervenue en 2003, le Tribunal arbitral a rendu sa sentence définitive le 19 septembre 2003. En exécution de cette sentence, qui n'est pas susceptible d'appel, la Banque a versé à chaque demandeur une indemnité supplémentaire s'élevant, intérêts compris, à 9 052,90 francs suisses par action. Conformément à son engagement antérieur d'appliquer de son plein gré la décision du Tribunal arbitral à tous les anciens actionnaires privés inscrits sur ses registres, pour solde de tout compte, la Banque a pris ses dispositions pour payer à ces derniers l'indemnité supplémentaire fixée par le Tribunal arbitral. Au 31 mars 2004, cette indemnité supplémentaire avait été réglée sur plus de 96 % des actions reprises.

Dans le cadre d'une action engagée par un autre groupe d'anciens actionnaires privés, en mars 2003, le Tribunal de Commerce de Paris s'est déclaré, à titre préliminaire et sans statuer au fond, compétent pour connaître de la réclamation formulée par les demandeurs en vue du relèvement du montant de l'indemnité. La Banque a demandé que cette décision de procédure soit infirmée par la Cour d'appel de Paris, faisant valoir que le Tribunal arbitral de La Haye a compétence exclusive en la matière. Dans son arrêt du 25 février 2004, la Cour d'appel de Paris, faisant droit à la demande de la Banque, a conclu que le Tribunal de Commerce de Paris n'est pas compétent en l'espèce. Le 26 avril 2004, un pourvoi a été formé devant la Cour de cassation (juridiction la plus élevée de l'ordre judiciaire français) par certains demandeurs contre l'arrêt de la Cour d'appel sur la question de la compétence juridictionnelle.

Administration de la Banque

Renforcement de la transparence

Durant l'exercice, la Banque a pris plusieurs initiatives pour renforcer la transparence de ses activités et de sa structure.

En matière de communication financière, les mesures les plus visibles ont consisté à actualiser les conventions comptables de la BRI et à étoffer les informations présentées dans les états financiers, pour les rapprocher des orientations suivies par l'information financière internationale. En outre, la Banque a remplacé le franc or comme unité de compte, au 1^{er} avril 2003, par le Droit de tirage spécial, panier de monnaies défini par le FMI et représentatif des principales devises utilisées dans les échanges commerciaux et financiers internationaux (ces modifications sont décrites en détail dans le *73^e Rapport annuel*, juin 2003). La Banque s'est tout particulièrement attachée, de surcroît, à présenter une image plus exacte et plus complète de sa mission, de son fonctionnement et de sa gestion, ainsi que de son rôle dans la promotion de la coopération internationale en faveur de la stabilité monétaire et financière.

Politique budgétaire

Le processus d'élaboration du budget des dépenses de la Banque commence environ six mois avant le début de l'exercice, avec la définition, par la Direction, des grandes orientations et du cadre financier. Dans ce contexte, chaque unité opérationnelle précise ses projets et les besoins en ressources correspondants. Le cadrage de ces programmes d'activité détaillés avec les objectifs et les ressources disponibles aboutit à l'élaboration d'un budget financier provisoire. Celui-ci doit être approuvé par le Conseil avant le début de l'exercice.

Lors de l'établissement du budget, une distinction est faite entre frais d'administration et dépenses d'investissement. Les frais d'administration correspondent, pour moitié environ, à la rémunération du personnel ; les autres grands postes, qui en représentent de 10 à 15 %, sont l'informatique et les télécommunications ainsi que les charges au titre du Système de pensions de la Banque. Par nature, les dépenses d'investissement varient notablement d'un exercice à l'autre. Le règlement de la plupart des dépenses administratives et d'investissement de la Banque s'opère en francs suisses.

Pour l'exercice 2003/04, les frais d'administration avant amortissement se sont établis à 204,3 millions de francs suisses, chiffre inférieur de 5,0 % au budget de 215,1 millions de francs suisses². Les charges de l'exercice ont été réduites par l'annulation ou le report de certains projets immobiliers et informatiques, par une restriction du nombre de déplacements et de réunions suite à l'épidémie de SRAS et à l'extension de la période menant à l'approbation du nouveau dispositif d'adéquation des fonds propres (Bâle II), et par la dépréciation du dollar vis-à-vis du franc suisse. À 19,7 millions de francs suisses, les dépenses d'investissement ont été inférieures de 11,0 millions au budget : les dépenses relatives à quelques projets informatiques, en particulier le programme de formation en réseau FSI Connect, et au remplacement de certains matériels ont été engagées moins rapidement que prévu.

² La comptabilité budgétaire de la Banque, tenue en comptabilité d'exercice, exclut certains ajustements de comptabilité financière, principalement au titre des obligations découlant du régime de retraite, opérés en fonction de l'évolution des marchés financiers et des paramètres actuariels. Ces éléments additionnels sont incorporés sous Frais d'administration, au compte de profits et pertes (voir Bénéfice net et répartition infra).

En mars 2004, le Conseil a approuvé une augmentation de 2,2 %, à 219,8 millions de francs suisses, du budget administratif de l'exercice 2004/05. Il est prévu une hausse de 1,9 million de francs suisses, à 32,6 millions, du budget d'investissement. Le budget comporte trois grands axes : renforcement des capacités de gestion des risques de la Banque, amélioration de la sécurité et réaménagement des locaux destinés aux réunions des banques centrales.

Politique de rémunération

Les postes des agents de la BRI sont évalués sur la base de plusieurs critères objectifs, notamment qualifications, expérience et responsabilités, et sont répartis en catégories. Une révision périodique compare les traitements de la BRI avec ceux payés dans des institutions ou des segments de marché comparables, en tenant compte des différences de régime fiscal des agents des institutions considérées. Dans le cadre de cet exercice, la Banque retient la moitié supérieure des salaires du marché afin d'attirer des personnes hautement qualifiées.

Les catégories de postes correspondent à des bandes de rémunération qui sont ajustées chaque année en fonction du taux d'inflation en Suisse et de l'augmentation moyenne des salaires, en termes réels, dans le secteur des affaires des grands pays industrialisés. En juillet 2003, les bandes de rémunération ont ainsi été relevées de 2,02 %. À l'intérieur de chaque bande, la variation du traitement d'un agent est fondée sur le mérite, à partir d'une évaluation périodique de ses prestations. La BRI n'applique pas un système de bonus.

Les agents, y compris les hauts responsables, qui n'ont pas la nationalité suisse et qui ne sont pas recrutés localement ont droit à une indemnité d'expatriation. Celle-ci s'établit actuellement à 14 % ou 18 % du traitement annuel, selon la situation de famille. En outre, les agents BRI bénéficient, à travers la Banque, d'une assurance maladie et accidents ainsi que d'un régime de retraite contributif à prestations déterminées.

S'agissant de la rémunération de la Haute Direction, les traitements des Chefs de département sont ajustés chaque année, normalement en parallèle avec l'augmentation des bandes de rémunération du personnel. Les traitements du Directeur Général et du Directeur Général Adjoint font l'objet d'un réexamen périodique par le Conseil d'administration. Au 1^{er} juillet 2003, la rémunération des plus hauts responsables s'établissait comme suit (entre parenthèses, nombre de titulaires) :

- Directeur Général (1) 670 740 francs suisses
- Directeur Général Adjoint (1) 566 500 francs suisses
- Chefs de département (3) 536 700 francs suisses

L'Assemblée générale approuve la rémunération des membres du Conseil d'administration ; des ajustements sont effectués tous les trois ans. Depuis le 1^{er} juillet 2002, la rémunération fixe globale payée annuellement au Conseil d'administration se chiffre à 844 800 francs suisses. En outre, les membres du Conseil reçoivent un jeton de présence pour chacune des séances auxquelles ils participent. Dans l'hypothèse où tous les administrateurs sont

représentés à l'ensemble des séances, le total annuel de ces jetons s'établit à 777 240 francs suisses.

Bénéfice net et répartition

Bénéfice net

Le 74^e exercice est le premier pour lequel la BRI a préparé ses états financiers en DTS (Droits de tirage spéciaux), suite au changement d'unité de compte le 1^{er} avril 2003. À cette occasion est intervenue une autre modification, aux effets plus importants à long terme : la Banque a actualisé ses conventions comptables et a étoffé les informations qu'elle publie, afin de rapprocher ses états financiers des orientations actuelles en matière d'information financière internationale et de fournir une meilleure image de sa situation financière et de ses résultats. Le principal changement découlant des nouvelles conventions comptables, comme cela avait été annoncé dans le *73^e Rapport annuel*, consiste à inscrire dans les états financiers les instruments financiers, y compris les dérivés et les avoirs en or de la Banque, à leur valeur de marché et non plus au coût historique amorti. Les conventions comptables sont présentées à la note 2 des états financiers, et leur incidence sur l'exercice clôturé le 31 mars 2003 est décrite en détail à la note 31.

Sur ces nouvelles bases comptables, le bénéfice net de l'exercice s'est établi à DTS 536,1 millions, contre l'équivalent de DTS 592,8 millions l'an passé. Les composantes de ce résultat sont exposées ci-après.

Total des produits d'exploitation

Le total des produits d'exploitation s'est inscrit à DTS 564,5 millions, en repli par rapport au chiffre de DTS 598,3 millions pour l'exercice précédent. La baisse des taux d'intérêt moyens sur les marchés déterminants, d'un exercice à l'autre, a réduit les produits relatifs aux titres de placement de la Banque financés sur ressources propres. Cette réduction a largement contrebalancé le revenu supplémentaire découlant de la progression en volume des fonds propres de la Banque sur l'exercice. La moindre rentabilité des titres de placement a été partiellement compensée par l'augmentation du produit net sur dépôts de la clientèle, qui a quasiment suivi celle des dépôts en monnaies. Après prise en compte de la variation d'évaluation, les marges d'intermédiation globales sont comparables à celles de 2002/03.

Charges d'exploitation

Les charges d'exploitation (note 23 des états financiers) se sont situées à DTS 142,5 millions, en progression de 0,1 % sur l'exercice précédent (DTS 142,3 millions). Les frais d'administration avant amortissement se sont inscrits à DTS 125,6 millions, en recul de 1,6 % par rapport au chiffre de DTS 127,6 millions enregistré en 2002/03. En francs suisses, monnaie dans laquelle s'opère le règlement de la plupart des dépenses de la Banque, les frais d'administration avant amortissement ont baissé de 4,4 %, revenant de

247,6 millions à 236,5 millions. Ces chiffres comprennent les ajustements additionnels de comptabilité financière, principalement au titre des obligations découlant du régime de retraite, mentionnés supra sous Politique budgétaire.

Les charges de rémunération du personnel ont légèrement diminué, le remboursement de l'impôt sur le revenu des agents de nationalité suisse ayant pris fin avec l'entrée en vigueur, le 1^{er} janvier 2003, d'un Accord de siège révisé avec le Conseil fédéral suisse. Abstraction faite de ce facteur, la progression de la rémunération du personnel reflète l'accroissement moyen de 3,4 % de l'effectif en équivalent temps plein, à 509 agents. Les charges au titre des pensions se sont réduites de 32,7 millions de francs suisses (revenant à 30,2 millions), le chiffre de l'exercice précédent comprenant un paiement forfaitaire de 33,9 millions de francs suisses au Fonds de pension des agents. Le poste Autres dépenses de personnel a enregistré une hausse de 21,5 millions de francs suisses, due principalement à l'augmentation des charges découlant du régime de retraite, au titre des prestations d'assurance maladie et accidents de la Banque après le départ en retraite.

La dotation aux amortissements, qui est passée de DTS 14,7 millions à DTS 16,9 millions, a été majorée de DTS 3,3 millions après examen de la perte de valeur de marché des immeubles de la Banque.

Bénéfice d'exploitation et autres produits

Sous l'effet des facteurs précités, le bénéfice d'exploitation s'est inscrit à DTS 422,0 millions en 2003/04, en baisse de 7,5 % par rapport au chiffre de l'exercice précédent, DTS 456,0 millions.

Dans un environnement de taux d'intérêt moyens plus bas, le bénéfice sur la vente de titres de placement dans les portefeuilles financés sur ressources propres s'est élevé à DTS 154,4 millions, contre une plus-value de DTS 147,0 millions en 2002/03.

Les charges publiées sous Rachat d'actions – incidence de la sentence arbitrale se rapportent à la sentence définitive rendue par le Tribunal arbitral de La Haye le 19 septembre 2003. Celle-ci a entraîné un relèvement de l'indemnité payée par action, le versement d'intérêts supplémentaires et une perte résultant de la conversion en DTS, au cours de change au 19 septembre 2003, de la provision constituée en francs suisses en regard de l'indemnité.

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 536,1 millions pour l'exercice 2003/04 :

1. DTS 104,0 millions au paiement d'un dividende de DTS 225 par action ;
2. DTS 86,4 millions à transférer au Fonds de réserve générale ;
3. DTS 20,5 millions à transférer au Fonds spécial de réserve de dividendes ;
4. DTS 325,2 millions, soit le solde 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.

Le Conseil d'administration a proposé de déclarer pour la première fois le dividende susmentionné non plus en francs suisses mais en DTS, nouvelle unité de compte de la Banque. Après approbation, ce dividende sera payé le 2 juillet 2004 dans toute monnaie entrant dans la composition du DTS, ou en francs suisses, aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque le 31 mars 2004.

En ce qui concerne le niveau du dividende, le montant de l'exercice précédent, 400 francs suisses, correspondait à un dividende de DTS 214,8 au cours de change du 31 mars 2003. Le dividende proposé pour 2003/04, DTS 225 par action, est donc en hausse de 4,7 % par rapport à celui de 2002/03.

Le dividende sera payé sur 470 073 actions (18 000 actions émises au cours de l'exercice étant rémunérées au prorata à compter de la date de valeur de la souscription). Les actions émises et libérées avant le rachat sont au nombre de 547 125, dont 77 052 actions propres : 74 952 actions reprises d'anciens actionnaires privés et de banques centrales et 2 100 autres actions. Les actions propres ne recevront aucun dividende.

Affectation de l'augmentation des réserves statutaires de la Banque au 31 mars 2003

Réévaluations

Le passage au DTS et les nouvelles conventions comptables ont renforcé de DTS 577,2 millions les réserves statutaires de la Banque au 31 mars 2003. Cette augmentation résulte de la réévaluation des avoirs en or de la Banque et des instruments financiers du bilan, désormais comptabilisés à leur valeur de marché et non plus au coût historique amorti. Le Conseil d'administration recommande de répartir et d'affecter comme suit ce montant (note 31.C. des états financiers) :

1. DTS 19,3 millions au Fonds de réserve légale ;
2. DTS 266,5 millions au Fonds de réserve générale ;
3. DTS 291,4 millions au Fonds de réserve libre.

Les transferts aux Fonds de réserve légale et générale sont liés à la réévaluation de l'or à la valeur de marché au lieu de son ancienne valeur statutaire (\$208 l'once). Le solde du Fonds de réserve légale atteint désormais 10 % du capital libéré, conformément à l'article 51(1) des Statuts. Le transfert au Fonds de réserve libre représente l'excédent net découlant de la réévaluation des instruments financiers de la Banque (à l'exception de l'or détenu en propre et de ses titres de placement) à la valeur de marché au lieu du coût historique amorti.

Reclassifications

En outre, certains éléments des fonds propres de la Banque ont fait l'objet d'une reclassification découlant des modifications susmentionnées. Ces reclassifications ont réduit d'un montant net de DTS 49,8 millions les réserves statutaires de la Banque au 31 mars 2003 (note 31.B. des états financiers). Le Conseil d'administration recommande de traiter ce montant net comme suit :

1. DTS 92,1 millions à transférer du capital au Fonds de réserve libre ;
2. DTS 429,7 millions à transférer du compte des différences d'évaluation au Fonds de réserve libre ;
3. DTS 571,6 millions à transférer du Fonds de réserve libre à la réserve de réévaluation de l'or.

Le transfert prélevé sur le capital résulte de la définition de la valeur nominale des actions BRI au chiffre arrondi de DTS 5 000, au lieu du montant précis converti (DTS 5 696), conformément à la résolution adoptée lors de l'Assemblée générale extraordinaire du 10 mars 2003. Le transfert de DTS 429,7 millions correspond au solde, au 31 mars 2003, du compte des différences d'évaluation, qui a été clôturé suite à la modification des conventions comptables de la Banque concernant l'écart résultant de la conversion des monnaies. Le transfert à la réserve de réévaluation de l'or, enregistrée sous Autres comptes de fonds propres, représente le montant excédentaire de la valeur de marché de l'or détenu en propre par la Banque par rapport à son ancienne valeur statutaire au 31 mars 2003.

Rapport des commissaires-vérificateurs

Les états financiers de la Banque ont été dûment vérifiés par les services de PricewaterhouseCoopers AG, qui ont confirmé qu'ils donnent une présentation sincère et régulière de la situation financière de la Banque au 31 mars 2004 et des résultats de ses opérations pour l'exercice clos à cette date. Leur rapport est joint immédiatement à la suite des états financiers.

Conseil d'administration

Nout H. E. M. Wellink, Amsterdam
Président du Conseil d'administration,
Président de la Banque

Hans Tietmeyer, Francfort-sur-le-Main
Vice-Président

Vincenzo Desario, Rome
David Dodge, Ottawa
Antonio Fazio, Rome
Toshihiko Fukui, Tokyo
Timothy F. Geithner, New York
Sir Edward George, Londres
Alan Greenspan, Washington
Hervé Hannoun, Paris
Lars Heikensten, Stockholm
Mervyn King, Londres
Christian Noyer, Paris
Guy Quaden, Bruxelles
Jean-Pierre Roth, Zurich
Vicomte Alfons Verplaetse, Bruxelles
Axel A. Weber, Francfort-sur-le-Main

Suppléants

Bruno Bianchi ou Giovanni Carosio, Rome
Roger W. Ferguson ou Karen H. Johnson, Washington
Peter Praet ou Jan Smets, Bruxelles
Jürgen Stark ou Stefan Schönberg, Francfort-sur-le-Main
Marc-Olivier Strauss-Kahn ou Michel Cardona, Paris
Paul Tucker ou Paul Fisher, Londres

Sous-comités du Conseil d'administration

Comité consultatif
Comité d'audit

présidés, l'un et l'autre, par Hans Tietmeyer

Direction

Malcolm D. Knight	Directeur Général
André Icard	Directeur Général Adjoint
Gunter D. Baer	Secrétaire Général, Chef de Département
William R. White	Conseiller économique, Chef du Département monétaire et économique
Robert D. Sleeper	Chef du Département bancaire
Mario Giovanoli	Directeur juridique
Günter Pleines	Chef Adjoint du Département bancaire
Peter Dittus	Secrétaire Général Adjoint
Már Gudmundsson	Chef Adjoint du Département monétaire et économique
Josef Tošovský	Président, Institut pour la stabilité financière

Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction de la Banque

Le 1^{er} juillet 2003, Mervyn King a succédé à Sir Edward George en tant que Gouverneur de la Bank of England, devenant ainsi administrateur d'office. Pour remplacer Lord Kingsdown, qui a démissionné de son poste de membre du Conseil à fin juin 2003, M. King a nommé Sir Edward George pour la période restante du mandat de Lord Kingsdown, soit du 1^{er} juillet 2003 au 6 mai 2005. À la séance de juin 2003, Hans Tietmeyer a été élu Vice-Président du Conseil d'administration, jusqu'à la date d'expiration de son mandat, le 31 décembre 2005, pour succéder à Lord Kingsdown dans ses fonctions. Lors de la même séance, le Conseil a réélu Nout Wellink, Président de la Nederlandsche Bank, membre du Conseil d'administration pour une nouvelle période de trois ans, qui prendra fin le 30 juin 2006.

Le 10 juin 2003, William McDonough a renoncé à son siège au Conseil. Pour occuper ce siège, Alan Greenspan, Président du Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale, a nommé Jamie Stewart, Président par intérim de la Banque de Réserve fédérale de New York. Quand M. Stewart a quitté le Conseil à son tour, en décembre 2003, M. Greenspan a nommé Timothy F. Geithner, Président nouvellement désigné de la Banque de Réserve fédérale de New York, pour la période non écoulée du mandat de M. Stewart, soit jusqu'au 12 septembre 2006.

Lors de la séance du Conseil de septembre 2003, Toshihiko Fukui, Gouverneur de la Banque du Japon, et David Dodge, Gouverneur de la Banque du Canada, ont été réélus au Conseil pour un nouveau mandat de trois ans, qui prendra fin le 12 septembre 2006.

En octobre 2003, Jean-Claude Trichet, Gouverneur de la Banque de France, a reconduit Hervé Hannoun dans ses fonctions de membre du Conseil d'administration pour une nouvelle période de trois ans s'achevant le 27 novembre 2006. Le 1^{er} novembre 2003, Christian Noyer a succédé à M. Trichet au poste de Gouverneur de la Banque de France, devenant ainsi administrateur d'office.

Lors de sa séance de mars 2004, le Conseil a réélu Jean-Pierre Roth, Président du Directoire de la Banque Nationale Suisse, pour une nouvelle période de trois ans, se terminant le 31 mars 2007.

Le 27 avril 2004, Ernst Welteke a démissionné de ses fonctions de Président de la Deutsche Bundesbank. Axel Weber lui a succédé le 30 avril, devenant aussi administrateur d'office à compter de cette date.

S'agissant de la Direction de la Banque, Renato Filosa a quitté ses fonctions de Directeur au Département monétaire et économique en août 2003. Már Gudmundsson a été nommé Chef Adjoint de ce Département le 23 juin 2004.

C'est avec un profond regret que le Conseil a appris le décès de Rémi Gros, survenu le 10 janvier 2004, à l'âge de 73 ans. Entré au service de la BRI en 1966, M. Gros avait pris la tête du Département bancaire en 1985. De février 1992 jusqu'à sa retraite, en décembre 1995, il avait aussi occupé les fonctions de Directeur Général Adjoint.

Banques centrales membres de la BRI³

Banque de Réserve d'Afrique du Sud	Central Bank & Financial Services Authority of Ireland
Banque d'Algérie	Banque centrale d'Islande
Deutsche Bundesbank	Banque d'Israël
Agence monétaire d'Arabie Saoudite	Banca d'Italia
Banque centrale de la République argentine	Banque du Japon
Banque de Réserve d'Australie	Banque de Lettonie
Banque Nationale d'Autriche	Banque de Lituanie
Banque Nationale de Belgique	Banque Nationale de la République de Macédoine
Banque centrale de Bosnie-Herzégovine	Banque centrale de Malaysia
Banque centrale du Brésil	Banque du Mexique
Banque Nationale de Bulgarie	Banque centrale de Norvège
Banque du Canada	Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande
Banque centrale du Chili	Nederlandsche Bank
Banque populaire de Chine	Banque centrale des Philippines
Banque de Corée	Banque Nationale de Pologne
Banque Nationale Croate	Banque du Portugal
Banque Nationale du Danemark	Banque Nationale de Roumanie
Banque d'Espagne	Bank of England
Banque d'Estonie	Banque centrale de la Fédération de Russie
Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale	Autorité monétaire de Singapour
Banque centrale européenne	Banque Nationale de Slovaquie
Banque de Finlande	Banque de Slovénie
Banque de France	Sveriges Riksbank
Banque de Grèce	Banque Nationale Suisse
Autorité monétaire de Hong-Kong	Banque Nationale Tchèque
Banque Nationale de Hongrie	Banque de Thaïlande
Banque de Réserve d'Inde	Banque centrale de la République de Turquie
Banque d'Indonésie	

³ Conformément à l'article 15 des Statuts, le capital de la Banque est détenu exclusivement par des banques centrales. Suite aux modifications constitutionnelles de février 2003 qui ont transformé la République fédérale de Yougoslavie en Union Serbie-Monténégro, dotée de deux banques centrales distinctes, le statut juridique de l'émission yougoslave du capital de la Banque est en cours d'examen.

États financiers

au 31 mars 2004

Suite à l'adoption du DTS comme unité de compte de la BRI, la Banque a développé ses conventions comptables et les informations qu'elle publie pour les actualiser et donner une présentation plus détaillée de ses états financiers.

Les états financiers (pages 194 à 216) ont été préparés sur cette base révisée ; ils ont été approuvés le 10 mai 2004.

Nout H. E. M. Wellink
Président

Malcolm D. Knight
Directeur Général

Les états financiers de l'exercice clos le 31 mars 2004 sont présentés sous une forme approuvée par le Conseil d'administration, conformément à l'article 49 des Statuts de la Banque. 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 2004

<i>En millions de DTS</i>	Note	2004	2003 après retraitement
Actif			
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	3	18,9	4 300,7
Or et dépôts en or	4	9 073,8	7 541,9
Bons du Trésor	5	30 240,7	20 724,5
Titres pris en pension	5	21 835,2	12 255,0
Dépôts à terme et avances aux banques	5	68 162,4	58 728,2
Titres du secteur public et autres titres	5	33 483,1	38 732,6
Instruments dérivés	6	3 321,1	3 966,1
Créances à recouvrer	7	1 609,6	3 173,9
Terrains, immeubles et équipement	8	190,0	196,4
Total actif		167 934,8	149 619,3
Passif			
Dépôts en monnaies	9	133 152,5	122 519,0
Dépôts en or	10	7 293,5	6 022,6
Titres donnés en pension	11	1 225,3	73,2
Instruments dérivés	6	4 339,7	3 234,1
Engagements à payer	12	12 169,4	8 242,3
Autres passifs	13	144,4	598,9
Total passif		158 324,8	140 690,1
Fonds propres			
Capital	14	683,9	661,4
Réserves statutaires		8 230,8	7 522,7
Compte de profits et pertes	31	536,1	575,4
Moins : actions propres	14, 15	(852,6)	(739,1)
Autres comptes de fonds propres		1 011,8	908,8
Total fonds propres		9 610,0	8 929,2
Total passif et fonds propres		167 934,8	149 619,3

La note 31 décrit l'incidence sur les états financiers 2003 du passage du franc or au DTS comme monnaie de présentation et des nouvelles conventions comptables adoptées par la Banque.

Compte de profits et pertes

pour l'exercice clos le 31 mars 2004

<i>En millions de DTS</i>	Note	2004	2003 après retraitement
Produits d'intérêts	18	3 493,9	4 135,2
Charges d'intérêts	19	(2 681,1)	(3 228,9)
Variation nette d'évaluation	20	(258,7)	(314,3)
Produits d'intérêts nets		554,1	592,0
Produits nets d'honoraires et de commissions	21	1,4	1,7
Gains de change nets	22	9,0	4,6
Total produits d'exploitation		564,5	598,3
Charges d'exploitation	23	(142,5)	(142,3)
Bénéfice d'exploitation		422,0	456,0
Gains/(pertes) net(te)s sur ventes de titres de placement	24	154,4	147,0
Rachat d'actions – incidence de la sentence arbitrale	15		
Charges d'intérêts		(32,9)	(10,2)
Pertes résultant de la conversion des monnaies		(7,4)	–
Bénéfice net de l'exercice		536,1	592,8

Le bénéfice net de l'exercice clos le 31 mars 2003 présenté ici a été obtenu par conversion aux cours de change moyens. Il diffère donc du chiffre (DTS 575,4 millions après retraitement) figurant au compte de profits et pertes 2003, qui avait été calculé sur la base des cours de fin d'exercice. Cette différence résulte du remplacement du franc or par le DTS comme monnaie de présentation des états financiers de la Banque.

Proposition d'affectation du bénéfice

pour l'exercice clos le 31 mars 2004

<i>En millions de DTS</i>	2004
Bénéfice net de l'exercice	536,1
Dotations au Fonds de réserve légale	–
Dividende proposé :	
Sur 452 073 actions, DTS 225 par action	(101,7)
Sur 18 000 actions nouvellement émises, au prorata à compter de la date de valeur de la souscription	(2,3)
	(104,0)
Dotations proposées aux autres réserves :	432,1
Fonds de réserve générale	(86,4)
Fonds spécial de réserve de dividendes	(20,5)
Fonds de réserve libre	(325,2)
Bénéfice 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 2004

<i>En millions de DTS</i>	Note	Fonds de réserve légale	Fonds de réserve générale	Fonds spécial de réserve de dividendes	Fonds de réserve libre	2004 Total réserves statutaires
Fonds propres au 31 mars 2003 – après retraitement	31	66,1	2 379,7	105,3	4 971,6	7 522,7
Affectation du bénéfice 2002/03		–	41,4	4,2	432,7	478,3
Actions nouvellement émises	14	2,2	227,6	–	–	229,8
Solde au 31 mars 2004 porté au bilan, avant affectation proposée du bénéfice		68,3	2 648,7	109,5	5 404,3	8 230,8
Dotations proposées aux réserves		–	86,4	20,5	325,2	432,1
Solde au 31 mars 2004, après affectation proposée du bénéfice		68,3	2 735,1	130,0	5 729,5	8 662,9

Évolution des fonds propres de la Banque

sur l'exercice clos le 31 mars 2004

							2004	2003
<i>En millions de DTS</i>	Note	Capital libéré	Réserves statutaires	Profits et pertes	Actions propres	Autres comptes de fonds propres	Total fonds propres	Total fonds propres après retraitement
Fonds propres au 31 mars 2003 – après retraitement	31	661,4	7 522,7	575,4	(739,1)	908,8	8 929,2	8 569,0
Paiement du dividende 2002/03		-	-	(97,1)	-	-	(97,1)	(81,9)
Affectation du bénéfice 2002/03		-	478,3	(478,3)	-	-	-	-
Rachat d'actions – incidence de la sentence arbitrale	15	-	-	-	(113,5)	-	(113,5)	(196,1)
Actions nouvellement émises	14	22,5	229,8	-	-	-	252,3	-
Variation nette d'évaluation sur titres de placement	5	-	-	-	-	(158,7)	(158,7)	303,9
Variation nette d'évaluation sur or détenu en propre	4	-	-	-	-	261,7	261,7	17,3
Écart résultant de la conversion des monnaies	31	-	-	-	-	-	-	(275,8)
Bénéfice net de l'exercice		-	-	536,1	-	-	536,1	592,8
Solde au 31 mars 2004 porté au bilan, avant affectation proposée du bénéfice		683,9	8 230,8	536,1	(852,6)	1 011,8	9 610,0	8 929,2
Dividende proposé		-	-	(104,0)	-	-	(104,0)	
Dotations proposées aux réserves		-	432,1	(432,1)	-	-	-	
Solde au 31 mars 2004, après affectation proposée du bénéfice		683,9	8 662,9	-	(852,6)	1 011,8	9 506,0	

Les réserves statutaires comprennent des primes d'émission d'actions totalisant DTS 811,7 millions.

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 la Charte constitutive de la Banque et de ses Statuts. Son siège social est situé Centralbahnplatz 2, 4002 Bâle, Suisse. La Banque possède deux bureaux de représentation : un à Hong-Kong, Région administrative spéciale de la République populaire de Chine (pour l'Asie et le Pacifique) et un à Mexico, Mexique (pour les Amériques).

Comme le précise l'article 3 de ses Statuts, la Banque a pour objet de favoriser la coopération des banques centrales, de fournir des facilités additionnelles pour les opérations financières internationales et d'agir comme mandataire (*trustee*) ou agent en ce qui concerne les règlements financiers internationaux. Cinquante-six banques centrales sont actuellement membres de la Banque. Elles exercent les droits de représentation et de vote aux Assemblées générales en proportion du nombre d'actions BRI émises dans leurs pays respectifs. Le Conseil d'administration de la Banque est composé des gouverneurs des banques centrales d'Allemagne, de Belgique, du Canada, des États-Unis d'Amérique, de France, d'Italie, du Japon, des Pays-Bas, du Royaume-Uni, de Suède et de Suisse ainsi que d'administrateurs nommés originaires de six de ces pays.

Les états financiers comportent le bilan et le compte de profits et pertes, en application de l'article 49 des Statuts de la Banque.

2. Principales conventions comptables

A. Monnaie de présentation

Avec effet au 1^{er} avril 2003, la monnaie de présentation des états financiers de la Banque est le Droit de tirage spécial (DTS) tel que défini par le Fonds monétaire international (FMI).

Avant le 1^{er} avril 2003, la monnaie de présentation était le franc or (FO). Le passage au DTS est destiné à faciliter une gestion efficiente des opérations et des fonds propres économiques de la Banque et à renforcer la transparence de ses états financiers.

Le DTS est calculé à partir d'un panier de grandes monnaies en application de la Règle O-1 adoptée par le Conseil d'administration du FMI le 29 décembre 2000, avec effet au 1^{er} janvier 2001. Un DTS équivaut actuellement à la somme des éléments suivants : USD 0,577, EUR 0,426, JPY 21 et GBP 0,0984. Le FMI procède à une révision de la composition de ce panier tous les cinq ans.

Sauf indication contraire, tous les chiffres des états financiers 2004 sont exprimés en millions de DTS.

B. Modification des conventions comptables et des informations publiées

Parallèlement à l'introduction du DTS comme monnaie de présentation, la Banque a revu ses conventions comptables pour les faire concorder plus étroitement avec ses opérations. En conséquence, plusieurs modifications des conventions comptables et des informations publiées ont pris effet au 1^{er} avril 2003. Ces ajustements visent à donner une présentation plus précise et plus détaillée de la situation financière de la Banque et de ses résultats ; ils sont résumés ci-après.

Comptabilisation des instruments financiers dans le bilan

Étant donné que les opérations de la Banque recourent de plus en plus aux techniques de marché, les instruments financiers sont, pour la plupart, portés au bilan à la date de transaction à leur valeur de marché. Les dérivés sont présentés, des deux côtés du bilan, à leur valeur de marché brute. Les exceptions à cette règle générale sont listées infra dans les notes intitulées Instruments financiers (autres que or et dépôts en or) et Or et dépôts en or. Les exercices précédents, les instruments financiers étaient inscrits à leur date de valeur au coût historique ajusté, les dérivés étant présentés sur une base nette.

Comptabilisation des instruments financiers dans le compte de profits et pertes/les fonds propres

La variation de valeur des actifs et passifs financiers bancaires (résultant des activités de collecte et de placement des dépôts de la clientèle) et de tous les dérivés est portée au compte de profits et pertes. S'agissant des actifs de placement de la Banque (or et instruments en monnaies financés sur fonds propres), les revenus d'intérêts et gains matérialisés sont inscrits au compte de profits et pertes au coût historique, et la variation non matérialisée de la valeur de marché est directement imputée aux réserves de réévaluation, dans les fonds propres. Pour l'exercice clos le 31 mars 2003, les revenus d'intérêts et les gains matérialisés, au coût historique, étaient enregistrés dans le compte de profits et pertes, mais la variation non matérialisée de la valeur de marché n'était portée ni au compte de profits et pertes ni aux fonds propres.

Écart résultant de la conversion des monnaies

L'écart résultant de la conversion des monnaies est imputé au compte de profits et pertes. Les exercices précédents, il était porté au compte des différences d'évaluation, dans les fonds propres.

Les notes qui suivent décrivent plus en détail, poste par poste, les conventions comptables révisées. La note 31 présente un rapprochement entre les états financiers en francs or au 31 mars 2003 et les états financiers en DTS intégrant les modifications des conventions comptables décrites plus haut. Les chiffres correspondants de l'exercice clos le 31 mars 2003 ont été retraités afin de refléter ces modifications.

C. Conversion des monnaies

Les instruments financiers sont convertis en DTS aux cours de change à la date du bilan. Les autres actifs et passifs sont enregistrés en DTS aux cours de change à la date de transaction. Les profits et pertes sont convertis en DTS à un cours moyen. Les variations de change résultant de la reconversion des instruments financiers et du règlement des opérations sont portées au compte de profits et pertes.

D. Méthodologie d'évaluation

En général, la Banque évalue ses actifs, passifs et dérivés à la valeur de marché. Pour cela, elle utilise des cours fiables publiés par des places actives. Si de telles références ne sont pas disponibles (pour des instruments comme les dérivés de gré à gré), la Banque emploie des modèles financiers faisant appel à la méthode des flux de trésorerie actualisés. Cette méthode, qui repose sur des estimations de flux de trésorerie, taux d'intérêt, cours de change et remboursements anticipés, fait intervenir des facteurs tels que qualité du crédit, liquidité et volatilité.

E. Instruments financiers (autres que or et dépôts en or)

Parmi ces instruments financiers, qui forment l'essentiel du bilan de la Banque, figurent encaisse et comptes à vue auprès des banques, bons du Trésor, titres pris en pension, dépôts à terme et avances aux banques, titres du secteur public et autres titres, dérivés, dépôts en monnaies et titres donnés en pension.

Pour tous ces instruments financiers, les bénéfices au coût historique résultant des intérêts courus et de l'amortissement des primes payées et coupons reçus sont inclus dans les produits d'intérêts (pour les actifs et les dérivés) ou dans les charges d'intérêts (pour les passifs). Les gains matérialisés sur cessions, rachats et dénouements anticipés sont enregistrés sous Variation nette d'évaluation.

La Banque porte la plupart de ses instruments financiers à son bilan à la date de transaction à leur valeur de marché. Les dérivés y figurent comme actifs ou passifs, selon que la valeur de marché du contrat est positive ou négative pour la Banque. Les instruments financiers à très court terme (actifs et passifs) font exception à cette règle générale de comptabilisation à la valeur de marché. Ces instruments, qui ont généralement des périodes de préavis de trois jours, voire moins, sont inscrits au bilan à la date de valeur, à leur valeur de principal augmentée des intérêts courus. Ils figurent sous Encaisse et comptes à vue auprès des banques et Dépôts en monnaies.

Les deux sections suivantes décrivent le traitement des gains/pertes de réévaluation non matérialisé(e)s selon la catégorie dans laquelle est classé l'instrument.

1. Dépôts en monnaies, principalement des banques centrales et institutions internationales, actifs bancaires et instruments dérivés correspondants

La Banque assume le rôle de teneur de marché pour certains de ses instruments de dépôt en monnaies. Le risque de marché inhérent à ces instruments est géré globalement et la Banque les comptabilise donc tous à la

valeur de marché, les écarts de valeur étant enregistrés sous Variation nette d'évaluation, au compte de profits et pertes.

2. Actifs, passifs et instruments dérivés liés au placement des fonds propres de la Banque

Ces actifs, détenus à long terme mais pas nécessairement jusqu'à leur échéance, sont des actifs de placement qui sont comptabilisés au bilan, à l'origine, à leur coût d'acquisition. Ils sont réévalués ensuite à leur valeur de marché, les gains/pertes non matérialisé(e)s étant porté(e)s à la réserve de réévaluation des titres, inscrite au bilan sous Autres comptes de fonds propres.

Les passifs correspondants sont principalement des opérations de pension à court terme. En raison de leur courte durée, ils sont portés au bilan à leur valeur de marché, les écarts de valeur étant enregistrés sous Variation nette d'évaluation, au compte de profits et pertes.

Les dérivés correspondants sont utilisés par la Banque pour gérer son risque de marché ou à des fins de négociation. Elle les porte au bilan à leur valeur de marché, les écarts de valeur étant enregistrés sous Variation nette d'évaluation, au compte de profits et pertes.

F. Or et dépôts en or

Les éléments d'actif et de passif en or sont portés au bilan sur la base de leur poids d'or (converti en dollars EU au cours du marché et transcrit en DTS), avec les intérêts courus. La rémunération des dépôts en or est inscrite aux produits d'intérêts (actif) ou aux charges d'intérêts (passif), selon le principe de la comptabilité d'exercice.

L'or détenu en propre par la BRI entre dans la catégorie des actifs de placement. Le montant excédentaire par rapport à l'ancienne valeur statutaire de l'or (USD 208 l'once au 31 mars 2003, soit environ DTS 151 l'once) est porté à la réserve de réévaluation de l'or, qui figure au bilan sous Autres comptes de fonds propres.

Les gains ou pertes de réévaluation sur les dépôts en or de tiers (passif) et les dépôts en or correspondants (actif) sont comptabilisés sous Variation nette d'évaluation, au compte de profits et pertes.

G. Créances à recouvrer et engagements à payer

Il s'agit principalement de montants à très court terme liés au règlement de transactions financières ; ils sont portés au bilan à leur coût.

H. Terrains, immeubles et équipement

Les immeubles et équipement de la Banque sont inscrits à l'actif au coût historique amorti sur une base linéaire par rapport à leur durée d'utilité estimée :

Immeubles – 50 ans

Installations et machines des immeubles – 15 ans

Équipement en technologies de l'information – 4 ans

Autre équipement – 4 à 10 ans

Les terrains de la Banque ne sont pas amortis. La Banque effectue un examen périodique de la perte de valeur de ses terrains, immeubles et équipement. Lorsque la valeur

comptable d'un actif est supérieure à sa valeur recouvrable estimée, elle est réduite d'autant. Les dépenses d'investissement et les cessions sont converties au cours de change à la date de transaction.

I. Provisions

Des provisions sont constituées lorsque la Banque a une obligation actuelle, juridique ou implicite, résultant d'événements antérieurs à la date du bilan, et qu'il est probable que des ressources économiques seront requises pour s'acquitter de cette obligation, à condition que son montant puisse être raisonnablement estimé.

J. Obligations découlant du régime de retraite

La BRI gère un Fonds de pension capitalisé à prestations déterminées au bénéfice de ses agents. Elle gère aussi des régimes non capitalisés pour les pensions, au bénéfice de ses administrateurs et, pour l'assurance maladie et accidents, au bénéfice de ses agents actuels et anciens.

Fonds de pension

Le passif au titre du Fonds de pension des agents correspond à la valeur actualisée de l'obligation de prestations déterminées à la date du bilan, moins la valeur de marché des actifs du fonds à la date du bilan, en tenant compte des ajustements pour gains et pertes actuariels non comptabilisés et des coûts des prestations pour services passés. L'obligation de prestations déterminées est calculée chaque année par des actuaires indépendants selon la méthode de répartition des prestations projetées. La valeur actualisée de l'obligation est déterminée par les sorties de fonds futures, estimées sur la base des taux d'actualisation des titres de dette d'entreprises de première qualité assortis d'échéances résiduelles avoisinant celles des passifs correspondants.

Le montant imputé au compte de profits et pertes représente la somme du coût actuel des prestations constituées dans le cadre du système au cours de l'exercice et des intérêts au taux d'actualisation appliqué à l'obligation de prestations déterminées. En outre, les gains et pertes actuariels résultant des ajustements liés aux antécédents (en cas de divergence entre hypothèses actuarielles et résultat effectif), des changements d'hypothèses actuarielles et des modifications du Règlement relatif au Système de pensions sont imputés au compte de profits et pertes sur la période de service des agents concernés. L'actif ou le passif correspondant est porté au bilan sous Créances à recouvrer ou Autres passifs.

Régimes non capitalisés

Le passif au titre du régime de retraite des administrateurs et du régime d'assurance maladie et accidents correspond à la valeur actualisée de l'obligation de prestations déterminées calculée sur une base identique à celle du Fonds de pension des agents. Pour le régime maladie et accidents (où les droits sont en principe subordonnés à une période de service minimale de dix ans et jusqu'à l'âge de 50 ans), les coûts attendus de ces prestations sont répartis sur la période de service en suivant la méthode

actuarielle de répartition des prestations projetées. Des actuaires indépendants procèdent chaque année à une évaluation de ces obligations.

Principe du corridor

Lorsque l'obligation de prestations déterminées dépasse le montant le plus élevé entre le passif et les actifs éventuels utilisés pour capitaliser l'obligation portée aux états financiers d'un montant supérieur aux limites d'un corridor de 10 %, le montant hors de ce corridor est amorti sur la vie active estimée des agents concernés.

K. Utilisation d'estimations

Pour préparer les états financiers, la Direction de la Banque doit retenir certaines estimations pour arrêter les montants déclarés d'actif et de passif, les actifs et passifs éventuels à la date du bilan, ainsi que les montants déclarés de produits et de charges durant l'exercice. Pour arriver à ces estimations, la Direction utilise les informations disponibles, émet des hypothèses et s'en remet à son jugement. Les chiffres effectifs ultérieurs peuvent différer sensiblement de ces estimations.

3. Encaisse et comptes à vue auprès des banques

Il s'agit de liquidités auprès de banques centrales et commerciales dont la BRI peut disposer sur demande.

4. Or et dépôts en or à l'actif

Composition de l'actif en or de la Banque :

En millions de DTS	2004	2003
Barres détenues auprès de banques centrales	5 463,9	4 534,2
Total dépôts à terme en or	3 609,9	3 007,7
Total or et dépôts en or à l'actif	9 073,8	7 541,9

Est comprise dans ce total l'encaisse-or appartenant en propre à la Banque qui, au 31 mars 2004, s'élevait à DTS 1 780,7 millions, équivalant à 192 tonnes d'or fin (31 mars 2003 : DTS 1 519,0 millions ; 192 tonnes). Les éléments de cette encaisse-or sont portés au bilan sur la base de leur poids d'or (converti en dollars EU au cours du marché et transcrit en DTS), avec les intérêts courus. Le montant excédentaire par rapport à l'ancienne valeur statutaire d'environ DTS 151 l'once est inscrit à la réserve de réévaluation de l'or (publiée au bilan sous Autres comptes de fonds propres) et les gains ou pertes matérialisé(s) sur cessions d'or détenu en propre sont porté(s) au compte de profits et pertes. Au 1^{er} avril 2003, le solde d'ouverture de la réserve de réévaluation de l'or s'élevait à DTS 571,6 millions. La réserve s'est accrue de DTS 261,7 millions durant l'exercice clos le 31 mars 2004, de sorte que le solde à cette date s'élevait à DTS 833,3 millions.

En millions de DTS	2004			2003		
	Actifs bancaires	Actifs de placement	Total	Actifs bancaires	Actifs de placement	Total
Bons du Trésor	30 240,7	–	30 240,7	20 724,5	–	20 724,5
Titres pris en pension	20 609,7	1 225,5	21 835,2	12 181,8	73,2	12 255,0
Dépôts à terme et avances aux banques						
Avances	–	–	–	387,6	–	387,6
Dépôts à terme fixe	65 515,0	–	65 515,0	53 562,9	–	53 562,9
Comptes à préavis/à vue	2 640,6	6,8	2 647,4	4 767,2	10,5	4 777,7
	68 155,6	6,8	68 162,4	58 717,7	10,5	58 728,2
Titres du secteur public et autres titres						
État	3 853,5	4 978,4	8 831,9	8 630,7	4 612,4	13 243,1
Établissements financiers	15 508,2	1 221,8	16 730,0	14 299,3	1 189,6	15 488,9
Divers (dont secteur public)	6 584,3	1 336,9	7 921,2	8 391,5	1 609,1	10 000,6
	25 946,0	7 537,1	33 483,1	31 321,5	7 411,1	38 732,6
Total actifs bancaires et de placement	144 952,0	8 769,4	153 721,4	122 945,5	7 494,8	130 440,3

5. Actifs bancaires et de placement

Les bons du Trésor, titres pris en pension, dépôts à terme et avances aux banques, titres du secteur public et autres titres constituent soit des actifs bancaires (placement des dépôts de la clientèle), soit des actifs de placement (instruments en monnaies acquis sur les fonds propres de la Banque).

Titres pris en pension : opérations par lesquelles la Banque place un dépôt à terme auprès d'une contrepartie qui fournit une garantie sous forme de titres. Le taux de rémunération du dépôt est fixé au début de la transaction et il y a un engagement irrévocable de restituer la garantie, sous réserve du remboursement du dépôt. La valeur de marché de la sûreté est suivie pendant toute la durée du

contrat et, le cas échéant, la Banque obtient une sûreté supplémentaire pour se protéger contre le risque de crédit.

Dépôts à terme et avances aux banques : placements auprès de banques centrales, institutions internationales et banques commerciales, dont prêts à taux fixe, comptes à préavis et avances aux banques centrales et institutions internationales dans le cadre de lignes de crédit avec ou sans engagement.

Titres du secteur public et autres titres : placements auprès de banques centrales, institutions internationales et banques commerciales, dont obligations à taux fixe ou variable et titres adossés à des actifs.

Le tableau ci-dessus montre la composition des actifs bancaires et de placement de la Banque.

au 31 mars 2004	Valeur de marché à l'actif	Coût historique	Réserve de réévaluation des titres	Gains bruts	Pertes brutes
<i>En millions de DTS</i>					
Titres pris en pension	1 225,5	1 225,5	–	–	–
Dépôts à terme et avances aux banques	6,8	6,8	–	–	–
Titres du secteur public et autres titres	7 537,1	7 358,6	178,5	193,0	(14,5)
Total	8 769,4	8 590,9	178,5	193,0	(14,5)

au 31 mars 2003	Valeur de marché à l'actif	Coût historique	Réserve de réévaluation des titres	Gains bruts	Pertes brutes
<i>En millions de DTS</i>					
Titres pris en pension	73,2	73,2	–	–	–
Dépôts à terme et avances aux banques	10,5	10,5	–	–	–
Titres du secteur public et autres titres	7 411,1	7 073,9	337,2	337,6	(0,4)
Total	7 494,8	7 157,6	337,2	337,6	(0,4)

Les actifs de placement de la Banque sont comptabilisés au bilan à leur valeur de marché. Leur montant excédentaire par rapport au coût historique est porté à la réserve de réévaluation des titres (figurant au bilan sous Autres comptes de fonds propres), et les gains ou pertes matérialisé(s) sur cessions d'actifs de placement sont inscrits au compte de profits et pertes. Au 1^{er} avril 2003, le solde d'ouverture de la réserve de réévaluation se chiffrait à DTS 337,2 millions. La réserve

s'est contractée de DTS 158,7 millions durant l'exercice clos le 31 mars 2004, de sorte que le solde à cette date se situait à DTS 178,5 millions.

Les tableaux du bas de la page précédente montrent la composition de la réserve de réévaluation des titres au 31 mars 2004 et au 31 mars 2003.

6. Instruments dérivés

En millions de DTS	2004			2003		
	Montant notionnel	Valeur de marché		Montant notionnel	Valeur de marché	
		Actif	Passif		Actif	Passif
Contrats à terme sur obligations	212,7	0,0	(0,0)	211,4	0,1	(0,8)
Contrats à terme sur taux	42 143,9	0,4	(0,4)	18 511,9	1,3	(0,4)
Contrats garantie de taux	17 623,0	4,7	(5,0)	26 437,5	8,6	(9,1)
Instruments à terme sur devises	2 209,5	17,7	(5,6)	824,6	2,3	(8,0)
Options sur devises achetées et vendues	16,6	0,0	(0,0)	327,2	1,7	(1,7)
Options sur obligations	388,4	0,1	(0,0)	562,4	1,4	(0,7)
Options sur swaps	1 589,4	0,0	(25,0)	-	-	-
Swaps de devises	37 990,0	53,7	(750,1)	51 717,0	159,1	(202,8)
Swaps de taux	85 894,0	3 003,1	(1 099,1)	125 018,0	3 723,3	(1 219,5)
Swaps de taux et de devises	11 388,0	241,4	(2 454,5)	10 638,0	68,3	(1 791,1)
Total instruments dérivés	199 455,5	3 321,1	(4 339,7)	234 248,0	3 966,1	(3 234,1)

La Banque a recours aux dérivés suivants à des fins de couverture et de négociation.

Contrats à terme sur devises, obligations et taux : obligations contractuelles, sur un marché organisé, de recevoir ou payer un montant net reposant sur une variation des cours de change, taux d'intérêt ou cours des obligations à une date donnée et à un prix fixé à l'avance. Un contrat à terme est garanti par des espèces ou des titres facilement négociables et les écarts de valeur sont réglés journellement auprès du marché organisé.

Contrats garantie de taux : contrats de taux à terme de gré à gré donnant lieu à un règlement en espèces à une date donnée correspondant à la différence entre un taux d'intérêt convenu et le taux du marché.

Instruments à terme sur devises : engagements d'acheter des devises à une date future, dont opérations au comptant non livrées.

Options sur devises et options sur obligations : contrats conférant à l'acquéreur le droit, mais non l'obligation, d'acquiescer (option d'achat) ou de céder (option de vente), à une date donnée, un montant déterminé de devises ou une obligation à un prix fixé à l'avance. L'acheteur d'option rémunère le vendeur par le versement d'une prime.

Swaps de devises, swaps de taux et devises et swaps de taux : engagements d'échanger un flux de trésorerie contre un autre. Un swap représente un échange économique de monnaies ou de taux d'intérêt (fixe contre variable, par exemple) ou un échange simultané de taux

d'intérêt et de monnaies (swap de taux et devises). Sauf pour certains swaps de devises et swaps de taux et devises, il n'y a pas d'échange de principal.

Options sur swaps : contrats conférant à l'acquéreur 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.

Le tableau ci-dessus présente en détail la valeur de marché des instruments dérivés.

7. Créances à recouvrer

En millions de DTS	2004	2003
Opérations financières en instance de règlement	1 598,0	3 143,1
Divers	11,6	30,8
Total créances à recouvrer	1 609,6	3 173,9

Les Opérations financières en instance de règlement sont des créances à court terme (à recouvrer généralement dans un délai maximum de trois jours), pour lesquelles le transfert d'espèces n'a pas encore eu lieu ; il s'agit d'actifs vendus et de passifs émis.

8. Terrains, immeubles et équipement

En millions de DTS				2004	2003
	Terrains	Immeubles	Équipement	Total	Total
Coût historique					
Solde d'ouverture	41,2	185,1	79,4	305,7	298,0
Dépenses d'investissement	-	-	10,5	10,5	8,4
Cessions et retraits	-	-	(1,8)	(1,8)	(0,7)
Solde au 31 mars	41,2	185,1	88,1	314,4	305,7
Amortissement					
Amortissement cumulé d'ouverture	-	61,2	48,1	109,3	95,3
Amortissement	-	7,1	9,8	16,9	14,7
Cessions et retraits	-	-	(1,8)	(1,8)	(0,7)
Solde au 31 mars	-	68,3	56,1	124,4	109,3
Valeur comptable nette au 31 mars	41,2	116,8	32,0	190,0	196,4

Après examen de la perte de valeur des terrains et immeubles de la Banque, la dotation aux amortissements pour l'exercice clos le 31 mars 2004 a été majorée de DTS 3,3 millions.

9. Dépôts en monnaies

Les dépôts en monnaies sont des créances comptables sur la Banque ; ils se décomposent comme suit.

En millions de DTS	2004	2003
Instruments de dépôt remboursables à 1-2 jours de préavis		
Instruments à moyen terme (MTI)	41 198,8	41 744,4
FIXBIS	35 212,5	31 681,8
	76 411,3	73 426,2
Autres dépôts en monnaies		
Autres instruments de dépôt (FRIBIS)	6 200,2	6 063,0
Comptes à vue/à préavis et dépôts à terme	50 541,0	43 029,8
	56 741,2	49 092,8
Total dépôts en monnaies	133 152,5	122 519,0

La Banque s'engage à rembourser certains instruments de dépôt, en intégralité ou en partie, à leur valeur de marché, avec un préavis de un ou deux jours ouvrés. Les gains ou pertes correspondant(e)s sont porté(e)s au compte de profits et pertes sous Variation nette d'évaluation.

Les dépôts en monnaies (hors comptes à vue et à préavis) sont comptabilisés au bilan à leur valeur de marché. Cette valeur diffère de la somme que la Banque est tenue de payer à l'échéance au déposant. Augmentée des intérêts courus au 31 mars 2004, cette somme est égale à DTS 128 682,8 millions (DTS 120 913,1 millions au 31 mars 2003).

10. Dépôts en or au passif

Les dépôts en or reçus par la Banque proviennent exclusivement de banques centrales.

11. 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 garantie sous forme de titres. Le taux de rémunération du dépôt est fixé au début de la transaction, et il y a un engagement irrévocable de rembourser le dépôt, sous réserve de la restitution des titres. Ces opérations sont conclues avec des banques commerciales exclusivement.

12. Engagements à payer

Ils recouvrent des opérations financières en instance de règlement (engagements à court terme, à payer généralement dans un délai maximum de trois jours), pour lesquelles le transfert d'espèces n'a pas encore eu lieu ; il s'agit d'achats d'actifs et de rachats de titres de dette.

13. Autres passifs

En millions de DTS	2004	2003
Obligations découlant du régime de retraite - note 17		
Pensions des administrateurs	4,0	4,0
Prestations d'assurance maladie et accidents	111,2	97,1
À payer aux anciens actionnaires	14,5	208,9
Divers	14,7	288,9
Total autres passifs	144,4	598,9

14. Capital

L'Assemblée générale extraordinaire du 10 mars 2003 a modifié les Statuts de la Banque pour redéfinir en DTS le capital de la Banque, avec effet au 1^{er} avril 2003, et ajuster en conséquence la valeur nominale (valeur au pair) de l'action BRI. Afin d'obtenir un chiffre rond, cette valeur nominale a été arrondie par défaut à DTS 5 000 (libérée de 25 %), au lieu du montant précis ressortant de la conversion au 31 mars 2003 (DTS 5 696). Le montant excédentaire de DTS 92,1 millions a été transféré du capital libéré au Fonds de réserve libre (note 31). Globalement, le capital et les réserves de la Banque n'ont pas été affectés par cet ajustement.

Le capital de la Banque est constitué comme suit.

	2004	2003
	<i>En millions de DTS</i>	<i>En millions de francs or</i>
Capital autorisé : 600 000 actions, valeur nominale DTS 5 000 chacune (2003 : FO 2 500)	3 000,0	1 500,0
Capital émis : 547 125 actions (2003 : 529 125)	2 735,6	1 322,8
Capital libéré (25 %)	683,9	330,7

Durant l'exercice clos le 31 mars 2004, la Banque a procédé à des émissions, de 3 000 actions chacune, en faveur des banques centrales d'Algérie, du Chili, d'Indonésie, d'Israël, de Nouvelle-Zélande et des Philippines. Le nombre des banques centrales membres est ainsi passé à 56 (31 mars 2003 : 50).

Nombre d'actions recevant un dividende :

	2004	2003
Actions émises	547 125	529 125
Moins : actions propres		
Rachat d'actions durant l'exercice clos le 31 mars 2001	(74 952)	(74 952)
Autres actions	(2 100)	(2 100)
Actions distribuées recevant un dividende	470 073	452 073
Dont :		
Recevant un dividende plein	452 073	452 073
Actions nouvellement émises rémunérées au prorata à compter de la date de valeur de la souscription	18 000	-

15. Rachat d'actions

L'Assemblée générale extraordinaire du 8 janvier 2001 a modifié les Statuts de la Banque pour réserver le droit de détenir des actions BRI exclusivement aux banques centrales, ce qui a entraîné une reprise obligatoire des 72 648 actions détenues par des actionnaires privés (c'est-à-dire autres que banques centrales) sur lesquelles les banques centrales américaine, belge et française exercent les droits de vote. L'indemnité versée s'élevait à CHF 16 000

par action. Simultanément, la Banque a repris 2 304 actions de ces trois émissions détenues par d'autres banques centrales. Elle comptabilise toutes ces actions comme actions propres et, le moment venu, les redistribuera aux banques centrales déjà membres de la manière que le Conseil d'administration jugera appropriée.

Trois anciens actionnaires privés ont exprimé leur mécontentement à l'égard du montant de l'indemnité versée par la Banque dans le cadre du rachat obligatoire et ont engagé une procédure devant le Tribunal arbitral de La Haye. Cette procédure s'est achevée avec la sentence définitive rendue le 19 septembre 2003 par le Tribunal arbitral, accordant une indemnité supplémentaire de CHF 7 977,56 par action. La Banque a appliqué la sentence à l'ensemble de ses anciens actionnaires, et le coût du rachat de la totalité des 74 952 actions susmentionnées s'est accru de DTS 153,8 millions, comme suit.

<i>En millions de DTS</i>	2004
Imputation aux actions propres :	
Indemnité supplémentaire en sus de la provision	113,5
Imputation au compte de profits et pertes :	
Intérêts supplémentaires à ce titre en sus de la provision	32,9
Perte de conversion	7,4
Total	153,8

16. Bénéfice par action

	2004	2003
Bénéfice net de l'exercice (en millions de DTS)	536,1	592,8
Nombre moyen pondéré d'actions recevant un dividende	462 114	452 073
Bénéfice par action (en DTS)	1 160	1 311

Le dividende proposé pour l'exercice clos le 31 mars 2004 s'élève à DTS 225 par action (2003 : CHF 400, équivalant à DTS 214,8).

17. Obligations découlant du régime de retraite

A. Pensions des administrateurs

La Banque gère un régime non capitalisé à prestations déterminées au bénéfice de ses administrateurs, dont le droit à pension est basé sur une période de service minimale de quatre ans. Ce compte a évolué comme suit durant l'exercice.

<i>En millions de DTS</i>	2004	2003
Passif d'ouverture	4,0	3,6
Contributions	(0,3)	(0,2)
Imputation au compte de profits et pertes	0,4	0,3
Variation de change	(0,1)	0,3
Passif de clôture – note 13	4,0	4,0

B. Pensions des agents

La BRI gère, au bénéfice de ses agents, un Système de pensions à prestations déterminées sur la base du traitement de fin de carrière. Le Système repose sur un fonds qui s'apparente à un fonds fiduciaire, sans personnalité juridique propre. Ses actifs sont gérés par la Banque au seul profit des agents actuels et anciens admis à participer au Système. Des actuaires indépendants procèdent chaque année à une évaluation du fonds. La dernière date du 30 septembre 2003.

<i>En millions de DTS</i>	2004	2003
Valeur actualisée des obligations capitalisées	527,8	511,3
Valeur de marché des actifs du fonds	(525,4)	(480,9)
	2,4	30,4
Gain/(perte) actuariel(le) non comptabilisé(e)	(2,4)	(30,4)
Passif	-	-

Ce compte a évolué comme suit durant l'exercice.

<i>En millions de DTS</i>	2004	2003
(Actif)/passif d'ouverture	-	-
Contributions	(14,5)	(30,1)
Imputation au compte de profits et pertes	14,5	30,1
(Actif) / passif de clôture	-	-

Les calculs ci-dessus ont été effectués sur la base des principales hypothèses actuarielles suivantes.

	2004	2003
Taux d'actualisation – taux de marché des obligations d'entreprises suisses de première qualité	3,5 %	3,5 %
Rendement attendu des actifs du fonds	5,0 %	5,0 %

C. Prestations d'assurance maladie et accidents

La Banque offre aussi, après le départ en retraite, des prestations non capitalisées d'assurance maladie et accidents, sur la base d'une période de service minimale de dix ans. La méthodologie appliquée pour la détermination des coûts et obligations découlant de ce régime et les hypothèses actuarielles utilisées pour le calcul de ces prestations sont identiques à celles du Système de pensions, avec une hypothèse supplémentaire de hausse tendancielle des frais médicaux de 5 % l'an.

Ce compte a évolué comme suit durant l'exercice.

<i>En millions de DTS</i>	2004	2003
Passif d'ouverture	97,1	81,6
Contributions	(1,2)	(3,4)
Imputation au compte de profits et pertes	16,4	8,6
Variation de change	(1,1)	10,3
Passif de clôture – note 13	111,2	97,1
Perte actuarielle non comptabilisée	18,1	22,9
Valeur actualisée des obligations	129,3	120,0

18. Produits d'intérêts

<i>En millions de DTS</i>	2004	2003
Intérêts sur actifs de placement		
Titres pris en pension	9,9	17,8
Dépôts à terme et avances aux banques	25,4	29,1
Titres du secteur public et autres titres	269,8	317,9
	305,1	364,8
Intérêts sur actifs bancaires		
Bons du Trésor	233,4	217,5
Titres pris en pension	104,3	103,5
Dépôts à terme et avances aux banques	1 106,7	1 567,1
Titres du secteur public et autres titres	721,6	838,0
	2 166,0	2 726,1
Intérêts sur instruments dérivés	1 022,3	1 043,8
Autres intérêts	0,5	0,5
Total produits d'intérêts	3 493,9	4 135,2

19. Charges d'intérêts

<i>En millions de DTS</i>	2004	2003
Intérêts sur dépôts en or	7,0	11,3
Intérêts sur dépôts en monnaies	2 665,7	3 201,7
Intérêts sur titres donnés en pension	8,4	15,9
Total charges d'intérêts	2 681,1	3 228,9

20. Variation nette d'évaluation

<i>En millions de DTS</i>	2004	2003
Variation d'évaluation non matérialisée sur actifs financiers bancaires	(98,9)	439,5
Gains/(pertes) matérialisé(e)s sur actifs financiers bancaires	32,1	31,7
Variation d'évaluation non matérialisée sur passifs financiers	583,8	(1 341,8)
Gains/(pertes) matérialisé(e)s sur passifs financiers	(327,1)	(418,5)
Variation d'évaluation sur instruments dérivés	(448,6)	974,8
Variation nette d'évaluation	(258,7)	(314,3)

21. Produit net d'honoraires et de commissions

<i>En millions de DTS</i>	2004	2003
Produits d'honoraires et de commissions	5,8	6,0
Charges d'honoraires et de commissions	(4,4)	(4,3)
Produit net d'honoraires et de commissions	1,4	1,7

22. Gains de change nets

Ce poste recouvre les gains au titre des transactions financières et des opérations de conversion.

23. 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.

Les charges découlant du régime de retraite pour l'exercice clos le 31 mars 2003 incluent une contribution spéciale de CHF 33,9 millions au Fonds de pension des agents de la Banque. Les charges au titre des Autres dépenses de personnel se sont accrues sur l'exercice clos le 31 mars 2004, principalement en raison de l'augmentation des dépenses d'assurance maladie et accidents, publiées en DTS à la note 17.

Au cours de l'exercice clos le 31 mars 2004, le nombre moyen d'agents en équivalent temps plein s'élevait à 509 (2003 : 493).

<i>En millions de CHF</i>	2004	2003
Conseil d'administration		
Indemnités des administrateurs	1,6	1,5
Pensions	0,6	0,6
Déplacements, séances du Conseil hors siège et divers	1,5	1,3
	3,7	3,4
Direction et personnel		
Rémunération	96,1	96,3
Pensions	30,2	62,9
Autres dépenses de personnel	44,4	22,9
	170,7	182,1
Dépenses de bureau et dépenses diverses	62,1	62,0
Frais d'administration en millions de CHF	236,5	247,5
Frais d'administration en millions de DTS	125,6	127,6
Amortissement en millions de DTS	16,9	14,7
Charges d'exploitation en millions de DTS	142,5	142,3

24. Gains nets sur ventes de titres de placement

<i>En millions de DTS</i>	2004	2003
Gains matérialisés bruts	172,5	153,8
Pertes matérialisées brutes	(18,1)	(6,8)
Gains nets sur ventes de titres de placement	154,4	147,0

25. Impôts

Le statut juridique de la BRI en Suisse est défini dans l'Accord de siège qu'elle a conclu avec le Conseil fédéral suisse. Aux termes de ce document, la Banque est exonérée de pratiquement tous les impôts directs et indirects des autorités fédérales et locales en Suisse.

Des conventions similaires ont été passées avec le gouvernement de la République populaire de Chine pour le Bureau d'Asie à Hong-Kong RAS et avec le gouvernement mexicain pour le Bureau des Amériques.

26. 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 exercice clos en	
	2004	2003	2004	2003
USD	0,675	0,728	0,700	0,755
EUR	0,827	0,793	0,821	0,749
JPY	0,00649	0,00613	0,00620	0,00620
GBP	1,239	1,150	1,183	1,167
CHF	0,530	0,537	0,531	0,511
Or	286,5	244,1	263,8	245,4

27. Éléments 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.

En millions de DTS	2004	2003
Valeur nominale des titres détenus dans le cadre de :		
Conventions de dépôt	9 153,5	8 309,6
Contrats de nantissement	2 346,2	3 556,4
Mandats de gestion de portefeuille	2 903,3	2 158,9
Total	14 403,0	14 024,9

Les instruments financiers détenus dans le cadre des mandats ci-dessus sont déposés auprès de conservateurs externes (banques centrales ou banques commerciales).

28. Engagements de crédit

La Banque a ouvert plusieurs lignes de crédit avec engagement à sa clientèle de banques centrales et d'institutions internationales. Au 31 mars 2004, leur encours s'élevait à DTS 2 867,2 millions (31 mars 2003 : DTS 2 780,5 millions), dont DTS 118,2 millions pour des engagements non assortis de garanties (31 mars 2003 : DTS 150,0 millions).

29. Parties liées

La Banque désigne actuellement comme parties liées les membres du Conseil d'administration et ceux de la Direction de la Banque (essentiellement membres du Comité exécutif).

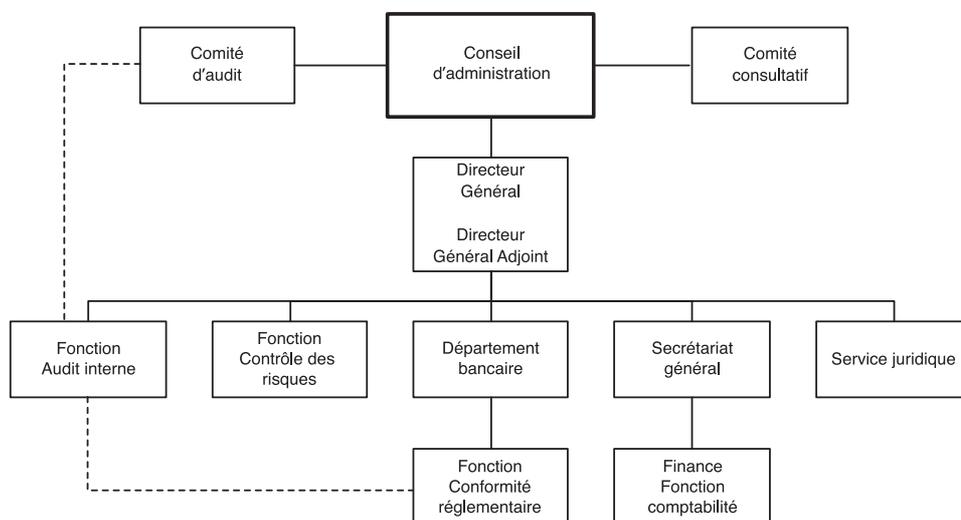
La Banque offre à l'ensemble de ses agents et administrateurs la possibilité d'ouvrir un compte personnel de dépôts rémunéré à un taux fixé par le Président de la BRI. Au 31 mars 2004, le solde de tels comptes au nom des membres du Conseil d'administration et de la Direction s'établissait à DTS 7,4 millions (DTS 7,5 millions au 31 mars 2003).

30. Fonds propres et gestion des risques

A. Risques auxquels la Banque est exposée

Dans ses opérations financières, la Banque est exposée à divers risques.

Risque de crédit : risque de pertes financières résultant de l'incapacité d'une contrepartie à assurer en temps requis ses paiements d'intérêts et de principal. C'est, pour la Banque, le risque le plus sensible.



Risque de marché : risque de variation défavorable de la valeur totale des actifs et passifs par suite de l'évolution de variables de marché telles que taux d'intérêt, cours de change et cours de l'or.

Risque de liquidité : risque de ne pouvoir s'acquitter de ses obligations de paiement à l'échéance sans subir de pertes inacceptables.

Risque opérationnel : risque de pertes financières et/ou d'atteinte à la réputation résultant d'une erreur ou de défaillance attribuable aux procédures, au facteur humain ou aux systèmes, ou découlant de causes externes.

B. Modalités de gestion des risques

Structure opérationnelle

La Banque a pour objet de servir la communauté des banques centrales tout en dégagant un revenu adéquat lui permettant de préserver sa solidité financière. Les actifs et passifs sont répartis en deux portefeuilles.

Dépôts en monnaies et en or, principalement des banques centrales et institutions internationales, actifs bancaires et instruments dérivés correspondants

Dans ce cadre, la Banque assume un degré restreint de risque sur taux d'intérêt, cours de l'or et cours de change.

Actifs, passifs et instruments dérivés liés au placement des fonds propres de la Banque

La Banque détient la majeure partie de ses fonds propres sous forme d'instruments financiers libellés en monnaies du panier du DTS, gérés par rapport à un portefeuille obligataire de référence avec un objectif de durée fixe ; le reste est détenu en or.

La Banque a institué un dispositif de gestion des risques comprenant une fonction indépendante Contrôle des risques et une production périodique de rapports sur les positions à risque à l'intention des comités de gestion compétents. Les méthodologies et politiques de gestion des risques sont consignées dans un manuel détaillé mis à jour périodiquement. Les limites de crédit sont notées dans un manuel des contreparties. Toute modification des limites de crédit requiert l'approbation de la Direction de la Banque.

La fonction Contrôle des risques est complétée par les fonctions Finance (comptabilité) et Conformité réglementaire ainsi que par le Service juridique. Il incombe à Finance de produire les états financiers et de contrôler les dépenses en dressant le budget de l'exercice et en surveillant son exécution. Le Service juridique fournit conseil et assistance sur de nombreux aspects des activités de la Banque. La fonction Conformité réglementaire garantit que les opérations et les agents du Département bancaire et de Contrôle des risques observent le Code de conduite de la BRI, les Règles bancaires spécifiques, les lois applicables et les meilleures pratiques sur les marchés financiers.

La fonction Audit interne examine les procédures de contrôle interne et exprime un avis sur leur conformité aux normes internationales et aux meilleures pratiques de la profession. Il lui appartient d'analyser les procédures de gestion des risques, systèmes internes de contrôle, systèmes d'information et processus de gouvernance.

Les fonctions Contrôle des risques et Audit interne sont placées sous l'autorité du Directeur Général Adjoint ; Audit interne rend également compte au Comité d'audit. L'organigramme ci-avant représente les circuits d'information et de responsabilité entre fonctions de contrôle essentielles.

C. Méthodologies de gestion des risques

La Banque a recours à une gamme complète de méthodologies quantitatives pour évaluer les instruments financiers et pour mesurer les risques auxquels sont exposés son bénéfice net et ses fonds propres. Elle réexamine celles-ci pour s'adapter à toute modification des risques et à l'évolution des meilleures pratiques.

L'une des méthodes quantitatives fondamentales est celle des fonds propres économiques. Cette notion sert à estimer le montant de fonds propres nécessaire pour absorber les pertes potentielles correspondant aux expositions, à toute date donnée, avec un niveau de confiance statistique déterminé de façon à préserver l'excellente solvabilité de la BRI. Les limites et rapports internes de la Banque sont fréquemment exprimés en termes de fonds propres économiques, couvrant les risques de crédit, de marché et opérationnel.

Pour le risque de crédit, les fonds propres économiques sont calculés par un modèle interne de valeur en risque (VaR) fondé sur l'évaluation par la Banque :

- de la probabilité de défaut de chaque contrepartie ;
- des corrélations de pertes pour chaque contrepartie ;
- de la perte pour elle-même résultant du défaut.

Pour le risque de marché, la mesure (exposée en détail à la section I infra) est dérivée de la méthodologie VaR.

Pour le risque opérationnel, la mesure repose sur un modèle exploitant des éléments compilés par la Banque et des données externes.

En calculant les fonds propres économiques en regard de ces trois catégories de risques, la Banque a défini comme paramètres fondamentaux un horizon d'un an et un niveau de confiance de 99,995 %.

D. Adéquation des fonds propres

La Banque dispose d'une très solide base de fonds propres, mesurée par son modèle de fonds propres économiques ou par le dispositif proposé par l'accord de Bâle de juillet 1988. Le tableau suivant présente le détail des fonds propres de la BRI au 31 mars 2004.

<i>En millions de DTS</i>	2004
Capital	683,9
Réserves statutaires	8 230,8
Moins : actions propres	(852,6)
Fonds propres de catégorie 1	8 062,1
Compte de profits et pertes	536,1
Autres comptes de fonds propres	1 011,8
Total fonds propres	9 610,0

Les ratios de Bâle mesurent l'adéquation des fonds propres qualifiés par rapport aux actifs (et instruments dérivés) pondérés en fonction des risques. Les pondérations sont déterminées par l'accord. La BRI présente un ratio élevé, car ses actifs comportent une forte proportion de dette souveraine (degré zéro de risque) : 34,7 % (fonds propres de catégorie 1) au 31 mars 2004.

E. Risque de crédit

Le risque de crédit recouvre les éléments suivants.

Risque de défaut : risque qu'une contrepartie ne s'acquitte pas de ses obligations dans les conditions contractuelles. La Banque y est exposée sur ses actifs financiers et instruments dérivés ainsi que sur ses engagements de crédit en faveur de banques centrales et institutions internationales.

Risque de règlement : risque de non-exécution d'un règlement ou de la compensation d'opérations financières si l'échange de liquidités, titres ou autres actifs n'est pas simultané.

Risque de transfert : risque qu'une contrepartie ne puisse s'acquitter de ses obligations parce qu'elle est incapable de se procurer une devise.

F. Risque de défaut

La Banque contrôle son risque de défaut au niveau des contreparties et des portefeuilles. Les expositions de crédit sont soumises à une série de limites par contrepartie et par pays. La Banque procède à une évaluation indépendante de la qualité du crédit, qui se traduit par l'attribution de notations internes et qui sert de base à la détermination des limites de crédit.

Le risque de défaut sur les titres détenus par la Banque est réduit par le haut degré de liquidité de la plupart des actifs. La Banque se défait de titres quand les responsables estiment que l'émetteur présente un risque de défaut inacceptable. Pour les instruments dérivés de gré à gré, le risque de défaut est atténué par des accords de gestion de sûretés.

Les tableaux suivants montrent l'exposition de crédit par secteur et par notation au 31 mars 2004.

Risque de défaut par catégorie de contreparties	%
Émetteurs souverains	29,0
Établissements financiers	65,0
Divers	6,0
	100,0

Risque de défaut par notation interne BRI (exprimée en équivalent note à long terme)	%
AAA	25,1
AA	54,9
A	19,6
BBB+ et titres de note inférieure/non notés	0,4
	100,0

G. Risque de règlement

La Banque réduit ce risque à un minimum en :

- faisant appel à des organismes de compensation bien établis ;
- réglant ses opérations, autant que possible, uniquement lorsque les deux parties se sont acquittées de leurs obligations (principe du règlement-livraison) ;
- exigeant, autant que possible, le règlement net des paiements relatifs aux instruments dérivés ;
- passant, pour les règlements au comptant, par des correspondants bancaires capables de stopper les paiements à bref délai ;
- calculant et limitant le risque par contrepartie.

H. Risque de transfert

La Banque calcule le risque de transfert par pays et fixe des limites correspondantes.

I. Risque de marché

Pour la BRI, le risque de marché repose essentiellement sur le cours de l'or, les cours de change et les taux d'intérêt. La Banque y est exposée principalement sur les actifs liés à la gestion de ses fonds propres. Elle le mesure par une méthodologie VaR et en calculant des indices de sensibilité à certains facteurs de marché. La méthodologie VaR consiste à évaluer par des techniques statistiques la perte potentielle maximale pour un portefeuille sur un horizon temporel défini et avec un niveau de confiance donné.

Les fonds propres économiques pour risque de marché sont calculés et gérés de manière globale sur l'ensemble des composantes du risque. La Direction de la Banque lui fixe des limites en termes de fonds propres économiques.

Les modèles VaR, de nature prédictive, se fondent sur des informations de marché rétrospectives et leur fiabilité dépend de la qualité des données disponibles. À ces limites de VaR s'ajoutent d'autres limites et des procédures d'information, des simulations de crise spécifiques et une surveillance étroite des expositions les plus importantes.

J. Risque de variation du cours de l'or

Ce risque représente l'incidence potentielle d'une variation du cours de l'or sur la valeur de marché des actifs et passifs. La Banque y est exposée principalement sur ses avoirs propres en or. Ceux-ci, qui totalisent 192 tonnes, sont détenus en conservation ou placés auprès de banques commerciales. Au 31 mars 2004, les fonds propres étaient constitués en or à hauteur de 18 % environ (31 mars 2003 : 17 %). La Banque peut en outre avoir de faibles expositions à ce risque à travers ses opérations avec les banques centrales et commerciales. Ce risque est pris en compte dans le dispositif général de fonds propres économiques pour risque de marché.

K. Risque de change

Ce risque représente l'incidence potentielle d'une variation des cours de change par rapport au DTS sur la valeur de marché des actifs et passifs. La Banque y est exposée 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 la répartition des monnaies des actifs liés à la gestion de ses fonds propres sur la composition du DTS et en ne s'autorisant que de faibles expositions de change en relation avec les dépôts de la clientèle et dans son rôle d'intermédiation.

Le tableau suivant montre l'exposition de change au 31 mars 2004, après ajustement des avoirs propres en or. Ces positions résultent, pour l'essentiel, du rachat des actions BRI durant l'exercice clos le 31 mars 2001 (note 15).

Actifs nets	2004
En millions de DTS	
Franc suisse	(655,6)
Dollar EU	297,9
Euro	111,3
Yen	130,9
Livre sterling	57,7
Couronne suédoise	54,3
Autres monnaies	3,5

Au 31 mars 2004	Jusqu'à 1 mois	1-3 mois	4-6 mois	6-9 mois	9-12 mois	1-5 ans	Plus de 5 ans	Durée indéter- minée	Total
<i>En millions de DTS</i>									
Actif									
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	18,9	-	-	-	-	-	-	-	18,9
Or et dépôts en or	247,5	315,8	603,0	514,2	532,2	1 397,2	-	5 463,9	9 073,8
Bons du Trésor	5 903,4	15 450,9	6 615,6	908,9	1 361,9	-	-	-	30 240,7
Titres pris en pension	21 771,1	64,1	-	-	-	-	-	-	21 835,2
Dépôts à terme et avances aux banques	31 589,7	16 640,8	15 138,2	3 814,4	979,3	-	-	-	68 162,4
Titres du secteur public et autres titres	1 785,5	2 948,1	3 085,9	2 164,1	1 533,6	17 661,3	4 304,6	-	33 483,1
Créances à recouvrer	1 602,2	-	-	-	-	3,9	-	3,5	1 609,6
Terrains, immeubles et équipement	-	-	-	-	-	-	-	190,0	190,0
Total	62 918,3	35 419,7	25 442,7	7 401,6	4 407,0	19 062,4	4 304,6	5 657,4	164 613,7
Passif									
Dépôts en monnaies									
Instruments de dépôt remboursables à préavis de 1-2 jours									
	(4 798,2)	(12 072,9)	(14 572,6)	(5 828,5)	(4 015,2)	(31 727,3)	(3 396,6)	-	(76 411,3)
Autres dépôts en monnaies									
	(42 269,9)	(7 438,1)	(6 374,4)	(560,3)	(98,3)	(0,2)	-	-	(56 741,2)
Dépôts en or									
	(5 625,0)	(250,5)	(510,1)	(347,5)	(291,7)	(268,7)	-	-	(7 293,5)
Titres donnés en pension									
	(1 161,2)	(64,1)	-	-	-	-	-	-	(1 225,3)
Engagements à payer									
	(12 169,4)	-	-	-	-	-	-	-	(12 169,4)
Autres passifs									
	(26,6)	-	-	-	-	-	-	(117,8)	(144,4)
Total	(66 050,3)	(19 825,6)	(21 457,1)	(6 736,3)	(4 405,2)	(31 996,2)	(3 396,6)	(117,8)	(153 985,1)
Instruments dérivés nets									
	(102,9)	(485,8)	(144,6)	3,2	(100,4)	(109,8)	(78,3)	-	(1 018,6)
Asymétrie	(3 234,9)	15 108,3	3 841,0	668,5	(98,6)	(13 043,6)	829,7	5 539,6	9 610,0

L. Risque de taux d'intérêt

Ce risque représente l'incidence potentielle d'une variation des taux sur la valeur de marché des actifs et passifs. La Banque y est exposée principalement sur les actifs porteurs d'intérêts liés à la gestion de ses fonds propres. Ceux-ci sont gérés par rapport à une référence obligatoire avec un objectif de durée fixe. La Banque encourt également un risque de taux limité dans le cadre de la collecte et du placement des dépôts de sa clientèle.

La Banque surveille étroitement ce risque, et en particulier la sensibilité des actifs et passifs aux mouvements de taux. Elle atténue globalement le risque de marché en appliquant des limites définies en termes de fonds propres économiques, par la méthodologie VaR et d'après des simulations de crise.

M. Risque de liquidité

La taille du bilan de la Banque évolue essentiellement en fonction de la variation nette des dépôts en or et en monnaies des banques centrales et institutions internationales. La Banque s'engage à racheter, à la valeur de marché, certains de ses instruments de dépôt en monnaies avec un préavis de un ou deux jours. La Banque est gérée de façon à préserver un degré élevé de liquidité, pour être prête, à tout moment, à répondre aux demandes de sa clientèle.

La Banque a élaboré un cadre 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. Ce dispositif assigne des limites au ratio de liquidité de la Banque : les actifs liquides doivent représenter au moins 100 % des besoins de liquidité auxquels la Banque pourrait être appelée à faire face. Des simulations de crise permettent en outre d'imaginer divers scénarios comportant des retraits massifs largement supérieurs aux besoins de liquidité potentiels. Ces exigences supplémentaires de liquidité doivent également être satisfaites par le portefeuille d'actifs liquides. Le ratio de liquidité de la BRI dépasse constamment, de beaucoup, le seuil minimal déterminé de la sorte.

Les tableaux des pages 210 et 212 montrent les actifs et passifs (ainsi que les instruments dérivés en termes nets), en valeur comptable, classés par tranches de durée contractuelle.

N. Risque opérationnel

C'est le risque de pertes financières et/ou d'atteinte à la réputation lié aux facteurs suivants :

- processus – politiques internes ou procédures (insuffisance, déficience de conception ou inadéquation ; défaut de compréhension, de mise en œuvre, de suivi ou de contrôle de leur application) ;
- personnes (personnel insuffisant, compétences déficientes, formation inadaptée, contrôle inadéquat, absence d'agent qualifié, manque d'intégrité ou manquement à la déontologie) ;
- systèmes (mauvaise conception, inadéquation, indisponibilité, dysfonctionnement ou panne du matériel, des logiciels d'application, des systèmes d'exploitation ou des infrastructures) ;
- événements externes (hors du contrôle de la Banque).

Les incidents de nature à entraîner une perte financière pour la Banque et/ou à nuire à sa réputation peuvent avoir une ou plusieurs causes et trouver leur origine dans des cas de fraude, la gestion de l'information, la politique d'emploi et les aspects culturels, les dispositifs de sécurité, la gestion et l'exécution des processus, les relations avec les tiers et les technologies.

La Banque s'applique à maîtriser le risque opérationnel par des contrôles internes (couvrant les règles, les procédures, les pratiques et la structure opérationnelle) destinés à donner une protection raisonnable contre l'occurrence de tels incidents et, s'ils surviennent, à les déceler le plus tôt possible et à en atténuer les conséquences. La Banque affecte un montant de fonds propres économiques, calculé par un modèle statistique, pour couvrir le risque opérationnel.

Au 31 mars 2003	Jusqu'à 1 mois	1-3 mois	4-6 mois	6-9 mois	9-12 mois	1-5 ans	Plus de 5 ans	Durée indéter- minée	Total
<i>En millions de DTS</i>									
Actif									
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	4 300,7	-	-	-	-	-	-	-	4 300,7
Or et dépôts en or	317,8	330,8	480,7	273,9	289,4	1 315,2	-	4 534,1	7 541,9
Bons du Trésor	4 031,4	10 324,1	5 410,0	345,6	613,4	-	-	-	20 724,5
Titres pris en pension	12 255,0	-	-	-	-	-	-	-	12 255,0
Dépôts à terme et avances aux banques	17 174,8	16 553,4	14 615,0	7 071,4	3 281,9	31,7	-	-	58 728,2
Titres du secteur public et autres titres	2 193,7	4 476,8	2 174,8	3 179,2	4 836,7	17 311,4	4 560,0	-	38 732,6
Créances à recouvrer	3 164,8	-	-	-	-	4,4	-	4,7	3 173,9
Terrains, immeubles et équipement	-	-	-	-	-	-	-	196,4	196,4
Total	43 438,2	31 685,1	22 680,5	10 870,1	9 021,4	18 662,7	4 560,0	4 735,2	145 653,2
Passif									
Dépôts en monnaies									
Instruments de dépôt remboursables à préavis de 1-2 jours									
	(5 972,5)	(8 427,6)	(8 054,3)	(6 984,9)	(6 420,8)	(35 809,2)	(1 756,9)	-	(73 426,2)
Autres dépôts en monnaies									
	(30 886,4)	(8 174,8)	(7 073,0)	(1 118,3)	(1 402,7)	(437,6)	-	-	(49 092,8)
Dépôts en or									
	(4 802,8)	(291,0)	(321,8)	(153,0)	(242,4)	(211,6)	-	-	(6 022,6)
Titres donnés en pension									
	(73,2)	-	-	-	-	-	-	-	(73,2)
Engagements à payer									
	(8 242,3)	-	-	-	-	-	-	-	(8 242,3)
Autres passifs									
	(288,9)	-	-	(207,0)	-	-	-	(103,4)	(599,3)
Total	(50 266,1)	(16 893,4)	(15 449,1)	(8 463,2)	(8 065,9)	(36 458,4)	(1 756,9)	(103,4)	(137 456,4)
Instruments dérivés nets	10,3	116,6	(80,3)	(114,4)	(35,1)	1 061,6	(226,7)	-	732,0
Asymétrie	(6 817,6)	14 908,3	7 151,1	2 292,5	920,4	(16 734,1)	2 576,4	4 631,8	8 928,8

31. Incidence des modifications comptables

A. Redéfinition du capital

Le remplacement du franc or par le DTS comme monnaie de présentation des états financiers, au 1^{er} avril 2003, a nécessité la conversion en DTS des montants en francs or dans lesquels était exprimé le capital de la Banque. L'Assemblée générale extraordinaire du 10 mars 2003 a décidé que la valeur nominale des actions de la Banque serait arrondie au millier de DTS inférieur au chiffre précis ressortant de la conversion (DTS 5 696 au 31 mars 2003), soit DTS 5 000. Il en est résulté une réduction de 12,2 % du capital de la Banque au 31 mars 2003 et le montant excédentaire, DTS 92,1 millions, a été transféré du capital

aux fonds de réserve. Cette modification n'a eu aucune incidence sur le total des fonds propres de la BRI. Les ajustements des divers fonds sont décrits sous C.

B. Conversion et retraitement du bilan de la Banque

Le tableau ci-dessous montre comment les chiffres du bilan établi en francs or au 31 mars 2003, vérifié et publié, ont été convertis en DTS et retraités pour refléter les nouvelles conventions comptables. Les chiffres du bilan au 31 mars 2003 sont exprimés après affectation du bénéfice net de l'exercice et incluent la dotation de FO 1 639,4 millions aux réserves statutaires, sur l'exercice précédent, approuvée par l'Assemblée générale 2003.

Colonne/note	Bilan	Conversion en DTS	Réévaluation	Reclassification	Ajustement à la date de transaction	Bilan
	<i>en millions de francs or</i>					<i>en millions de DTS</i>
	1	2	3	4	5	6
Actif						
Encaisse et comptes à vue auprès des banques	3 041,5	4 300,7	-	-	-	4 300,7
Or et dépôts en or	3 299,6	4 665,6	2 876,3	-	-	7 541,9
Bons du Trésor	14 027,3	19 834,6	0,5	-	889,4	20 724,5
Titres pris en pension	5 302,2	7 497,3	-	-	4 757,7	12 255,0
Dépôts à terme et avances aux banques	40 209,1	56 855,6	48,4	-	1 824,2	58 728,2
Titres du secteur public et autres titres	26 791,0	37 882,4	737,5	-	112,7	38 732,6
Instruments dérivés	-	-	3 966,1	-	-	3 966,1
Créances à recouvrer	21,7	30,7	-	-	3 143,2	3 173,9
Terrains, immeubles et équipement	138,9	196,4	-	-	-	196,4
Total actif	92 831,3	131 263,3	7 628,8	-	10 727,2	149 619,3
Passif						
Dépôts en monnaies	83 759,4	118 435,6	1 596,0	-	2 487,4	122 519,0
Dépôts en or	2 638,4	3 730,7	2 291,9	-	-	6 022,6
Titres donnés en pension	51,8	73,2	-	-	-	73,2
Instruments dérivés	-	-	3 234,1	-	-	3 234,1
Engagements à payer	-	-	-	-	8 242,3	8 242,3
Autres passifs	960,6	1 358,4	(759,5)	-	-	598,9
Total passif	87 410,2	123 597,9	6 362,5	-	10 729,7	140 690,1
Fonds propres						
Capital	330,7	467,6	285,9	(92,1)	-	661,4
Réserves statutaires	4 947,2	6 995,3	577,2	(49,8)	-	7 522,7
Compte de profits et pertes	362,0	511,9	66,0	-	(2,5)	575,4
Actions propres	(522,7)	(739,1)	-	-	-	(739,1)
Autres comptes de fonds propres	-	-	337,2	571,6	-	908,8
Compte des différences d'évaluation	303,9	429,7	-	(429,7)	-	-
Total fonds propres	5 421,1	7 665,4	1 266,3	-	(2,5)	8 929,2
Total passif et fonds propres	92 831,3	131 263,3	7 628,8	-	10 727,2	149 619,3

Notes afférentes à la conversion et au retraitement du bilan de la Banque

1. Chiffres du bilan vérifié et publié, établi en francs or au 31 mars 2003, avant affectation du bénéfice net de l'exercice.
2. Chiffres résultant de la conversion en DTS des montants en francs or de la colonne 1, au cours de change à la date du bilan : DTS 1 = FO 0,7072146 (DTS 1 = USD 1,3730456). Le montant de FO 362,0 millions (compte de profits et pertes) représente le bénéfice net statutaire de la Banque selon les anciennes conventions comptables, ici converti en DTS au cours de change du 31 mars 2003. La section D précise le mode de conversion et de retraitement du compte de profits et pertes.
3. Ajustements correspondant principalement aux réévaluations suivantes.

L'or et les dépôts en or, exprimés au bilan en francs or à l'équivalent de USD 208 l'once, sont réévalués au cours de marché du 31 mars 2003, soit DTS 244,11 (USD 335,18) l'once.

Les instruments financiers en monnaies sont réévalués à la valeur de marché au lieu du coût historique ajusté. Les gains non matérialisés sur titres de placement sont transférés à la réserve de réévaluation des titres (incluse dans Autres comptes de fonds propres).

Les instruments dérivés sont réévalués à la valeur de marché brute, au lieu du coût historique ajusté (inscrit en valeur nette au passif).

4. Montants correspondant aux reclassifications suivantes.

Ajustement du capital de la Banque consécutif à la définition de la valeur nominale des actions au chiffre arrondi de DTS 5 000 au lieu du montant précis converti (DTS 5 696). Le montant excédentaire de DTS 92,1 millions a été transféré du capital au Fonds de réserve libre. Cette modification n'a eu aucune incidence sur le total des fonds propres.

Transfert aux réserves du solde du compte des différences d'évaluation, en raison de la modification des conventions comptables concernant les écarts résultant de la conversion des monnaies.

Imputation à la réserve de réévaluation de l'or, au lieu des réserves statutaires, du montant excédentaire de la valeur de l'or détenu en propre par la Banque, calculée au cours de marché de DTS 244,11 (USD 335,18 l'once), par rapport à l'équivalent antérieur (USD 208 l'once).

5. Ajustement destiné à refléter la comptabilisation des actifs et passifs de la Banque à la date de transaction au lieu de la date de valeur.
6. Chiffres définitifs du bilan en DTS (somme des montants des colonnes 2 à 5).

C. Conversion et retraitement des réserves statutaires de la Banque

Le tableau ci-dessous montre comment les chiffres des fonds propres portés aux comptes établis en francs or au 31 mars 2003, vérifiés et publiés (approuvés par l'Assemblée générale du 30 juin 2003), ont été convertis en DTS et retraités pour refléter les nouvelles conventions comptables.

Colonne/note	Bilan	Conversion en DTS	Réévaluation	Reclassification	Bilan
	<i>en millions de francs or</i>				<i>en millions de DTS</i>
	1	2	3	4	5
Fonds de réserve légale	33,1	46,8	19,3	-	66,1
Fonds de réserve générale	1 494,5	2 113,2	266,5	-	2 379,7
Fonds spécial de réserve de dividendes	74,5	105,3	-	-	105,3
Fonds de réserve libre	3 345,1	4 730,0	291,4	(49,8)	4 971,6
Total réserves statutaires	4 947,2	6 995,3	577,2	(49,8)	7 522,7

Notes afférentes à la conversion et au retraitement des réserves statutaires de la Banque

1. Chiffres du bilan vérifié et publié, établi en francs or au 31 mars 2003, avant affectation du bénéfice net de l'exercice.
2. Chiffres résultant de la conversion en DTS des montants en francs or de la colonne 1, au cours de change à la date du bilan : DTS 1 = FO 0,7072146 (DTS 1 = USD 1,3730456).
3. Réévaluation de l'or et des dépôts en or (portés aux Fonds de réserve légale et de réserve générale) ainsi

que des instruments financiers (portés au Fonds de réserve libre). Voir supra section B, note 3 afférente à la conversion et au retraitement du bilan de la Banque.

4. Montant correspondant aux reclassifications suivantes.

Ajustement du capital de la Banque consécutif à la définition de la valeur nominale des actions au chiffre arrondi de DTS 5 000 au lieu du montant précis converti (DTS 5 696). Le montant excédentaire de DTS 92,1 millions a été transféré du capital au Fonds de réserve libre.

Transfert aux réserves du solde du compte des différences d'évaluation, en raison de la modification des conventions comptables concernant les écarts résultant de la conversion des monnaies.

Imputation à la réserve de réévaluation de l'or, au lieu des réserves statutaires, du montant excédentaire de la valeur de l'or détenu en propre par la Banque, calculée au cours de marché de DTS 244,11 (USD 335,18) l'once, par rapport à l'équivalent antérieur (USD 208 l'once).

5. Chiffres du bilan définitif en DTS (somme des montants des colonnes 2 à 4).

D. Conversion et retraitement du compte de profits et pertes de la Banque

Le tableau ci-dessous montre comment les chiffres du compte de profits et pertes établi en francs or au 31 mars 2003, vérifié et publié (approuvé par l'Assemblée générale du 30 juin 2003), ont été convertis en DTS et retraités pour refléter les nouvelles conventions comptables. Les intitulés de postes reprennent la formulation du compte de profits et pertes 2003, qui n'est plus celle de l'exercice clos le 31 mars 2004.

Colonne/note	Compte de profits et pertes	Conversion en DTS	Réévaluation	Ajustement à la date de transaction	Reclassification	Compte de profits et pertes
	<i>en millions de francs or</i>					<i>en millions de DTS</i>
	1	2	3	4	5	6
Intérêts nets et autres produits d'exploitation	359,2	525,4	66,0	(2,5)	9,4	598,3
Moins : frais d'administration	(98,3)	(142,3)	-	-	-	(142,3)
Bénéfice d'exploitation	260,9	383,1	66,0	(2,5)	9,4	456,0
Bénéfice sur ventes de titres de placement	108,2	156,4	-	-	(9,4)	147,0
Rachat d'actions - intérêts sur indemnité arbitrale	(7,1)	(10,2)	-	-	-	(10,2)
Bénéfice net de l'exercice	362,0	529,3	66,0	(2,5)	-	592,8
Ajustement au cours de change de fin d'exercice						(17,4)
Solde du compte de profits et pertes						575,4

Notes afférentes à la conversion et au retraitement du compte de profits et pertes de la Banque

- Chiffres extraits du compte de profits et pertes établi en francs or, vérifié et publié pour l'exercice clos le 31 mars 2003.
- Montants en francs or de la colonne 1 convertis en DTS au cours de change moyen de l'exercice.
- Variation du gain net non matérialisé résultant de l'imputation au compte de profits et pertes, à la valeur de marché, des actifs et passifs financiers ainsi que des instruments dérivés.
- Léger gain résultant de la comptabilisation à la date de transaction, au lieu de la date de valeur, de la variation de la valeur de marché des actifs et passifs ainsi que des instruments dérivés.
- Reclassification des gains d'évaluation sur instruments dérivés résultant des nouvelles conventions comptables.
- Chiffres définitifs du compte de profits et pertes en DTS (somme des montants des colonnes 2 à 4).

E. Écart résultant de la conversion des monnaies

L'Évolution des fonds propres de la Banque, page 197, fait apparaître une perte de conversion (DTS 275,8 millions) pour l'exercice clos le 31 mars 2003. Elle s'explique par le

fait que la proportion d'actifs de placement (autres que or et dépôts en or) détenus par la Banque en dollars EU (67 % au 31 mars 2002) était supérieure à la part de cette monnaie dans le panier du DTS (46 % environ) et que le dollar EU s'est déprécié de 10 % environ par rapport au DTS durant l'exercice.

Avant le 1^{er} avril 2003, les actifs de placement étaient répartis entre les diverses monnaies de façon à refléter le poids relatif de celles-ci dans les réserves de change et les transactions financières internationales. Les effets de change découlant de cette gestion passive du risque étaient imputés aux fonds propres, au compte des différences d'évaluation.

Parallèlement au remplacement du franc or par le DTS pour la présentation de ses états financiers, la Banque a décidé de faire concorder plus étroitement la répartition par monnaie de ses actifs de placement (autres que or et dépôts en or) avec celle du panier du DTS. Une exception temporaire découle du rachat des actions BRI durant l'exercice clos le 31 mars 2001, dans l'attente de leur redistribution par le Conseil (note 31).

La perte de conversion a donc été imputée aux fonds propres plutôt qu'au compte de profits et pertes, car elle résulte du changement de monnaie de présentation des états financiers le 1^{er} avril 2003 et ne reflète pas l'activité d'exploitation de la Banque.

32. Événement postérieur à la date du bilan

Outre la procédure devant le Tribunal arbitral de La Haye, qui s'est achevée par la sentence définitive du 19 septembre 2003 (note 15), le retrait des actions BRI en mains privées a donné lieu à une action engagée par un autre groupe d'anciens actionnaires privés devant le Tribunal de Commerce de Paris. Cette instance a rendu, en mars 2003, une décision provisoire (sans statuer au fond), se déclarant compétente pour connaître de réclamations en vue du relèvement du montant de l'indemnité. La Banque a alors demandé que cette décision de procédure

soit infirmée par la Cour d'appel de Paris, faisant valoir que le Tribunal arbitral de La Haye a compétence exclusive en la matière. La Cour d'appel de Paris a rendu son arrêt le 25 février 2004 et a conclu, faisant droit à la Banque, que le Tribunal de Commerce de Paris s'était estimé à tort compétent en l'espèce. En avril 2004, un pourvoi a été formé devant la Cour de cassation par certains demandeurs contre l'arrêt de la Cour d'appel sur la question de la compétence juridictionnelle. Estimant cette action infondée, la Banque n'a constitué aucune provision en regard de ces demandes.

Rapport des commissaires-vérificateurs

Rapport des commissaires-vérificateurs
au Conseil d'administration et à l'Assemblée générale
de la Banque des Règlements Internationaux, Bâle

Nous avons vérifié les états financiers de la Banque des Règlements Internationaux, présentés ci-avant (pages 194 à 216). Ils comportent le bilan et le compte de profits et pertes, en application des Statuts de la BRI, ainsi que les notes annexes. Les états financiers ont été préparés par la Direction de la Banque en conformité avec les Statuts et avec les principes d'évaluation décrits dans les notes sous Principales conventions comptables. Notre responsabilité, au sens des Statuts de la Banque, est d'exprimer un avis indépendant sur le bilan et le compte de profits et pertes, en nous fondant sur notre vérification, et de vous en faire rapport.

Notre vérification a inclus l'examen par sondages des éléments probants justifiant les chiffres du bilan et du compte de profits et pertes ainsi que les informations s'y rapportant. Nous avons obtenu tous les renseignements et toutes les explications que nous avons demandés pour acquérir l'assurance que le bilan et le compte de profits et pertes sont exempts d'anomalie significative et nous estimons que notre vérification forme une base raisonnable à l'expression de notre opinion.

À notre avis, les états financiers, y compris les notes annexes, ont été correctement établis et donnent une présentation sincère et régulière de la situation financière de la Banque des Règlements Internationaux au 31 mars 2004 et des résultats de ses opérations pour l'exercice clos à cette date ; ils sont donc conformes aux Statuts de la Banque.

PricewaterhouseCoopers AG

Anthony W. Travis

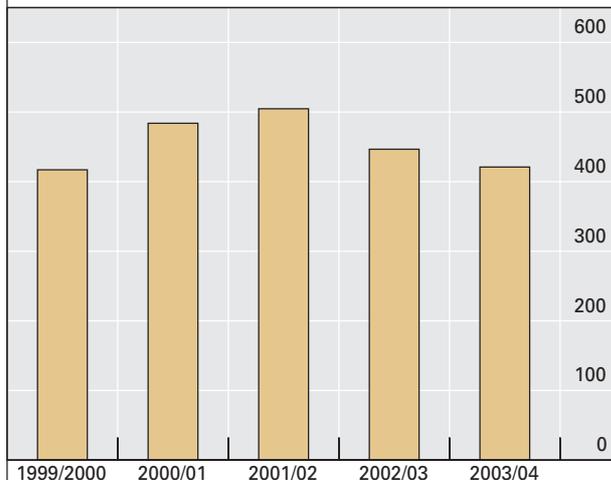
Albert Schönenberger

Bâle, 10 mai 2004

Récapitulatif des cinq derniers exercices

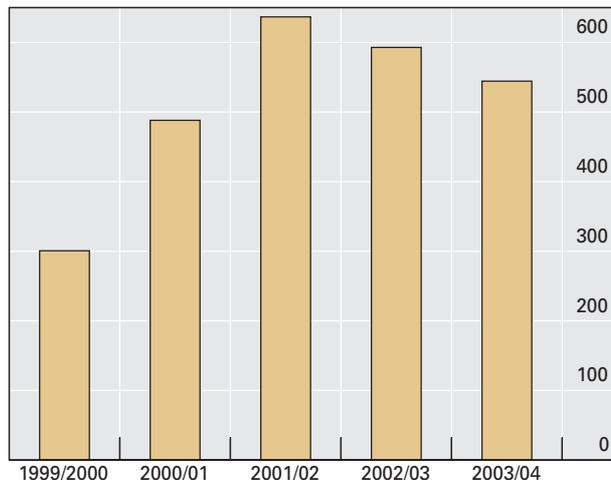
Bénéfice d'exploitation

En millions de DTS



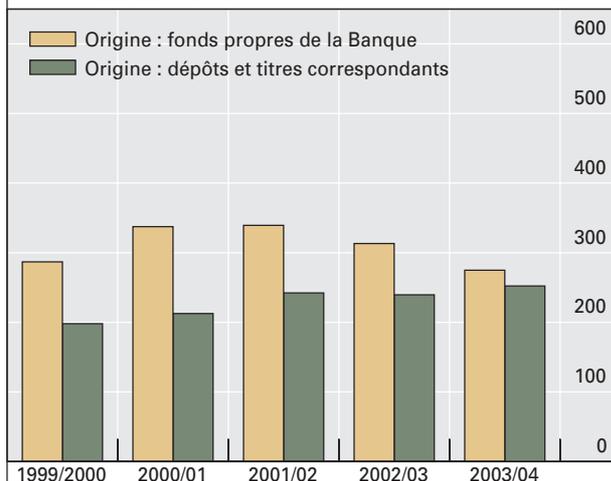
Bénéfice net

En millions de DTS



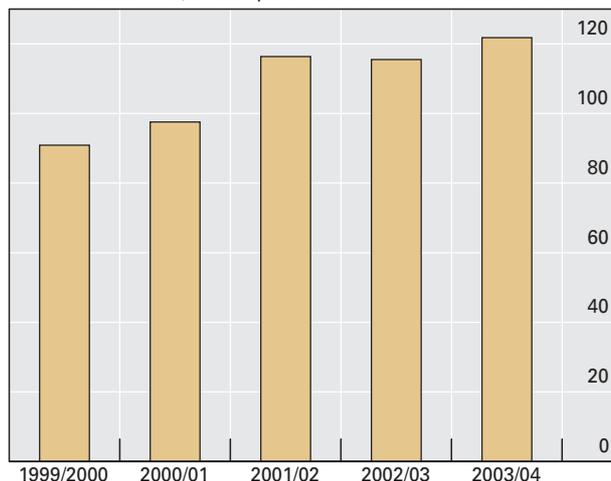
Produits d'intérêts nets sur placements en monnaies

En millions de DTS



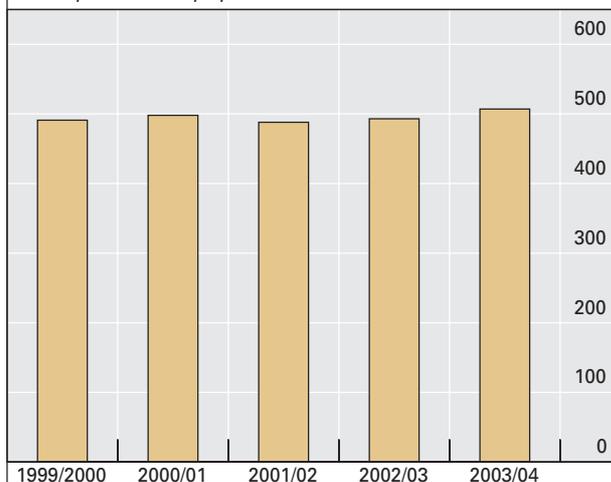
Dépôts en monnaies (moyenne)

En milliards de DTS, en comptabilité d'exercice à la date de valeur



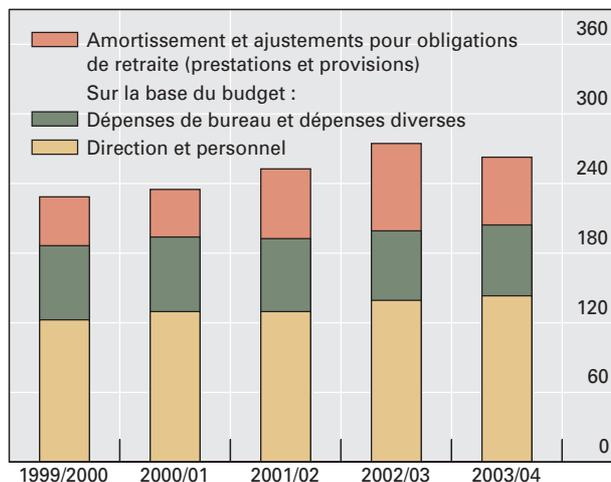
Effectifs moyens

En équivalent temps plein



Charges d'exploitation

En millions de francs suisses



Pour les exercices antérieurs à 2002/03, l'information financière repose sur les meilleures estimations.

