

Chapitre 3

Étoffer les marchés de capitaux

Les marchés de capitaux néo-zélandais, dominés par le secteur bancaire, sont relativement modestes pour la zone OCDE malgré l'absence d'obstacle réglementaire manifeste à leur développement. Le pays fait appel depuis des années aux marchés internationaux de capitaux pour financer ses investissements, même si les banques ont canalisé une proportion significative des entrées de capitaux étrangers vers le secteur des prêts hypothécaires ces dernières années. La liquidité du marché intérieur des obligations a été limitée par la réduction de la dette publique ainsi que par le prélèvement applicable aux émetteurs agréés, qui dissuade les entreprises d'émettre des obligations sur le marché intérieur. Favoriser le développement de marchés obligataires plus actifs permettrait d'élargir l'éventail des possibilités offertes en matière de gestion des risques et de levée de fonds. Néanmoins, il ne semble guère établi que les entreprises néo-zélandaises pâtissent d'un déficit systématique de financement, et l'étroitesse du marché des obligations de sociétés s'explique sans doute en partie par la faible proportion de grandes entreprises privées. Certaines améliorations pourraient être apportées au cadre réglementaire des instruments d'épargne. La structure de gouvernance des organismes de placement collectif doit être renforcée, et une approche plus rigoureuse des obligations d'information en matière d'honoraires et de frais permettrait d'accroître leur transparence et leur comparabilité. Enfin, les efforts déployés en vue d'améliorer les connaissances financières de la population et les projets d'intégration de l'éducation financière dans les programmes scolaires sont bienvenus.

L'existence de marchés de capitaux actifs et efficaces est essentielle à la croissance économique. Les marchés de capitaux jouent en effet un rôle important à plusieurs égards. Dans la mesure où ils atténuent les contraintes de liquidité, ils contribuent à stabiliser l'économie en lissant l'évolution de la production et de la consommation en cas de choc exogène. Ils jouent un rôle d'intermédiation, en canalisant les ressources des épargnants vers les emprunteurs, et en permettant d'affecter de manière plus réactive et efficace des ressources économiques rares. Enfin, ils constituent le vecteur de la formation de capital. La relation entre leur développement et la croissance économique a été mise en évidence dans un certain nombre d'études empiriques, qui font apparaître un lien direct avec les résultats obtenus en matière de productivité ou avec l'accumulation de capital physique et humain (voir, par exemple, de Serres et al., 2006).

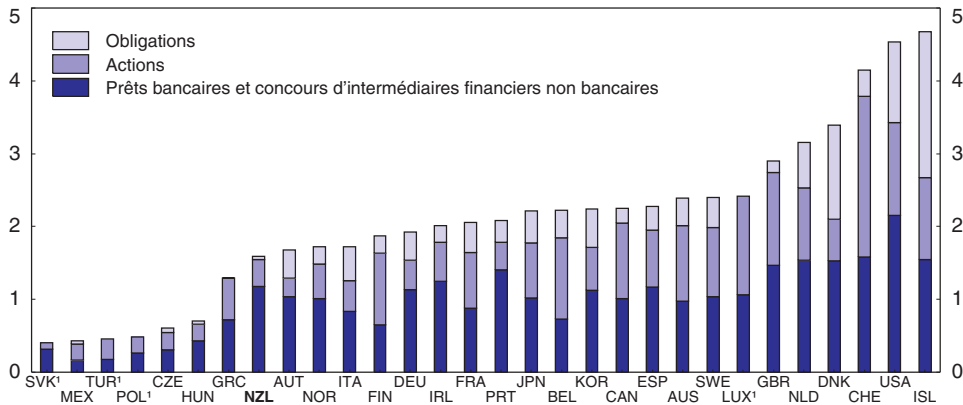
Bien que les marchés de capitaux de la Nouvelle-Zélande aient été libéralisés au cours de la seconde moitié des années 80, ils sont restés relativement peu actifs pour la zone OCDE, ce qui pourrait expliquer en partie la modestie persistante des performances économiques globales du pays. Ce chapitre s'ouvre sur une évaluation des principaux éléments du système financier, suivie d'un examen du rôle que jouent les marchés de capitaux en termes de lissage de l'évolution de l'activité et de gestion des risques en Nouvelle-Zélande. Nous évoquons ensuite la contribution du système financier à l'affectation du capital aux emplois les plus efficaces et les plus productifs, avant d'examiner l'éventail des instruments financiers offerts aux épargnants, en particulier dans le contexte des efforts déployés pour encourager une diversification plus poussée des portefeuilles des ménages en favorisant l'accumulation d'actifs financiers. Enfin, ce chapitre se referme sur quelques remarques conclusives et des recommandations destinées aux pouvoirs publics.

Les marchés de capitaux dans le contexte international

La Nouvelle-Zélande s'est engagée dans une vaste entreprise de libéralisation en profondeur de ses marchés de capitaux au cours des années 80, et certains instruments financiers sophistiqués ont été créés, mais la taille globale du marché des capitaux est restée relativement limitée. À l'aune de la somme de la capitalisation boursière totale et de l'ensemble des crédits consentis au secteur privé exprimée en proportion du produit intérieur brut (PIB), le marché néo-zélandais est globalement plus restreint que ceux de la plupart des autres pays de l'OCDE et sa taille place la Nouvelle-Zélande au dernier rang des pays les plus avancés de l'Organisation (graphique 3.1). Ses principales spécificités tiennent aux marchés des valeurs mobilières. La capitalisation du marché d'actions de la Nouvelle-Zélande représente en effet environ 35 % de son PIB, alors que la moyenne de l'OCDE est de 65 %, et son marché obligataire pèse moins de 5 % de son produit intérieur brut, contre 39 % en moyenne dans la zone OCDE.


Les crédits bancaires constituent donc une source de financement plus utilisée en Nouvelle-Zélande que dans la plupart des autres pays de l'OCDE. En outre, les prêts

Graphique 3.1. **Taille et composition du marché des capitaux**
En proportion du PIB, moyenne sur la période 2003-05



1. Le total correspond à la somme des crédits au secteur privé et de la capitalisation du marché d'actions.

Source : Reserve Bank of New Zealand, *New Zealand Exchange* et base de données sur le développement et la structure du secteur financier (*Financial Development and Structure database*) de la Banque mondiale.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/007702353070>

hypothécaires au logement occupent une place de plus en plus prédominante dans les crédits bancaires¹. Ainsi, l'encours total des prêts aux ménages exprimé en pourcentage de l'ensemble des actifs bancaires a augmenté de 10 points de pourcentage entre 2000 et 2005, pour s'établir à 47 % (Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande, 2006). Cela tient dans une certaine mesure aux fortes hausses des prix des logements observées ces dernières années (voir le chapitre 1). En tout état de cause, l'endettement des ménages néo-zélandais tend à être relativement élevé, par rapport à d'autres pays, et cette dette est essentiellement constituée d'emprunts hypothécaires (Girouard et al., 2006).

Une autre caractéristique inhabituelle de la Nouvelle-Zélande tient à la prédominance de l'agriculture dans le crédit bancaire aux sociétés non financières résidentes, alors même que le secteur agricole représente moins de 5 % du PIB (tableau 3.1). Les entreprises agricoles ont sans doute davantage besoin de fonds de roulement que les autres, mais il est plus probable que cette augmentation du crédit ait été alimentée dans une large mesure par les fortes hausses des prix des terrains en zone rurale. Ces prix reflètent eux-mêmes la forte rentabilité des exploitations laitières, en particulier, la conversion de terres agricoles en « zones d'habitat rural »² et de manière plus générale la construction de nouveaux logements. Le ratio dette/bénéfices du secteur agricole est deux fois plus élevé que celui de l'ensemble du secteur des entreprises non financières, même si 20 % des exploitations

Tableau 3.1. **Crédits bancaires au secteur des sociétés non financières**

	Pourcentage
Agriculture	36
Services immobiliers et services aux entreprises	27
Autres secteurs	37
Total	100

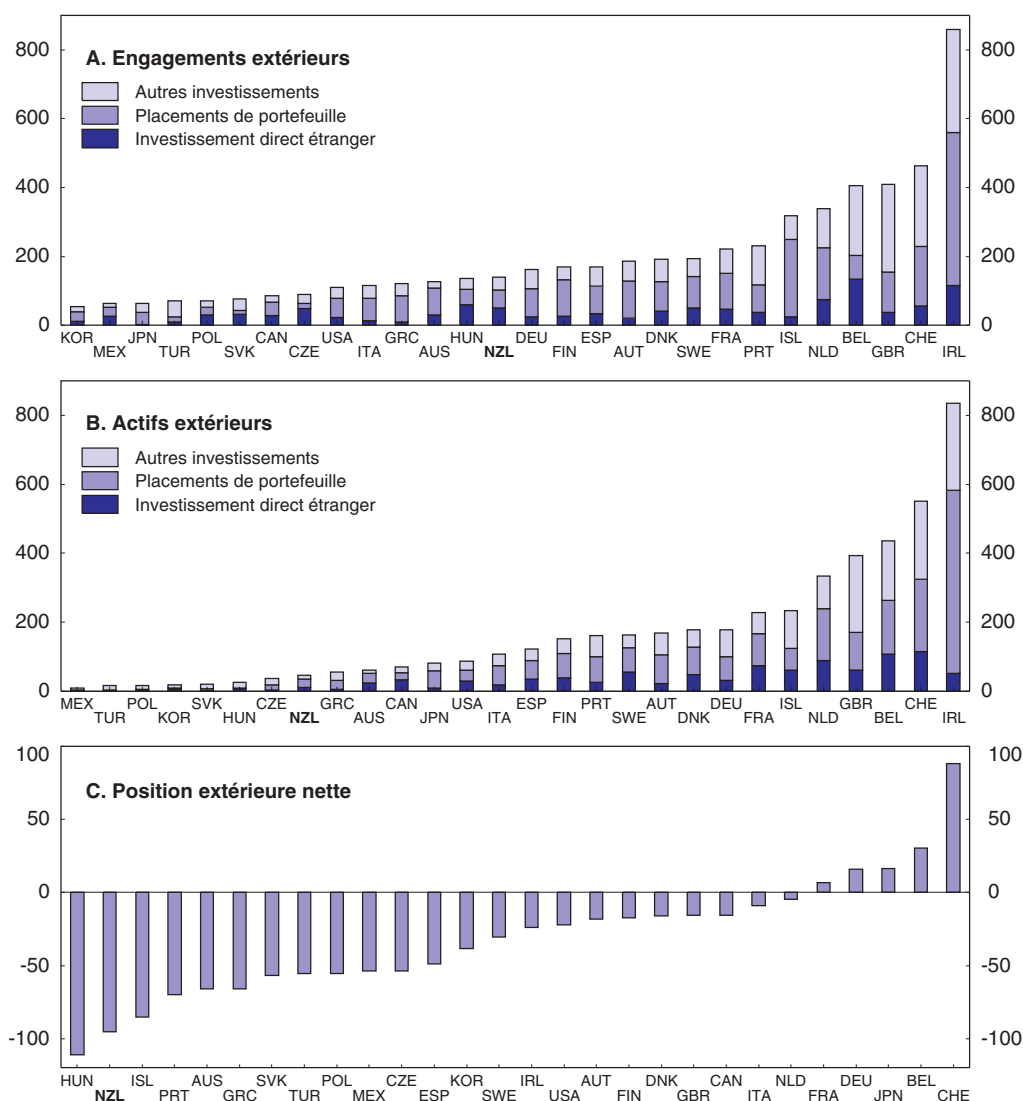
Source : Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande (2006), *Financial Stability Report*, novembre.

agricoles endettées représentent à elles seules environ 80 % de la dette rurale (Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande, 2006).

Compte tenu du fossé qui sépare de longue date l'épargne et l'investissement intérieurs, le pays recourt depuis de nombreuses années aux marchés de capitaux internationaux pour combler ce déficit de financement local. En conséquence, l'endettement extérieur net de la Nouvelle-Zélande équivaut à plus de 80 % de son PIB, ce qui la classe au second rang des pays de l'OCDE sur ce critère (graphique 3.2). Les catégories des placements de portefeuille et des autres investissements représentent les deux tiers de l'encours d'engagements extérieurs de la Nouvelle-Zélande, le reste correspondant à

Graphique 3.2. **Position extérieure globale**

En pourcentage du PIB, 2005 ou dernière année connue¹



1. 2004 pour l'Autriche, la Corée, la Finlande, l'Irlande, la Norvège, les Pays-Bas, la Suède et la Turquie ; 2003 pour la République slovaque.

Source : FMI, base de données sur les Statistiques financières internationales, et calculs de l'OCDE fondés sur la base de données du n° 80 des Perspectives économiques.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/007723385444>

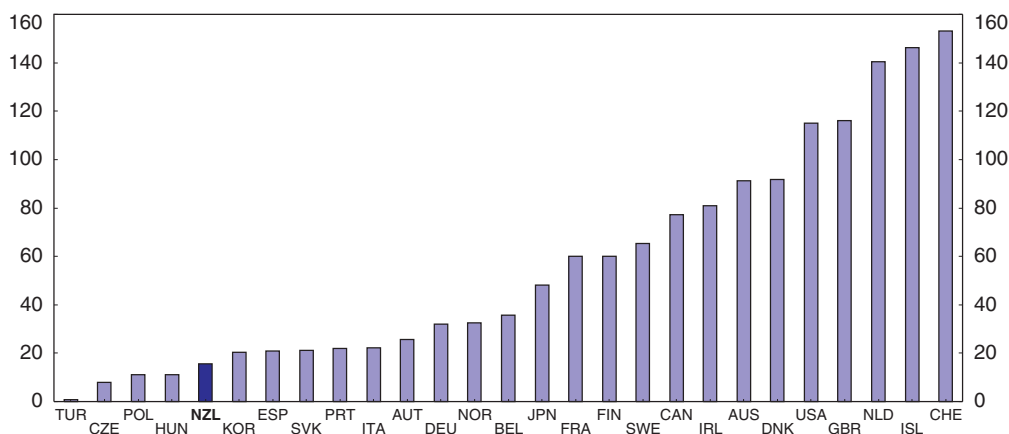
l'investissement direct étranger (IDE). Elle affiche par ailleurs un encours d'investissement direct de l'étranger relativement élevé par rapport à d'autres pays. Environ un quart de ce stock d'IDE correspond aux capitaux propres de banques contrôlées par des intérêts étrangers en Nouvelle-Zélande.

Il est impossible de déterminer si la taille modeste des marchés de valeurs mobilières du pays est surtout liée à une insuffisance de l'offre, ou à celle de la demande. Les marchés intérieurs sont étroits non seulement à l'aune du volume de capitaux utilisés, mais aussi du volume de capitaux offerts, ce qu'illustre tout particulièrement le faible pourcentage du PIB que représentent les actifs des organismes de retraite et les placements en assurance-vie (graphique 3.3). L'offre de ces capitaux est déterminée par le cadre réglementaire relatif aux régimes publics de retraite et à l'épargne-retraite (voir le chapitre 2) ainsi que par la fiscalité (voir le chapitre 4). Il serait naturellement inefficace en termes de gestion des risques que les placements de ce type soient exclusivement intérieurs ; néanmoins, même si une fraction de ces actifs était détenue à l'étranger, un volume plus important d'actifs financiers permettrait d'étoffer les marchés de capitaux (pour autant que les instruments considérés n'évincent pas totalement d'autres produits d'épargne).


Aucun obstacle réglementaire majeur n'entrave le développement des marchés de capitaux. En fait, la Nouvelle-Zélande est très bien placée d'après les indicateurs de réglementation des marchés des services bancaires et des valeurs mobilières élaborés par l'OCDE (graphique 3.4). Cela signifie que le pays est non seulement totalement ouvert aux marchés internationaux de capitaux, mais qu'il devrait en outre exercer un effet d'attraction tant sur l'épargne extérieure que sur l'épargne intérieure. Par ailleurs, cela indique que la lourdeur excessive de la réglementation ou son caractère inadéquat ne sauraient constituer une explication plausible de la petite taille persistante des marchés néo-zélandais. Le gouvernement n'en a pas moins engagé deux procédures d'examen de la réglementation – consacrées, d'une part, aux intermédiaires financiers et, d'autre part, aux produits financiers et prestataires de services financiers³ – en vue de déterminer s'il existe des domaines dans lesquels la situation pourrait être améliorée (voir l'encadré 3.1).

Graphique 3.3. Actifs des organismes de retraite et placements en assurance-vie

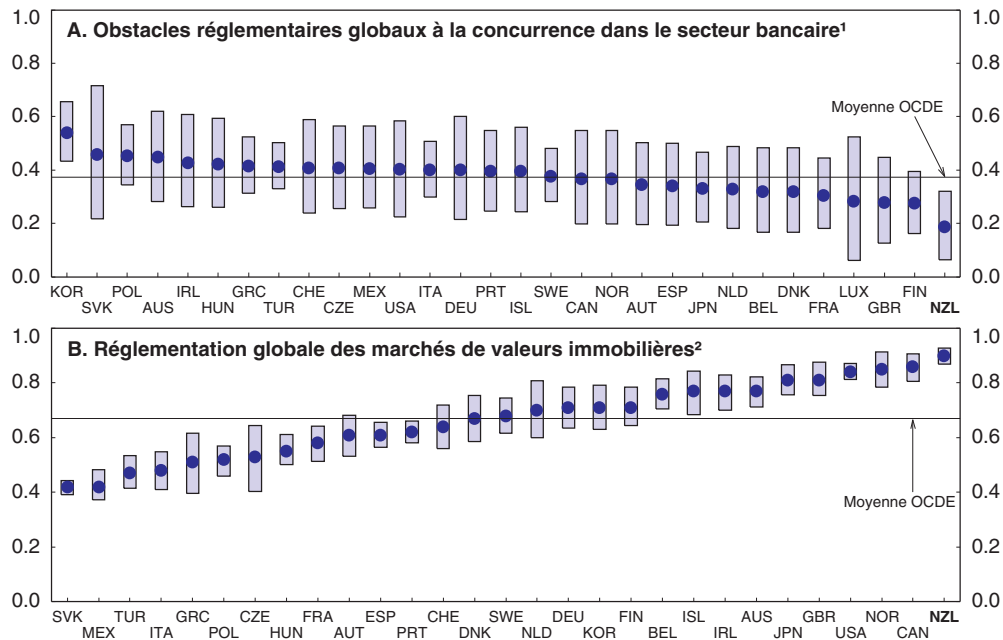
En pourcentage du PIB, 2004 ou dernière année connue



Source : OCDE, base de données des statistiques internationales sur les retraites.


StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/007747218532>

Graphique 3.4. Indicateurs de réglementation des marchés des services bancaires et des valeurs mobilières



1. Cet indicateur varie sur une échelle de 0 à 1, allant du degré de restriction le plus faible au plus élevé ; une valeur élevée indique que la réglementation limite fortement le jeu de la concurrence. Il s'agit d'un indicateur synthétique correspondant à la moyenne de quatre sous-indicateurs relatifs à l'entrée d'opérateurs locaux, l'entrée d'opérateurs étrangers, l'activité et l'actionnariat public.
2. Cet indicateur varie sur une échelle de 0 à 1, allant du degré d'exigence le plus faible au plus élevé ; une valeur élevée indique que la réglementation favorise fortement le développement du système financier. Il s'agit d'un indicateur synthétique correspondant à la moyenne de quatre sous-indicateurs relatifs à l'exécution des contrats, à l'accès au crédit, à la protection des investisseurs et aux procédures de faillite.

Source : OCDE (2006), *Réformes économiques – Objectif croissance*, Édition 2006, OCDE, Paris.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/007808737642>

Encadré 3.1. Examens de la réglementation des marchés de capitaux

Examen des intermédiaires financiers

L'objectif de cette étude est de s'assurer que les intermédiaires financiers remédient de manière efficace et efficiente aux problèmes d'asymétrie d'information sur le marché, et que le cadre réglementaire apporte une solution aux problèmes d'asymétrie d'information concernant les intermédiaires eux-mêmes, en inspirant confiance aux investisseurs quant à la compétence et à l'intégrité des intermédiaires auxquels ils recourent.

Cet examen est axé sur les objectifs suivants :

- veiller à ce que les informations nécessaires soient communiquées concernant les conflits d'intérêts, les honoraires et les compétences des intermédiaires financiers, afin que les investisseurs/consommateurs puissent décider en connaissance de cause de recourir ou non à un intermédiaire et de suivre ou non ses conseils ;
- garantir que les intermédiaires financiers disposent de l'expérience, des compétences et de l'intégrité requises pour offrir aux consommateurs désireux de placer des fonds, les produits qui correspondent le mieux à leurs besoins et à leur profil de risque, veiller à ce que les intermédiaires assument la responsabilité de tout conseil prodigué, et prendre des mesures pour inciter les intermédiaires financiers à gérer de manière satisfaisante les conflits d'intérêts ;

Encadré 3.1. Examens de la réglementation des marchés de capitaux (suite)

- promouvoir le développement d'un secteur financier solide et efficient, inspirant confiance au public quant au professionnalisme et à l'intégrité des intermédiaires, appliquer une réglementation judicieusement ciblée sans imposer des coûts superflus, et encourager l'essor de marchés innovants et concurrentiels.

Examen des produits financiers et prestataires de services financiers

L'objectif essentiel de cette étude est d'élaborer un cadre efficace et cohérent de réglementation des produits financiers et des institutions financières non bancaires. Le but est de renforcer la confiance des investisseurs et des institutions dans les marchés de capitaux et d'encourager leur participation au fonctionnement de ces marchés, de manière à garantir la solidité et l'efficacité du secteur financier non bancaire.

Cet examen consiste pour l'essentiel en un état des lieux de la réglementation actuelle, et une évaluation de la nécessité éventuelle d'améliorer cette réglementation pour suivre l'évolution des marchés de capitaux. Neuf documents de travail sur les options envisageables en matière de réformes ont été publiés à ce jour. Ils couvrent les thèmes suivants : l'enregistrement des institutions financières, les assurances, la surveillance des émetteurs, le règlement des litiges de consommation et les mécanismes de réparation en la matière, les établissements de dépôt non bancaires, les organismes de placement collectif (OPC), la gouvernance des sociétés mutualistes, les placements de titres, ainsi que les plateformes électroniques de gestion financière et les services de gestion de portefeuille.

Étapes suivantes

Les enquêtes publiques auxquelles ont donné lieu ces deux examens sont maintenant terminées. Bien que ces deux procédures d'examen aient été d'abord menées séparément, le gouvernement a décidé qu'il serait plus judicieux que les propositions de mesures résultant de chacune d'elles soient examinées conjointement, dans un souci de cohérence. Il est envisagé que ces propositions de mesures soient soumises au Conseil des ministres à la mi-2007, et que les dispositions législatives correspondantes soient ensuite présentées au Parlement.

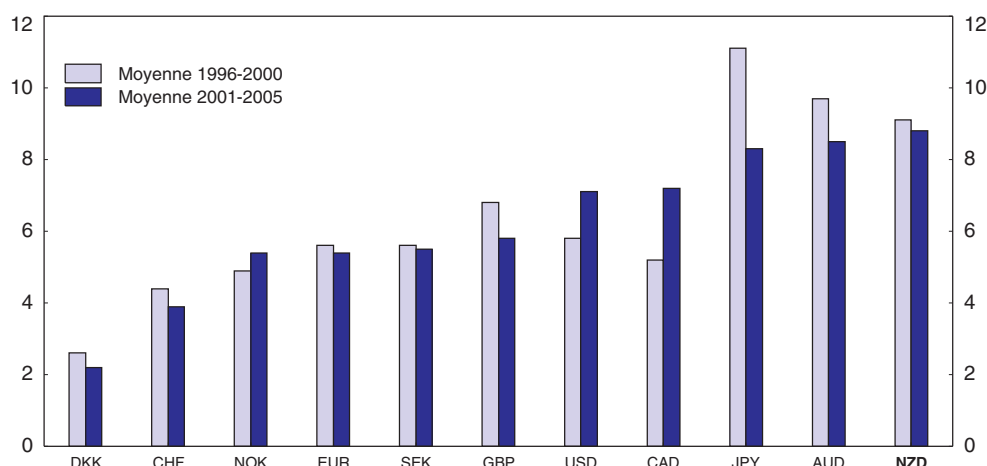
Source : Ministère du Développement économique.

Volatilité, liquidité et gestion des risques

Des marchés de capitaux actifs et liquides jouent un rôle important en termes de lissage de l'évolution de l'activité et de gestion des risques. Une des sources de volatilité, en particulier pour les biens pouvant faire l'objet d'échanges internationaux, réside dans le taux de change. La valeur du dollar néo-zélandais (NZD) a été extrêmement fluctuante, comparée à celle de nombreuses autres monnaies de pays de l'OCDE (graphique 3.5). En outre, les entreprises subissent les répercussions des amples mouvements à long terme du taux de change, qui expliquent eux-mêmes la prime de taux d'intérêt caractérisant les obligations à échéance lointaine (voir le chapitre 1). Des marchés de capitaux développés et diversifiés offrent généralement aux entreprises divers moyens de gérer les effets de ces fluctuations sur leur rentabilité. En fait, plus les marchés sont efficaces à cet égard, plus l'évolution de l'activité économique est régulière, toutes choses égales par ailleurs.

Le marché des obligations libellées en NZD se divise en deux segments : le petit marché obligataire intérieur et le marché des obligations émises par les nonrésidents, souvent qualifiées d'obligations « Eurokiwi » et « Uridashi » (encadré 3.2). Le marché obligataire

Graphique 3.5. Volatilité de diverses monnaies



Note : La volatilité historique représentée ici est calculée à l'aide de la formule classique $\sqrt{\sum_{t=1}^{60} (\Delta \ln e_{t-1})^2 / 60}$ où e_t désigne le niveau du taux de change effectif nominal au jour t . Cette mesure est ensuite annualisée à l'aide du nombre de jours ouvrables par an (fixé pour simplifier à 260).

Source : Banque d'Angleterre et calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/007830646375>

Encadré 3.2. Les obligations Eurokiwi et Uridashi et les opérations de portage (« carry trade »)

Au fil des ans, les obligations libellées en dollars néo-zélandais (NZD) mais émises par des emprunteurs non résidents et vendues à des investisseurs non résidents sont devenues de plus en plus prisées sur les marchés financiers internationaux. Parmi ces titres figurent les obligations « Eurokiwi », émises par des emprunteurs européens ou d'autres emprunteurs internationaux, et les obligations « Uridashi », destinées aux investisseurs individuels japonais.

Pour les investisseurs du monde entier – notamment les particuliers japonais – les obligations en NZD émises par des non-résidents représentent une forme de placement attractive du fait de leur rendement élevé. L'évolution du dollar néo-zélandais par rapport à la monnaie du pays de l'investisseur influe également sur ce rendement, mais on ignore dans quelle mesure ce risque de change est pleinement appréhendé par les investisseurs individuels non résidents.

Après avoir levé des capitaux sur les marchés extraterritoriaux d'obligations en NZD, les émetteurs qui ont une bonne cote de solvabilité et des besoins de financement importants peuvent échanger les produits correspondants en NZD, par le biais d'opérations d'échange financier (swaps), avec des banques néo-zélandaises qui ont levé des fonds en devises sur les marchés financiers internationaux et sont prêtes à échanger leurs produits avec ces émetteurs. Dans le cadre de ce type de transaction, les émetteurs bénéficient de l'écart de taux entre le coût d'émission des obligations en NZD et le taux d'échange convenu avec les banques néo-zélandaises. De leur côté, celles-ci tirent parti du fait qu'il est moins coûteux d'emprunter en devises qu'en dollars néo-zélandais sur les marchés financiers

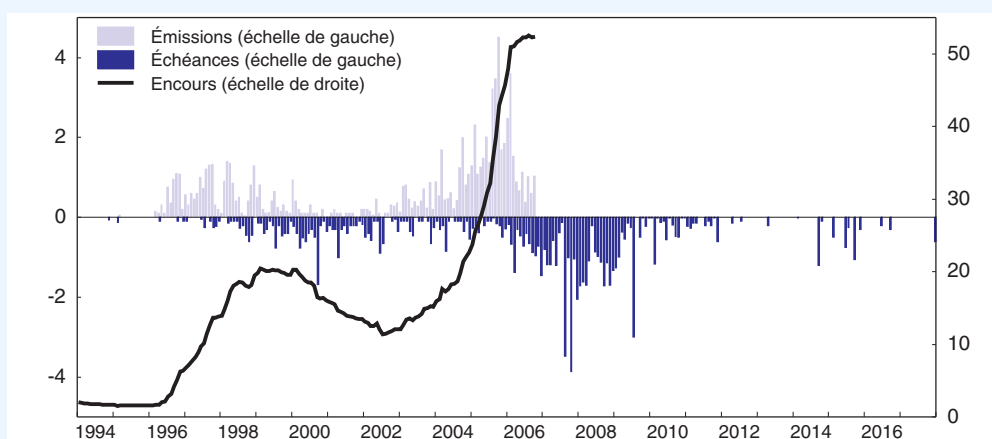
Encadré 3.2. Les obligations Eurokiwi et Uridashi et les opérations de portage (« carry trade ») (suite)

internationaux, ainsi que de l'écart entre le taux d'échange et le taux d'intérêt qu'elles appliquent aux ménages néo-zélandais (pour leurs emprunts hypothécaires, par exemple). Autrement dit, tant les émetteurs de ces obligations que les banques néo-zélandaises tirent avantage de ces opérations d'échange financier.

Reflétant les besoins des investisseurs internationaux en termes de congruence, qu'il s'agisse des émetteurs d'obligations non résidents ou des banques néo-zélandaises, l'encours des obligations Eurokiwi et Uridashi a augmenté à un rythme rapide depuis 2002, pour atteindre 53 milliards NZD en août 2006 (graphique 3.6). Néanmoins, une proportion significative de ces obligations devrait arriver à échéance dans des délais relativement courts. Ainsi, les titres arrivant à échéance en 2007 et en 2008 représenteront respectivement un montant de 16.9 milliards NZD et de 15.2 milliards NZD. À moins que ces dettes ne soient reconduites sous la forme de nouvelles obligations libellées en NZD, ou converties en d'autres actifs en NZD, elles exerceront des pressions considérables sur les taux de change et les taux d'intérêt.

Graphique 3.6. Émission d'obligations en NZD sur les marchés extraterritoriaux

Obligations Eurokiwi et Uridashi, en milliards NZD



Source : Reserve Bank of New Zealand.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/007851787734>

intérieur dans son ensemble est non seulement étroit mais aussi relativement illiquide, ce qui réduit la fonction indicatrice que peuvent remplir les cours du marché. La rotation des obligations d'État peut offrir aux acteurs du marché une courbe des rendements servant de référence pour évaluer le coût auquel les entreprises peuvent lever des capitaux, ainsi que pour déterminer les primes de risque de crédit appliquées aux sociétés. Néanmoins, du fait de la bonne tenue des finances publiques et de la diminution de la dette brute de l'État en pourcentage du PIB depuis un certain nombre d'années, le volume d'effets publics offert sur le marché s'est réduit, et environ 70 % de l'encours actuel sont détenus par des investisseurs étrangers qui ne sont guère attachés à négocier activement ces titres. Toutefois, il n'existe pas encore en Nouvelle-Zélande de marché des contrats à terme sur obligations d'État,

comme ceux qui ont été créés dans certains pays pour combler le manque de liquidité lié à la diminution de l'offre de titres obligataires émis.

L'Office de gestion de la dette de la Nouvelle-Zélande est chargé de réduire au minimum le coût des emprunts publics. Il n'est pas tenu d'émettre des obligations de manière à assurer la liquidité du marché⁴. Néanmoins, au cours des deux derniers exercices, il a allongé l'horizon de ses émissions et a pris la décision stratégique de mettre à profit les taux favorables et de maintenir des emprunts dans la perspective d'une augmentation des besoins de financement futurs. La liquidité a de ce fait été plus abondante que si les emprunts avaient été limités au strict nécessaire pour couvrir les besoins courants. De plus, le besoin de financement des administrations publiques a été consolidé sur le marché obligataire intérieur, de manière à éviter l'émission plus coûteuse d'obligations en devises. L'Office a aussi consolidé ses différents emprunts sous la forme de titres de référence, à savoir des émissions obligataires d'un volume suffisant, sur une échéance donnée, pour donner aux acquéreurs confiance dans la liquidité de l'emprunt. Ces mesures ont contribué à la liquidité du marché des emprunts d'État.

Certains pays dont la dette diminue ont décidé qu'il importait malgré tout de préserver l'infrastructure du marché de la dette publique, en prévision de la montée future des besoins de financement liée au vieillissement démographique. Mais ils doivent alors accroître leurs actifs financiers en conséquence. La détention de numéraire est à cet égard une option coûteuse, tandis que l'acquisition d'actifs financiers privés (nationaux ou étrangers) renforce la présence capitalistique de l'État dans le secteur privé⁵. Dans le cas de la Nouvelle-Zélande, le produit des émissions supplémentaires d'obligations d'État placées à un moment où la demande des investisseurs était très soutenue a été investi dans des actifs de haute qualité avec une marge positive. A mesure que ces actifs viendront à échéance, le produit de leur liquidation servira à lisser les augmentations futures des emprunts publics.

On pourrait penser que le vaste marché néo-zélandais des contrats d'échange financier (swap) offre une liquidité suffisante pour fournir les références nécessaires au développement d'un marché des obligations de sociétés plus étoffé, rendant inutile les emprunts publics supplémentaires. Bien que la liquidité du marché des emprunts d'État ait diminué en Nouvelle-Zélande, l'écart entre les taux des obligations à 10 ans et ceux des contrats d'échange à 10 ans s'est creusé depuis son point bas du début de 2003, pour atteindre 88 points de base en moyenne en 2006, alors qu'il est de 52 points de base aux États-Unis. A mesure que l'écart s'est creusé, les investisseurs locaux se sont tournés vers des titres d'emprunt à plus court terme et ont eu recours à des contrats d'échange de taux d'intérêts pour obtenir des rendements à long terme. L'écart peut en partie être interprété comme une « prime de rareté » sur les obligations d'État. Cependant, il reflète aussi le risque de crédit et éventuellement le risque pays en général. Si les investisseurs étrangers venaient à ne pas reconduire leurs contrats d'échange, il deviendrait difficile de dissocier la part de la prime de rareté de celle de la majoration de la prime sur les contrats d'échange. De fait, en Nouvelle-Zélande, l'écart est monté aux alentours de 120 points de base en mars. Globalement, il reste difficile de dire si le marché des contrats d'échange est capable de fournir une courbe de rendements de référence pour l'économie tout entière et si une augmentation des émissions obligataires de l'État se justifie.

Le marché néo-zélandais des obligations de sociétés est également très étroit et plutôt illiquide, pour un certain nombre de raisons. Un des facteurs limitant l'intérêt des

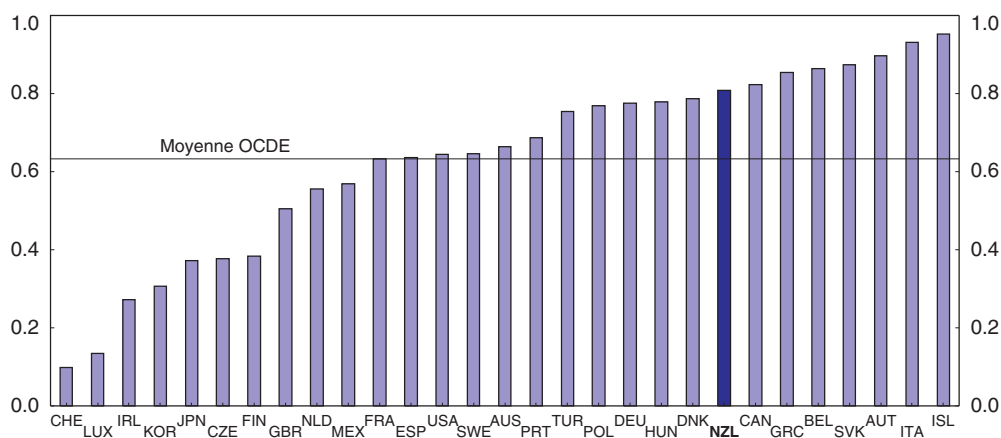
entreprises pour les émissions obligataires sur ce marché réside sans doute dans l'*Approved Issuer Levy* (AIL, prélèvement applicable aux émetteurs agréés). Ce prélèvement, qui se substitue à la retenue à la source sur les non-résidents, est égal à 2 % du rendement des titres enregistrés en Nouvelle-Zélande. À l'heure actuelle, les banques et autres institutions de grande taille peuvent y échapper en levant des fonds sur les marchés étrangers plutôt que dans le pays. Le mécanisme utilisé consiste à créer une succursale à l'étranger dans l'objectif spécifique d'accéder aux marchés financiers extraterritoriaux afin de se soustraire à l'AIL (Bollard *et al.*, 2007). Ces succursales prêtent ensuite à leur société-mère les fonds ainsi réunis. En fait, les grandes banques enregistrées en Nouvelle-Zélande ont toutes eu recours à ce mécanisme.

Les obligations émises à l'étranger libellées en NZD sont de plus en plus prisées par les investisseurs étrangers en quête de rendements plus élevés que ceux offerts sur d'autres marchés. En conséquence, les marchés extraterritoriaux ont permis aux banques néo-zélandaises d'accroître sensiblement leur offre de crédits destinés aux ménages et aux entreprises, en échangeant des montants en devises contre les sommes réunies en NZD par les émetteurs d'obligations délivrées à l'étranger. De fait, les marchés extraterritoriaux ont contribué de manière significative à satisfaire la demande supplémentaire de crédits hypothécaires liée à la période prolongée d'augmentation rapide des prix des logements. Inversement, il est possible que l'accès aisé à ces crédits ait accentué la hausse des prix immobiliers. Par ailleurs, la structure des échéances des obligations émises à l'étranger en NZD étant relativement courte, il existe un risque que les investisseurs décident à un moment donné de ne pas convertir ces dettes en nouveaux actifs libellés en NZD.

En fait, la Nouvelle-Zélande est sans doute particulièrement exposée à de brusques changements de perception des investisseurs internationaux, et ce d'autant plus que ses engagements extérieurs consistent essentiellement en des dettes à court terme. Plus précisément, les titres de créance représentent 80 % du total des engagements de la Nouvelle-Zélande au titre des investissements de portefeuille (graphique 3.7), et la majorité d'entre eux devraient arriver à échéance dans des délais relativement brefs⁶. La banque de réserve se montre relativement optimiste quant au risque d'un retrait soudain

Graphique 3.7. Proportion de titres de créance dans les engagements sous forme d'investissements de portefeuille

Moyenne sur la période 2000-05



Source : FMI, base de données sur les Statistiques financières internationales.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/007858263506>

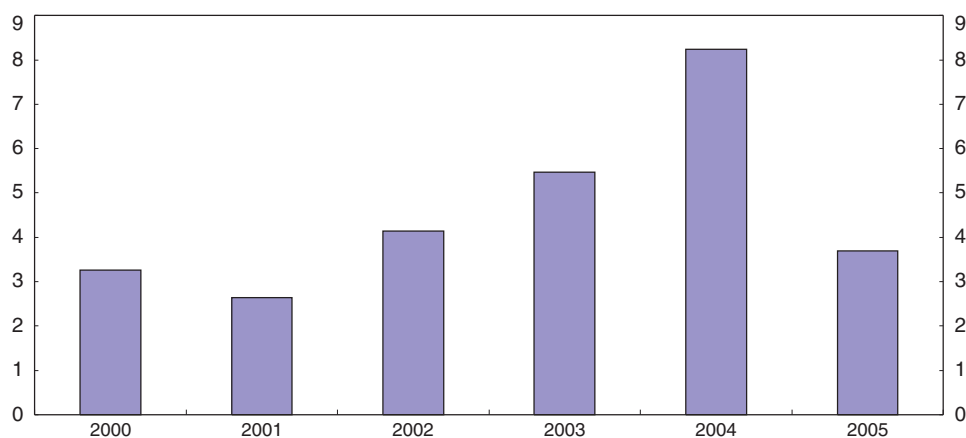
des investisseurs individuels étrangers (Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande, 2006), mais sa position se fonde sur diverses hypothèses concernant l'évolution des préférences des investisseurs étrangers.

Au-delà du risque d'un changement de perception des investisseurs étrangers concernant la Nouvelle-Zélande en particulier, la situation actuelle d'abondance des liquidités au niveau international pourrait également changer, compte tenu du durcissement persistant de l'orientation des politiques monétaires à l'échelle mondiale, ainsi que de l'évolution du recyclage des recettes des pays producteurs de pétrole. En cas de réduction de l'offre internationale de capitaux, les taux d'intérêt locaux devraient augmenter par rapport à ceux des autres pays pour que les entrées de fonds se maintiennent à leur niveau actuel, et cette augmentation devrait aller au-delà de la hausse des taux mondiaux. En outre, l'alourdissement des coûts de financement en devises pourrait également réduire les marges de manœuvre des banques en termes d'échanges financiers avec des émetteurs de titres émis à l'étranger et libellés en NZD, et leur situation pourrait se dégrader si ces hausses de coûts ne peuvent être répercutées sur les ménages via un nouveau relèvement des taux d'intérêt hypothécaires.


Il est vrai que la Nouvelle-Zélande possède un marché d'instruments financiers dérivés actif et liquide, où sont négociés à la fois des contrats d'échange de devises et de taux d'intérêt (graphique 3.8). Ceux-ci permettent aux grandes entreprises d'accéder directement aux marchés financiers internationaux et de couvrir les risques de change et de taux d'intérêt auxquels elles se trouvent exposées. La couverture des risques de change est une pratique courante en Nouvelle-Zélande comme au niveau mondial, et elle peut également s'effectuer en assurant la congruence dans chaque monnaie des deux parties du bilan, sans recourir nécessairement à des contrats sur produits dérivés. Cette couverture naturelle est également utilisée par les entreprises, qui peuvent apparier les produits en devises provenant de leurs transactions à l'étranger avec des charges en devises équivalentes. Les entreprises peuvent également choisir d'acquérir des instruments de couverture à terme pour leurs transactions. Reste qu'indépendamment de la solution retenue, la gestion du risque de change a un coût.

Graphique 3.8. **Engagements au titre d'instruments financiers dérivés de la Nouvelle-Zélande**

En milliards USD



Source : FMI, base de données sur les Statistiques financières internationales.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/007862313430>

Si la couverture du risque de change fait partie de la vie courante des affaires, elle ne fonctionne qu'à relativement court terme, et la gestion des risques liés aux fluctuations du change à plus long terme est clairement hors de portée des acteurs du marché dans quelque pays que ce soit. Dans la mesure où les marchés ne sont pas en mesure de fournir aux sociétés les instruments nécessaires pour gérer ces risques de change, une possibilité envisageable serait que la banque de réserve néo-zélandaise s'efforce de lisser l'évolution cyclique du taux de change. Elle suivrait ainsi l'exemple de la banque de réserve australienne, qui détient une position de change ouverte et intervient lorsque le taux de change s'écarte clairement et sensiblement du niveau correspondant aux paramètres fondamentaux de l'économie. La politique d'intervention sur le marché des changes de la banque de réserve néo-zélandaise a été modifiée en 2004, de manière qu'elle puisse réduire la variabilité cyclique du taux de change lorsque son niveau est jugé exceptionnellement et abusivement élevé ou bas (Eckhold et Hunt, 2005). La banque n'a cependant pas fait usage de ces prérogatives jusqu'ici.

L'amplitude des fluctuations cycliques du taux de change suscite également des préoccupations liées à l'endettement des ménages néo-zélandais. Ceux-ci sont lourdement endettés et le poids relatif des emprunts hypothécaires dans ces engagements est le plus élevé de la zone OCDE. En outre, les comportements d'endettement diffèrent fortement suivant les groupes d'âge et les catégories de revenu (Girouard et al., 2006). Dans ces circonstances, les ménages risquent de subir l'effet d'évolutions négatives telles qu'une forte hausse des taux d'intérêts qui pourrait être déclenchée par les fluctuations des taux de change. Ces répercussions seraient étalées dans le temps, les ménages qui ont contracté des emprunts hypothécaires ou d'autres dettes à taux d'intérêt variable étant touchés immédiatement, tandis que les ménages détenteurs de crédits hypothécaires à taux fixe ne ressentiraient ces effets qu'au bout d'un certain temps. Quoi qu'il en soit, l'impact de tels chocs négatifs sur le secteur des ménages pourrait être nettement plus fort qu'on ne le prévoit aujourd'hui.

Affecter le capital aux emplois les plus efficaces

Une des contributions essentielles des marchés de capitaux à la croissance de la productivité réside dans le fait qu'ils permettent une réaffectation rapide et efficiente du capital aux emplois les plus productifs au fil du temps. Des marchés de capitaux efficaces atténuent les contraintes financières externes auxquelles sont confrontées les entreprises, à la fois pour leur fonds de roulement et, surtout, pour leurs investissements productifs. Les intermédiaires financiers jouent un rôle important en termes de réduction des coûts de collecte et d'analyse des informations sur les projets d'investissement pour les emprunteurs, ainsi que sur le plan de la gestion des risques.

La nature des mécanismes de financement des entreprises entre également en ligne de compte. Les systèmes qui font une plus grande place aux relations emprunteur-prêteur (généralement dominés par les financements bancaires et les financements privés par capitaux propres) peuvent contribuer à lisser les fluctuations cycliques, en aidant davantage les entreprises victimes des aléas de la demande à surmonter leurs difficultés de trésorerie⁷ (FMI, 2006). Par contre, les systèmes plus concurrentiels (c'est-à-dire fondés sur les mécanismes du marché) donnent de meilleurs résultats lorsque des ressources doivent être réaffectées de branches d'activité en déclin vers des secteurs et des entreprises relativement nouveaux, dans la mesure où ils permettent de tirer plus aisément parti des possibilités qui s'offrent, en particulier dans les nouvelles technologies,

contribuant ainsi à la croissance de la productivité. En outre, au niveau international, on assiste à une évolution des services bancaires aux entreprises marquée par un glissement des activités de crédit direct vers une assistance au financement par émission obligataire⁸, et par un recentrage des activités relationnelles des banques sur le financement des ménages et des petites entreprises (Issing, 2005).

Dans ce contexte, la diminution du poids relatif des entreprises dans les crédits consentis par les banques néo-zélandaises ne doit pas être interprétée comme une évolution négative, ni imputée à l'introduction du dispositif révisé sur la convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres (Bâle II), comme l'ont fait certains. Toutefois, dans le cas de la Nouvelle-Zélande, la contrepartie de ce glissement – à savoir l'utilisation croissante par les entreprises des marchés d'actions et d'obligations pour lever des fonds – semble se faire attendre. Pour l'heure, 174 sociétés sont inscrites à la cote du *New Zealand Stock Exchange*, le principal marché boursier néo-zélandais, 29 sont cotées sur le *New Zealand Alternative Market*, le second marché, et 47 sociétés ont des titres d'emprunt cotés en bourse. À titre de comparaison, l'*Australian Stock Exchange* compte 1 930 émetteurs cotés pour une économie d'une taille six fois plus grande que celle de la Nouvelle-Zélande. Néanmoins, cette dernière compte moins de 2 000 entreprises de plus de 100 salariés, parmi lesquelles figurent de grandes entreprises publiques.

La taille relativement modeste des marchés de valeurs mobilières néo-zélandais s'explique sans doute, dans une certaine mesure, par un manque d'entreprises suffisamment grandes pour que le recours direct aux marchés financiers – consistant à faire appel à l'épargne publique – constitue une manière efficiente de lever des fonds. En fait, même parmi les entreprises de taille relativement importante (de 100 à 500 salariés), les banques et les sociétés de financement dominant l'offre de financements par emprunt, et les individus qui contrôlent les entreprises représentent la principale source de nouveaux fonds propres (tableau 3.2). Qui plus est, l'enquête sur le financement des entreprises (*Business Finance Survey*) réalisée en 2004 n'a mis en évidence aucune difficulté manifeste d'obtention des financements, puisqu'une très forte proportion des entreprises souhaitant lever des fonds étaient en mesure de les obtenir. Ce constat concorde avec les résultats d'une enquête internationale menée en 2005 sur les freins au développement des entreprises, puisque le pourcentage de sociétés néo-zélandaises considérant le financement comme un des principaux freins à leur développement était inférieur à la moyenne mondiale (graphique 3.9). Il semble toutefois que de nombreux dirigeants de petites entreprises néo-zélandaises ne comprennent pas les mécanismes du financement externe par capitaux propres, qu'ils les confondent avec les dispositifs de financement par emprunt, et qu'ils aient une vision négative de leur capacité à attirer des investisseurs extérieurs (Robertson et Belanger, 2006).

Malgré l'absence d'obstacle financier manifeste à la croissance des entreprises en général, nombre d'observateurs pensent que les petites entreprises innovantes à fort potentiel de croissance se heurtent à un grave déficit de financement, tant en Nouvelle-Zélande que dans d'autres pays (OCDE, 2006). Très peu d'études empiriques ont cependant été menées sur cette question en Nouvelle-Zélande, et ce déficit est difficile à cerner (Robertson et Belanger, 2006). Le capital-risque constitue une des sources de financement possibles pour ces entreprises. Afin de favoriser le développement du capital-risque dans le pays, le gouvernement a créé en 2002 le *New Zealand Venture Investment Fund* (NZVIF, Fonds d'investissement en capital-risque de Nouvelle-Zélande), qui a été doté d'un capital de 100 millions NZD. Il s'agit d'une entreprise publique dirigée par un conseil

Tableau 3.2. **Sources de financement des entreprises**Dernier exercice financier¹

	Taille (nombre de salariés)				Âge (mois)	
	1-5	6-20	21-100	101-500	6-36	Plus de 36
Financement par emprunt						
Nombre d'entreprises se finançant par emprunt	13 385	9 349	2 268	198	7 129	18 072
Proportion des entreprises se finançant par emprunt qui ont obtenu ces fonds auprès de ²						
Banques	72	73	68	78	71	72
Sociétés de financement	25	25	31	20	17	29
Autres sources ³	10	16	13	11	25	7
Financement par capitaux propres						
Nombre d'entreprises se finançant par capitaux propres	1 969	1 470	350	21	1 666	2 143
Proportion d'entreprises se finançant par capitaux propres qui les ont obtenus auprès de ²						
Personnes physiques contrôlant l'entreprise	88	78	75	57	85	81
Amis ou parents	10	13	8	..	14	9
Autres sources ⁴	11	20	29	50	17	16
Dettes et fonds propres des entreprises néo-zélandaises						
Nombre total d'entreprises	52 334	25 272	5 489	467	22 255	61 306
Montant total des dettes (millions NZD)	10 436	11 968	8 589	5 152	5 471	30 675
Montant total des fonds propres (millions NZD)	8 931	7 344	7 964	6 313	3 581	26 970
Ratio dettes/fonds propres	1.17	1.63	1.08	0.82	1.53	1.14

1. Les informations fournies portent sur le dernier exercice financier pour lequel les résultats de l'entreprise considérée étaient disponibles en août 2004.

2. Le chiffre indiqué correspond au pourcentage d'entreprises néo-zélandaises dans chaque catégorie. La somme de ces pourcentages peut être supérieure à 100 en cas d'utilisation de sources multiples.

3. Cette catégorie se compose des éléments suivants : « créanciers commerciaux ou fournisseurs », « propriétaires actuels », « amis et parents des propriétaires actuels », « autres personnes physiques », « autres entreprises » et « autres sources ».

4. Cette catégorie se compose des éléments suivants : « salariés », « autres personnes physiques », « sociétés mères », « fonds de capital-risque/fonds de participation dans des sociétés fermées », « autres entreprises » et « autres sources ».

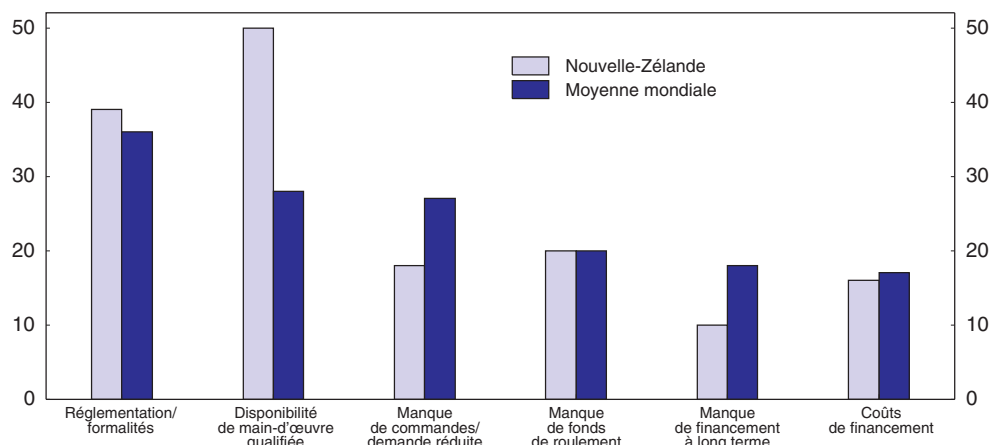
Source : Statistics New Zealand, Business Finance Survey.

d'administration indépendant, dont les membres ont été sélectionnés pour leur expérience du capital-risque et du monde des affaires. Il fonctionne comme un « fonds de fonds », dans la mesure où il investit dans des fonds de capital-risque gérés par des intérêts privés, qualifiés de « fonds VIF »⁹. Le NZVIF est également chargé de la gestion du *Seed Co-investment Fund* (SCIF, Fonds de co-investissement d'amorçage), créé en 2005 pour investir dans des entreprises en phase d'amorçage ou de démarrage, et doté d'un capital de 40 millions NZD pouvant être investi sur une période de six ans environ¹⁰.


Ces mesures gouvernementales ont été soigneusement conçues afin de favoriser le développement des marchés de financements privés par capitaux propres, de manière à assurer le financement des entreprises à fort potentiel de croissance (Lerner *et al.*, 2005). Par ailleurs, l'implication des investisseurs privés et les mécanismes de partage des risques doivent permettre d'éviter les écueils qui surgissent souvent lorsque les pouvoirs publics s'efforcent de remédier à ce qu'ils considèrent comme un déficit de financement (OCDE, 2006). Bien que le marché local du capital-risque reste relativement modeste, les financements privés par capitaux propres représentent un montant total d'investissements estimé à 2 milliards NZD (Ernst & Young, 2006). Au premier

Graphique 3.9. **Freins au développement des entreprises**

Pourcentage de répondants considérant l'élément évoqué comme un des principaux freins à leur développement, en 2004



Source : Grant Thornton, enquête IBOS (*International Business Owners' Survey*) de 2005.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/007888540133>

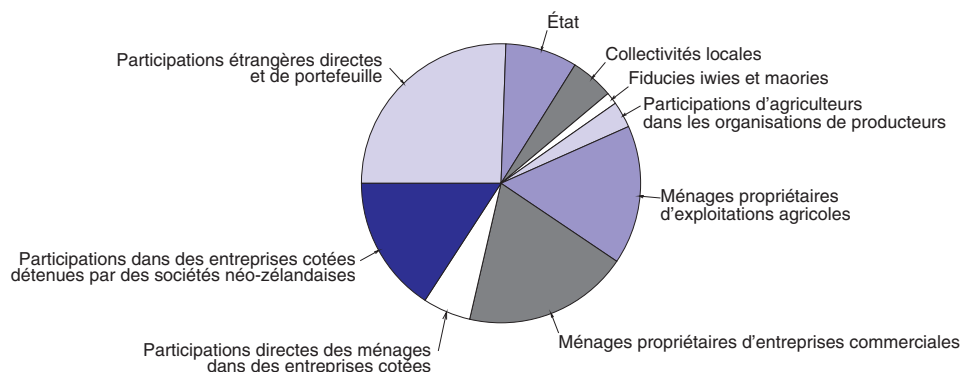
semestre 2006 ont eu lieu 54 transactions, d'une valeur globale estimée à 434 millions NZD, mais leur valeur médiane n'était que de 1 million NZD, car elles incluait cinq très grosses opérations de financement privé par capitaux propres.

On ignore si l'expansion des entreprises est essentiellement déterminée par la demande, ou si elle pourrait être stimulée par des organismes de retraite, des fonds de capital-risque ou d'autres organismes de placement recherchant activement des possibilités d'investissements rentables. Dans la seconde hypothèse, les organismes de placement locaux sont en mesure de déceler des marges d'expansion que les dirigeants d'entreprises ne discernent pas ou ne souhaitent pas exploiter¹¹. La connaissance des conditions locales et la proximité permettraient aux gestionnaires de fonds néo-zélandais d'occuper des créneaux qui ne présentent guère d'intérêt pour les fonds étrangers (hormis peut-être pour les organismes de placement australiens). À cet égard, une accumulation d'actifs de retraite privés, telle qu'elle est envisagée dans le cadre du programme KiwiSaver, pourrait contribuer à stimuler la croissance de la productivité, à condition que ces fonds ne soient pas exclusivement placés à l'étranger¹².

Un autre problème réside dans le fait que des montants considérables de capitaux sont bloqués dans des structures institutionnelles qui ne permettent pas de les réaffecter rapidement et aisément à des emplois plus productifs. Il s'agit d'entreprises contrôlées par l'État central ou les collectivités locales, de coopératives de production – notamment de Fonterra – ainsi que de fiducies iwi et maories (graphique 3.10). Les coopératives et les fiducies doivent décider elles-mêmes s'il serait de leur intérêt de procéder à des modifications permettant à leurs propriétaires de réaffecter plus aisément leurs capitaux à d'autres placements, et de faciliter la levée de fonds par les entreprises sur les marchés de fonds propres. En revanche, l'État pourrait céder ses participations dans certaines des entreprises commerciales qu'il détient¹³. La cession d'entreprises d'État opérant sur des marchés concurrentiels ne compromettrait pas indûment sa position, consistant à conserver la propriété de certains actifs stratégiques, et soumettrait les décisions d'investissement de ces entreprises à la discipline du marché, tout en permettant le


Graphique 3.10. Répartition des capitaux propres des entreprises néo-zélandaises¹

En pourcentage de leur valeur totale



1. Ces estimations ont été calculées par la banque de réserve à partir de sources diverses, et doivent donc être considérées comme purement indicatives.

Source : Bollard, A. (2006), « Kiwis Like Buying Houses more than Buying Businesses », Pricewaterhouse Coopers Annual Tax Conference, 9 novembre, www.rbnz.govt.nz.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/008021186435>

« débloqué » de capitaux qui pourraient être réaffectés à des emplois plus productifs au fil du temps s'ils se faisaient jour sur le marché.

Par ailleurs, environ un quart du secteur des entreprises est détenu par des étrangers, soit directement (sous forme de filiales ou de succursales) soit par le biais de portefeuilles. L'investissement direct étranger peut être non seulement bénéfique en termes d'amélioration des performances des entreprises concernées, mais aussi en termes de retombées sur le reste de l'économie, en stimulant les transferts de technologie et l'innovation (OCDE, 2003). Néanmoins, certains craignent en Nouvelle-Zélande que les entreprises sous contrôle étranger ne soient davantage enclines à délocaliser leurs activités à l'étranger, en particulier si elles peuvent réduire ce faisant le risque de change auquel elles sont exposées et les impôts qu'elles doivent acquitter. Ce phénomène de « perte de substance » réduirait la capacité productive du pays, et donc sa capacité à dégager des revenus. Qui plus est, les entreprises à capitaux étrangers qui font partie de multinationales peuvent être moins attachées à développer leurs activités locales en dehors du marché néo-zélandais si leur société procède par segmentation géographique du marché, ce qui limite la contribution de l'IDE à la croissance de la productivité¹⁴. Globalement, la présence d'entreprises à capitaux étrangers se traduit par des sorties considérables de revenus d'investissements dans la balance des paiements, ce qui introduit un écart entre le PIB et le revenu national, à moins que ces sorties ne soient contrebalancées par les revenus des investissements néo-zélandais à l'étranger.

Améliorer le cadre réglementaire des instruments d'épargne

La croissance attendue de l'épargne-retraite exigera un accroissement de l'offre d'instruments d'épargne adaptés, ainsi qu'un cadre réglementaire efficace. Il existe déjà un certain nombre de prestataires de retraites agréés (voir le chapitre 2), mais le cadre réglementaire dans lequel ils exercent leurs activités – de même que tous les autres organismes de placement collectif (OPC) – pourrait être amélioré. Les gestionnaires des

organismes de retraite devront également accorder davantage d'attention à la gestion de leurs actifs et de leurs passifs.

Le cadre réglementaire des dispositifs de retraite

Le système de réglementation et de surveillance du secteur financier néo-zélandais est fondé sur le principe de la divulgation – qui consiste à fournir aux déposants et aux investisseurs des informations et à les laisser prendre eux-mêmes leurs décisions de placement. Selon qu'il s'agit de structures de participation, de fonds de placement ou de régimes de retraite, les OPC sont définis et réglementés par des dispositions juridiques distinctes. Les gestionnaires et dépositaires de ces différents types d'OPC assument des obligations différentes, et la protection des investisseurs varie. Les régimes de retraite sont enregistrés en vertu de la *Superannuation Schemes Act* (loi sur les régimes de retraite) de 1989. La gestion de ces régimes est supervisée par le service des assurances et des retraites du ministère du Développement économique, tandis que l'Actuaire du gouvernement présente chaque année au Parlement un rapport sur ces régimes. Cette loi met l'accent sur les fonctions et les responsabilités des dépositaires de ces régimes.

Les dépositaires des régimes de retraite sont tenus d'agir au mieux des intérêts des investisseurs et de protéger leurs placements. Il leur incombe de surveiller en toute indépendance les promoteurs des régimes. Or, selon la *Securities Act* (loi relative aux valeurs mobilières), les dépositaires eux-mêmes sont considérés comme les promoteurs de ces régimes. Cela remet en cause leur rôle de dépositaire, puisqu'ils ne sont pas en mesure de remplir leur fonction de surveillance indépendante. En conséquence, le système d'équilibre des pouvoirs relatif aux dépositaires n'a pu fonctionner de manière satisfaisante, notamment dans la mesure où l'exercice de leurs responsabilités est resté largement incontrôlé. En outre, si la loi dispose que les émetteurs d'OPC doivent nommer leurs dépositaires, il n'existe aucun critère à remplir pour pouvoir occuper un tel poste, ce qui signifie que les fonctions de dépositaire peuvent être exercées par n'importe quel individu. Du fait de cette lacune du cadre réglementaire, les investisseurs sont exposés à des comportements opportunistes de la part des promoteurs.

Dans le cadre de l'examen des produits financiers et prestataires de services financiers (ministère du Développement économique, 2006a et 2006b), il a été proposé de rationaliser cette structure sous la forme d'un cadre unique. L'étude offre une définition générale des organismes de placement collectifs selon laquelle tous les produits aux caractéristiques similaires – à savoir la mise en commun de fonds collectés auprès d'investisseurs, qui sont ensuite confiés à des gestionnaires professionnels – se verront réserver le même traitement. En outre, elle clarifie les attributions respectives des promoteurs, des dépositaires et de l'organisme de surveillance – à savoir la *Securities Commission* (Commission des valeurs mobilières). Tout en réaffirmant le rôle de surveillance « en première ligne » joué par les dépositaires vis-à-vis des promoteurs, l'étude propose que les fonctions de promoteur et de dépositaire soient séparées, et que les dépositaires soient soumis à l'agrément de la *Securities Commission* sur la base de critères « de compétence et d'honorabilité » (contrôle *ex ante*). La Commission procéderait en outre à une surveillance régulière des activités des dépositaires (contrôle intermédiaire) et réunirait des informations tant de manière périodique qu'occasionnelle, afin de pouvoir constituer une base de données très complète. Enfin, la Commission serait habilitée à prendre des mesures en cas de faute de la part d'un dépositaire.

Ces réformes permettraient à la Nouvelle-Zélande de se rapprocher sensiblement des meilleures pratiques observées dans les pays de l'OCDE, telles qu'elles sont exposées dans le Livre blanc sur la gouvernance des organismes de placement collectif (OCDE, 2005a). Celui-ci conclut notamment que tous les OPC proposés aux investisseurs individuels devraient être dans l'obligation de fonctionner dans un cadre législatif et réglementaire reconnu. Il conclut également que l'autorité de régulation compétente devrait jouer un rôle décisif dans la mise en place du cadre de gouvernance requis, notamment en veillant à ce que les entreprises proposant un ou plusieurs OPC aient une structure de gouvernance adéquate.

Un autre élément clé pour les OPC réside dans la transparence et l'information des investisseurs, en particulier s'agissant des honoraires, commissions et frais. Les promoteurs d'OPC, leurs distributeurs et les conseillers financiers disposent d'un net avantage informationnel par rapport au grand public, qui peut avoir des difficultés considérables à déterminer si le niveau des honoraires facturés est raisonnable et à les comparer entre différents produits de placement. Renforcer les connaissances financières des investisseurs (voir ci-après) contribuerait à remédier à cette asymétrie d'information, mais les pressions concurrentielles nécessaires pour peser sur le niveau des honoraires et des frais passent par une information complète et transparente. Le cadre réglementaire doit assurer un niveau élevé de transparence, de préférence sans intervention réglementaire directe de la part des pouvoirs publics (OCDE, 2005a). L'élaboration de normes sectorielles de présentation des informations facilitant les comparaisons entre produits irait également dans le bon sens. L'étude du ministère du Développement économique consacrée aux OPC envisage plusieurs options, dont la possibilité d'exiger que les actes de fiducie spécifient le type d'honoraires qui sont, ou pourraient être, déduits et leur mode de calcul. Il est proposé que le montant précis des honoraires effectivement versés soit indiqué dans les états annuels. Cependant, si la Nouvelle-Zélande veut suivre les meilleures pratiques observées dans la zone OCDE en matière de transparence et d'information, il faudra peut-être qu'elle aille plus loin en promulguant, comme l'Australie l'a fait en 2005, des dispositions normalisant la description et les méthodes de calcul des honoraires et des frais, de manière à améliorer la comparabilité et la compréhension des informations contenues dans les notices sur les produits financiers¹⁵.

Gestion des risques des organismes de retraite et nouveaux types d'obligations

Au-delà de ces questions de réglementation, la gestion des risques des régimes de retraite est devenue un enjeu important pour les marchés de capitaux (OCDE, 2005b). En tant qu'investisseurs institutionnels, les organismes de retraite mettent en œuvre des stratégies de placement pouvant avoir une incidence sensible sur l'évolution et la stabilité des marchés de capitaux. Cela conduit à se demander dans quelle mesure ces marchés sont capables d'élaborer les types d'instruments qui aideraient les organismes de retraite à gérer les risques divers auxquels ils sont confrontés, ainsi qu'à assurer une meilleure congruence entre leurs éléments d'actif et de passif (encadré 3.3).

L'État semble tout désigné pour – et peut-être seul apte à – émettre certains titres, notamment les obligations à très longue échéance, indexées sur l'inflation ou sur la longévité¹⁶. Néanmoins, le bilan des obligations indexées sur l'inflation est plutôt mitigé, et les gestionnaires de dette souveraine entièrement satisfaits des résultats obtenus sont relativement rares (McCray, 2002). Les obligations indexées sur la longévité sont des instruments complexes, et leur émission par le secteur privé est fortement tributaire de

Encadré 3.3. La gestion des risques liés aux régimes de retraite

La gestion actif-passif (GAP) – qui consiste à veiller à ce que les engagements soient couverts en permanence par des actifs adaptés – est devenue un principe essentiel du monde de la finance. Néanmoins, dans le cadre des régimes de retraite, l'attention accordée à cette forme de gestion des risques est restée relativement limitée jusqu'à une date récente. En fait, les organismes de retraite – notamment à prestations définies – affichent souvent leurs performances en termes d'écart de rendement par rapport au taux de rentabilité d'un placement sans risque. Or, ces organismes doivent non seulement réunir un volume de ressources suffisant pour faire face à leurs engagements futurs, mais aussi veiller à ce que la structure de leurs actifs concorde avec celle de ces futurs engagements.

Dans le cadre des régimes de retraite, l'adoption d'une stratégie de GAP en matière de gestion des risques a des implications multiples. Elle exige notamment que les prestataires/promoteurs de ces régimes minimisent toute différence de structure entre actif et passif. Une telle différence peut résulter de risques divers :

- *Le risque de durée* : les organismes de retraite recherchent de plus en plus des obligations à long terme correspondant à la durée considérable de leurs engagements. Certains pays de l'OCDE ont déjà commencé à émettre des obligations d'État à échéance très lointaine – tant la France que le Royaume-Uni ont émis des obligations à 50 ans en 2005, tandis que la Suisse émet depuis fort longtemps des obligations dont l'échéance est supérieure à 30 ans. Ces pratiques contrastent fortement avec la situation observée en Nouvelle-Zélande, où l'échéance la plus éloignée en matière d'obligations d'État correspond à 2017. Cela tient à la fois à l'intérêt limité du marché pour les obligations à très longue échéance et à la préférence de l'Office de gestion de la dette de la Nouvelle-Zélande pour le maintien des émissions d'obligations de référence afin de préserver la liquidité et, par conséquent, d'obtenir des financements à des conditions plus intéressantes, en particulier dans le contexte d'une diminution de la dette.
- *Le risque d'inflation* : les organismes de retraite doivent également gérer le risque d'inflation, ce qui peut les amener à acquérir des instruments tels que des obligations indexées sur l'inflation en contrepartie de leurs engagements au titre de prestations de retraite également indexées sur l'inflation. Le Royaume-Uni est devenu en 1981 le premier grand émetteur d'obligations indexées sur l'inflation, et nombre de pays de l'OCDE, dont la Nouvelle-Zélande, lui ont emboîté le pas. Néanmoins, l'émission d'obligations indexées sur l'inflation est suspendue depuis 1999 en Nouvelle-Zélande, pour des considérations de coût liées à la baisse de la demande de ce type de produit, ainsi qu'en raison d'une préférence pour un accroissement de la liquidité des obligations de référence émises par l'État.
- *Le risque de longévité* : les organismes de retraite sont confrontés à une augmentation de leurs versements, liée à la fois au vieillissement démographique et à l'accroissement de la longévité humaine. Ce risque peut être couvert sur les marchés de capitaux au moyen d'obligations indexées sur la longévité, dont le rendement est lié à la durée future de la vie humaine. Ce type d'instrument pourrait prendre la forme d'une obligation à paiement unique versé à l'échéance, dont le montant des intérêts serait ajusté en fonction de la proportion de la population âgée de 65 ans, par exemple, à l'émission de l'obligation et qui serait toujours en vie à l'échéance de ladite obligation (Blommestein, 2006). L'émission d'obligations indexées sur la longévité reste une pratique balbutiante au niveau international, mais elle est susceptible de favoriser le développement des marchés de rentes, où le secteur de la réassurance jouera un rôle important.

Encadré 3.3. La gestion des risques liés aux régimes de retraite (suite)

- *Le risque de taux d'intérêt* : c'est avant tout le risque de taux d'intérêt qui peut créer un déséquilibre substantiel dans le bilan des organismes de retraite, en particulier pour les régimes à prestations définies. Dans la mesure où les taux du marché sont souvent utilisés comme coefficient d'actualisation, la valeur actualisée des engagements futurs peut augmenter fortement si ces taux diminuent. Or, dans les pays de l'OCDE, il est devenu courant d'utiliser le rendement d'obligations de sociétés de premier rang comme taux d'actualisation. En conséquence, les organismes de retraite sont de plus en plus demandeurs d'obligations de sociétés, et pour satisfaire la demande de ces investisseurs institutionnels, il existe aujourd'hui des marchés obligataires actifs et liquides – tant sur le segment des emprunts d'État que des obligations de sociétés – qui sont devenus une composante importante des marchés de capitaux.
- *Le risque de liquidité* : la diminution des coefficients de financement a également suscité une prise de conscience du fait que les organismes de retraite devaient rester entièrement capitalisés pour pouvoir faire face aux évolutions défavorables des marchés. L'application de règles de financement minimum est devenue plus courante dans les pays de l'OCDE. Ainsi, une norme de financement propre à chaque régime a été introduite par la *Pensions Act* (loi relative aux retraites) de 2004 au Royaume-Uni, tandis que la directive de l'Union européenne sur les retraites dispose que les organismes de retraite doivent avoir un coefficient de financement minimum de 105 %.

l'existence d'un marché de la réassurance prêt à assumer le risque en dernier ressort. En fait, pour des raisons diverses, la probabilité qu'un marché privé se développe est assez faible, malgré de timides incursions dans ce domaine¹⁷ (Blommestein, 2006). L'émission d'obligations d'État indexées sur la longévité reviendrait à transférer une part supplémentaire du risque de longévité sur les finances publiques, or la Nouvelle-Zélande est déjà fortement exposée à ce type de risques via son régime public de retraite (voir le chapitre 2) et, potentiellement, par le biais d'autres postes de dépenses tels que les soins de santé et les soins aux personnes âgées. En outre, de nouvelles obligations d'État de ce type pourraient alourdir sensiblement le coût de gestion de la dette publique, qui est assumé en dernière analyse par les contribuables. Globalement, le développement de ces instruments financiers plus sophistiqués constitue donc une option à étudier avec prudence.

Connaissances et éducation financières

La palette d'instruments financiers disponibles étant devenue plus sophistiquée, le niveau de connaissances financières requis pour que les individus puissent prendre des décisions optimales en matière d'épargne et d'emprunt s'est considérablement élevé. Certaines enquêtes indiquent non seulement que, dans bien des cas, les personnes interrogées ne comprennent pas des concepts financiers relativement élémentaires, mais qu'elles surestiment en outre leur connaissance des questions financières (OCDE, 2005c). Selon une enquête réalisée vers la fin de l'année 2005, les Néo-Zélandais disposaient, dans l'ensemble, d'un niveau raisonnable de connaissances financières individuelles, même s'il existait une forte corrélation entre connaissances financières et situation socio-économique (ANZ et Commission des retraites, 2006). Cette même enquête a toutefois

établi qu'une certaine confusion prévalait quant au régime public de retraite néo-zélandais (un nombre significatif de répondants pensant que la pension versée était soumise à conditions de revenu et/ou de patrimoine). Les notions d'intérêts composés et de consolidation de dette étaient relativement mal appréhendées, certains termes financiers élémentaires n'étaient pas bien compris, et les résultats obtenus en termes de compréhension des stratégies de placement étaient mitigés, en particulier s'agissant du rendement à long terme des placements en bourse et de l'importance des intérêts composés.

Le gouvernement néo-zélandais a déjà pris des mesures importantes pour améliorer l'éducation financière. Par le biais de son site Internet www.sorted.org.nz, la *Retirement Commission* (Commission des retraites) offre aux Néo-Zélandais une source d'information essentielle pour la préparation de leur cessation d'activité. Un projet d'intégration de l'éducation financière dans les programmes scolaires est en cours d'élaboration, et sa mise en œuvre devrait pouvoir débiter dans l'ensemble des établissements scolaires en 2009. En fait, les efforts destinés à améliorer les connaissances financières des Néo-Zélandais de tous âges constituent un moyen peu coûteux et utile en tout état de cause d'étoffer les marchés de capitaux, en permettant aux individus de devenir des investisseurs plus assurés, capables de recourir efficacement aux marchés de capitaux pour optimiser l'utilisation de leur revenus et leur consommation tout au long de leur vie.

Conclusions et recommandations

Les marchés de capitaux néo-zélandais sont relativement étroits, et le pays serait davantage à même d'accélérer son expansion économique s'ils étaient plus actifs. La principale raison de cette étroitesse réside dans l'insuffisance de l'épargne intérieure, notamment des fonds confiés aux organismes privés de retraite, qui représentent un volume de capitaux considérable dans d'autres pays. La Nouvelle-Zélande trouve certes sur les marchés mondiaux de capitaux les ressources nécessaires pour combler cet écart entre épargne et investissement, mais l'essentiel de ces flux sont des investissements de portefeuilles à court terme. Ceux-ci passent principalement par le secteur bancaire, dont les prêts sont de plus en plus concentrés sur les ménages et le secteur agricole. En revanche, peu de capitaux sont levés directement par le biais de titres de participation ou de créance négociables, alors que ces instruments jouent un rôle important en termes de réaffectation du capital entre entreprises et secteurs, ainsi que pour l'exploitation des nouvelles possibilités qui s'offrent, souvent liées aux évolutions technologiques. Le gouvernement a pris des mesures prudentes pour encourager le développement du capital-risque et des financements de démarrage. Néanmoins, une proportion considérable de l'actif net du secteur des entreprises est « bloqué » dans sa structure capitalistique actuelle. Dans le cas des coopératives et des fiducies, c'est aux propriétaires qu'il appartient de procéder à des modifications s'ils le jugent nécessaire. Par contre, les participations capitalistiques de l'État central et des collectivités locales pourraient être réduites, en particulier dans les secteurs où prévaut une concurrence bien établie, ce qui permettrait de soumettre ces capitaux à la discipline du marché en termes de surveillance et d'affectation des ressources.

Il est difficile d'identifier des obstacles majeurs inhérents aux marchés de capitaux qui permettraient d'expliquer leur étroitesse. En fait, la Nouvelle-Zélande devance tous les autres pays de l'OCDE à l'aune des indicateurs de réglementation des marchés des services bancaires et des valeurs mobilières. Néanmoins, il existe des domaines dans lesquels des

modifications pourraient être apportées au cadre réglementaire néo-zélandais, afin de l'adapter à la nature dynamique de l'innovation sur les marchés de capitaux. Ce point sera tout particulièrement important compte tenu du développement attendu des organismes privés de retraite au cours des années à venir.

Globalement, les efforts destinés à étoffer les marchés de capitaux doivent être déployés dans des domaines connexes, notamment pour instaurer des conditions plus favorables à l'épargne et à l'accumulation d'actifs financiers (voir les chapitres 2 et 4). Il n'en reste pas moins que certaines modifications concernant spécifiquement les marchés de capitaux seraient les bienvenues (encadré 3.4).

Encadré 3.4. Recommandations en vue d'étoffer les marchés de capitaux

- Examiner s'il y a une courbe des rendements de référence suffisante et voir si une augmentation des émissions obligataires de l'État se justifierait pour faciliter le développement d'un marché des obligations de sociétés plus étoffé.
- Evaluer l'incidence nette de la suppression des possibilités dont disposent les banques et les entreprises d'échapper à l'*Approved Issuer Levy* (AIL, prélèvement applicable aux émetteurs agréés) sur les intérêts, de manière à réduire les incitations à émettre des obligations à l'étranger plutôt que sur le marché intérieur.
- Réduire les participations capitalistiques détenues par l'État central et les collectivités locales dans un certain nombre d'entreprises, de manière que le marché contribue à l'affectation du capital de ces sociétés aux emplois les plus productifs.
- Veiller à ce que l'examen actuel consacré aux produits financiers et aux prestataires de services financiers débouche sur un cadre réglementaire rationalisé, imposant aux sociétés qui proposent des organismes de placement collectif (OPC) d'avoir une structure de gouvernance adéquate, et prévoyant des critères de sélection des dépositaires d'OPC suffisamment strictes pour garantir leur aptitude à s'acquitter de leurs fonctions.
- Adopter une approche plus rigoureuse des obligations d'information concernant les honoraires et les frais des OPC, de manière à accroître leur transparence et à faciliter les comparaisons entre les différents produits.
- Poursuivre les efforts déployés pour améliorer les connaissances financières de la population, et intégrer l'éducation financière dans les programmes scolaires.

Notes

1. Le rapport entre crédits hypothécaires au logement et prêts aux sociétés non financières est passé de 1.49 en 2000 à 1.64 en 2005.
2. Il s'agit de petites propriétés foncières, situées généralement en lisière de zones urbaines, où les résidents sont essentiellement attirés par le mode de vie semi-rural, même si certains se livrent également à des activités agricoles. D'après les relevés cadastraux de 2004, il existait quelque 140 000 zones de ce type, couvrant une superficie totale de plus de 750 000 ha – qui regroupait cependant à la fois des parcelles avec et sans habitation. On trouvera de plus amples informations sur le site Internet du ministère néo-zélandais de l'Agriculture (www.maf.govt.nz/statistics/primaryindustries/smallholdings/discussion.htm).
3. Ces procédures d'examen font suite à des travaux sur la mise en œuvre du *Takeovers Code* (Code sur les prises de contrôle), de la législation relative aux marchés des valeurs mobilières et des

modifications apportées à la *Securities Act* (loi relative aux valeurs mobilières), notamment des dispositions concernant les opérations d'initiés et les manipulations de marché.

4. En revanche, dans de nombreux pays de l'OCDE, les organismes chargés d'émettre les titres de la dette souveraine ont notamment pour objectif de soutenir les marchés financiers nationaux (Kreiner, 2002)
5. Une possibilité pourrait consister à compenser la poursuite de l'émission de titres d'emprunt, destinée à assurer la liquidité du marché, par des contributions *ad hoc* au *New Zealand Superannuation Fund* (ou à l'une des Institutions financières de la couronne) au sein duquel a déjà été mise en place une solide structure de gouvernance destinée à gérer les actifs financiers détenus par l'État.
6. Les titres d'emprunt rendent plus difficile le partage des risques en cas de performances médiocres de l'économie, puisqu'il s'agit de valeurs à revenu fixe, dont la rémunération ne dépend pas de l'évolution cyclique de l'activité économique. À l'inverse, les titres de participation, qu'ils correspondent à des investissements directs étrangers ou à des investissements de portefeuille, facilitent le partage des risques, dans la mesure où leur rémunération peut diminuer en phase descendante du cycle économique.
7. Ce résultat tient à la plus grande coïncidence entre les intérêts des entreprises et ceux des prêteurs.
8. Les banques recourent également davantage à la titrisation, ce qui leur permet de tirer parti de leur accès à des informations privées sur les emprunteurs et leurs projets, tout en séparant le montage et le financement des prêts de l'affectation des risques de crédit. La titrisation permet de répartir plus largement les risques.
9. Le NZVIF investit dans un rapport de 1 pour 2 dans les fonds VIF, qui doivent être dotés au minimum de 30 millions NZD (y compris l'apport du NZVIF). Il investit dans ces fonds aux mêmes conditions que les investisseurs privés, à deux exceptions près : premièrement, les autres entités ayant investi dans chaque fonds VIF disposent d'une option exerçable jusqu'à la fin de la cinquième année d'existence du fonds, leur permettant de racheter la participation du NZVIF à un prix correspondant au capital investi augmenté d'un intérêt (ce qui signifie que les acquéreurs réalisent un gain si la valeur de la participation est supérieure à cette valeur de rachat) ; deuxièmement, le fonds VIF doit exercer ses activités conformément aux règles d'investissement définies par le NZVIF, tout au long des phases d'amorçage, de démarrage et d'expansion initiale. Le NZVIF participe à la gestion du fonds d'investissement au même titre que les investisseurs privés, et dispose des mêmes droits de vote. Les mécanismes de gouvernance du fonds VIF correspondent aux pratiques en usage sur le marché.
10. Le SCIF épaulera des groupes d'investisseurs privés sélectionnés (dits « investisseurs agréés ») en tant que co-investisseur passif, son apport pouvant aller jusqu'à 50 % de tout investissement remplissant les conditions requises. Tout investissement initial réalisé par le SCIF dans une entreprise ou un groupe d'entreprises donné serait limité à 250 000 NZD. Le SCIF exercera ses activités pendant 12 ans, la période d'investissement prévue étant de cinq à six ans.
11. En Nouvelle-Zélande, certains évoquent à cet égard le syndrome du « triple B », selon lequel les ambitions des chefs d'entreprise en termes de croissance du chiffre d'affaires se limiteraient au montant nécessaire à l'acquisition d'un bateau, d'un *bach* (une petite résidence secondaire) et d'une BMW (voir les discours du ministre des Finances – www.beehive.govt.nz/ – et du gouverneur de la Banque de réserve – www.rbnz.govt.nz/speeches/).
12. En règle générale, le problème réside plutôt dans une préférence pour les produits nationaux, qui se traduit par le fait que les organismes de retraite n'ont pas suffisamment d'actifs étrangers en portefeuille, ce qui ne leur permet pas de maximiser leur taux de rendement corrigé des risques (Reisen, 1998).
13. Parmi les entreprises à capitaux publics susceptibles de faire l'objet d'une cession figureraient notamment Mighty River Power, Meridian Energy, Genesis, Solid Energy, Landcorp Farming, Kiwibank, et la participation de l'État dans le capital d'Air New Zealand.
14. Inversement, il se peut que l'encadrement local plaide en faveur du développement du marché local, en vue d'obtenir de nouvelles ressources affectées selon une logique concurrentielle à l'intérieur du groupe considéré.
15. En Australie, les notices d'information concernant les produits d'épargne-retraite et les organismes de placement collectif doivent contenir les éléments suivants : a) un encadré d'avertissement à l'intention des consommateurs, mettant en exergue l'importance du rapport qualité-prix, ainsi que le montant cumulé des honoraires et des frais et leur impact global sur le

rendement final du produit financier ; b) un formulaire de présentation des honoraires et des frais, contenant un tableau d'honoraires normalisé ; c) des explications complémentaires sur les honoraires et les frais ; et d) un exemple d'honoraires et de frais annuels, fournissant une illustration des honoraires et frais correspondant à une option de placement équilibrée, pour un solde de compte et un montant de contributions donnés. Les dispositions adoptées ont également introduit le concept de « ratio de frais indirects », afin de mettre en place une méthode cohérente de calcul des « frais de gestion » qui ne sont pas déduits directement du compte du souscripteur d'un produit financier.

16. Dans ce chapitre, le terme « longévité » renvoie au risque lié à l'espérance de vie des cohortes de retraités évoqué dans le chapitre 2.
17. L'obligation à long terme indexée sur la longévité la plus connue est l'obligation BNP/Paribas/PartnerRe/EIB, émise par la Banque européenne d'investissement (BEI) en 2003.

Bibliographie

- Aghion, P. et al. (2006), « Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development », *Centre for Economic Policy Research Discussion Paper Series*, n° 5629.
- ANZ et Commission des retraites (2006), *Financial Knowledge Survey*, ANZ and Retirement Commission, Wellington.
- Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande (2006), *Financial Stability Report*, novembre.
- Blommestein, H. (2002), « Aperçu des tendances et évolutions récentes de la structure des marchés de la dette publique et des opérations de gestion de la dette dans les pays de l'OCDE », *La gestion de la dette publique et les marchés des valeurs d'État au XXI^e siècle*, OCDE, Paris.
- Blommestein, H. (2006), « Factors for a Successful Market in Longevity-indexed Government Bonds: A Public Debt Management Perspective », *Pensions – An International Journal*, vol. 11 Issue 2.
- Bollard, A., A. Orr et D. Drage (2007), « Delivering Sound and Innovative Financial Services for New Zealand », document de référence préparé en vue d'un discours prononcé par Alan Bollard à la Canterbury Employers' Chamber of Commerce, 26 janvier, www.rbnz.govt.nz.
- De Serres, A. et al. (2006), « Regulation of Financial Systems and Economic Growth », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 506, OCDE, Paris.
- Eckhold, K. et C. Hunt (2005), « The Reserve Bank's New Foreign Exchange Intervention Policy », *Bulletin*, Vol. 68, No. 1, Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande, Wellington.
- Ernst & Young (2006), *Venture Capital Monitor, January to June 2006*, Ernst & Young, www.ey.com/nz/.
- FMI (Fonds monétaire international) (2006), « Systèmes financiers et cycles économiques », in *Perspectives de l'économie mondiale – Septembre 2006*, FMI, Washington, D.C.
- Girouard, N., M. Kennedy et C. André (2006), « Has the Rise in Debt Made Households More Vulnerable? » *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 535, OCDE, Paris.
- Issing, O. (2005), « The Euro and European Financial Market Integration », discours destiné à la 8^e German Corporate Conference, Deutsche Bank, Francfort-sur-le-Main, 31 mai.
- Kreiner, S. (2002), « Gestion de la dette publique et titres détenus : grandes orientations et caractéristiques », *La gestion de la dette publique et les marchés des valeurs d'État au XXI^e siècle*, OCDE, Paris.
- Lerner, J., D. Moore et S. Shepherd (2005), *A Study of New Zealand's Venture Capital Market and Implications for Public Policy*, LECG Ltd., Wellington.
- McCray, P. (2002), « L'expérience des obligations à taux indexé dans les pays de l'OCDE », *La gestion de la dette publique et les marchés des valeurs d'État au XXI^e siècle*, OCDE, Paris.
- Ministère du Développement économique (2006a), « Review of Financial Products and Providers: Overview of the Review and Registration of Financial Institutions », septembre.
- Ministère du Développement économique (2006b), « Review of Financial Products and Providers: Supervision of issuers », septembre.
- Ministère du Développement économique (2006c), « Review of Financial Products and Providers: Collective Investment Schemes », septembre.

OCDE (2003), *Perspectives économiques* n° 73, OCDE, Paris.

OCDE (2005a), « White Paper on Governance of Collective Investment Schemes », *Financial Market Trends* n° 88, OCDE, Paris.

OCDE (2005b), « Ageing and Pension System Reform, Implications for Financial Markets and Economic Policies », *Financial Market Trends*, vol. 2005, *Supplement 1*, OCDE, Paris.

OCDE (2005c), *Pour une meilleure éducation financière : Enjeux et initiatives*, OCDE, Paris.

OCDE (2006), *The SME Financing Gap*, vol. 1, *Theory and Evidence* [à paraître en français sous le titre *Le déficit de financement des PME (vol. I) : Principes et réalités*], OCDE, Paris.

Reisen, H. (1998), « Liberalising Foreign Investments by Pensions Funds: Positive and Normative Aspects », *Ageing Working Papers* 5.3, OCDE, Paris.

Robertson, B. et B. Belanger (2006), « Building a Better Understanding of SME Financing: Lessons learnt by Canada and New Zealand on SME Finance Data Collection Initiatives », document interne.

Table des matières

Résumé	8
Évaluation et recommandations	11
Chapitre 1. Améliorer les niveaux de vie en Nouvelle-Zélande	21
Évolution macroéconomique récente, politiques en vigueur et perspectives	22
Situation macroéconomique et croissance de la productivité	32
Épargne et investissement	39
Principales difficultés à surmonter	46
Notes	53
Bibliographie	54
Annexe 1.A1. Progrès des réformes structurelles	57
Chapitre 2. Pensions publiques et épargne-retraite	61
Aperçu des pensions publiques et autres mécanismes d'épargne-retraite	62
Incitations à travailler et à épargner dans les dispositifs actuels	75
Le régime New Zealand Superannuation est-il financièrement accessible ?	80
Le dispositif KiwiSaver va-t-il assez loin ?	85
Conclusions et recommandations d'action	86
Notes	88
Bibliographie	90
Chapitre 3. Étoffer les marchés de capitaux	93
Les marchés de capitaux dans le contexte international	94
Volatilité, liquidité et gestion des risques	99
Affecter le capital aux emplois les plus efficaces	105
Améliorer le cadre réglementaire des instruments d'épargne	109
Conclusions et recommandations	114
Notes	115
Bibliographie	117
Chapitre 4. Vers un système fiscal plus efficient	119
Le système fiscal actuel	120
Une orientation à long terme pour la réforme fiscale	125
Deux approches générales de la réforme fiscale	130
Questions concernant les bases d'imposition actuelles	135
Conclusions et recommandations relatives aux actions à entreprendre	148
Notes	150
Bibliographie	153
Annexe 4.A1. Systèmes d'imputation dans les pays de l'OCDE	155

Encadrés

1.1. Instruments de stabilisation supplémentaires	27
1.2. Écarts de taux d'intérêt	36
1.3. L'investissement résidentiel	42
1.4. Mesures possibles pour réduire les émissions de gaz à effet de serre	52
2.1. Principaux concepts en matière de retraite	64
2.2. Risque lié à l'espérance de vie dans les systèmes publics de retraite	84
2.3. Recommandations concernant les pensions publiques et l'épargne-retraite	88
3.1. Examens de la réglementation des marchés de capitaux	98
3.2. Les obligations Eurokiwi et Uridashi et les opérations de portage (« carry trade ») .	100
3.3. La gestion des risques liés aux régimes de retraite	112
3.4. Recommandations en vue d'étoffer les marchés de capitaux	115
4.1. Principales caractéristiques du système fiscal de Nouvelle-Zélande	121
4.2. Efficience, équité et simplicité des systèmes fiscaux	126
4.3. Le régime applicable aux petites entreprises dans le cadre du système dual d'imposition des revenus en Norvège	134
4.4. Expérience de différents pays en matière de conception d'une politique fiscale environnementale	146
4.5. Recommandations relatives aux actions à entreprendre en ce qui concerne le système fiscal	149

Tableaux

1.1. Prévisions économiques	31
1.2. Caractéristiques du parc de logements actuel	42
1.3. Patrimoine des ménages	44
2.1. Systèmes de retraite dans les pays de l'OCDE	63
2.2. Taux de l'impôt sur le revenu des personnes physiques	66
2.3. Régimes de retraite agréés 2005	69
2.4. Régimes à cotisations définies dans plusieurs pays	73
2.5. Actifs détenus par le secteur des ménages	73
2.6. Indexation des prestations de retraite dans les pays de l'OCDE	82
3.1. Crédits bancaires au secteur des sociétés non financières	95
3.2. Sources de financement des entreprises	107
4.1. Barème de l'impôt sur le revenu des personnes physiques	121
4.2. Coûts budgétaires de certaines réformes fiscales	129
4.3. Incidence d'un relèvement de 12.5 à 15 % du taux de la TPS	130
4.4. Incidence sur les recettes publiques d'un nivellement du barème d'impôt sur le revenu	137
4.A1.1. Dividendes nets après impôts pour l'actionnaire dans le cadre du système d'imputation	155

Graphiques

1.1. Indicateurs macroéconomiques	23
1.2. Facteurs soutenant la consommation	25
1.3. Évolution extérieure	26
1.4. Stimulation budgétaire	29
1.5. Croissance de la productivité	32
1.6. Résultats à l'exportation	34
1.7. Cycles des taux de change	36

1.8. Taux d'intérêt réels à long terme	37
1.9. Prix des produits de base et taux de change	38
1.10. Soldes extérieurs	40
1.11. Épargne nationale, investissement net et balance courante	41
1.12. L'investissement résidentiel	42
1.13. Prévisions budgétaires à long terme	46
1.14. Prévisions démographiques de référence	47
1.15. PIB et revenu national net par habitant	48
2.1. Dépenses de retraite publique	65
2.2. Taux de pauvreté relative chez les personnes âgées	66
2.3. Le New Zealand Superannuation Fund : prévisions	67
2.4. Fonds de prévoyance des régimes publics de retraite	68
2.5. Actifs des fonds de pension	69
2.6. Régime fiscal des pensions privées	70
2.7. Composition du patrimoine des ménages	74
2.8. Montant minimum moyen de la prestation de retraite	76
2.9. Taux de remplacement nets à différents niveaux de gains	77
2.10. Taux d'activité des travailleurs âgés	80
2.11. Profil d'évolution des paiements au titre du régime New Zealand Superannuation ..	83
3.1. Taille et composition du marché des capitaux	95
3.2. Position extérieure globale	96
3.3. Actifs des organismes de retraite et placements en assurance-vie	97
3.4. Indicateurs de réglementation des marchés des services bancaires et des valeurs mobilières	98
3.5. Volatilité de diverses monnaies	100
3.6. Émission d'obligations en NZD sur les marchés extraterritoriaux	101
3.7. Proportion de titres de créance dans les engagements sous forme d'investissements de portefeuille	103
3.8. Engagements au titre d'instruments financiers dérivés de la Nouvelle-Zélande .	104
3.9. Freins au développement des entreprises	108
3.10. Répartition des capitaux propres des entreprises néo-zélandaises	109
4.1. Recettes fiscales totales	123
4.2. Structure fiscale dans les pays de l'OCDE	124
4.3. Évolution des taux légaux de l'impôt sur les sociétés	125
4.4. Taux normaux de TVA	129
4.5. Indicateurs de progressivité	138
4.6. Taux marginaux effectifs applicables au capital	139
4.7. Actifs nets du secteur des ménages	143
4.8. Impôts sur la propriété immobilière	145
4.9. Recettes provenant des impôts liés à l'environnement	146

Cette Étude est publiée sous la responsabilité du Comité d'examen des situations économiques et des problèmes de développement, qui est chargé de l'examen de la situation économique des pays membres.

La situation économique et les politiques de la Nouvelle-Zélande ont été évaluées par le Comité le 19 mars 2007. Le projet de rapport a ensuite été révisé à la lumière de la discussion et finalement approuvé par le Comité plénier le 6 avril 2007.

Le projet de rapport du Secrétariat a été établi pour le Comité par Deborah Roseveare, Annabelle Mourougane et Shuji Kobayakawa sous la direction de Peter Jarrett.

L'Étude précédente de la Nouvelle-Zélande a été publiée en septembre 2005.

Ce livre contient des...



StatLinks 

**Accédez aux fichiers Excel®
à partir des livres imprimés !**

En bas à droite des tableaux ou graphiques de cet ouvrage, vous trouverez des *StatLinks*.

Pour télécharger le fichier Excel® correspondant, il vous suffit de retranscrire dans votre navigateur Internet le lien commençant par : <http://dx.doi.org>.

Si vous lisez la version PDF de l'ouvrage, et que votre ordinateur est connecté à Internet, il vous suffit de cliquer sur le lien.

Les *StatLinks* sont de plus en plus répandus dans les publications de l'OCDE.

STATISTIQUES DE BASE DE LA NOUVELLE-ZÉLANDE

LE PAYS

Superficie totale (en milliers de km ²)	268.0	Population urbaine ¹ , pourcentage du total (juin 2006)	78.2
Ensemble des terres arables et occupées par des pâturages, en pourcentage du total, 2003	51.3	Population des principales agglomérations (juin 2006, 1 000 personnes) :	
		Auckland	1 260.9
		Wellington	373.4
		Christchurch	372.5

LA POPULATION

Population résidente, 31 décembre 2006 (en milliers)	4 165.6	Population civile occupée, 2006 (en milliers)	2 117.2
Densité au km ²	15.5	dont :	
		Agriculture, sylviculture et pêche	150.9
		Industries manufacturières	274.3
		Commerce (gros et détail)	465.0
		Éducation, santé et services fournis à la collectivité	356.4

LE PARLEMENT ET LE GOUVERNEMENT

Composition de l'actuel Parlement :		Gouvernement actuel : coalition	
Parti travailliste	49	Prochaine élection générale : novembre 2008	
Parti national	48		
New Zealand First	7		
Parti desVerts	6		
Maori	4		
United Future	3		
ACT New Zealand	2		
Progressive Coalition	1		
Indépendant	1		

LA PRODUCTION (2006)

Produit intérieur brut (millions de dollars néo-zélandais)	160 152	PIB par habitant (dollars néo-zélandais)	38 684
--	---------	--	--------

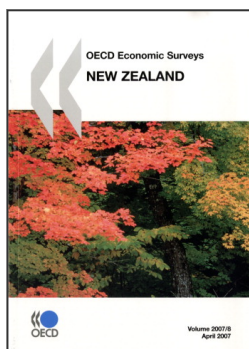
LE COMMERCE EXTÉRIEUR (2006)

Principales exportations (pourcentage du total) :		Principales importations (pourcentage du total) :	
Produits laitiers	19.1	Machines et matériel de transport	38.4
Viandes et abats	13.5	Biens manufacturés	17.6
Forêts, bois et papier	11.5	Minéraux, produits chimiques, matières plastiques	29.2
Machines et équipements	7.4	dont :	
		Combustibles minéraux, lubrifiants, etc.	14.7

LA MONNAIE

Unité monétaire : le dollar néo-zélandais		Unité monétaire par dollar des États-Unis, moyenne journalière	
		Année 2006	1.5416
		Mars 2007	1.4306

1. Population des 30 agglomérations principales et secondaires.



Extrait de :

OECD Economic Surveys: New Zealand 2007

Accéder à cette publication :

https://doi.org/10.1787/eco_surveys-nzl-2007-en

Merci de citer ce chapitre comme suit :

OCDE (2008), « Étoffer les marchés de capitaux », dans *OECD Economic Surveys: New Zealand 2007*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: https://doi.org/10.1787/eco_surveys-nzl-2007-5-fr

Cet ouvrage est publié sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE. Les opinions et les arguments exprimés ici ne reflètent pas nécessairement les vues officielles des pays membres de l'OCDE.

Ce document et toute carte qu'il peut comprendre sont sans préjudice du statut de tout territoire, de la souveraineté s'exerçant sur ce dernier, du tracé des frontières et limites internationales, et du nom de tout territoire, ville ou région.

Vous êtes autorisés à copier, télécharger ou imprimer du contenu OCDE pour votre utilisation personnelle. Vous pouvez inclure des extraits des publications, des bases de données et produits multimédia de l'OCDE dans vos documents, présentations, blogs, sites Internet et matériel d'enseignement, sous réserve de faire mention de la source OCDE et du copyright. Les demandes pour usage public ou commercial ou de traduction devront être adressées à rights@oecd.org. Les demandes d'autorisation de photocopier une partie de ce contenu à des fins publiques ou commerciales peuvent être obtenues auprès du Copyright Clearance Center (CCC) info@copyright.com ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) contact@cfcopies.com.