

Banque des Règlements Internationaux

70^e Rapport annuel

1^{er} avril 1999–31 mars 2000

Bâle, 5 juin 2000

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

Banque des Règlements Internationaux
Services Information, presse et bibliothèque
CH-4002 Bâle, Suisse

Télécopie: +41 61 / 280 91 00 et +41 61 / 280 81 00

© *Banque des Règlements Internationaux, 2000.*

Tous droits réservés.

De courts extraits peuvent être reproduits ou traduits sous réserve que la source en soit citée.

ISSN 1021-2493

ISBN 92-9131-242-8

Également publié en allemand, anglais, espagnol (été 2000) et italien.

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

Table des matières

	Page
Lettre introductive	1
I. Introduction: problèmes anciens dans une ère nouvelle?	3
Inflation, taux d'intérêt et niveaux d'endettement	5
Structures et architecture: progrès accomplis	8
II. Évolution dans les pays industriels	11
Faits saillants	11
Évolution macroéconomique en 1999	12
Évolution dans les différents pays	14
Inflation et marchés du travail	24
<i>Inflation et prix pétroliers</i>	24
<i>Marchés du travail, fixation des salaires et processus d'inflation</i>	25
<i>UEM, négociations salariales et inflation</i>	27
<i>Courbe de Phillips</i>	29
Commerce et soldes extérieurs	32
<i>Échanges et prix internationaux</i>	32
<i>Soldes des paiements courants</i>	33
III. Sortie de crise dans les marchés émergents	37
Faits saillants	37
Principales tendances économiques et financières	38
Redressement de l'Asie après la crise	43
<i>Contraintes de capacités et tensions inflationnistes</i>	46
<i>Déséquilibres budgétaires et dette publique</i>	46
<i>Marchés financiers et régimes de politique monétaire</i>	47
<i>Perspectives de croissance à long terme</i>	49
Aspects de la restructuration des entreprises et du secteur financier en Asie	50
<i>Restructuration des entreprises</i>	50
<i>Restructuration bancaire</i>	52
Résultats divergents et inattendus en Amérique latine	55
<i>Inflation</i>	59
<i>Ampleur des déséquilibres extérieurs</i>	60
Afrique	61
Moyen-Orient	64
Europe centrale et orientale	64
<i>Production et commerce extérieur</i>	64
<i>Inflation et adoption de nouveaux régimes de politique monétaire</i>	67
IV. Politique monétaire dans les pays industriels avancés	69
Faits saillants	69
États-Unis	70
<i>Prix des actifs, stabilité financière et politique monétaire</i>	72
<i>Annonce du penchant</i>	73
Japon	74

	Page
Zone euro	77
<i>Crédibilité et transparence</i>	78
<i>Publication de prévisions</i>	80
Pays à objectif d'inflation	81
Politique monétaire et incertitude	85
<i>Sources d'incertitude</i>	85
<i>Conséquences pour la communication des décisions</i>	88
V. Marchés des changes	90
Faits saillants	90
Dollar, yen et euro	90
<i>Évolutions majeures et perspectives à long terme</i>	90
<i>Origines des fluctuations de change</i>	94
<i>Marchés boursiers et cours de change</i>	97
Autres marchés des changes	99
<i>Monnaies européennes</i>	99
<i>Monnaies des autres pays industriels</i>	100
<i>Monnaies des économies émergentes</i>	101
Changements structurels et activité sur les marchés des changes	105
Marché de l'or	107
VI. Marchés des capitaux	111
Faits saillants	111
Marchés des actions	112
<i>Performances contrastées</i>	112
<i>Volatilité et variation des cours</i>	114
<i>Risques d'évaluation et résultats économiques potentiels</i>	117
Marchés obligataires	119
<i>Émissions du secteur privé et marges de crédit</i>	120
<i>Influences des facteurs de liquidité sur les marges de crédit</i>	122
<i>Recherche de nouvelles références</i>	124
Marché bancaire international	127
<i>Prêts aux pays industrialisés</i>	128
<i>Prêts aux marchés émergents</i>	129
<i>Marché interbancaire et places franches</i>	130
<i>Crédits consortiaux</i>	131
VII. L'euro et l'architecture financière européenne	132
Faits saillants	132
Marchés des capitaux	132
<i>Marchés monétaires</i>	133
<i>Marchés des obligations</i>	134
<i>Obligations d'entreprises</i>	137
<i>Marchés des actions</i>	141
Concentration dans le secteur financier	143
Structure de contrôle et de réglementation	144
<i>Dispositifs actuels</i>	145
<i>Élimination des inégalités concurrentielles</i>	147
<i>Sauvegarde de la stabilité financière</i>	149
VIII. Conclusion	152
Déséquilibres et stabilité des prix	154
Changement structurel et prévention de l'instabilité financière dans le monde	158
Gestion et résolution des crises financières	162

Activités de la Banque	167
Contributions directes de la BRI à la coopération monétaire et financière internationale	167
<i>Consultations régulières sur des questions monétaires et financières</i>	168
<i>Rôle des comités permanents dans la promotion de la stabilité financière</i>	169
<i>Comité de Bâle sur le contrôle bancaire</i>	170
<i>Comité sur le système financier mondial</i>	171
<i>Comité sur les systèmes de paiement et de règlement</i>	172
<i>Bureau de représentation pour l'Asie et le Pacifique</i>	174
<i>Institut pour la stabilité financière</i>	175
Contributions de la BRI à la coopération internationale élargie	176
<i>Groupe des Dix</i>	176
<i>Forum sur la stabilité financière</i>	176
<i>Association internationale des contrôleurs d'assurance</i>	178
<i>Conseil conjoint an 2000</i>	178
Autres formes de coopération avec les banques centrales	179
<i>Coopération avec les groupes régionaux de banques centrales</i>	179
<i>Groupe d'experts sur les questions relatives à la banque de données monétaires et économiques</i>	180
<i>Groupe des experts informaticiens</i>	180
Fonctions d'Agent et de Mandataire (Trustee)	181
<i>Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux</i>	181
<i>Agent détenteur de sûretés</i>	181
Assistance financière aux banques centrales	181
Opérations du Département bancaire	182
<i>Passif</i>	182
<i>Actif</i>	183
Bénéfice net et répartition	183
Augmentation du nombre des banques centrales actionnaires	185
Modification des Statuts de la Banque	185
Modifications dans la composition du Conseil d'administration	186
Bilan et compte de profits et pertes au 31 mars 2000	187
Conseil d'administration	202
Haute Direction de la Banque	203

Les chapitres du présent Rapport ont été mis sous presse entre le 9 mai et le 17 mai 2000.

Liste des graphiques (*) et tableaux

	Page
Évolution dans les pays industriels	
Prévisions et résultats pour 1999	12
États-Unis: dispersion des prévisions de croissance pour 1999*	13
Taux de chômage et écart de PIB*	14
Expansion aux États-Unis: rétrospective	15
Croissance du PIB et variation du taux de chômage au cours du cycle récent* ...	16
Entreprises américaines: indicateurs*	17
Actif net et épargne des ménages*	18
Élasticités (estimations) de la consommation par rapport au revenu et au patrimoine	19
Ratio investissement/PIB*	20
Solde financier des administrations publiques en 1998 et 1999*	22
Croissance du PIB réel en 1998 et 1999*	23
Dépendance à l'égard du pétrole*	24
Réaction des salaires au bruit de fond de l'inflation*	26
Courbe de Phillips pour la zone euro (1973–99)*	30
Courbe de Phillips (estimations)	30
Pays de la zone euro en 1999 et courbe de Phillips commune*	31
Commerce mondial: volume et prix	32
Solde des paiements courants: variation, 1997–99	33
Solde financier net par secteur*	34
Pays industriels: balance des paiements	35
Sortie de crise dans les marchés émergents	
Marchés émergents: cours des actions et marges des obligations*	38
Croissance, inflation et solde des paiements courants	39
Évolution des termes de l'échange dans le monde	40
Économies émergentes: entrées nettes de capitaux privés	41
Marchés émergents: financements internationaux	42
Asie: production industrielle*	44
Économies émergentes d'Asie: contribution à la croissance du PIB réel*	45
Asie: cours de change et expansion du crédit en termes réels*	48
Asie: ratio cours/bénéfices*	49
Progrès de la restructuration financière en 1999*	52
Pays d'Asie touchés par la crise: résultats des banques	54
Principaux pays d'Amérique latine: résultats à l'exportation en 1999	56
Amérique latine: taux d'intérêt et cours de change effectif réel*	57
Solde budgétaire et dette publique	58
Amérique latine: inflation et écart de PIB*	60
Afrique et Moyen-Orient: croissance du PIB réel*	62
Afrique: indicateurs monétaires	63
Russie et Europe centrale: indicateurs économiques*	65
Russie et Europe centrale: marchés financiers*	66
Politique monétaire dans les pays industriels avancés	
États-Unis: indicateurs économiques*	71
Japon: indicateurs économiques*	75

Zone euro: indicateurs économiques*	78
Pays à objectif d'inflation: inflation et taux directeur*	82
Pays à objectif d'inflation: cours de change*	84
Courbe de Phillips: distribution des estimations du coefficient de la pente*	86
Écart de PIB: incertitude des mesures*	87
Chiffres du PIB: ampleur des révisions*	88

Marchés des changes

Dollar, yen et euro: cours de change, volatilité implicite et risque de retournement*	91
Dollar, yen et euro: cours de change*	92
Investissements internationaux: position nette des États-Unis, du Japon et de la zone euro*	92
Réserves officielles en devises	93
Cours de change et écart de taux d'intérêt futurs*	94
Prévision de croissance et cours de change*	95
Flux d'investissements de portefeuille entre les trois grandes économies*	96
Opérations transfrontières sur obligations et actions	97
Indice boursier et cours de change*	98
Marchés des actions et cours de change dans certains pays industriels	98
Cours de certaines monnaies européennes contre euro*	100
Prix des produits de base, cours de change et taux des prêts d'or*	101
Cours de change contre dollar sur certains marchés émergents*	102
Volume de transactions et volatilité sur certains marchés émergents*	103
Rôle du dollar, de l'euro et du yen comme monnaie d'ancrage*	104
Indices boursiers des économies émergentes: corrélations avec le Dow Jones et le cours de change*	105
Volatilité des principaux marchés des changes	106
Avoirs officiels en or	108
Annonces concernant les ventes d'or des banques centrales et cours de l'or*	109

Marchés des capitaux

Indices boursiers*	112
Marchés des actions: segmentation*	113
Nasdaq: distribution de probabilités implicites des cours*	114
Cours des actions: indicateurs d'évaluation	115
Cours des actions de l'«ancienne économie» et taux d'intérêt réels*	116
Émissions d'actions et évolution des cours autour d'une annonce de rachats*	118
Titres de dette: émissions internationales et internes*	119
Titres de dette internationaux: émissions nettes	120
Marges de crédit mesurées*	121
Liquidité des obligations d'État: États-Unis et Allemagne*	123
Options et contrats à terme négociés sur les marchés organisés*	124
Nouveaux emprunts de référence*	126
Marchés internationaux du crédit bancaire et des titres*	127
Créances transfrontières des banques	128
Financements internationaux*	129
Prêts consortiaux internationaux: facilités annoncées et bénéficiaires*	130

L'euro et l'architecture financière européenne

Taux du marché monétaire à 3 mois: marge offre-demande	133
Activité interbancaire transfrontière*	134
Convergence des rendements*	135
Écart de rendement pour les diverses échéances*	136
Obligations et effets internationaux: émissions annoncées*	137

	Page
Obligations internationales: émissions par catégorie d'emprunteurs*	138
Obligations internationales: émissions du secteur privé*	139
Facteur déterminant le choix du chef de file: monnaie d'émission ou relation d'affaires	140
Indicateurs boursiers	142
Zone euro: fusions et acquisitions dans le secteur financier	143
Coûts de structure dans le secteur bancaire	144
Systèmes de protection des dépôts	148

Conventions utilisées dans le Rapport

e	estimation
p	prévision
dp	donnée provisoire
ep	estimation partielle
cvs	corrigé des variations saisonnières
tad	taux annuel désaisonnalisé
g, d	échelle de gauche, échelle de droite
...	non disponible
.	sans objet
–	nul ou négligeable
\$	dollar EU, sauf indication contraire

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

70^e Rapport annuel

*soumis à l'Assemblée générale ordinaire
de la Banque des Règlements Internationaux
tenue à Bâle le 5 juin 2000*

Mesdames, Messieurs,

J'ai le plaisir de vous soumettre le soixante-dixième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice commencé le 1^{er} avril 1999 et clos le 31 mars 2000.

Le bénéfice net de l'exercice s'élève à 307 824 257 francs or, contre 303 618 800 francs or au titre du précédent exercice. Les résultats détaillés de l'exercice 1999/2000 sont indiqués dans la section Bénéfice net et répartition (page 183 du présent Rapport).

Le Conseil d'administration recommande à la présente Assemblée générale d'affecter, en application de l'article 51 des Statuts de la Banque, la somme de 54 658 243 francs or au paiement d'un dividende de 340 francs suisses par action.

Le Conseil recommande, en outre, de transférer 50 633 203 francs or au Fonds de réserve générale, 3 000 000 de francs or au Fonds spécial de réserve de dividendes et le reliquat, soit 199 532 811 francs or, au Fonds de réserve libre.

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 1999/2000 sera payable aux actionnaires le 1^{er} juillet 2000.

Bâle, 17 mai 2000

ANDREW CROCKETT
Directeur Général

I. Introduction: problèmes anciens dans une ère nouvelle?

Une décennie tumultueuse sur le plan économique s'est terminée par une année pleine de surprises, heureuses pour la plupart. L'inflation est demeurée très faible dans la majorité des pays industriels et des marchés émergents, tandis que la croissance s'est poursuivie sur un rythme élevé aux États-Unis, s'est accélérée en Europe et a redémarré en cours d'année en Amérique latine. Le redressement intervenu dans plusieurs pays de l'Est asiatique touchés par la crise peut être qualifié de remarquable, cependant que la Chine et l'Inde ont continué d'enregistrer une expansion soutenue. Même au Japon, des signes laissent penser que le pire est peut-être passé. Sur les marchés financiers, les cours des actions ont atteint de nouveaux sommets, généralement sous l'impulsion des sociétés de haute technologie. Les émissions d'obligations d'entreprises ont également établi des records, à une cadence particulièrement rapide dans le compartiment nouvellement créé, sans heurts, de l'euro. La plupart des observateurs ont estimé que tous ces événements étaient de bon augure pour l'entrée dans l'an 2000, l'absence de problèmes informatiques sérieux au moment du changement de date étant considérée comme un autre présage favorable.

L'optimisme ambiant a encore été conforté par la constatation que la dernière décennie avait instauré un certain nombre de tendances souhaitables. Les avancées de la technologie ont été étonnantes et ont semblé se refléter de plus en plus dans les mesures de la productivité aux États-Unis. En outre, en tablant sur une flexibilité adéquate des marchés du travail, des capitaux et des produits, il n'y avait aucune raison majeure pour que les effets bénéfiques de ces technologies transférables ne se fassent pas sentir ailleurs. Il est possible, du reste, que ce raisonnement ait été à l'origine de l'engouement général pour les actions de l'«ère nouvelle». De surcroît, déréglementation et privatisation se sont poursuivies à belle allure, offrant non seulement des perspectives d'allocation plus efficiente des ressources mais aussi (à travers les marchés financiers) des moyens inédits pour discipliner les gouvernements imprudents. Quelles qu'en soient les motivations, l'engagement en faveur de politiques monétaires et budgétaires saines s'est généralisé dans les pays industriels comme dans les économies émergentes. Enfin, l'idée s'est accréditée que, pour garantir un fonctionnement efficace des marchés, ceux-ci doivent pouvoir s'appuyer sur une infrastructure complète au niveau de la législation, des institutions et de la gouvernance.

Paradoxalement, l'histoire nous a maintes fois montré que l'optimisme même le mieux fondé avait une insidieuse tendance à se muer en excès. Ce risque de dérive a semblé se confirmer au cours de la période sous revue. Le

fait d'avoir sous-estimé, de manière quasi unanime, la vigueur de l'expansion dans les pays anglophones (chapitre II) et de la reprise dans l'Est asiatique (chapitre III) fait penser que les causes fondamentales de ces bonnes performances étaient encore imparfaitement comprises. Toutefois, il était troublant de constater que les diverses forces économiques et financières à l'œuvre paraissaient présenter une corrélation inhabituelle. Aux États-Unis, par exemple, l'augmentation des cours des actions (en particulier dans le secteur de la haute technologie) a gonflé le patrimoine des ménages et facilité le financement des entreprises, ce qui a contribué à accroître respectivement les dépenses de consommation et l'investissement. La progression de la demande et le renforcement de l'intensité en capital se sont traduits concrètement par des gains de productivité, ce qui a conforté l'optimisme au sujet des bénéfices attendus, alimenté la hausse des cours des actions, et ainsi de suite. Il est évident que de tels processus cumulatifs peuvent accentuer les fluctuations sur les marchés financiers ainsi que dans l'économie réelle, surtout s'ils sont amplifiés par des modifications de change.

Une autre raison de tempérer l'optimisme tient au fait que nombre de déséquilibres et de carences structurelles, caractéristiques de l'économie mondiale pendant les quelques années antérieures, n'ont pas donné le moindre signe d'amélioration. En fait, à certains égards, la situation aurait même empiré. Au premier rang de ces déséquilibres figurait l'écart sans précédent entre le taux exceptionnellement élevé de l'épargne privée au Japon et son niveau exceptionnellement bas aux États-Unis. Si l'impact de ces situations extrêmes a pu être atténué par les modifications des positions budgétaires, au prix cependant d'une forte détérioration des finances publiques au Japon, les amples déséquilibres des paiements courants n'ont pas disparu et comportent des risques pour les cours de change. S'agissant de la réduction des obstacles structurels à une croissance soutenue, des progrès ont encore été accomplis à la fois au Japon et en Europe continentale, même si la rigidité des marchés des produits et du travail demeure une source de préoccupation. Dans toutes les régions, mais peut-être davantage dans l'Est asiatique, on redoutait de voir diminuer le soutien politique aux efforts de restructuration, en raison de la vigueur de la reprise économique. Là encore, mais d'une manière différente, l'optimisme à court terme a eu tendance à affaiblir les fondements nécessaires à l'optimisme à long terme.

Tout en reconnaissant la présence d'incertitudes, les opérateurs des marchés financiers et les autorités monétaires des pays industriels sont parvenus à la conclusion que les taux d'intérêt devaient être plus élevés. Les taux longs des titres d'État n'ont cessé d'augmenter en 1999, malgré un bref repli par la suite, et les taux directeurs ont été relevés, de nombreuses banques centrales ayant estimé qu'une action s'imposait pour éloigner le risque inflationniste. Néanmoins, au moment de la rédaction de ce Rapport, l'augmentation des taux n'a pas entraîné de ralentissement notable du rythme de la croissance ni de rupture significative sur les principaux marchés financiers. On s'est rendu compte, en particulier, que, en dépit d'une volatilité beaucoup plus forte des cours des actions et d'une baisse sensible des valeurs technologiques, les actions n'ont pas souffert d'un mouvement de contraction généralisé.

Inflation, taux d'intérêt et niveaux d'endettement

Compte tenu des circonstances, il paraissait difficile d'imaginer que, seulement un an plus tôt, certains commentateurs s'inquiétaient de la perspective de récession et de déflation à l'échelle mondiale. Les signes non prévus d'une accélération quasi générale de la croissance ont alors recentré, à juste titre, l'attention des marchés et des décideurs sur les tensions inflationnistes. Le fait, cependant, qu'elles restaient relativement discrètes confirmait l'effet puissant, dans de nombreux pays, de forces désinflationnistes sous-jacentes telles que l'évolution technologique, la déréglementation, les capacités excédentaires et la rigueur budgétaire. En outre, la possibilité d'une interaction entre des taux d'intérêt plus élevés, des niveaux d'endettement accrus et des déséquilibres accentués a vivifié les préoccupations quant aux conséquences imprévisibles, voire déflationnistes, qui pourraient en résulter à un moment ou un autre.

Aux États-Unis, la remarquable croissance non inflationniste s'est poursuivie l'an dernier, soutenue à la fois par des composantes de l'offre et de la demande. Du côté de l'offre, la modération salariale inattendue et le renforcement de l'intensité en capital ont, en fait, abaissé les coûts unitaires de main-d'œuvre, alors que le taux de chômage tombait au-dessous de niveaux qui, par le passé, auraient attisé l'inflation. Du côté de la demande, la consommation des ménages s'est vivement accrue, sous l'effet de la montée des cours des actions, de l'augmentation des possibilités d'emploi et de l'essor de la confiance dans une «nouvelle économie» fondée sur la haute technologie. L'investissement s'est fortement développé, lui aussi, le secteur des technologies de pointe suscitant, là encore, un attrait particulier. En outre, beaucoup de ces caractéristiques ont été communes aux autres grands pays anglophones, à ceci près cependant que les gains de productivité y ont été en général moins perceptibles.

La décision de la Réserve fédérale américaine d'amorcer un relèvement prudent des taux directeurs à la mi-1999 (chapitre IV) montrait que les autorités craignaient de voir la demande rester supérieure à l'offre, même dans l'hypothèse de l'émergence d'une «nouvelle économie». L'accroissement des dépenses publiques, en réponse aux pressions préélectorales et aux projections d'excédents massifs, peut avoir constitué un motif supplémentaire de resserrement. La forte montée des prix pétroliers, après une longue période de repli, a également suscité des préoccupations, bien que le rôle du pétrole dans les pays industriels ait été nettement réduit. Au printemps de 1999, ces inquiétudes se trouvaient avivées par des signes plus tangibles de tensions sur les prix et le coût de l'emploi. La situation financière des ménages et les bilans des entreprises aux États-Unis suggéraient, en outre, la nécessité d'une modération dans le comportement du secteur privé. Le taux d'épargne des ménages a encore fléchi durant l'année et s'est accompagné d'une nouvelle augmentation de l'endettement. Les prêts sur nantissement destinés à des achats de titres se sont multipliés, même si leur niveau demeure modeste, et les emprunts des ménages sous d'autres formes ont poursuivi leur rapide progression. Il est fort possible que ces tendances aient été nourries par les cours florissants des actions, étant donné que plus de 50% des ménages américains en détiennent actuellement. L'endettement des entreprises s'est

alourdi, lui aussi, à vive allure, en raison de l'expansion soutenue de l'investissement et de la poursuite des rachats d'actions.

L'évolution a été tout autre au Japon, où l'épargne nette du secteur privé a atteint un niveau record. Comme la modération de la demande qui en est résultée n'a été qu'en partie compensée par l'augmentation de la désépargne publique, l'expansion globale de l'économie japonaise a été très modeste et la déflation évitée de justesse. La prudence manifestée à la fois par les entreprises et les ménages a joué un rôle important à cet égard. Accablées depuis les années 80 par des capacités excédentaires, les entreprises ont encore réduit leurs investissements, malgré des dépenses croissantes dans le secteur de la haute technologie. Comme les profits se sont améliorés à la suite des restructurations internes, elles ont préféré d'abord se désendetter.

En ce qui concerne le taux d'épargne des ménages japonais, la tendance haussière qui s'était amorcée en 1997 a repris, après un léger fléchissement au début de 1999. Divers éléments ont contribué à alimenter l'anxiété de ces agents économiques. Les restructurations d'entreprises ont suscité des inquiétudes pour l'emploi et ébranlé la confiance. Peut-être plus important à terme, l'alourdissement de la dette publique, associé au vieillissement rapide de la population, a conduit à s'interroger sur la charge fiscale à venir et sur la viabilité des engagements au titre des systèmes de pensions. La promesse de la Banque du Japon de conserver sa politique de taux d'intérêt zéro jusqu'à ce que la reprise ait acquis une dynamique propre a contribué à ranimer la confiance et à maintenir les rendements obligataires à de faibles niveaux. Cependant, les craintes d'une hausse des rendements avant l'apparition d'une croissance vigoureuse ont été avivées par plusieurs facteurs: menace de déclassement par Moody's, poursuite de la libéralisation dans le système financier offrant de nouvelles possibilités aux épargnants et persistance des déficits publics.

L'évolution diamétralement opposée de l'épargne aux États-Unis et au Japon s'est reflétée dans les soldes des transactions courantes, avec un déficit record dans le premier pays et la persistance d'un excédent substantiel dans le second. Le déficit américain a même atteint son plus haut niveau par rapport au PIB. La zone euro, au contraire, a conservé un faible excédent, en baisse cependant, correspondant à sa position intermédiaire dans le cycle conjoncturel. Pendant la majeure partie de la période, les principaux cours de change ont semblé davantage influencés par des facteurs cycliques que par ces considérations de comptes extérieurs. Ainsi, une dépréciation de l'euro et un dollar demeurant ferme pourraient continuer à réorienter les pressions de la demande vers les pays présentant des capacités excédentaires relativement plus importantes.

Dans le courant du second semestre de 1999 cependant, la faiblesse inattendue de l'euro (alors même que la croissance augmentait en Europe) et la vive appréciation du yen (alors même que le Japon entraînait techniquement en récession) ont montré que d'autres facteurs étaient également en jeu (chapitre V). Dans le premier cas, les analystes ont essentiellement mis en cause le rythme jugé trop lent des réformes structurelles en Europe et les commentaires prétendument contradictoires des décideurs. Dans le second, ils ont fait valoir que l'excédent extérieur commençait enfin à se faire sentir et que des réformes structurelles stimuleraient les bénéfiques. Il est en tout cas indéniable que

d'importantes sorties de capitaux à long terme ont été enregistrées de l'Europe vers les États-Unis et le Japon, en direction surtout des secteurs de la haute technologie, prometteurs de rendements alléchants. Dans un sens, l'euro, nouvellement créé, a peut-être été victime de son succès. La présence de marchés plus vastes et plus liquides, dans un contexte de taux d'intérêt relativement bas, a favorisé les émissions d'obligations en euros, dont les produits ont ensuite été convertis pour financer ailleurs des investissements.

Quelle qu'en soit la cause, la modification du cours de change yen/euro est loin d'avoir satisfait les autorités, tant au Japon que dans la zone euro. La Banque du Japon, consciente de la fragilité persistante de l'économie nippone et de l'impossibilité d'abaisser davantage les taux directeurs, est intervenue à plusieurs reprises pour freiner l'ascension de la monnaie. La Banque centrale européenne, dont l'objectif prioritaire est la stabilité des prix internes, s'est trouvée gênée par les effets inflationnistes de la dépréciation, à un moment où, précisément, les cours des produits de base augmentaient et où les revendications salariales paraissaient excessives dans certains pays membres. Devant cette situation, la BCE a relevé une première fois les taux directeurs à la fin de 1999 et maintenu par la suite cette orientation restrictive.

La tendance à une hausse des taux obligataires dans les pays industriels (chapitre VI) ne s'est pas fait sentir immédiatement dans la plupart des économies émergentes. Les entrées de capitaux se sont poursuivies à peu près aux mêmes rythmes qu'en 1998 (donc bien inférieurs à ceux d'avant la crise), principalement dans le cadre d'investissements directs étrangers, tandis que les prêts des banques ont encore diminué. Si la vigueur de la reprise dans de nombreux pays d'Asie n'a pas manqué de surprendre, le mouvement a obéi à une dynamique assez classique conduite par des politiques macroéconomiques expansionnistes, une augmentation des exportations et la reconstitution des stocks. À cet égard, la vive appréciation du yen a joué en faveur de ces pays, de même que la poursuite d'achats massifs d'équipement informatique par la clientèle du Japon et des États-Unis. Comme la plupart des pays d'Asie bénéficiaient d'une croissance rapide et continuaient d'enregistrer d'importants excédents des paiements courants, les monnaies de la région s'en sont trouvées confortées et les banques centrales ont pu maintenir les taux à de bas niveaux. Dans la majorité des cas, l'inflation est demeurée modérée, ce qui a constitué un élément positif supplémentaire.

Il est plus surprenant que la hausse des taux d'intérêt dans les pays industriels ait eu si peu d'impact en Amérique latine et en Europe orientale. Dans ces régions, de nombreuses économies présentaient des niveaux élevés d'endettement extérieur et de déficit courant, qui avaient perduré tout au long de la profonde récession précédente. Pourtant, les pressions s'exerçant sur la plupart des monnaies n'ont pas été fortes et n'ont pas suffi, en tout cas, pour contrarier la poursuite d'un redressement modeste de l'activité. Comme en Afrique et au Moyen-Orient, beaucoup de pays d'Amérique latine ont également tiré avantage de l'augmentation des cours des produits de base, à des degrés très variables, cependant, du fait d'évolutions diverses des prix du pétrole, des métaux et des autres produits. La confiance a paru trouver un soutien particulier dans le renforcement de la rigueur budgétaire, même en pleine récession. Les marchés y ont vu le signe d'un changement d'orientation, qui, associé aux privatisations et aux

autres réformes structurelles, constituerait une base saine à l'avènement d'une croissance durable. Seul le temps montrera si un tel optimisme est justifié.

Structures et architecture: progrès accomplis

Les politiques macroéconomiques et les événements induits par la demande s'inscrivent dans un cadre qui comprend le côté offre de l'économie, sa structure financière ainsi qu'une multitude de conventions et accords internationaux composant l'«architecture financière internationale». Si les changements qui se produisent dans ces domaines sont généralement graduels et peu spectaculaires, c'est bien là cependant que se forgent les fondements d'une prospérité durable.

Des actions significatives sur l'offre ont été menées un peu partout dans le monde, alors que l'accélération du rythme de croissance de la productivité aux États-Unis semblait se confirmer. Il en est résulté un grand nombre de pertes d'emplois non souhaitées, mais le taux de chômage n'en a pas moins poursuivi son repli. Instruits par l'expérience des États-Unis, beaucoup d'autres pays ont commencé à adopter les pratiques plus flexibles suivies sur les marchés américains du travail et des produits. S'agissant du premier, des progrès ont été accomplis en Europe pour conduire les négociations salariales au niveau de l'entreprise; des indications préliminaires donnent à penser que le taux de chômage naturel est également en train de diminuer. En France, la mise en œuvre de la semaine de 35 heures a été considérée, à juste titre, comme une évolution à contre-courant, mais des efforts encourageants ont ensuite été déployés pour s'en servir comme d'un catalyseur, afin de réformer des pratiques de travail surannées. Au Japon, le principe de l'emploi à vie dans les grandes entreprises commence à être remis en question, sous l'effet des licenciements affectant les employés plus âgés et des changements de culture chez les plus jeunes.

En ce qui concerne les avancées structurelles sur les marchés des produits, de nombreuses entreprises de services publics et de télécommunications ont été privatisées en Europe, ainsi que dans plusieurs économies émergentes, ce qui a souvent permis de faire baisser sensiblement les prix de ces services. En dépit de l'enthousiasme des marchés financiers, les progrès ont été moins tangibles au Japon, où la rationalisation graduelle du système de distribution s'est néanmoins poursuivie, exerçant, là aussi, des pressions sur les prix. En outre, il apparaît de plus en plus que les liens internes des *keiretsu* se distendent et que l'idée de rapprochements avec des entreprises étrangères est de mieux en mieux acceptée. En Corée, les restructurations d'entreprises semblent aller bon train, avec le soutien appuyé des autorités. Si une grande partie des *chaebol* privilégient désormais les bénéfices et non plus la taille, leur engagement à se séparer d'activités annexes ne s'est pas encore vraiment concrétisé. Enfin, l'utilisation de la technologie Internet par les entreprises, tant en Europe que sur de nombreux marchés émergents, a suscité un intérêt considérable. Comme de multiples pratiques anticoncurrentielles subsistent dans bien des pays, cela pourrait aboutir à des réductions de coûts encore plus grandes qu'aux États-Unis.

Les changements structurels se sont également intensifiés dans le secteur financier, où la prédominance des financements de marché s'est accentuée au détriment des prêts bancaires traditionnels. Les émissions internationales de

titres à moyen et long terme ont enregistré une forte progression, à l'instar des transactions transfrontières sur actions, alors même que le crédit bancaire international continuait à se contracter à la suite des crises récentes. L'intensification de la concurrence a été omniprésente, de même que la recherche de valeur pour l'actionnaire. Dans cet environnement plus âpre, deux tendances retiennent l'attention. La première est l'accroissement marqué des fusions et acquisitions entre établissements financiers dans toutes les régions du monde. Si ces opérations ont le plus souvent conservé une dimension nationale dans la plupart des pays industriels, la pénétration des établissements financiers du monde industriel sur les marchés émergents s'est sensiblement accrue. Deuxièmement, dans le contexte de la nouvelle augmentation des ressources contrôlées par les organismes de gestion d'actifs, il semble que les choix se soient portés vers les fonds qui s'étaient spécialisés avec succès dans des stratégies dynamiques.

Un changement structurel unique en son genre s'est produit au début de 1999 avec le lancement réussi de l'euro (chapitre VII). Presque aussitôt, les marchés monétaires et interbancaires de la zone euro ont commencé à fonctionner de manière totalement intégrée, et les émissions de titres d'entreprises libellés en euros se sont multipliées par rapport aux opérations correspondantes dans les monnaies constitutives. Cette évolution a été bénéfique, en particulier, aux crédits à notation inférieure ainsi qu'aux marchés des titres hypothécaires. En revanche, les marchés des actions et des titres d'État ne se sont pas unifiés. Si cela s'explique notamment par l'incapacité de mettre en place une infrastructure commune de négociation et de compensation, la diversité des habitudes nationales demeure une entrave importante à une unification totale. Dans cet environnement nouveau, les banques ont été confrontées à une intensification de la concurrence émanant des marchés, de leurs homologues ainsi que d'une foule de compétiteurs étrangers et de rivaux opérant sur Internet. Nombre d'entre elles ont donc révisé leurs stratégies de croissance, tout en élaborant des plans de rationalisation interne et de rapprochements externes.

Dans beaucoup de pays, les crises financières précédentes avaient fait ressentir la nécessité d'une restructuration bancaire plus poussée. À la suite de cela, dans une grande partie de l'Amérique latine, mais surtout au Brésil, le secteur bancaire est apparu nettement plus solide l'an dernier. Cependant, en dépit d'une augmentation notable de la pénétration étrangère, le Mexique se démarque de cette tendance, car des carences dans les procédures juridiques et judiciaires continuent d'empêcher les créanciers de faire valoir leurs droits à réaliser les sûretés. En Asie, des progrès sensibles ont été parfois accomplis, en particulier en Corée et Malaysia, alors que, dans d'autres cas, ils ont été plus lents. Cette lenteur s'explique en partie par la nécessité de mener de front une restructuration des entreprises et des banques, ce qui a rendu la tâche beaucoup plus complexe. En ce qui concerne la restructuration du secteur bancaire en Chine, il demeure difficile d'en évaluer les développements récents. Au Japon, la quasi-disparition de la prime bancaire japonaise semble témoigner de la confiance des opérateurs dans la solvabilité fondamentale du système, par suite des opérations de fusion et des apports de fonds publics. Aucune expansion du crédit ne s'est toutefois matérialisée.

Devant la succession des crises financières internationales depuis 1994, les pouvoirs publics des pays industriels ainsi que des économies émergentes ont consacré une attention accrue aux mesures de prévention, de gestion et de résolution des crises. Si des progrès significatifs ont été enregistrés dans certains domaines, nombre de parties prenantes à ce processus ont également noté la multiplication des groupes de travail et le manque de cohérence évident entre ces derniers. À en juger par les résultats de ses trois premières réunions, le tout nouveau Forum sur la stabilité financière paraît pouvoir jouer un rôle efficace pour remédier aux chevauchements et lacunes à cet égard ainsi que pour fournir des orientations utiles sur la manière de mettre en œuvre les recommandations formulées. Cette dernière tâche représente un enjeu de taille, d'une importance capitale pour la communauté internationale.

En matière de prévention des crises, des groupes d'experts nationaux ont continué de se réunir, souvent à la BRI, où ils se sont employés de plus en plus à élaborer ou à réviser des codes de bonnes pratiques dans les comportements financiers. Les travaux entrepris par tous les comités établis à Bâle sont décrits en détail dans le chapitre Activités de la Banque. Au-delà des déclarations d'intention, des progrès particuliers ont été accomplis dans la mise en application des Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace, grâce aux efforts coordonnés du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et de son Groupe de liaison spécialisé sur ces questions. Le FMI et la Banque mondiale, qui se sont engagés dans un programme-pilote ambitieux visant à évaluer la stabilité financière dans le contexte des consultations au titre de l'Article IV, ont également fourni des contributions essentielles. S'agissant de la gestion des crises, le débat a principalement porté sur le compromis possible entre, d'une part, la fourniture de liquidité aux États en difficulté et, de l'autre, le problème de l'aléa moral. Les discussions sur la manière de concilier cadre réglementaire et jugement discrétionnaire, ainsi que sur les implications des modalités des prêts du FMI, ont permis de souligner les différences de vues qui subsistent sur le choix des procédures à suivre.

Des progrès mesurés ont également été enregistrés dans le domaine de la résolution des crises. À l'incitation du FMI, un certain nombre de pays de moindre dimension ont obtenu à la fois un rééchelonnement et un allègement de leur dette obligataire internationale, sans entraîner des répercussions visibles sur le coût de tels emprunts pour les autres économies émergentes. En outre, conscients que les détenteurs d'obligations sont devenus de plus en plus des créanciers importants, l'Allemagne, le Canada et le Royaume-Uni ont pris diverses initiatives visant à encourager l'insertion de clauses de procédure collective dans les nouveaux contrats d'émission. Enfin, d'autres petits pas ont été faits pour alléger la charge de la dette de quelques-uns des pays les plus pauvres, qui, pour certains, ont également été victimes de catastrophes naturelles. Toutefois, la question de l'aménagement de la dette met en jeu de puissants facteurs émotionnels, ce qui explique pourquoi l'obtention d'un consensus international à cet égard est aussi laborieuse. Dans ce domaine, comme dans d'autres, des progrès supplémentaires sont indispensables, dans le sens peut-être des directions suggérées dans la Conclusion de ce Rapport annuel.

II. Évolution dans les pays industriels

Faits saillants

Grâce à la poursuite d'une forte expansion de la demande intérieure aux États-Unis et à une reprise progressive dans les pays de la zone euro, la croissance est repartie l'an dernier dans le monde industriel, après le ralentissement de 1997–98. Le Japon a fait exception à cette tendance: une accélération inattendue au premier semestre de 1999 a été suivie d'un recul au second, de sorte qu'à la fin de l'année la production se situait au même niveau qu'en 1998.

Bien que, dans les pays les plus avancés dans le cycle, l'économie ait avoisiné ou dépassé l'an dernier ses capacités de production, et en dépit de la forte augmentation des prix de l'énergie, l'inflation sous-jacente est généralement restée modérée. Cette situation a été due notamment à l'intensification de la concurrence sur les marchés mondiaux des produits, qui a empêché les entreprises de répercuter la hausse du coût des facteurs sur leurs prix. Cette modération persistante de l'inflation s'explique aussi par le ralentissement de la progression moyenne des coûts unitaires de main-d'œuvre, dû à la maîtrise des salaires nominaux et aux gains de productivité. Ce dernier élément s'est fait particulièrement sentir aux États-Unis, où la croissance de la production horaire dans le secteur non agricole a atteint 4¼%, niveau le plus élevé depuis trente-cinq ans.

Le taux de croissance effectif a été inférieur au potentiel dans la plupart des autres pays et les chiffres attestent généralement un sous-emploi accru des capacités. Néanmoins, le chômage a diminué un peu partout, contrairement aux schémas antérieurs. Le recul le plus marqué s'est produit dans la zone euro, accréditant l'idée que la modération salariale et les mesures d'assouplissement des marchés du travail peuvent finir par réduire le chômage structurel, sans que ce soit la seule explication.

L'année passée a également été marquée par une nouvelle aggravation des déséquilibres financiers internes et externes, notamment aux États-Unis et au Japon. Sous l'impulsion des gains de patrimoine et, parallèlement, de l'augmentation de l'endettement du secteur privé, l'expansion de la demande intérieure américaine a largement dépassé celle de la production en termes réels, accentuant ainsi le déséquilibre des paiements courants. Au Japon, à l'inverse, la propension du secteur privé à dépenser a encore diminué et les mesures de stimulation budgétaire du gouvernement n'ont eu qu'un effet temporaire. En conséquence, le déficit budgétaire des administrations publiques s'est creusé et le ratio dette/PIB a continué d'augmenter à un rythme rapide.

Malgré le déficit croissant de la balance américaine des paiements courants, le dollar EU est resté plutôt stable en termes effectifs l'an dernier, les entrées

nettes de capitaux à long terme ayant largement contrebalancé ce déséquilibre. Dans les pays de la zone euro, à l'inverse, les sorties nettes à long terme ont été de loin supérieures à l'excédent courant. Au Japon, les annonces de restructurations d'entreprises, conjuguées aux mesures de déréglementation, ont fortement stimulé l'investissement direct étranger ainsi que les investissements de portefeuille, poussant à la hausse les cours des actions japonaises.

Évolution macroéconomique en 1999

Au fil des mois, les répercussions du moratoire sur la dette russe se sont estompées et les perspectives d'expansion de la production dans les pays industriels et l'économie mondiale se sont peu à peu améliorées (tableau II.1). Pour la troisième année consécutive, la croissance effective aux États-Unis a sensiblement dépassé les prévisions (graphique II.1). Dans les autres pays avancés dans le cycle économique (Canada, Australie et Royaume-Uni), les résultats ont été également supérieurs aux attentes. Même si les chiffres anticipés pour les pays de la zone euro ont été en moyenne plus ou moins confirmés, cela tient surtout au fait que les erreurs de prévision pour les divers pays se sont compensées, masquant une accentuation des disparités. Ainsi, les économies de la zone euro déjà en tête du cycle (Irlande, Espagne et Pays-Bas) ont connu une croissance plus rapide que prévu, tandis que le redressement espéré s'est fait attendre plus longtemps dans celles qui accusaient quelque retard (Allemagne et Italie). L'évolution dans la région Asie-Pacifique a également contribué à l'amélioration de la demande mondiale. Le déclin annoncé de la production japonaise ne s'est pas matérialisé et les économies émergentes d'Asie touchées par la crise ont redémarré beaucoup plus vite qu'on ne l'escomptait (chapitre III).

Amélioration des perspectives de croissance

Malgré une accélération de la croissance, une hausse d'une ampleur inattendue des prix du pétrole et de l'énergie et des politiques relativement accommodantes, l'augmentation de l'inflation mesurée par l'IPC a été plus ou moins conforme aux prévisions. On peut donc penser que les forces désinflationnistes sous-jacentes avaient été sous-estimées par la plupart des

Prévisions et résultats pour 1999 ¹						
	PIB réel		Prix à la consommation		Paiements courants	
	Prévision	Résultat	Prévision	Résultat	Prévision	Résultat
	variation annuelle, en %				en milliards de dollars EU	
Amérique du Nord	2,3	4,1	2,0	2,2	-287	-342
Europe occidentale	2,0	2,2	1,5	1,2	134	74
Zone euro	2,3	2,2	1,3	1,0	108	40
Asie-Pacifique	0,5	2,2	1,1	0,4	192	191
Amérique latine	0,8	-	7,4	8,0	- 67	- 50
Europe orientale	-0,4	1,1	53,2	34,1	- 24	- 4
Autres pays	2,0	2,1	5,2	3,2	- 14	- 11
Monde	1,5	2,6	3,7	2,8	- 66	-142

¹ Chiffres publiés en décembre 1998 (prévisions) et avril 2000 (résultats).
Source: © Consensus Economics, *Consensus Forecasts*.

Tableau II.1

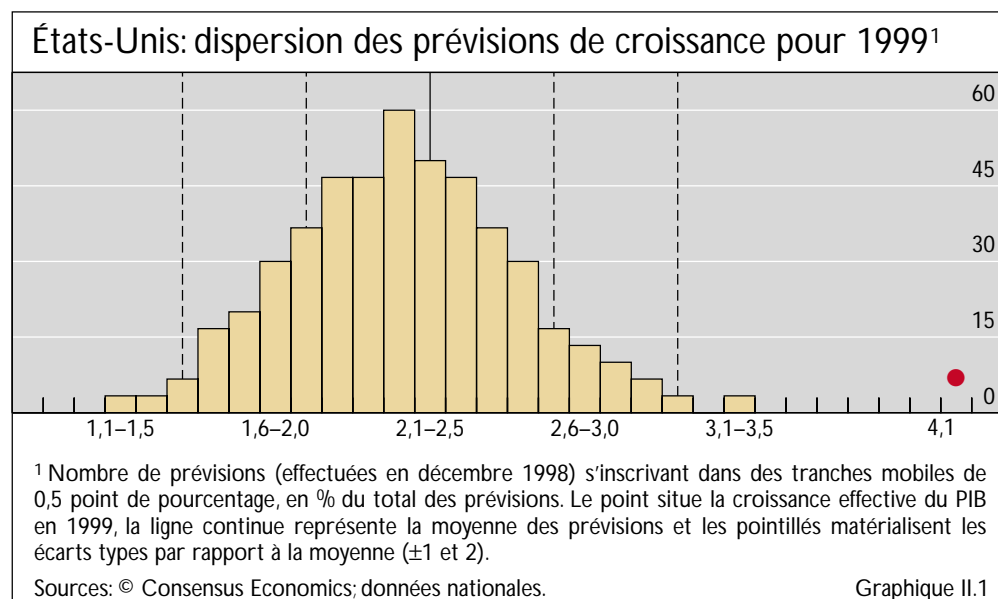
Forces
désinflationnistes
plus fortes que
prévu

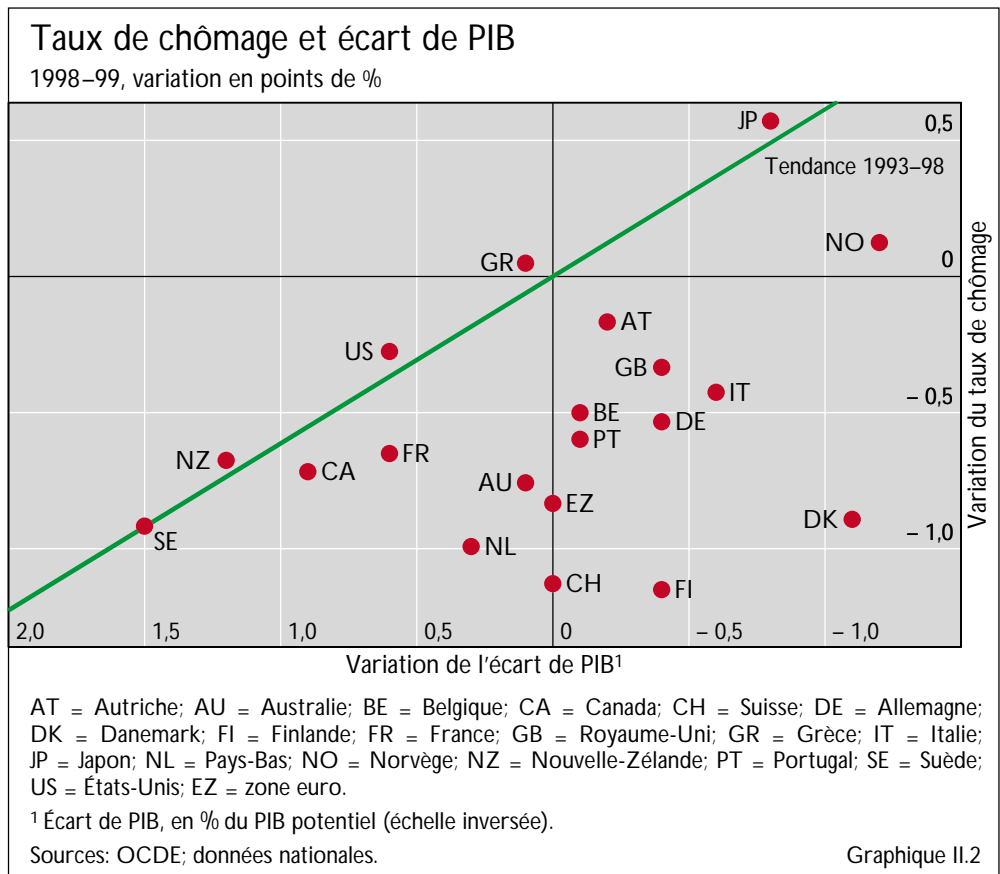
analystes. La pression de la concurrence sur les marchés mondiaux des produits et, de ce fait, la marge de manœuvre réduite des entreprises en matière de prix sont les causes essentielles de ce bon résultat. D'autres éléments, tels que la poursuite de la modération salariale et la progression des gains de productivité dans quelques-uns des pays bénéficiant de la croissance la plus rapide, ont également eu une influence importante, alors que le rôle des variations de change reste incertain. D'un côté, le raffermissement du dollar EU vis-à-vis de l'euro a sans doute contribué à réorienter la demande mondiale vers les pays présentant des excédents de capacités et une inflation relativement faible; d'un autre côté, l'appréciation du yen a agi dans le sens contraire, en détournant cette demande d'un pays caractérisé par des capacités excédentaires et une déflation.

Aggravation des
déséquilibres
extérieurs et
intérieurs

La convergence des taux de croissance ayant été moins marquée que prévu, la plupart des pays les plus avancés dans le cycle ont enregistré une nouvelle aggravation de leurs déséquilibres extérieurs. Si l'excédent de la région Asie-Pacifique correspond aux prévisions, celui de l'Europe occidentale a diminué plus qu'on ne s'y attendait, malgré la dépréciation de l'euro. Toutefois, comme le suggère implicitement l'écart entre les prévisions et les chiffres effectifs à l'échelle du monde (tableau II.1), le déficit global ou écart statistique s'est fortement accru en 1999. En outre, les évolutions d'ensemble masquent une détérioration des déséquilibres dans certains pays, à une cadence qui paraît quelquefois impossible à tenir. C'est ainsi que la progression de l'excédent extérieur du Japon jusqu'en 1998, et son recul l'an dernier, peuvent être considérés comme le résultat net de deux facteurs: d'un côté, l'accroissement de l'excédent d'épargne du secteur privé et, de l'autre, l'alourdissement, à un rythme insoutenable, du déficit public. De même, le creusement du déficit extérieur des États-Unis reflète des déséquilibres internes qui s'accroissent, mais dans des directions opposées: l'État rembourse ses dettes pendant que le secteur privé en contracte de nouvelles à une cadence très rapide.

Sur fond d'amélioration des perspectives de croissance, les taux d'intérêt à long terme ont augmenté l'an dernier, dépassant parfois leur moyenne historique.





Toutefois, ces hausses reflétaient en partie la prise en compte de perspectives de croissance plus élevées et constituaient donc une réaction endogène à certains éléments moteurs de l'expansion, de sorte que leur action de freinage sur la demande intérieure n'a pas été clairement ressentie. En permettant à l'investissement de se diriger vers le secteur privé, l'amélioration des soldes budgétaires a probablement tempéré, également, l'incidence de la tension des taux.

Faible incidence de la hausse des taux d'intérêt réels sur la demande

Malgré l'amélioration de la conjoncture en 1999, la croissance mesurée a été inférieure à son potentiel dans la plupart des pays et donc insuffisante pour empêcher l'élargissement des écarts de PIB. Le chômage a tout de même reculé, confirmant l'idée que les mesures relatives au marché du travail et la modération des salaires réels ont agi favorablement sur la demande de main-d'œuvre. Ce recul a été particulièrement net dans les pays de la zone euro, où le taux de chômage global a diminué de près d'un point de pourcentage, alors que la tendance observée sur 1993–98 laissait présager une absence de changement (graphique II.2). Naturellement, ce progrès apparent peut aussi être dû à des éléments moins positifs, tels que le travail à temps partiel imposé, la baisse du taux d'expansion de la population active et le ralentissement des gains de productivité (voir ci-après).

Réaction du chômage à la modération salariale et aux mesures relatives au marché du travail

Évolution dans les différents pays

En ce début d'année 2000, l'économie des États-Unis a enregistré son 107^e mois de croissance consécutif, ce qui constitue la plus longue période d'expansion de

Les États-Unis connaissent leur plus longue période d'expansion de l'après-guerre ...

l'après-guerre (tableau II.2). Néanmoins, en raison des «vents contraires» du début des années 90, cette expansion n'a pas été la plus forte: même au cours des quatre dernières années, la croissance moyenne a tout juste atteint le rythme des années 80, loin derrière celui des années 60. La cadence des créations d'emplois a aussi été plus faible que pendant ces phases de reprise. Cependant, comme elle a pris naissance dans un contexte de sous-emploi relativement peu marqué, le taux de chômage est demeuré constamment bas et est tombé, au premier trimestre, à son niveau minimum depuis fin 1969. Contrairement à cette année-là toutefois, où l'inflation avait atteint 6%, l'IPC (hors prix de l'énergie et composantes volatiles des denrées alimentaires) n'a augmenté que de 2% l'an dernier.

... grâce à une inflation faible et stable ...

Par rapport aux épisodes d'expansion de durée comparable, le cycle actuel se distingue par une baisse, plutôt que par une hausse, de l'inflation. En permettant aux politiques de rester accommodantes, la modération de l'inflation a contribué de façon décisive à prolonger l'amélioration conjoncturelle. Les variations de l'inflation ont été également modestes, ce qui a probablement atténué l'incertitude et rendu plus visibles les signaux transmis par les modifications des prix relatifs, de sorte qu'il a été plus facile aux entreprises d'adapter leur production à la demande. Le cycle actuel a été notamment marqué par la réduction sensible des ratios stocks/ventes et de l'amplitude du cycle des stocks, deux facteurs qui ont aidé les entreprises à diminuer leurs coûts et lissé la croissance du PIB.

L'amélioration des résultats n'a pas été exclusivement exogène; elle est imputable, dans une large mesure, à l'acquisition d'équipements informatiques et à la mise en œuvre des nouvelles technologies à tous les niveaux des processus

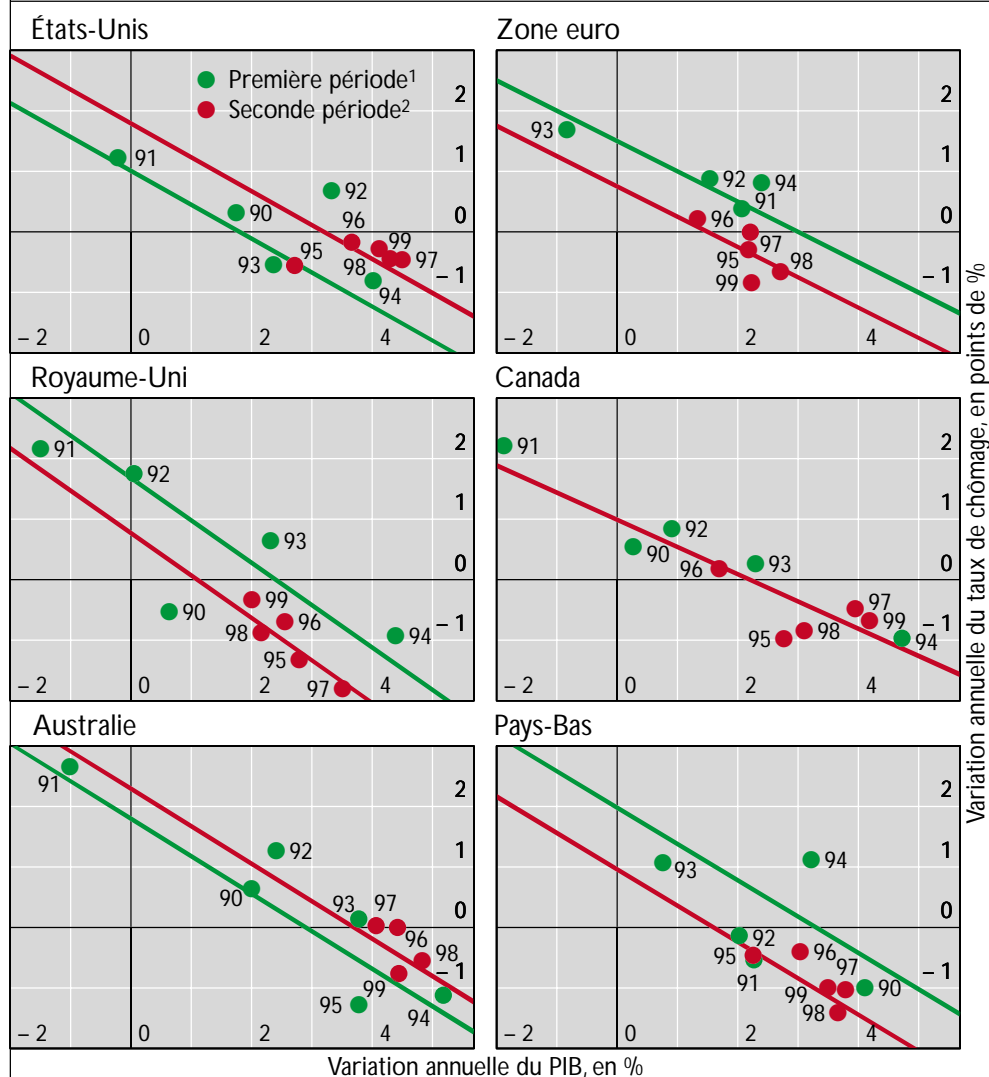
Expansion aux États-Unis: rétrospective				
	1961 T1–1969 T3	1983 T1–1990 T2	1991 T2–1999 T4	1995 T4–1999 T4
PIB en volume ¹	5,0	4,3	3,6	4,4
Écart type ²	2,0	1,7	1,3	0,7
Emploi ¹	2,1	2,5	1,5	1,7
Productivité ¹	2,9	1,7	2,1	2,6
Taux de chômage ³	4,7	6,8	5,8	4,8
Déflateur du PIB ¹	2,6	3,3	1,9	1,6
Écart type ²	1,3	0,6	0,6	0,4
Taux d'épargne des ménages ³	8,4	8,4	5,6	3,9
Cours des actions ^{1, 4}	5,1	12,6	16,4	23,1
Taux d'intérêt à dix ans ^{3, 5}	4,7	9,6	6,4	5,9
Ménages: endettement/revenu ³	63,4	74,4	89,6	94,2
Entreprises: endettement/production ^{3, 6}	54,9	70,6	75,3	76,3
Bénéfices des entreprises/PIB ³	10,8	7,4	8,7	9,7
Investissement des entreprises/PIB ^{3, 7}	13,4	14,6	15,6	17,3
Investissement productif/PIB ^{3, 7}	3,4	6,0	8,3	9,7
Paiements courants/PIB ³	0,5	-2,4	-1,7	-2,3

¹ Variation annuelle, en %. ² De la variation sur quatre trimestres. ³ Moyenne de la période. ⁴ S&P 500. ⁵ Obligations du Trésor EU. ⁶ Sociétés non financières. ⁷ En volume.

Sources: données nationales.

Tableau II.2

Croissance du PIB et variation du taux de chômage au cours du cycle récent



Les droites sont obtenues par régression des variations trimestrielles du taux de chômage sur une constante et les variations courantes et retardées des logarithmes du PIB trimestriel, en permettant un changement de la valeur prise par la constante entre les deux périodes. Un déplacement vers le bas (vers le haut) de la ligne indique que la croissance doit être moins (plus) élevée pour maintenir le même taux de chômage. Pour le Canada, la valeur estimée de la constante n'a pas varié.

¹ De 1990 T1 à 1994 T4 (Australie: 1995 T4). ² De 1995 T1 (Australie: 1996 T1) à 1999 T4.

Sources: données nationales; calculs BRI.

Graphique II.3

de fabrication et de distribution. Le rapport investissement productif/PIB, à 8¼%, a été nettement plus important qu'au cours des périodes d'expansion précédentes (tableau II.2). Au stade actuel, de plus, peu d'éléments indiquent l'arrêt de cette fièvre d'investissement, puisque ce ratio dépassait 11% à la fin de l'année dernière. L'introduction des nouvelles technologies et l'augmentation de l'intensité en capital de l'économie américaine ont entraîné, en particulier, une accélération sensible des gains de productivité du travail et du taux de croissance potentiel de l'ensemble de l'économie. D'ailleurs, l'accroissement de la productivité du secteur non agricole, qui a atteint 4¼%, a contribué à limiter la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre et celle des prix en général. La

... et à des gains de productivité accrus

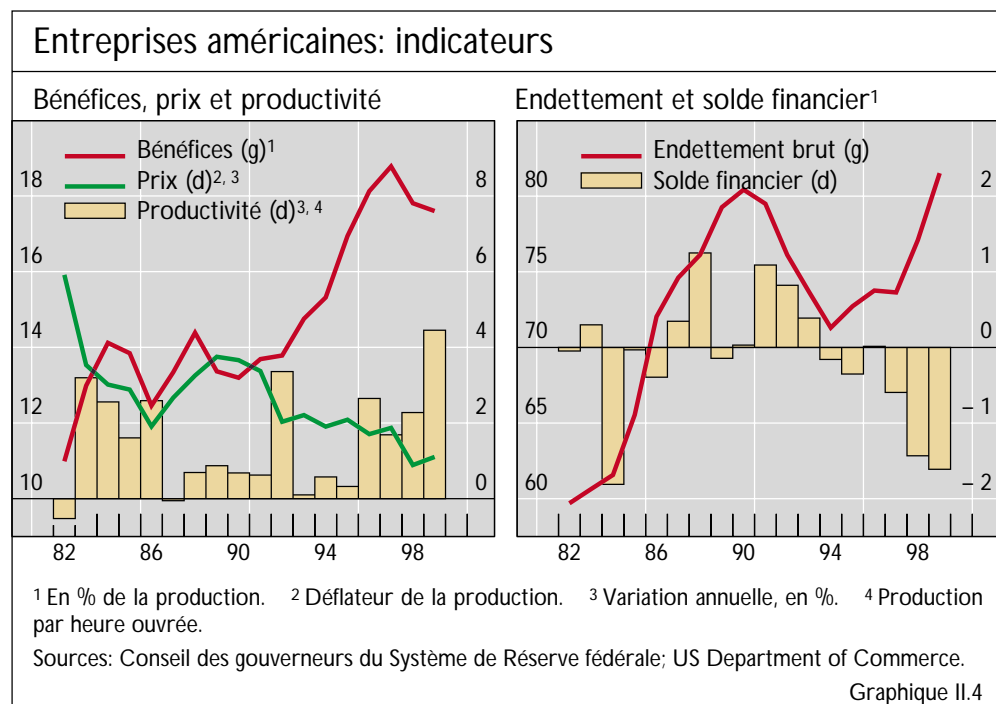
progression des ratios capital/travail et de la productivité du travail pendant la seconde moitié des années 90 a eu un autre effet: le taux de croissance compatible avec un chômage stable serait passé, selon les estimations, d'un peu moins de 2% à 3¼% durant la décennie (graphique II.3).

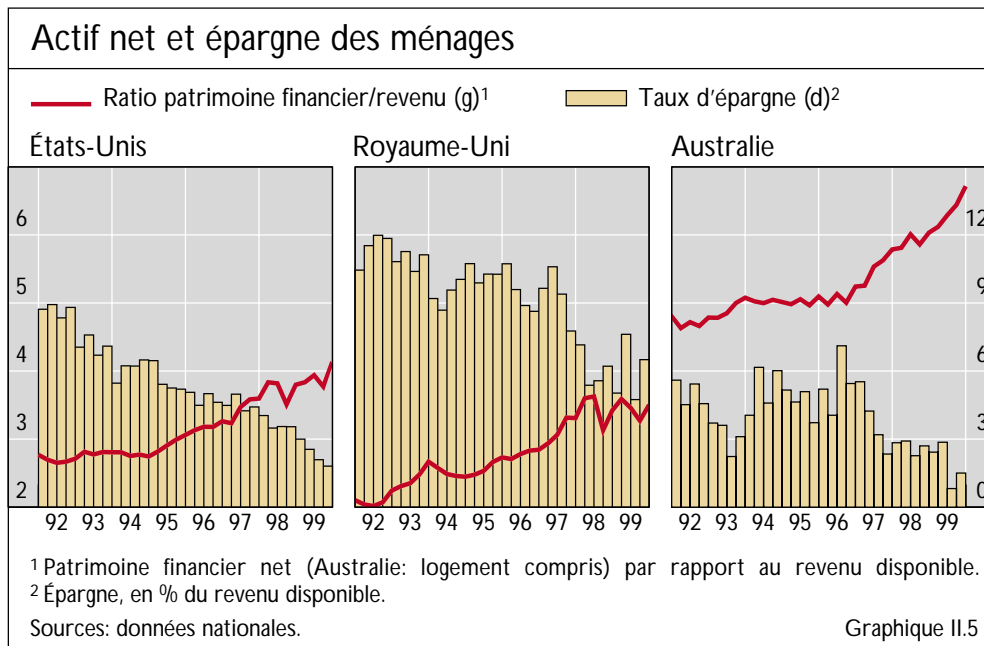
L'excédent d'épargne publique dirige l'investissement vers le secteur privé

La contribution du secteur public a été différente des cycles précédents. Premièrement, l'expansion des dépenses a été moindre que dans les années 60, où elle avait constitué un élément majeur de surchauffe. Deuxièmement, des recettes inattendues (liées notamment à la taxation des plus-values) et des programmes de réduction de dépenses ont alimenté un excédent d'épargne qui a permis à l'État de diminuer son endettement et de diriger l'investissement vers le secteur privé. Troisièmement, la baisse des taux moyen et marginal de l'impôt sur le revenu et le remplacement des transferts sociaux aux personnes à faible revenu par des incitations à réintégrer le marché du travail ont probablement contribué à l'accroissement de la population active et réduit l'excédent de demande potentiel ainsi que les pressions salariales.

Les nouvelles technologies aident à réduire les coûts ...

Malgré leurs effets positifs au niveau de l'offre, les nouvelles technologies ont aussi engendré des déséquilibres et pourraient finalement contribuer à rendre le cycle conjoncturel plus volatil. Premièrement, les secteurs de pointe, qui représentent une part de plus en plus grande dans la production américaine, sont connus pour la volatilité de leurs cycles et leur extrême sensibilité aux fluctuations de la demande. Deuxièmement, du côté des utilisateurs, les nouvelles technologies et les incitations à abaisser les coûts ont encouragé les entreprises à diminuer sensiblement leurs stocks et réserves de précaution. Si elles ont ainsi appris à gérer plus efficacement leurs stocks, elles sont peut-être aussi devenues plus vulnérables aux chocs de l'offre ou de la demande. Par conséquent, le lissage de la croissance du PIB n'est pas seulement le résultat des nouveaux investissements et de l'utilisation des nouvelles technologies; ce pourrait être





aussi une condition nécessaire pour préserver la rentabilité. Troisièmement, comme ces technologies et l'Internet ont renforcé les pressions concurrentielles sur les marchés de gros et de détail et réduit la liberté d'action des entreprises en matière de prix, les marges bénéficiaires et la part des profits sont de plus en plus comprimées. Les bénéfices se trouvent également contenus par les charges croissantes au titre des amortissements, les récents investissements productifs ayant une durée de vie courte. Ainsi, au cours des trois dernières années, l'accroissement des gains de productivité s'est accompagné d'une baisse de la part des profits, alors qu'auparavant cette corrélation était positive (graphique II.4). En résumé, non seulement une proportion croissante des dépenses d'investissement est consacrée au remplacement de l'équipement mais elles sont aussi financées de plus en plus par l'endettement.

... mais risquent de comprimer les marges bénéficiaires

Enfin, il apparaît que les cours des actions et le patrimoine des ménages ont progressé plus que ne le justifierait l'augmentation de la croissance potentielle à quelque 3¼%, ce qui signifie que l'accélération des gains de productivité a eu davantage d'effet sur la demande que sur l'offre. Ce fait est illustré non seulement par l'écart de plus en plus grand entre la demande effective et la production potentielle mais, de manière peut-être encore plus évidente, par la forte hausse du ratio entre l'actif financier net des ménages et leur revenu disponible (graphique II.5) ainsi que par l'incidence des gains de patrimoine sur leurs dépenses. Même si seulement 4% de ces gains étaient dépensés à court terme, le renchérissement des actions contribuerait de 20 à 25% à l'augmentation de la consommation sur les cinq dernières années (tableau II.3).

Risque de demande excédentaire induit par l'effet de richesse

Certaines des évolutions examinées ci-dessus valent également pour les autres pays anglophones les plus avancés dans le cycle (*Royaume-Uni, Canada et Australie*). Ces trois économies ont approché ou dépassé leur capacité de production l'an dernier et vu leur taux de chômage tomber à son niveau le plus bas depuis dix à vingt ans. Leur croissance a eu cependant des origines différentes. Le Canada a bénéficié d'une hausse des cours de ses produits de base exportés

Évolutions comparables dans d'autres pays anglophones ...

ainsi que du dynamisme de ses ventes aux États-Unis, mais la demande intérieure ne s'est intensifiée qu'assez tard dans l'année. En Australie, l'expansion a été principalement alimentée par les dépenses des ménages, tandis que l'investissement s'est ralenti et que les recettes d'exportations ont diminué, en raison notamment de la proportion assez élevée, dans les exportations, de produits de base dont les cours ont baissé au premier semestre. Au Royaume-Uni, la croissance modeste du PIB, en glissement annuel, résulte de tendances contradictoires. Tout d'abord, l'atonie au premier semestre a nettement contrasté avec la vigueur au second, traduisant l'impact différé de l'assouplissement monétaire consécutif à la diminution de l'inflation. Deuxièmement, une dichotomie évidente est apparue entre, d'une part, les secteurs tournés vers l'économie interne, stimulés par le recul des prix à l'importation et d'importants gains de patrimoine, et ceux, d'autre part, qui sont soumis aux pressions concurrentielles liées à la vigueur de la monnaie et, pendant une partie de l'année, à la faible expansion des marchés d'exportations.

... avec
notamment une
épargne faible ...

Dans ces trois pays, l'épargne des ménages est aussi tombée à des niveaux historiquement bas, nettement inférieurs à ceux des autres pays industriels en dehors des États-Unis. L'une des principales raisons semble résider dans l'accroissement déjà mentionné de l'actif financier net, conforté au Royaume-Uni et en Australie par le renchérissement des logements et par une hausse des prêts hypothécaires que n'expliquent pas totalement les investissements dans l'immobilier résidentiel. Au Canada, le taux d'épargne des ménages est même revenu à 1%, le ratio endettement/revenu dépassant 100%.

... mais des
disparités en
termes de
productivité

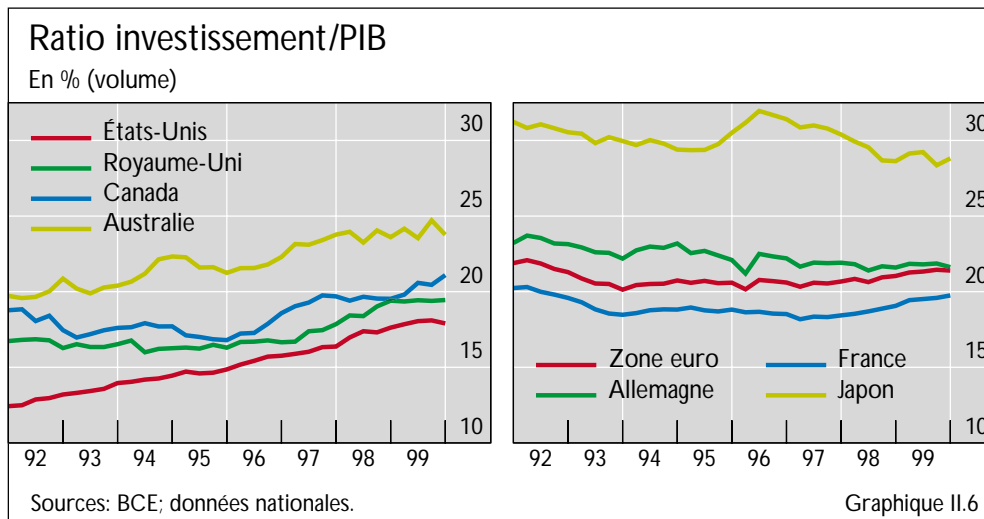
L'évolution de l'investissement d'entreprise ainsi que ses effets sur la croissance potentielle et la productivité du travail semblent différents dans ces trois pays. S'ils enregistrent tous une progression de leur ratio investissement/PIB depuis 1995 environ (graphique II.6), seule l'Australie a réalisé des gains de productivité importants. Avec les États-Unis, ce pays est le seul où le taux de croissance du PIB compatible avec un chômage stable s'est élevé. Bien qu'on observe une amélioration de la productivité au Canada depuis le milieu de 1998, celle-ci a été trop modeste et trop tardive pour agir sur la relation calculée entre expansion du PIB et chômage. Au Royaume-Uni, la situation est encore plus

Élasticités (estimations) de la consommation par rapport au revenu et au patrimoine						
	Élasticité-revenu ¹		Élasticité-patrimoine ^{1,2}		Contributions ³	
	Court terme	Long terme	Court terme	Long terme	Revenu	Patrimoine
États-Unis	0,62	0,89	0,04	0,12	15,5	6,5
Royaume-Uni	0,59	0,76	0,02	0,16	10,5	7,5
Australie	0,41	0,90	0,11	0,13	14,5	7,5

¹ L'élasticité est obtenue par régression des dépenses des ménages sur, respectivement, le revenu disponible et l'actif net de ce secteur, en utilisant un modèle à correction d'erreurs sur des données trimestrielles; États-Unis: 1960 T1–1999 T4; Royaume-Uni: 1980 T1–1999 T4; Australie: 1977 T1–1999 T4. ² États-Unis et Royaume-Uni: patrimoine financier; Australie: logement inclus. ³ Contributions, en %, à l'expansion de la consommation sur 1994 T4–1999 T4, basées sur les élasticités à long terme. Sur cette période, la consommation en termes réels s'est accrue de 22% aux États-Unis ainsi qu'en Australie et de 18% au Royaume-Uni.

Sources: données nationales.

Tableau II.3



nuancée. Confrontées à une forte appréciation de la livre sterling, les entreprises manufacturières ont réussi à accroître suffisamment leur productivité pour préserver la progression de leurs exportations sans réduire leurs marges bénéficiaires. En revanche, la productivité mesurée a peu évolué dans le secteur des services et, grâce à diverses initiatives concernant le marché du travail et à l'augmentation sensible des contrats à temps partiel, il n'est plus nécessaire d'avoir autant de croissance pour maintenir le chômage stable.

En dépit d'un rebond vigoureux de la demande intérieure en *Nouvelle-Zélande*, la croissance est demeurée en retrait par rapport à celle de la plupart des autres pays anglophones. La sécheresse a amputé la production du secteur primaire, le cours des principales matières premières exportées est resté bas et la forte progression de la demande d'importations s'est traduite par une contribution négative des échanges commerciaux à la croissance et par un creusement du déficit extérieur, qui a atteint quelque 8% du PIB.

Au *Japon*, la croissance n'a été positive qu'au premier semestre, lorsque les effets du programme de relance budgétaire adopté à la fin de 1998 ont été renforcés par l'accélération inattendue des dépenses des ménages. Au second, la demande privée a recommencé à s'essouffler, alors que les ménages ont épargné davantage, les entreprises ont encore réduit leurs investissements en capital fixe et l'incidence des mesures budgétaires s'est peu à peu estompée. La contribution des exportations nettes a toutefois légèrement augmenté, malgré l'appréciation du yen.

Les développements enregistrés l'an dernier doivent être analysés à la lumière des problèmes structurels rencontrés par l'économie japonaise. L'une de ces difficultés, qui a d'ailleurs beaucoup influencé le cours des événements en 1997–98, concerne la fragilité financière des banques et leur incapacité (ou leur réticence) à prêter. Ce problème semble avoir été plus ou moins surmonté, grâce à un programme de recapitalisation au moyen de fonds publics qui, conjugué à une augmentation des bénéfices, a permis aux établissements d'annuler des montants importants de prêts improductifs. Il reste que les crédits bancaires continuent à diminuer, en raison d'une demande insuffisante, les grandes entreprises préférant rembourser leurs emprunts bancaires et/ou se financer sur

Le ralentissement au Japon s'explique par ...

... la faiblesse persistante du secteur financier ...

le marché, et du durcissement des critères de prêt appliqués aux petites et moyennes entreprises. De plus, l'exposition persistante des banques à la chute des prix de l'immobilier pourrait nécessiter de nouvelles annulations de créances (chapitre IV).

... et les
restructurations
d'entreprises

Un deuxième problème se pose avec les restructurations d'entreprises destinées à améliorer la rentabilité du capital. Dans un premier temps, les sociétés ont tenté de limiter les surcapacités, ce qui a contribué au recul de l'investissement en capital fixe l'an dernier. Toutefois, comme un accroissement substantiel de la rentabilité ne paraît pas possible sans une baisse sensible de la part du travail dans le revenu, les entreprises ont également annoncé des mesures visant à réduire l'emploi. Même si leur mise en œuvre prendra sans doute quelque temps et si leurs effets à ce jour se manifestent essentiellement par une diminution des heures supplémentaires et des embauches, leur annonce semble avoir entamé la confiance des consommateurs et affecté leurs dépenses.

La progression
substantielle de
l'épargne privée ...

De fait, la faiblesse des dépenses et l'excédent d'épargne privée qui en découle pourraient constituer le problème structurel le plus sérieux de l'économie japonaise. Contrairement aux pays anglophones, le Japon enregistre depuis la fin des années 80 une augmentation graduelle de l'épargne privée, qui s'intensifie depuis 1997. Ce phénomène, conjugué au recul de l'investissement d'entreprise et, plus récemment, à l'essor des profits et de l'autofinancement, a fait remonter l'excédent financier net du secteur privé à plus de 10% du PIB en 1999, puis à près de 13% à la fin du premier trimestre de cette année.

... n'est que
partiellement
compensée par les
mesures de relance
budgétaire

Le gouvernement japonais a essayé de compenser l'influence dépressive de ce déséquilibre entre épargne et investissement du secteur privé en adoptant une série de programmes de relance budgétaire (dont deux mis en œuvre l'an dernier), qui représentent environ la moitié de l'excédent d'épargne net cumulé de ce secteur depuis 1992. Pour renforcer la demande de logements neufs et faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises au crédit, les incitations ont été complétées par divers mécanismes de prêt. Si ces mesures ont contribué momentanément à stimuler l'investissement dans l'immobilier résidentiel et à réduire le nombre des faillites, les effets multiplicateurs de la relance budgétaire se sont progressivement estompés. Les collectivités locales, soumises à des contraintes financières, ont eu de plus en plus de mal à proposer les programmes supplémentaires attendus; de surcroît, l'efficacité et l'utilité marginales des projets d'investissements publics ont paru diminuer à mesure que le nombre des réalisations augmentait. Toutefois, la baisse de l'activité économique en période d'absence d'incitation budgétaire montre bien que, sans ces mesures, la contre-performance aurait été beaucoup plus sensible.

Augmentation
insoutenable de
l'endettement public

Étant donné que la relance budgétaire n'a pas engendré de reprise durable de la demande privée et que les recettes fiscales ont fléchi par rapport au PIB, le ratio endettement public net/PIB augmente à présent à un rythme insoutenable, même si son niveau reste modeste à l'échelle internationale. Le solde primaire a été déficitaire l'an dernier et, comme le taux d'intérêt implicite sur le service de la dette a été nettement supérieur à la croissance du PIB nominal, l'endettement dépassait 37% en termes nets à la fin de 1999 (contre moins de 30% en 1998)

et atteignait 105% en termes bruts; en outre, les prévisions actuelles font état de ratios proches de 45% et 115% respectivement pour la fin de l'an 2000.

Dans les *pays de la zone euro*, les déséquilibres financiers internes et externes ont été assez modestes (graphique II.13). Le déficit budgétaire cumulé de cette zone a fléchi à 1¼% du PIB (graphique II.7), grâce notamment à un allègement du service de la dette mais aussi à des recettes inattendues. Bien que ces apports semblent sans lien apparent avec la phase actuelle du cycle, il existe, au sein de la zone, une corrélation assez positive entre les situations budgétaires et les écarts de PIB, les divergences les plus marquées dans ce dernier domaine étant observées dans les pays qui présentent des déséquilibres structurels relativement prononcés (Autriche et Finlande). D'une manière générale, ceux-ci se sont toutefois réduits en 1999, de même que le ratio endettement brut/PIB, de sorte que le principal déséquilibre a concerné le marché du travail, où, malgré des améliorations notables ces deux dernières années, le taux de chômage moyen atteignait encore 10%.

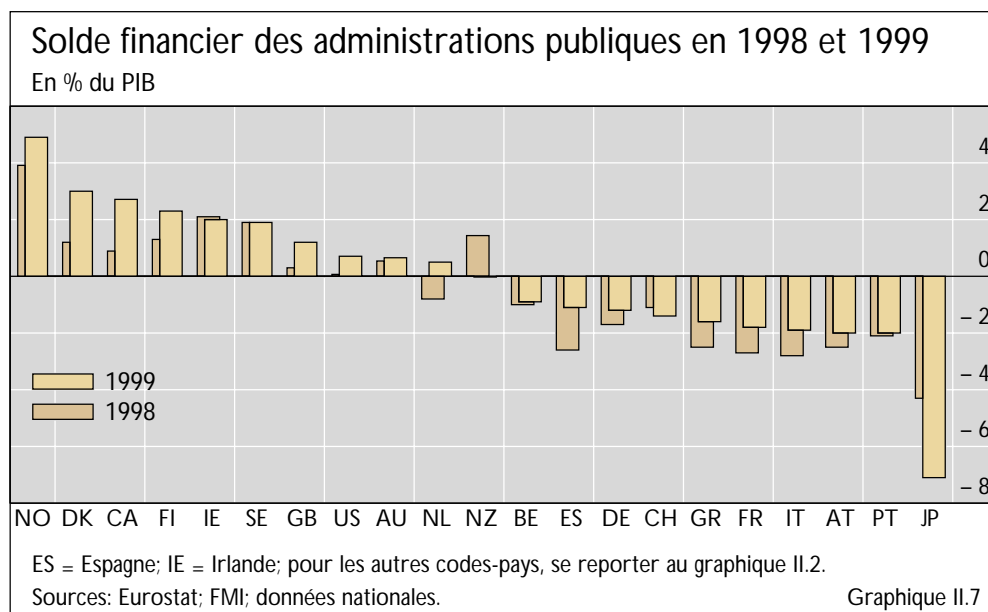
Si la croissance moyenne dans la zone euro a plus ou moins correspondu aux prévisions, le resserrement attendu des différences de croissance entre pays ne s'est pas produit. La fourchette des taux enregistrés varie de 9,4% pour l'Irlande à 1,4% pour l'Italie et l'Allemagne (graphique II.8). Ces écarts perdurent depuis quelques années, de fortes différences en termes de surcapacités et de chômage sont aussi apparues. Avec une expansion moyenne du PIB de 8¾% en Irlande pour les cinq dernières années, la croissance effective dépasse désormais d'environ 5% la croissance potentielle estimée. Aux Pays-Bas également, le PIB effectif est supérieur à son potentiel, même si les mesures d'assouplissement du marché du travail ont contribué à ramener le chômage à 2¾% seulement. À titre de comparaison, l'Italie présente l'écart de PIB le plus important de la zone euro (-3¼%) et le deuxième taux de chômage, après l'Espagne.

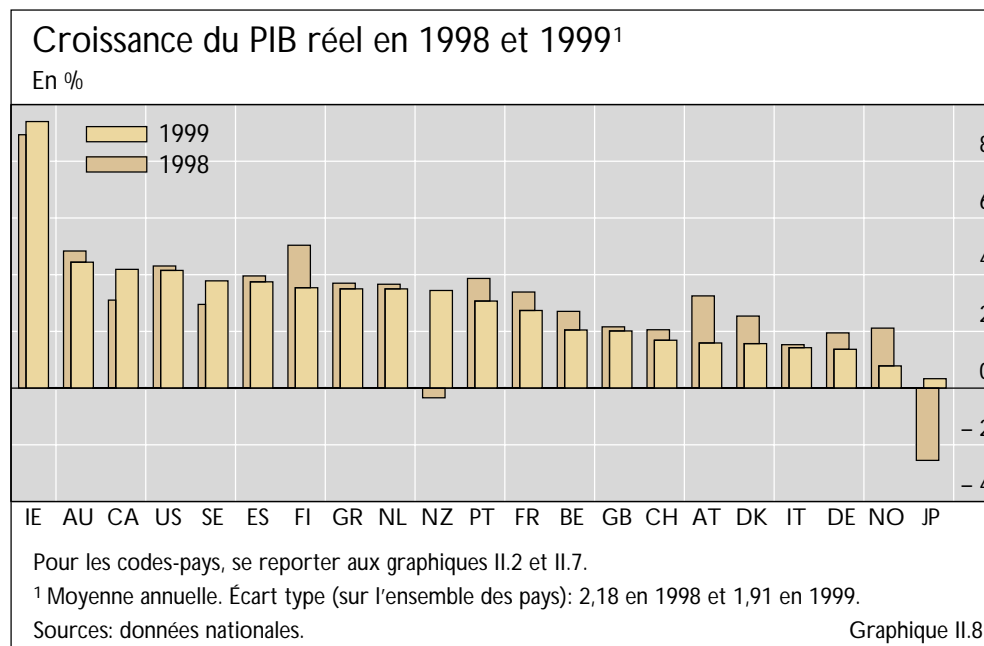
L'évolution dans la zone euro a également été caractérisée par une progression de 1½% de l'emploi et un recul du chômage, en dépit d'une croissance moyenne de la production de seulement 2%. Les estimations

Déséquilibres modérés dans la zone euro

Disparité des taux de croissance et des capacités excédentaires

Amélioration significative des conditions sur le marché du travail





reportées dans le graphique II.3 semblent indiquer que le taux de croissance requis pour stabiliser le taux de chômage a eu tendance à diminuer ces dernières années. Cela pourrait être lié à une réorientation progressive de la production et de l'emploi vers les secteurs de services à plus forte intensité de main-d'œuvre, qui a réduit la productivité globale du travail et le taux d'expansion nécessaire à la stabilité du chômage. En outre, le fait qu'il est possible de faire baisser le chômage, bien que la croissance soit faible, suggère une flexibilité accrue du marché du travail et une contraction du chômage structurel. Le cas des Pays-Bas constitue d'ailleurs à cet égard une illustration frappante: le graphique II.3 montre que le taux de croissance exigé pour assurer la stabilité du chômage a fléchi de manière significative, ce qui découle dans une large mesure de l'augmentation notable des contrats de travail à temps partiel. Pourtant, si ces résultats sont positifs sur le plan de la lutte contre le chômage, ils indiquent aussi que les ratios investissement/PIB relativement élevés pour la zone euro (graphique II.6) ne se sont pas encore traduits par une progression de la productivité apparente du travail liée à la technologie ni par une amélioration en termes de rentabilité du capital.

La plupart des autres pays européens ont enregistré un notable ralentissement de croissance. Au *Danemark* et en *Norvège*, cette situation est imputable au resserrement des politiques visant à éviter que l'expansion de la production et le taux d'inflation ne prennent trop d'avance par rapport au cycle européen. En *Grèce*, l'évolution récente la plus remarquable a été la moindre progression des coûts unitaires de main-d'œuvre: supérieure en moyenne à 10% entre 1990 et 1997, celle-ci est tombée à 6% en 1998 puis à 2½% seulement l'an dernier. Ce recul, qui résulte à la fois de la modération salariale et des gains de productivité, a contribué de manière déterminante au respect, par la Grèce, des critères d'adhésion à l'UEM. En *Suisse*, l'affaiblissement de l'activité économique s'explique pour beaucoup par le tassement de la demande intérieure, en dépit de conditions monétaires relativement favorables et d'une baisse spectaculaire du

Évolutions dans
les autres pays
européens

chômage. La Suède a été la grande exception au ralentissement général observé en Europe: la croissance a été plutôt médiocre au premier semestre, mais le redressement ultérieur de la demande extérieure a permis de porter la progression du PIB à 3½% sur l'ensemble de l'année.

Inflation et marchés du travail

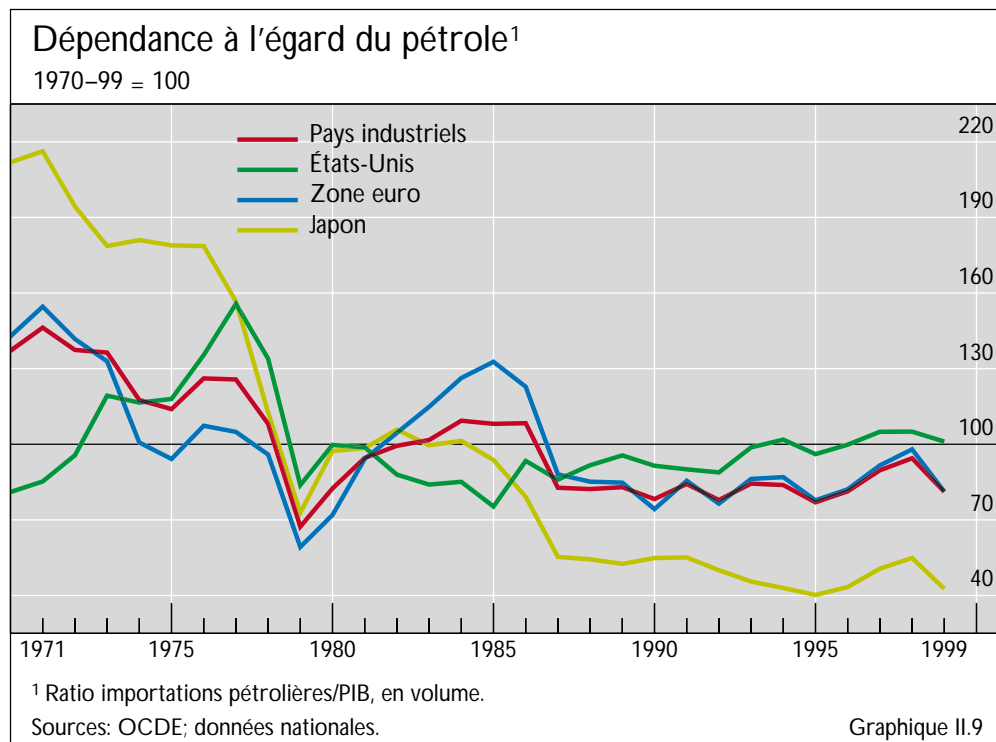
Inflation et prix pétroliers

Les derniers mois de 1999 ont été caractérisés par une augmentation de 0,4 point de pourcentage, en moyenne annualisée, des taux d'inflation par rapport au troisième trimestre, ce qui ne signifie pas forcément que la période d'inflation modérée des années 90 touche à sa fin. Les hausses ont été modestes dans la plupart des pays et sont surtout liées à l'accroissement marqué des prix pétroliers. D'ailleurs, l'absence d'effet significatif sur l'inflation sous-jacente suggère que, pour l'heure, les forces désinflationnistes à l'œuvre durant la précédente décennie demeurent présentes.

L'une des raisons possibles de cet impact modéré sur l'inflation sous-jacente est que le bond récent des prix pétroliers ne fait qu'inverser les baisses antérieures, de sorte qu'en termes réels les prix sont finalement inférieurs à leurs niveaux de deux ans plus tôt. Les utilisateurs n'ont donc peut-être pas eu trop de difficulté à se faire aux nouveaux prix. Deuxièmement, le pétrole ne joue plus un rôle aussi crucial que par le passé. Du fait de l'innovation technologique, du développement d'autres sources d'énergie avantageuses et de diverses mesures d'économie d'énergie, le ratio importations de pétrole/PIB diminue depuis les années 70 dans les pays industriels (graphique II.9). La diversification des sources d'énergie, conjuguée à l'importance moindre du pétrole, limite les effets secondaires en permettant aux entreprises de trouver plus facilement des

L'impact modéré de la hausse des prix pétroliers ...

... s'explique par les effets des économies d'énergie, des technologies ...



solutions de rechange moins onéreuses ou d'intégrer les modifications des prix dans leurs marges.

... de la concurrence et des conditions de la demande globale

Une troisième raison expliquant l'absence de répercussions de la hausse des prix pétroliers a été l'action conjuguée des pressions concurrentielles, des conditions de la demande globale et de la politique monétaire. Par rapport à d'autres périodes de renchérissement du pétrole, l'inflation est modérée au niveau mondial et davantage de pays présentent une sous-utilisation des capacités. En outre, on attribue à trois facteurs la rupture des «anciens» schémas d'inflation: intensification de la concurrence (accélérée par la mondialisation et la déréglementation), résistance des consommateurs et crédibilité des politiques monétaires. Dans un tel contexte, les entreprises qui relèvent leurs prix ne peuvent espérer que leurs concurrents en fassent autant ni qu'une dévaluation les rende à nouveau compétitives. Pour ne pas perdre de parts de marché, elles doivent compenser l'augmentation du coût d'un facteur de production par une réduction ailleurs ou par une diminution de leurs marges bénéficiaires. Par conséquent, l'accentuation de la concurrence atténue les effets résultant des hausses des prix pétroliers.

En résumé, l'action des forces désinflationnistes durant la dernière décennie paraît avoir limité, pour l'instant, le choc pétrolier de 1999 à une modification des prix relatifs, sans provoquer d'inflation ni son incidence, une récession. En outre, la réaction positive observée l'an passé de même que l'accord de mars 2000 visant à assouplir les quotas de production justifient un certain optimisme en ce qui concerne les effets secondaires des coûts de l'énergie pendant cette année et la prochaine.

Marchés du travail, fixation des salaires et processus d'inflation

Si l'intensification de la concurrence mondiale et l'évolution technologique ont influencé les pratiques des entreprises en matière de fixation des prix, elles ont eu également de vastes conséquences pour la formation des salaires et les interactions entre salaires et prix dans les pays industriels. La fixation des salaires est un élément clé du processus d'inflation, à cause de l'influence déterminante des rémunérations tant sur le revenu nominal que sur les coûts de production. Ainsi, les pratiques en la matière peuvent gêner ou favoriser la stabilisation de l'inflation à un niveau peu élevé.

Une inflation faible clarifie les signaux transmis par les salaires nominaux ...

Les conditions qui régissent la fixation des salaires sont en partie déterminées par le régime d'inflation lui-même. Les marchés du travail, comme les autres marchés, sont d'autant plus efficaces que leurs participants sont bien informés. Lorsque l'inflation est stabilisée à un niveau peu élevé, son «bruit de fond» se fait alors plus discret, de sorte que les modifications des salaires nominaux reflètent plus fidèlement la croissance des salaires réels et relatifs, permettant ainsi au marché de mieux interpréter les signaux et de réagir en conséquence. La clarté des signaux transmis par les salaires nominaux peut se mesurer par le ratio entre la dispersion des variations de salaires et la dispersion de l'inflation dans le temps et sur l'ensemble des pays. Une augmentation de ce ratio indique que les modifications des salaires nominaux traduisent de plus en plus l'évolution en termes réels plutôt que les variations de l'inflation. Comme le montre le graphique II.10, ce ratio s'est élevé, au cours de la décennie 90,

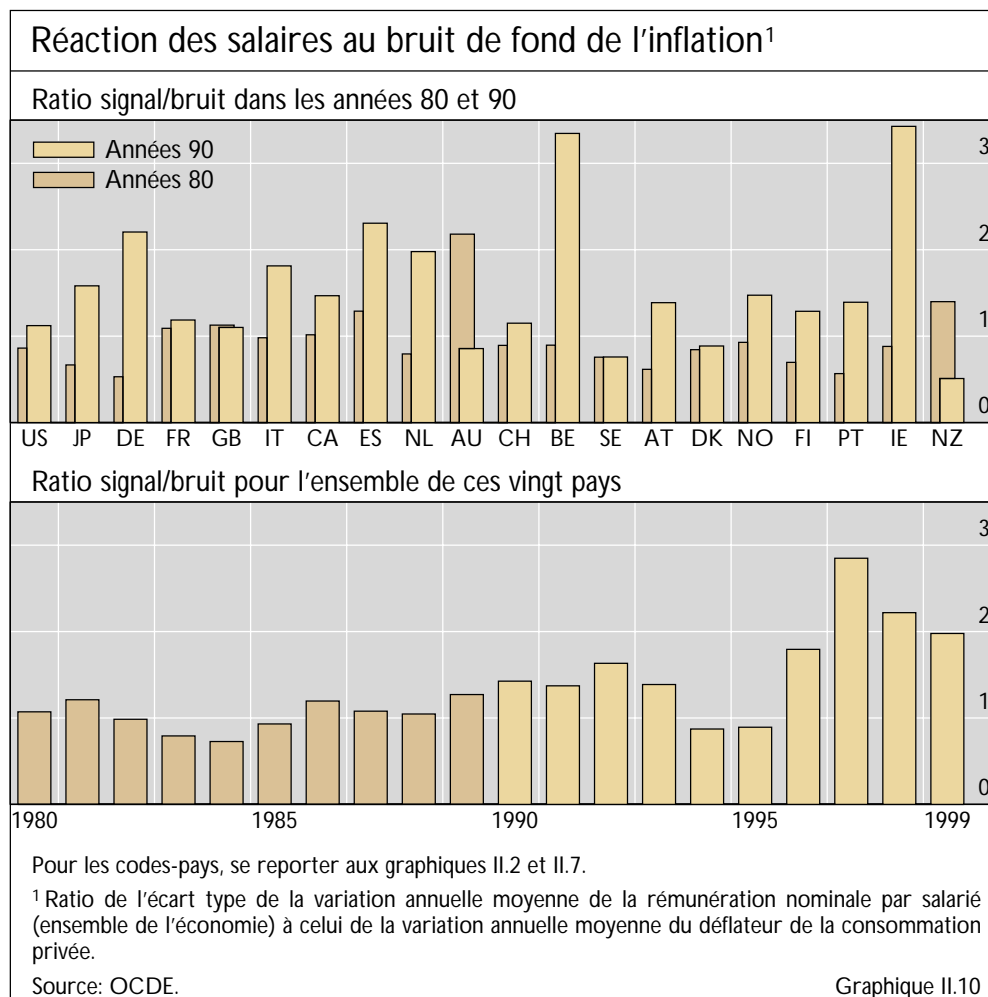
dans seize des vingt pays industriels examinés par rapport à la précédente (histogramme supérieur). De même, la courbe pour l'ensemble des vingt pays (histogramme inférieur) indique une tendance à la hausse sur les deux décennies. Une telle évolution épargne des efforts aux employeurs et aux salariés pour dissocier les signaux émis par les salaires réels du «bruit» de l'inflation et fournit ainsi des repères plus précis concernant l'embauche, la formation et le plan de carrière.

La concurrence mondiale et les avancées technologiques influent également sur la fixation des salaires; ces deux éléments ont d'ailleurs encouragé à multiplier les innovations dans les pays industriels. Pour que les entreprises et leurs salariés restent compétitifs, ils doivent posséder les compétences, les incitations et la flexibilité requises pour générer et exploiter les progrès technologiques. C'est pourquoi la gestion des ressources humaines apparaît de plus en plus comme l'une des clés de la compétitivité dans tous les secteurs, en particulier ceux où les échanges commerciaux ou la production sont en progression.

L'un des principaux aspects de la gestion des ressources humaines est la politique des rémunérations. Dans ce contexte de concurrence, les pays et entreprises suivent déjà des approches fort différentes en matière de fixation et d'ajustement des salaires, diversité qui devrait encore s'accroître au cours de la prochaine décennie. Dans certains pays (notamment aux États-Unis et au

... tandis que la concurrence impose davantage de souplesse

Une rémunération liée aux résultats ...



Royaume-Uni), les entreprises recourent davantage aux incitations, aux primes, à l'intéressement et aux options d'achat d'actions; elles établissent, en outre, un lien plus étroit entre la rémunération et la productivité des individus et de l'entreprise. S'il est encore difficile de mesurer globalement la part respective de ces composantes, les enquêtes et autres données fragmentaires indiquent qu'aux États-Unis la plupart des dirigeants d'entreprise perçoivent une partie importante de leur rémunération sous forme d'options d'achat d'actions, tandis que les salariés des échelons inférieurs bénéficient plus communément de primes et d'incitations. En Allemagne, en Suisse et dans d'autres pays européens, cette formule des options d'achat d'actions est de plus en plus répandue parmi les cadres supérieurs.

... pourrait accroître la productivité et la sensibilité des salaires aux cycles

Ces pratiques peuvent stimuler la productivité et accentuer la sensibilité des rémunérations nominales au cycle économique. Si l'accroissement des gains de productivité et la progression des salaires réels qui en résulte sont évidemment bénéfiques, l'incidence d'une évolution cyclique des revenus est ambiguë. Lors de la prochaine récession, en effet, les baisses de salaires liées au ralentissement économique pourraient accentuer le recul des dépenses de consommation, comme cela s'est produit au Japon dans les années 90. Compte tenu de l'endettement élevé des ménages dans les pays anglophones, ce problème pourrait s'y avérer particulièrement préoccupant. D'un autre côté, ces diminutions de rémunération pourraient aussi préserver des emplois et maintenir la confiance, en permettant aux employeurs de réduire les coûts de main-d'œuvre sans recourir à des licenciements.

UEM, négociations salariales et inflation

Dans les prochaines années, l'Europe devra relever des défis liés spécifiquement aux interactions entre organisation du marché du travail et union monétaire; celle-ci, en effet, pourrait modifier les structures de négociation et de fixation des salaires, tandis que l'évolution sur le marché du travail pourrait avoir des implications importantes pour la conduite de la politique monétaire.

Pratiques européennes en matière de fixation des salaires

En Europe continentale, les négociations salariales sont généralement conduites au niveau national (Autriche, Belgique, Portugal et pays nordiques) ou sur un plan intermédiaire, c'est-à-dire par secteur ou par branche d'activité (Allemagne, Espagne, France, Italie et Pays-Bas). L'accord qui en résulte habituellement fixe les hausses du salaire moyen ou minimum ainsi que d'autres modalités intéressant de larges pans de la population active. Par contre, jusqu'à une date récente, les négociations effectuées au niveau de l'usine ou de l'entreprise, comme aux États-Unis, étaient plutôt rares.

Principales caractéristiques des négociations centralisées ...

De quelle façon le niveau de la négociation et son degré de coordination influencent-ils les résultats économiques? On a souvent prétendu que les négociations au niveau national, ou centralisées, incitent syndicats et employeurs à conclure des conventions qui tiennent véritablement compte des effets macroéconomiques et des coûts sociaux de ces accords («intégration des externalités»). Les parties semblent conscientes qu'un accord salarial dont la portée dépasserait la croissance moyenne de la productivité risque d'aller à l'encontre du but recherché, car il obligerait les employeurs à augmenter les prix, au détriment donc de la progression des salaires réels, ou à réduire l'emploi si

les pressions concurrentielles n'autorisent pas une hausse des prix. En outre, les négociations centralisées donnent aux pouvoirs publics la possibilité d'orienter directement l'issue des débats, par le biais d'allègements fiscaux par exemple, comme on l'a vu en Irlande et en Finlande en début d'année. À l'inverse, en imposant des relèvements de salaires uniformes quel que soit le poste ou le secteur d'activité, de telles négociations empêchent l'ajustement des salaires relatifs, ce qui, sur un marché du travail en mutation, risque de se traduire par une inadéquation des compétences et par du chômage structurel.

Les négociations décentralisées ou conduites au niveau de l'entreprise intègrent rarement les conséquences des relèvements de salaires mais, ce qui est tout aussi important, leur issue est fonction de la concurrence sur le marché des produits. Ces négociations permettent, en outre, une plus grande flexibilité des salaires relatifs par rapport aux écarts de productivité. On prétend souvent que les négociations menées à un niveau intermédiaire, c'est-à-dire par secteur ou par branche, cumulent les inconvénients des deux autres approches. Comme la pression concurrentielle est moindre qu'au niveau de l'entreprise et que les incitations à intégrer les effets macroéconomiques des accords sont moins fortes que dans les négociations nationales, les syndicats peuvent, en exploitant une position de force, obtenir des majorations supérieures pour leurs adhérents. Bien que les données empiriques ne soient pas totalement fiables à cet égard, les salaires réels et le chômage tendent à être plus élevés dans les pays où les négociations sont à mi-chemin entre les deux formules.

L'UEM pourrait modifier le cadre de ces négociations au moins sous deux aspects: d'une part, les négociateurs de chaque pays ont désormais un rôle moins important au sein de la zone euro et, de l'autre, la concurrence est avivée par l'existence d'un marché européen commun doté d'une monnaie unique. Il résulte du premier élément que les négociations vont être réorientées vers un niveau intermédiaire et que les intéressés, sachant que l'impact inflationniste d'un accord à l'échelle de la zone euro sera faible, risquent alors de se montrer encore plus déterminés. Le second implique que, comme dans le cas des négociations décentralisées, les pressions concurrentielles seront davantage susceptibles de modérer les revendications et, partant, l'inflation moyenne dans la zone euro. En définitive, si les négociateurs sont conscients que, dans le contexte d'une politique monétaire crédible et de marchés concurrentiels, des demandes excessives ne conduisent qu'à accroître le chômage et les conflits sociaux, c'est le second facteur qui l'emportera. Cependant, un tel aboutissement est loin d'être certain et toute aggravation des conflits pourrait modifier le cadre des négociations.

Pour éviter une telle issue, les parties peuvent tenter de centraliser les négociations salariales au niveau européen, ce qui se justifierait dans la mesure où les employeurs et la concurrence ont de plus en plus une dimension européenne. Toutefois, réunir les divers acteurs nationaux (comme les syndicats de branches et de métiers et les différentes associations patronales) au sein d'un processus unifié pourrait se révéler difficile. De plus, l'intensification de la concurrence et l'évolution technologique vont probablement élargir la gamme des accords salariaux correspondant aux différents secteurs ou niveaux de qualifications. Une flexibilité accrue serait donc nécessaire, alors que des négociations paneuropéennes iraient précisément en sens inverse.

... décentralisées
et sectorielles

Avec l'UEM,
les négociations
salariales pourraient
être conduites ...

... de manière plus
centralisée ...

... ou, plus vraisemblablement, au niveau de l'entreprise

Il est plus probable que les salaires européens seront fixés en définitive à un niveau plus local. Du reste, la décentralisation est déjà en bonne voie dans plusieurs pays. Ce mouvement a démarré au Royaume-Uni dès les années 60 et s'est accéléré durant la décennie 80. Au cours des vingt dernières années, la plupart des négociations salariales au Danemark, en Suède et aux Pays-Bas ont été décentralisées; celles qui ont été maintenues aux niveaux national et sectoriel ne concernent plus que les autres conditions d'emploi. Ailleurs, la transition est plus progressive. En Allemagne, cependant, on assiste de plus en plus à des accords entre entreprises et syndicats, qui visent à modifier les salaires au niveau de l'usine pour s'adapter à l'évolution des marchés ou contourner des entraves réglementaires.

Rôle de la BCE

Dans la mesure où un élément important de la politique monétaire des banques centrales de l'UE a été de favoriser la prise en compte d'anticipations de faible inflation dans les accords salariaux, une décentralisation des négociations implique que la BCE jouera un rôle plus indirect, mais en aucun cas moins important. Quand les salaires sont fixés localement, les anticipations d'inflation influent de façon moins uniforme et moins explicite sur les modifications des salaires nominaux. La concurrence régnant sur les marchés remplace aisément la pression politique exercée sur les négociateurs; de son côté, la banque centrale tient le rôle principal en fournissant les informations et en dissipant le plus possible les incertitudes sur l'orientation de la politique monétaire. En revanche, elle n'a aucune prise directe sur les modalités de ces multiples accords.

Courbe de Phillips

La diversification et l'innovation sur les marchés du travail pourraient aussi se traduire par des variations significatives d'un pays à l'autre ou dans le temps des relations illustrées par la courbe de Phillips. La pente de la courbe de Phillips en courte période fournit aux responsables de la politique monétaire des indications sur les effets inflationnistes des tendances courantes de la production; l'évolution de ces relations permet non seulement d'appréhender les conséquences, pour la politique monétaire, des tendances majeures dans une économie, mais elle modifie aussi un paramètre important du mécanisme de transmission.

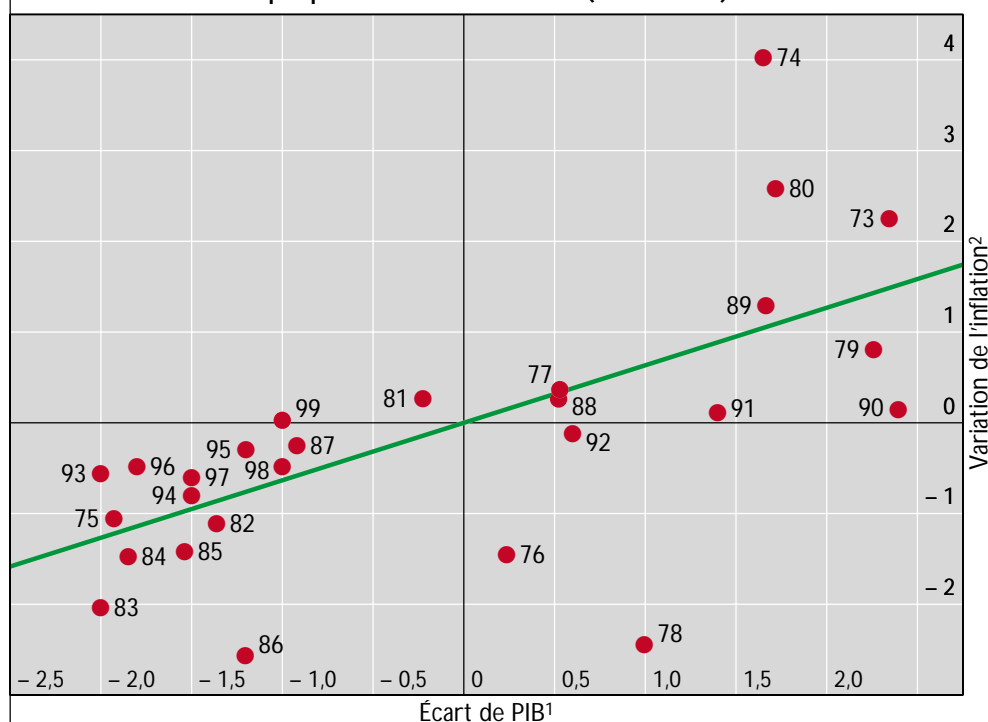
Courbe de Phillips pour la zone euro

L'avènement de l'UEM a éveillé l'intérêt pour la nature des relations de la courbe de Phillips sur l'ensemble de la zone euro. La pente est-elle prononcée par rapport à d'autres pays? S'est-elle modifiée à mesure que la politique monétaire a réussi à réduire l'inflation? Observe-t-on une relation commune aux pays de la zone euro? Le graphique II.11, qui fournit une première illustration de la situation, montre la relation entre l'écart de PIB global des pays de la zone euro et la variation moyenne de l'inflation de 1973 à 1999. La courbe semble indiquer qu'une variation d'un point de pourcentage de l'écart de PIB s'est accompagnée d'une variation moyenne de 0,6–0,7 point du taux d'inflation.

L'apparent aplatissement de la courbe de Phillips ...

Le tableau II.4 compare cette relation avec des estimations sur la même période pour les États-Unis et le Japon et vérifie si la pente a varié dans le temps. À pente constante, il apparaît que les résultats sont fortement semblables (première colonne du tableau). Il convient de noter également que, pour les trois

Courbe de Phillips pour la zone euro (1973–99)



Pour l'explication de la droite de régression, se reporter au tableau II.4.

¹ En % du PIB potentiel. ² En points de %; inflation mesurée par la variation annuelle moyenne, en %, des prix à la consommation.

Sources: OCDE; données nationales.

Graphique II.11

pays ou régions, le coefficient de pente descend à 0,2–0,3 dans les années 90 (chapitre IV). En d'autres termes, l'inflation semble à présent moins sensible à l'évolution de la production que pendant les décennies 70 et 80. Cette remarque vaut aussi pour le Japon; toutefois, les incertitudes relatives à l'ampleur effective de l'écart de PIB ou les changements d'attitude des entreprises qui fixent leurs prix dans une logique de marges bénéficiaires préservées font que l'estimation de la courbe de Phillips, pour ce pays, est meilleure lorsque les variations de

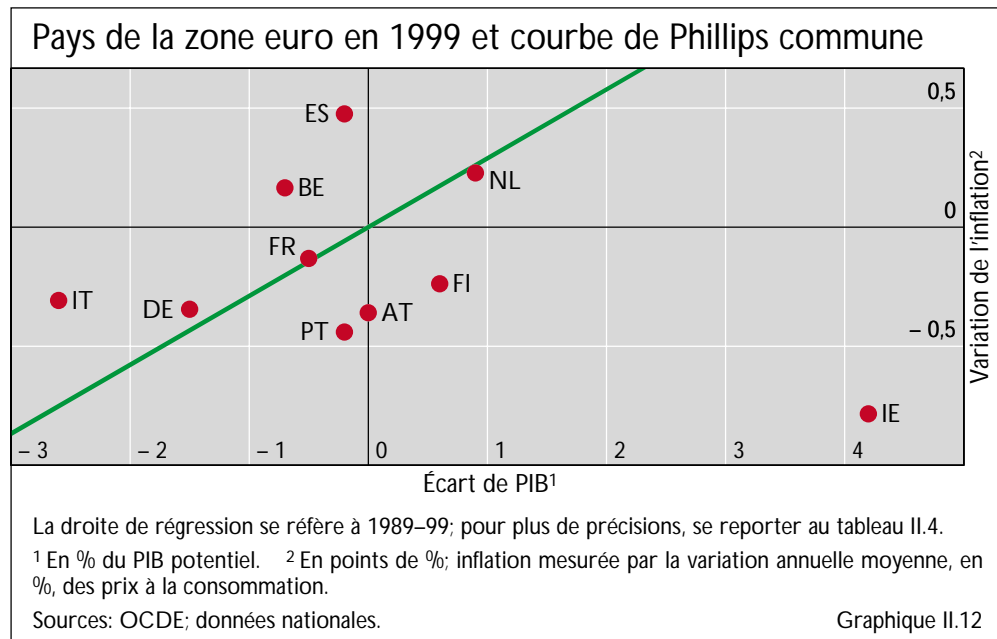
Courbe de Phillips (estimations)¹

	1973–99	R ²	DW	1973–88	1989–99	R ²	DW
Zone euro	0,63	0,41	1,59	0,89	0,30	0,48	1,75
États-Unis	0,67	0,38	1,93	0,74	0,32	0,38	2,04
Japon	0,69	0,11	2,29	1,06	0,25	0,12	2,47
Japon ²	1,37	0,48	1,70	2,10	0,35	0,68	1,39

¹ Sur l'ensemble de la période 1973–99, le modèle de la courbe de Phillips est estimé par l'équation $\Delta\pi = \beta\text{Écart} + \varepsilon$, où π représente le taux d'inflation (IPC), Écart l'écart de PIB et β la pente de la courbe telle qu'elle apparaît dans la première colonne; ε correspond aux variations non expliquées de l'inflation, tandis que R² et DW sont respectivement le coefficient de détermination et le degré d'autocorrélation. Dans la seconde partie du tableau, les estimations ont été obtenues à partir de l'équation $\Delta\pi = \beta\text{Écart} + (\delta\text{Dum} \times \text{Écart}) + \varepsilon$, où Dum est une variable muette, prenant la valeur 0 jusqu'en 1988 et 1 ensuite. La pente pour la période 1973–88 est β , tandis que $\delta + \beta$ est celle de la période 1989–99. Tous les coefficients relatifs à la pente sont apparus significatifs. ² Pour le Japon, la première équation est $\Delta\pi = \beta\Delta\text{Écart}_{-1} + \varepsilon$ et la seconde $\Delta\pi = \beta\Delta\text{Écart}_{-1} + (\delta\text{Dum} \times \Delta\text{Écart}_{-1}) + \varepsilon$.

Sources: OCDE; données nationales.

Tableau II.4



l'inflation sont rapportées aux variations différées de l'écart de PIB plutôt qu'au niveau de cet écart. Dans les deux cas, cependant, la sensibilité de l'inflation à l'évolution de la production a notablement diminué.

... pourrait refléter des rigidités nominales ainsi que des erreurs de mesure

En référence à l'analyse faite dans le 69^e Rapport annuel (chapitre II, pp. 30–32), plusieurs raisons peuvent expliquer l'aplatissement des courbes de Phillips dans les années 90, notamment le recul de l'inflation, l'application de politiques monétaires plus crédibles et la rigidité à la baisse des salaires et prix nominaux. Par exemple, si les salaires font preuve d'une telle rigidité en présence d'une inflation faible, certains d'entre eux se trouvent nécessairement plus élevés qu'ils ne le seraient autrement, de sorte qu'une contraction de la demande aura un effet désinflationniste moindre. D'autres facteurs pourraient modifier la pente de la courbe. Ainsi, une diminution non décelée du stock de ressources humaines ou de capital physique dans un pays (en raison de restructurations ou de changements technologiques), comme cela a pu se produire au Japon, entraînera une surestimation de l'écart de PIB et biaisera la pente vers zéro.

Courbe de Phillips commune pour les pays de la zone euro

La troisième question concernant l'existence d'une relation commune pour la zone euro s'appuie sur l'idée que les pays membres seraient suffisamment semblables pour partager la même courbe de Phillips. Sinon (et si cette convergence ne progressait pas), une politique monétaire commune pourrait provoquer des disparités tenaces, voire déstabilisatrices, dans l'activité économique. Par chance, bien que les relations diffèrent quelque peu d'un pays à l'autre, l'hypothèse d'une relation commune n'altère pas la capacité de la courbe de Phillips de prévoir l'inflation sur la base de l'écart de PIB. Par conséquent, la disposition des pays de part et d'autre de la courbe pour la zone euro estimée sur les années 90 (graphique II.12) reflète bien plus des divergences cycliques que des différences dans les relations sous-jacentes. Au demeurant, à l'exception de l'Irlande, le positionnement par rapport à la courbe de la zone euro est assez satisfaisant.

En résumé, la relation illustrée par la courbe de Phillips paraît être à peu près la même d'un pays à l'autre de la zone euro et présente une pente assez proche de celle des États-Unis. Dans le cas du Japon, en revanche, un autre modèle explique mieux cette relation. Pour les trois pays ou régions étudiés, la courbe s'est notablement aplatie durant les années 90, ce qui signifie qu'à une modification donnée de l'écart de PIB correspond à présent une variation plus faible de l'inflation. Cela pourrait permettre aux banques centrales de maintenir plus facilement le taux d'inflation courant, mais rendrait plus délicate la correction d'un taux s'écartant de la trajectoire désirée.

Commerce et soldes extérieurs

Échanges et prix internationaux

L'expansion du commerce mondial (en volume) s'était fortement ralentie en 1998, en raison d'une croissance devenue négative dans certaines des économies émergentes les plus ouvertes et les plus actives à cet égard. L'année dernière, malgré la reprise de la croissance mondiale ainsi que de l'activité économique dans les pays asiatiques touchés par la crise, le commerce international n'a que modérément progressé. Cela est dû principalement au fait que la demande d'importations est restée déprimée dans les économies émergentes (et, par voie de conséquence, les exportations des pays avancés), par suite du faible accroissement de la demande intérieure (tableau II.5).

Les échanges mondiaux ne progressent que modérément ...

Les prix des échanges mondiaux (exprimés en DTS) ont encore diminué l'an dernier, mais les tendances ont été très différentes selon les catégories de biens et de matières premières. Les prix des produits manufacturés ont légèrement reculé, après une hausse modeste en 1998: la concurrence sur les marchés mondiaux des biens est demeurée intense et des «poches» d'offre excédentaire subsistent dans le sillage de la crise asiatique. Les prix des denrées alimentaires ont fortement baissé pour la deuxième année consécutive, tandis que ceux des matières premières industrielles (des métaux, en particulier), généralement plus sensibles à l'évolution de la production mondiale, ont commencé à se redresser en cours d'année, trop peu toutefois pour éviter un léger repli sur l'année. La remontée la plus spectaculaire a été celle des prix du pétrole. À la suite, principalement, d'un plafonnement effectif de la production en mars 1999, ils ont

... alors que les prix suivent des tendances différentes

Commerce mondial: volume et prix				
	1991-96	1997	1998	1999
	variation annuelle, en %			
Volume	6,5	10,0	3,8	4,9
Prix (en DTS)	-	-0,8	- 4,2	- 1,6
Industries de transformation	-	-2,7	0,2	- 1,7
Pétrole	-3,1	-0,2	-31,2	37,6
Denrées alimentaires	3,0	-6,0	-11,2	-15,9
Boissons	2,6	39,9	-14,0	-21,9
Matières premières industrielles	-2,2	3,9	-13,1	- 3,0

Sources: FMI; HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung. Tableau II.5

augmenté de près de 40% entre 1998 et 1999 et ont plus que triplé entre leur creux de la fin de 1998 et leur dernier record. Cependant, après l'accord de mars 2000 visant à relever les plafonds de production, ils ont fléchi d'un tiers environ.

Soldes des paiements courants

Élargissement de l'écart statistique

Comme l'indique le tableau II.6, le déficit global mesuré par l'écart statistique s'est notablement accentué depuis le début de la crise asiatique. La détérioration cumulée pour tous les pays ayant enregistré un recul de leurs paiements courants depuis 1997 représente quelque \$320 milliards, les États-Unis entrant dans ce montant à hauteur de 60% environ et les autres pays industriels pour un tiers. En revanche, l'amélioration cumulée ne s'élève qu'à \$144 milliards, en Asie pour l'essentiel. La dégradation des termes de l'échange s'explique principalement par une accélération des importations, mais l'évolution dans les pays et régions figurant dans la partie gauche du tableau ne paraît pas s'écarter de la relation historique entre importations et demande intérieure. Il est d'autant plus difficile d'arriver à différencier les changements de volumes et de prix que les cours de change ont amplement varié sur cette période, ce qui estompe aussi la distinction entre volumes et prix à l'exportation. Au total, le tableau semble indiquer que l'accroissement des exportations et, partant, celui de l'ensemble de la production pourraient avoir été supérieurs à ce que l'on supposait jusqu'à présent. Il est toutefois beaucoup plus délicat de déterminer avec précision quels pays ont bénéficié de ces effets additionnels sur la croissance et les paiements.

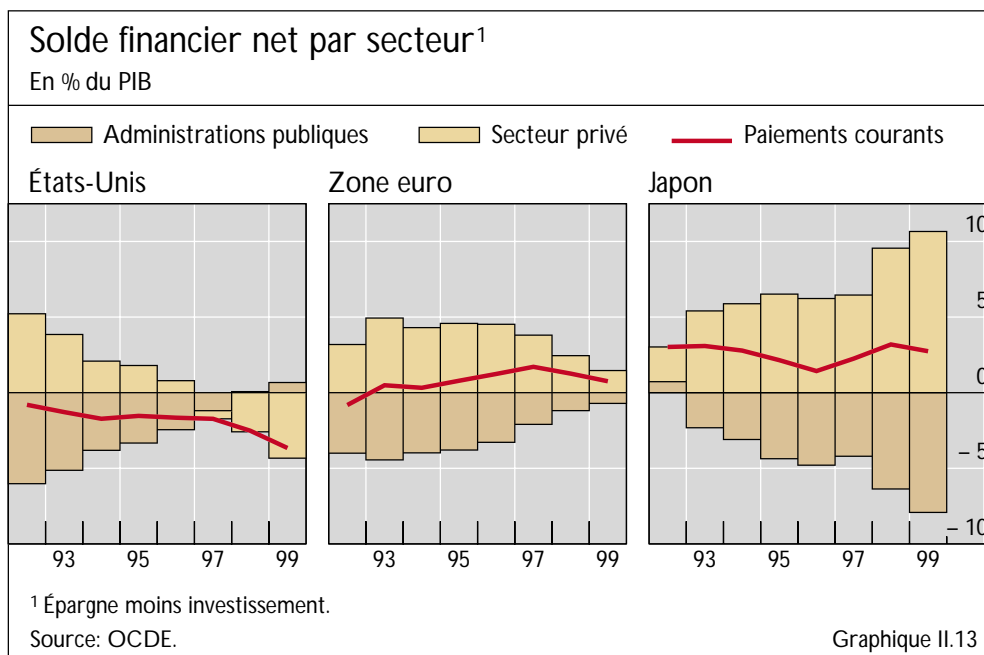
Le caractère soutenable du déficit courant des États-Unis ...

Abstraction faite de la question de l'écart statistique, les déséquilibres financiers des États-Unis ne se limitent pas à l'économie interne, selon l'analyse précédente; leur illustration peut-être la plus manifeste apparaît dans l'élargissement du déséquilibre extérieur et les préoccupations croissantes sur la viabilité à long terme du niveau actuel du dollar EU (graphique II.13). Toutefois, la question de savoir si et quand les marchés considéreront le déficit extérieur américain insoutenable restera sans réponse si l'on n'examine pas également les flux de capitaux nets à long terme et les mécanismes qui les déterminent. Au cours des deux à trois dernières années, les balances des paiements courants des trois principales zones monétaires ont été submergées par les flux nets d'investissement direct étranger (IDE) et d'investissements de portefeuille (tableau II.7). L'an passé,

Solde des paiements courants: variation, 1997–99 ¹			
	Détériorations		Améliorations
États-Unis	-195,4	Économies émergentes d'Asie	85,3
Zone euro	- 61,0	Japon	15,2
Royaume-Uni	- 31,5	Canada	7,3
Australie	- 9,6	Suisse	3,2
Autres pays industriels	- 3,9	Autres pays industriels	2,4
Moyen-Orient	- 9,6	Économies en transition	20,8
Afrique	- 9,4	Amérique latine	9,9
Total	-320,4	Total	144,1

¹ En milliards de dollars EU.
Sources: FMI; données nationales.

Tableau II.6



par exemple, les entrées nettes d'IDE aux États-Unis ont représenté environ 40% du déficit courant et les entrées nettes sous forme d'achats d'actions ont largement couvert le reste. Il convient de noter, en outre, qu'entre 1991 et 1997 les sociétés américaines ont davantage investi hors des frontières que leurs homologues étrangères ne l'ont fait aux États-Unis, mais la tendance s'est inversée en 1998. Le retournement des flux nets d'investissements de portefeuille remontait déjà à 1996, en partie d'ailleurs parce que les investisseurs américains étaient devenus vendeurs nets d'actions étrangères. Au final, l'accélération des entrées nettes d'IDE et d'investissements de portefeuille aux États-Unis au cours des deux dernières années suggère que les rendements attendus par les investisseurs étrangers ont augmenté en même temps que leurs perceptions des gains de productivité et d'accroissement de la production potentielle; il semble aussi que cette évolution ait permis d'assurer les financements requis par l'aggravation substantielle du déséquilibre des paiements courants.

La zone euro est en quelque sorte l'image inversée des États-Unis. La balance des paiements courants a été excédentaire l'an dernier, mais les sorties nettes de capitaux à long terme ont été quatre fois plus importantes, donnant un solde global fortement négatif. Au Japon, le rapatriement de fonds investis à l'étranger, conjugué aux achats nets d'actions japonaises par les non-résidents et au triplement des entrées de capitaux sous forme d'IDE par rapport à 1998 (sous l'effet de la déréglementation et des restructurations), a permis de réduire les sorties nettes à seulement un tiers de l'excédent des paiements courants.

Sur le plan individuel, tous les grands pays de la zone euro ont enregistré des sorties nettes de capitaux. L'Allemagne a présenté le déficit global le plus élevé, tandis que les pays du Benelux ont dégagé un excédent. En Suisse, en revanche, le solde global est devenu négatif. Au Royaume-Uni, également, un retournement marqué des flux nets de capitaux s'est produit, de sorte que, fait assez inhabituel, le solde global est devenu positif. Parmi les autres pays anglophones, des disparités importantes ont été constatées au niveau des

... dépend des entrées de capitaux à long terme

Caractéristiques des flux de capitaux dans la zone euro et au Japon ...

... ainsi que dans certains autres pays

paiements courants et des mouvements de capitaux, alors qu'en 1998 les trois pays avaient accusé des déficits courants relativement prononcés et un ralentissement des flux de capitaux. Grâce aux exportations vers les États-Unis et à la hausse des cours des produits de base, le Canada a pratiquement résorbé son déficit courant, tandis que les sorties nettes ont régressé. L'Australie et la Nouvelle-Zélande, par contre, qui ont davantage souffert de la reprise assez laborieuse de la demande d'importations en Asie et qui exportent proportionnellement plus de produits agricoles, ont subi une aggravation de leurs déficits commercial et courant. En Australie, toutefois, des entrées nettes plus substantielles ont sans doute atténué les pressions sur la monnaie, alors qu'en Nouvelle-Zélande elles ont encore diminué.

Dans l'ensemble, il apparaît que, ces dix dernières années, les flux nets d'IDE et d'investissements de portefeuille en actions, obéissant aux modifications des perceptions relatives aux rendements et taux de croissance à long terme, ont gagné en importance par rapport aux déséquilibres des paiements courants. C'est très net aux États-Unis, où la corrélation entre cours des actions et entrées nettes de capitaux est fortement positive, de même que la corrélation entre le dollar et les cours des actions (chapitre V). C'est évident également au Japon, où les annonces de restructurations d'entreprises ont induit une augmentation marquée des entrées et des cours des actions. Toutefois, les variations relatives de ces cours ne permettent pas d'expliquer les sorties de capitaux à long terme en Europe, puisque la progression des titres européens a été aussi rapide qu'au Japon et plus de deux fois supérieure à celle des États-Unis.

En outre, bien que la plupart de ces tendances soient sans équivoque, rien ne dit qu'elles dureront. En un sens, dans la mesure où les anticipations de rendements et, par conséquent, les entrées de capitaux sont essentiellement

Origines diverses
des mouvements
de capitaux

Pays industriels: balance des paiements									
	Paiements courants			IDE et flux de portefeuille ¹			Solde global ²		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999	1997	1998	1999
en milliards de dollars EU									
États-Unis	-143,5	-220,6	-338,9	277,6	238,5	359,0	134,1	17,9	20,1
Japon	94,3	120,6	109,5	3,6	- 62,9	- 35,8	97,9	57,7	73,7
Zone euro	106,8	67,3	45,8	-80,9	-214,2	-180,4	25,9	-146,9	-134,6
<i>Allemagne</i>	- 3,1	- 4,6	- 20,2	-37,9	- 75,9	- 59,4	-41,0	- 80,5	- 79,6
<i>France</i>	38,8	40,6	37,4	-37,5	- 64,2	- 84,5	1,3	- 23,6	- 47,1
<i>Italie</i>	32,2	21,7	9,8	4,8	- 6,9	- 13,0	37,0	14,8	- 3,2
<i>Pays du Benelux</i>	41,4	37,7	34,6	-40,8	- 88,0	- 27,9	0,6	- 50,3	6,7
Royaume-Uni	10,8	- 1,1	- 20,7	-67,2	- 84,2	50,0	-56,4	- 85,3	29,3
Suisse	25,9	23,8	29,2	-24,9	- 14,0	- 55,4	1,0	9,8	- 26,2
Australie	- 12,7	- 17,9	- 22,3	16,2	6,6	12,2	3,5	- 11,3	- 10,1
Canada	- 10,3	- 11,1	- 2,9	- 6,9	- 8,1	- 5,6	-17,2	- 19,2	- 8,5
Nouvelle-Zélande	- 4,3	- 2,6	- 4,3	5,4	3,0	0,1	1,1	0,4	- 4,2
Pays industriels	80,2	- 41,1	-193,2	103,3	-163,2	163,2	183,5	-204,3	- 30,0

¹ En termes nets. ² Somme des deux postes précédents.
Sources: FMI; données nationales.

Tableau II.7

cycliques, un ralentissement de l'économie américaine risque fort d'aviver les préoccupations relatives au déficit des paiements courants et, peut-être, de réduire les entrées nettes. D'un autre côté, si les mouvements de capitaux dépendent surtout de modifications structurelles, telles que l'accélération de la croissance à long terme due à l'informatisation ou les restructurations d'entreprises, et que la pression de la demande dans les pays bénéficiaires demeure modérée, une accentuation des déséquilibres des paiements courants pourrait n'avoir qu'une incidence marginale sur l'ampleur des flux de capitaux à long terme.

Caractère durable des entrées de capitaux aux États-Unis?

III. Sortie de crise dans les marchés émergents

Faits saillants

La situation économique des marchés émergents en 1999 s'est révélée bien meilleure qu'on ne l'avait craint au début de l'année; la croissance a été forte et l'inflation est restée modérée dans la majorité des cas. Le Brésil et la Russie ont réussi à contenir l'inflation après d'importantes dévaluations. En Asie, le redressement s'est accentué et étendu à la plupart des pays, tandis que les perspectives de déflation se sont éloignées en Chine et à Hong-Kong. L'amélioration des résultats s'est accompagnée du retour de la confiance sur les marchés financiers, avec un rétrécissement sensible des marges de crédit et un afflux de capitaux internationaux sur les marchés des actions et des obligations. Si la vigueur des cours des actions a permis aux gouvernements de se débarrasser plus facilement des actifs rachetés aux banques pendant la crise, leur vulnérabilité à l'égard d'éventuelles sorties de capitaux a suscité des préoccupations dans certains pays asiatiques.

La plupart des pays d'Amérique latine sont peu à peu sortis de la récession durant l'année: l'amélioration de l'environnement extérieur leur a permis d'assouplir les conditions monétaires et des mesures de réduction des déficits budgétaires ont contribué à stabiliser la situation. Une vague d'investissements directs étrangers et la libéralisation du commerce international ont encore renforcé l'intégration de l'Amérique latine dans l'économie mondiale. La montée progressive des prix pétroliers a aidé les pays producteurs de la région ainsi que la Russie et le Moyen-Orient. Cependant, le niveau atteint par les déficits extérieurs, en présence d'une demande intérieure faible et d'un contexte favorable de la demande mondiale, demeure une source de fragilité, d'autant que plusieurs économies enregistrent un endettement extérieur considérable. Cela vaut aussi pour de nombreux pays d'Afrique. À l'échelle de cette région, le déficit courant est resté élevé l'année dernière, bien que le taux de croissance moyen ait diminué.

Malgré des réformes au niveau microéconomique qui ont amélioré la compétitivité de plusieurs pays, il est à redouter que leur capacité de résistance à des crises économiques ou financières soit encore assez faible. Dans divers pays d'Asie, l'assainissement des bilans bancaires s'est poursuivi. Par contre, la restructuration des entreprises paraît prendre plus de temps, même si, en Corée, le secteur manufacturier a été quelque peu dynamisé par l'ouverture des marchés et les investissements directs étrangers. La Chine et l'Inde ont aussi entrepris de réformer leurs systèmes financier et économique, mais les progrès ont été lents et dépendent beaucoup de l'aptitude des autorités à mettre leurs programmes en application.

Les marchés émergents ayant adopté des régimes de change plus souples, leurs autorités ont cherché ou mis en place de nouveaux moyens d'ancrer les

anticipations d'inflation. Certains d'entre eux appliquent déjà des objectifs d'inflation pour la conduite de la politique monétaire et plusieurs pays d'Asie envisagent de faire de même.

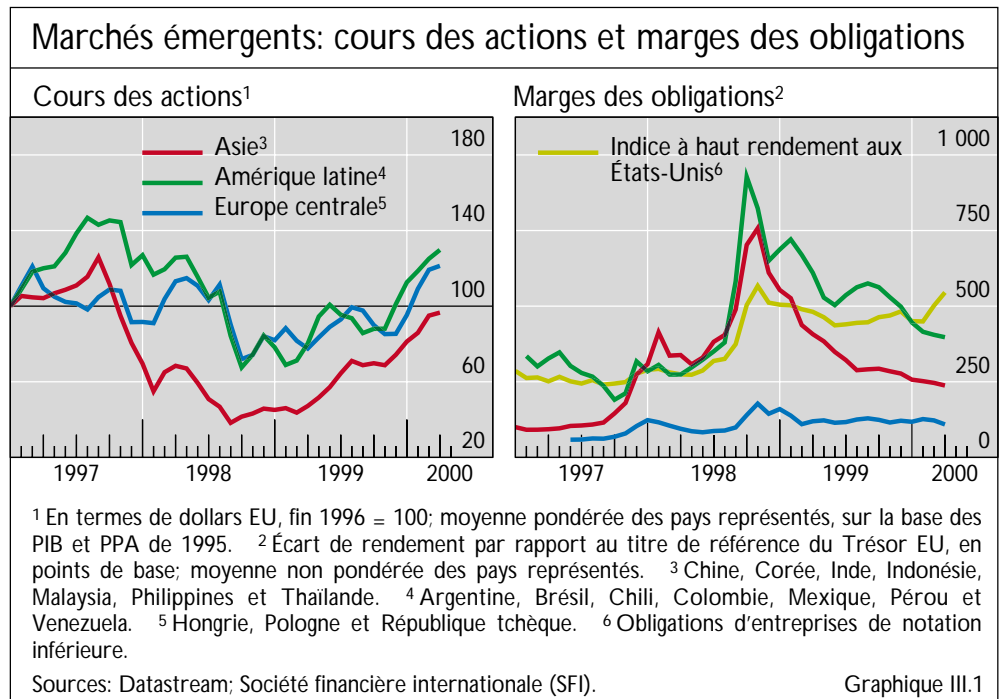
Principales tendances économiques et financières

À mesure que l'année 1999 avançait et que la croissance s'accélérait dans les pays industriels, la situation économique et financière s'est progressivement améliorée dans les marchés émergents. Dans ceux qui sont représentés dans le graphique III.1, les cours des actions ont augmenté d'environ 60% en 1999, soit beaucoup plus que dans la plupart des pays industriels. La hausse des taux d'intérêt à court et à long terme dans le monde industriel n'a eu qu'un impact modéré sur les économies émergentes et les marges de crédit sur les emprunts internationaux ont continué de diminuer. Autre signe du retour de la confiance, la monnaie des pays qui avaient adopté un régime de flottement dirigé s'est généralement stabilisée, voire, dans certains cas, appréciée par rapport au dollar EU.

Si le raffermissement de la demande mondiale a joué un rôle essentiel dans le redressement de l'activité économique l'année dernière, les politiques mises en œuvre et d'autres facteurs internes ont aussi largement permis de stimuler la reprise mais également de contenir l'inflation. Cela a été particulièrement évident en Asie, où des politiques accommodantes ou de relance ont soutenu un rebond présentant la caractéristique typique d'une courbe en V, dont la vigueur avait été passablement sous-estimée par la plupart des prévisionnistes. La hausse cyclique des stocks a eu un effet positif, puis l'amélioration de la balance commerciale, due surtout au départ à la contraction des importations et, progressivement, à l'accroissement des exportations, a beaucoup contribué à l'expansion; enfin, la

Amélioration de la situation économique et financière

Vigueur inattendue de la reprise en Asie



consommation a redémarré. Les devises des pays d'Asie se sont raffermies parallèlement au retour de la confiance et de la croissance. Ces modifications ont eu tendance à atténuer les tensions sur les prix intérieurs sans remettre en cause la compétitivité.

Dynamisme
surprenant en
Amérique latine ...

De même, en Amérique latine et dans les économies en transition, la croissance a été supérieure aux prévisions. Après la dépréciation du real brésilien au début de l'année dernière, on s'attendait le plus souvent à un recul de la production, non seulement au Brésil mais aussi dans d'autres pays où des signes

Croissance, inflation et solde des paiements courants									
	PIB réel			Prix à la consommation			Solde des paiements courants		
	1992-97	1998	1999 ep	1992-97	1998	1999 ep	Moyenne 1992-97	1998	1999 ep
	variation annuelle, en %						en % du PIB		
Asie ¹	8,8	2,0	6,0	9,7	7,4	2,2	-0,3	4,5	3,0
Chine	11,5	7,8	7,1	13,3	-0,9	-1,4	1,0	3,0	1,5
Hong-Kong	5,2	- 5,1	2,9	7,8	2,8	-4,0	0,1 ²	0,5 ²	4,4 ²
Inde	6,3	6,0	6,3	8,4 ³	6,9 ³	3,5 ³	-1,2	- 0,9	- 0,8
Corée	6,8	- 6,7	10,7	5,2	7,5	0,8	-1,8	12,6	6,0
Singapour	9,1	0,4	5,4	2,1	-0,3	0,5	14,7	25,4	25,3
Taiwan	6,6	4,6	5,7	3,2	1,7	0,2	3,1	1,3	2,0
Indonésie	6,9	-13,7	0,2	8,2	58,4	20,5	-2,4	4,4	3,8
Malaysia	9,2	- 7,5	5,4	3,6	5,3	2,7	-5,7	13,7	16,9
Philippines	3,8	- 0,5	3,2	7,8	9,7	6,7	-4,2	2,0	9,2
Thaïlande	6,5	-10,2	4,1	5,0	8,1	0,3	-5,9	12,5	8,9
Amérique latine ¹	4,1	1,9	0,1	102,9	10,5	9,1	-2,7	- 4,4	- 2,6
Argentine	5,3	3,9	-3,0	7,0	0,9	-1,2	-3,1	- 4,9	- 4,2
Brésil	4,4	0,1	0,8	363,3	3,8	4,9	-1,8	- 4,4	- 4,0
Chili	8,4	3,4	-1,1	10,2	5,1	3,4	-3,9	- 5,7	- 0,1
Colombie	4,3	0,6	-4,5	22,2	20,4	11,2	-4,3	- 5,3	- 1,3
Mexique	2,5	4,8	3,4	19,9	15,9	16,6	-4,0	- 3,8	- 2,9
Pérou	5,6	0,3	3,8	27,5	7,2	3,5	-5,6	- 6,0	- 3,6
Venezuela	2,2	- 0,7	-7,2	55,2	35,8	23,6	2,7	- 2,7	5,4
Europe centrale ¹	3,9	3,3	3,2	24,0	11,9	6,5	-1,5	- 4,1	- 5,8
Hongrie	1,1	4,9	4,5	22,4	14,3	10,0	-4,8	- 4,9	- 4,3
Pologne	5,2	4,8	4,1	29,3	11,8	7,3	0,5	- 4,4	- 7,5
République tchèque	1,9	- 2,2	-0,2	11,3	10,7	2,1	-3,5	- 2,5	- 2,0
Russie	-7,2	- 4,9	3,2	285,3	27,7	85,7	2,3	0,4	13,9
Arabie Saoudite	1,1	1,6	1,0	1,3	-0,4	-1,6	-6,4	-10,2	- 2,8
Israël	5,2	1,9	2,2	10,9	5,4	5,2	-4,3	- 0,9	- 2,6
Turquie	4,9	2,8	-5,0	82,3	84,6	64,9	-1,2	0,9	- 0,5
Afrique	2,3	3,4	2,8	24,0	6,7	5,8	-9,5 ⁴	-16,5 ⁴	-13,2 ⁴
Afrique du Sud	1,7	0,1	1,2	9,5	6,9	5,2	-0,4	- 1,7	- 0,4
<i>Pour mémoire:</i>									
<i>Pays industriels</i>	2,5	2,7	2,9	2,5	1,3	1,5	-	- 0,1	- 0,8

¹ Moyenne pondérée des pays cités, sur la base des PIB et PPA de 1995. ² Solde des échanges de biens et services hors revenus des facteurs. ³ Prix de gros. ⁴ En % des exportations de biens et services.

Sources: FMI; données nationales; estimations BRI.

Tableau III.1

Évolution des termes de l'échange dans le monde			
	1997	1998	1999 ep
	variation annuelle, en %		
Économies émergentes	-0,4	- 6,2	3,6
Asie	-0,9	- 0,8	-1,3
Amérique latine	-1,3	- 7,2	5,2
Afrique	0,9	- 9,9	3,6
Moyen-Orient	1,0	-14,4	12,3
Pays industriels	-0,4	1,5	0,2

Source: FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*. Tableau III.2

de récession étaient déjà apparus à la fin de 1998. Grâce notamment à une réorientation opportune des politiques qui a aidé à contenir l'inflation, l'économie brésilienne s'est redressée avec une rapidité surprenante et la production globale de la région est restée à peu près au même niveau qu'en 1998 (tableau III.1). Toutefois, les pays fortement tributaires des exportations de produits primaires dont les prix ont diminué et/ou ceux qui ont conservé un régime de change fixe ont généralement enregistré une contraction de la production.

Parmi les économies en transition, la principale surprise est venue de la Russie, qui a très vite surmonté la crise financière de l'automne 1998. Comme au Brésil, cette issue positive semble due en partie à des politiques qui ont empêché la dépréciation de la monnaie de se répercuter intégralement sur l'inflation intérieure. Malgré le ralentissement de l'expansion en Amérique latine, en Afrique et au Moyen-Orient, la croissance moyenne des économies émergentes est estimée à 4% pour l'année dernière. Ce chiffre est nettement plus élevé qu'en 1998, mais reste bien inférieur à la moyenne du début des années 90 et ne rétablit que partiellement l'écart historique par rapport aux pays industriels.

Les variations des prix des produits de base, des cours de change et, par suite, des termes de l'échange ont eu une influence notable sur l'évolution de l'activité en 1999, surtout dans les régions et pays dont les exportations sont peu diversifiées et où la croissance s'en est trouvée ralentie (tableau III.2). En Afrique, au Moyen-Orient et dans la plupart des pays d'Amérique latine, les développements enregistrés l'an dernier semblent traduire les effets différés des importantes détériorations des termes de l'échange de 1998, tandis que l'amélioration ultérieure n'a commencé à se faire sentir qu'à partir de la fin de 1999. L'impact négatif de la dégradation des termes de l'échange a été particulièrement évident dans les pays à régime de change fixe confrontés à une contraction marquée de leurs principales exportations. D'autres pays ont laissé leur monnaie se déprécier par rapport au dollar EU pour atténuer l'incidence de la chute des prix des produits de base sur les revenus réels. Toutefois, dans la plupart des cas, l'effet de cette dévaluation a été en partie compensé par l'adoption de mesures plus rigoureuses visant à éviter une accélération de l'inflation intérieure.

Bien que leur incidence soit moins directe, l'ampleur et la composition des flux nets de capitaux peuvent aussi expliquer en partie les écarts de croissance entre les économies émergentes (tableau III.3). Globalement, les entrées nettes

... et dans les économies en transition

Incidence négative de la faiblesse des prix des produits de base

Lente reprise des flux de capitaux ...

de capitaux privés sont restées plus ou moins constantes par rapport à 1998 mais sont nettement au-dessous des niveaux enregistrés avant la crise asiatique. En Asie, d'amples excédents des paiements courants ont permis de rembourser la dette bancaire sans compromettre la reprise. L'accumulation de réserves de change a été presque aussi importante qu'en 1998. Inversement, en Amérique latine, la baisse des entrées nettes de capitaux et la persistance de déficits courants élevés ont conduit, ou contraint, plusieurs pays à durcir leurs politiques monétaire et budgétaire au début de 1999 lorsque la crise brésilienne a entraîné un relèvement des primes pour toute la région. Les flux nets de capitaux vers

Économies émergentes: entrées nettes de capitaux privés				
	1996	1997	1998	1999
	en milliards de dollars EU			
Économies émergentes				
Total	216	148	75	81
Investissement direct	113	139	143	150
Investissement de portefeuille	78	53	9	23
Divers	25	-44	-77	-93
<i>Pour mémoire: Paiements courants</i>	- 94	-72	-51	14
<i>Variation des réserves¹</i>	-114	-73	-38	-79
Asie				
Total	104	- 1	-43	-27
Investissement direct	53	55	58	50
Investissement de portefeuille	13	4	-18	- 6
Divers	38	-60	-83	-71
<i>Pour mémoire: Paiements courants</i>	- 37	23	114	96
<i>Variation des réserves¹</i>	- 50	-16	-70	-60
Amérique latine				
Total	72	86	70	54
Investissement direct	40	53	56	64
Investissement de portefeuille	41	19	15	11
Divers	- 8	13	- 1	-20
<i>Pour mémoire: Paiements courants</i>	- 38	-64	-89	-54
<i>Variation des réserves¹</i>	- 31	-15	17	5
Afrique				
Total	8	17	12	15
Investissement direct	5	7	5	10
Investissement de portefeuille	1	4	4	4
Divers	1	6	2	1
<i>Pour mémoire: Paiements courants</i>	- 7	- 7	-20	-17
<i>Variation des réserves¹</i>	- 9	-11	1	- 3
Économies en transition				
Total	17	23	14	12
Investissement direct	14	20	21	24
Investissement de portefeuille	19	22	7	4
Divers	- 16	-18	-14	-16
<i>Pour mémoire: Paiements courants</i>	- 17	-26	-25	- 5
<i>Variation des réserves¹</i>	- 2	-10	- 1	- 8

¹ Un signe moins indique un accroissement.
Source: FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*.

Tableau III.3

l'Afrique ont été à peu près insensibles aux modifications des conditions des marchés internationaux mais aussi, malheureusement, aux besoins de financement extérieur de ce continent. En raison surtout de la faiblesse des prix des produits agricoles, le déficit global des paiements courants de la région, qui s'était fortement creusé en 1998, est resté considérable l'an dernier, tandis que les entrées nettes de capitaux ont continué de stagner. Compte tenu de l'insuffisance de l'épargne intérieure, il est possible que, dans certains cas, le manque de financements extérieurs ait aggravé le ralentissement de la production en limitant l'investissement.

Il est probable que la composition des entrées de capitaux a eu également une influence sur la croissance en 1999. Au cours des dix dernières années, les investissements directs étrangers (IDE) dans les économies émergentes ont notablement augmenté, tant en termes absolus qu'en proportion du total des apports de capitaux privés. En outre, malgré la crise asiatique et les turbulences de 1998, les flux d'IDE sont restés remarquablement stables, à un niveau élevé. Cela a été dû en partie à la mondialisation des structures de production, mais aussi à des facteurs plus spécifiques: levée des restrictions sur les entrées d'IDE dans quelques pays d'Asie; attrait exercé par les faibles coûts de production par

... due à l'augmentation des entrées d'IDE ...

Marchés émergents: financements internationaux							
	Moyenne 1990-95 ¹	1996	1997	1998	1999	Jun 1997	Décembre 1999
en milliards de dollars EU							
Prêts bancaires internationaux ²						Encours	
Asie ³	37	80	5	-96	-53	480	315
<i>dont:</i> Chine	7	13	10	-11	-15	85	68
Autres pays ⁴	28	58	-10	-83	-31	329	190
Amérique latine	1	28	31	-8	-16	284	280
<i>dont:</i> Argentine	-	5	8	1	-	42	48
Brésil	-	17	14	-11	-9	98	85
Mexique	-	-	-7	-	-4	69	61
Europe centrale ⁵	-	2	6	6	5	26	39
Russie	1	6	10	-6	-8	54	44
Afrique	-2	-	3	-2	1	51	56
Émissions nettes de titres internationaux						Encours	
Asie ³	15	42	34	-	-3	127	139
<i>dont:</i> Chine	2	2	4	-	-	17	18
Autres pays ⁴	11	38	25	-	-2	98	107
Amérique latine	13	41	42	22	32	136	205
<i>dont:</i> Argentine	6	11	14	11	11	35	63
Brésil	4	12	10	3	6	35	46
Mexique	2	13	8	2	10	50	63
Europe centrale ⁵	3	-	2	2	2	15	20
Russie	-	-	7	12	-1	6	19

¹ Émissions nettes de titres: 1993 T4-1995. ² Variation, hors effets de change, des créances des banques déclarantes BRI.
³ À l'exclusion de Hong-Kong et Singapour. ⁴ Pays touchés par la crise: Corée, Indonésie, Malaysia, Philippines et Thaïlande.
⁵ Hongrie, Pologne et République tchèque.

Source: BRI.

Tableau III.4

suite de l'affaiblissement marqué de certaines monnaies et/ou par la baisse des cours des actions; privatisation de grandes entreprises publiques. En Amérique latine, les flux d'IDE ont presque intégralement financé le déficit courant en 1999. De même, dans des pays en transition comme la Pologne ou la Hongrie, la relative stabilité des entrées d'IDE a rendu moins pressantes des mesures restrictives destinées à prévenir une aggravation du déficit des paiements courants. À l'inverse, les pays d'Afrique, qui n'ont bénéficié que d'une petite partie des flux d'IDE à destination des économies émergentes, ont dû ajuster leurs politiques monétaire et budgétaire pour contenir leur déficit courant.

... mais nouvelle contraction des flux bancaires

Le montant global des prêts bancaires transfrontières au monde émergent a continué de baisser en 1999, moins toutefois qu'en 1998. Depuis le début de la crise, les pays d'Asie ont réduit l'encours de leur dette envers les banques internationales d'environ \$160 milliards (tableau III.4), en raison de la contraction des dépenses d'investissement et de la restructuration financière des banques et des entreprises. Les crédits bancaires internationaux à l'Amérique latine et à la Russie ont aussi diminué. En revanche, les émissions d'obligations internationales se sont avérées être une source de financement plus stable. En fait, les pays d'Amérique latine ont sensiblement accru leurs émissions depuis le milieu de 1997, malgré de fortes fluctuations des écarts de rendement. L'Argentine et le Mexique ont joué un rôle particulièrement actif à cet égard en 1999 et les opérations nouvelles se sont multipliées au début de 2000, un nombre de plus en plus grand de pays d'Amérique latine tirant parti du resserrement des écarts de taux.

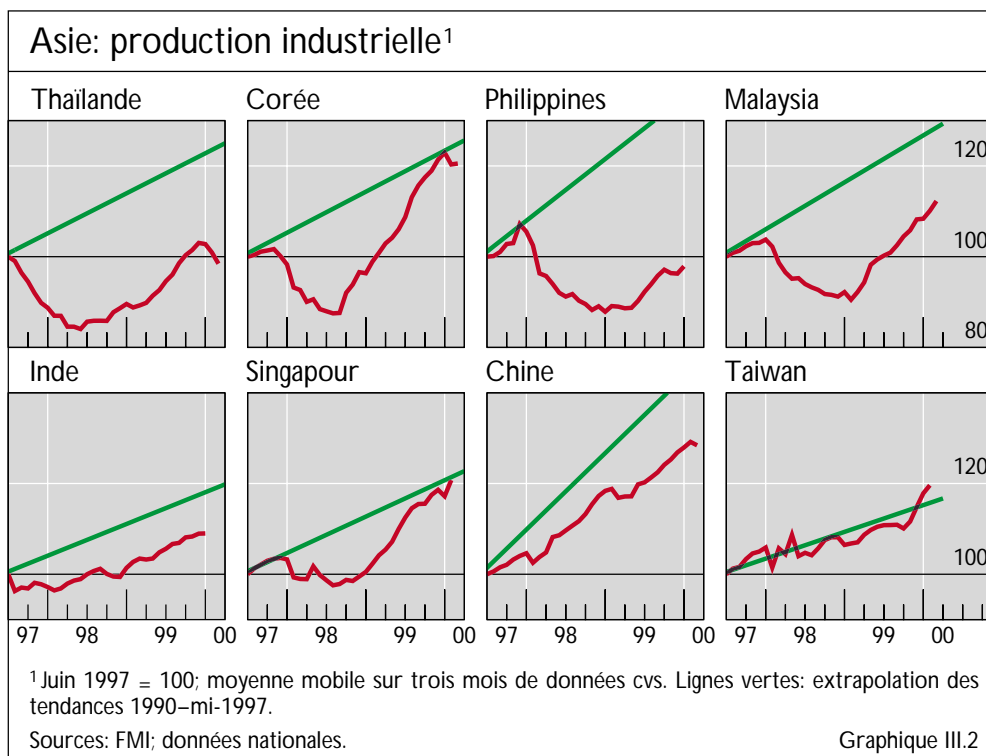
Redressement de l'Asie après la crise

Redressement vigoureux mais inégal en Asie

Dans la majeure partie de l'Est asiatique, la sévère contraction de la production a pris fin au second semestre de 1998. Le rebond a ensuite été beaucoup plus vigoureux qu'on ne le prévoyait généralement, mais des différences importantes sont apparues d'une économie à l'autre dans le rythme et l'ampleur du mouvement (tableau III.1). En Corée, à Singapour et à Taiwan, la production avait retrouvé, fin 1999, son évolution tendancielle antérieure à la crise, tandis qu'en Malaysia et Thaïlande elle dépassait son niveau d'alors (graphique III.2). À Hong-Kong, la reprise a été plus tardive, mais l'activité a redémarré au premier semestre de 1999 et s'est progressivement accélérée durant l'année. Les Philippines ont subi une récession en 1998, due à de mauvaises récoltes ainsi qu'à l'effet de contagion des pays voisins. Toutefois, l'économie s'est redressée en 1999, en partie parce que le pays ne souffrait pas, à la différence de certains autres, d'un grave problème d'endettement extérieur et que ses banques connaissaient moins de difficultés. L'Indonésie, qui a connu la contraction la plus forte et la plus longue, a commencé à en sortir à la fin de 1999, mais le redressement reste à confirmer. Jusque dans les derniers mois, l'incertitude politique sapait la confiance des ménages et des entreprises et la fragilité du secteur financier faisait également obstacle à la reprise.

Croissance soutenue mais plus lente en Chine ...

En Chine, malgré un ralentissement depuis plusieurs années, l'expansion est restée plus soutenue que dans les autres pays d'Asie. Pour compenser les effets dépressifs à court terme de la réforme économique et la faiblesse des exportations, les autorités ont accru les dépenses publiques. La baisse des prix,



l'aggravation du chômage et la fragilité du secteur bancaire les ont incitées, en outre, à assouplir les conditions monétaires en réduisant les taux d'intérêt nominaux et les réserves obligatoires. Elles ont aussi enjoint aux banques d'accroître les crédits destinés aux infrastructures, aux logements et aux exportations ainsi que le financement du fonds de roulement des entreprises d'État et le crédit à la consommation.

L'Inde a bénéficié de l'accélération de la production industrielle et de l'essor vigoureux du secteur des technologies de l'information. L'augmentation de la production et des revenus ruraux a aussi alimenté l'expansion, tandis que la hausse des prix pétroliers a entraîné une détérioration de la balance commerciale. Malgré un déficit budgétaire élevé (voir ci-après) et une croissance rapide de la masse monétaire, le taux d'inflation sous-jacent est tombé extrêmement bas, grâce principalement à de bonnes récoltes et au recul de l'inflation à l'échelle mondiale. Si les réformes au niveau microéconomique peuvent avoir contribué également à atténuer les tensions inflationnistes, l'importance des prix alimentaires fait que le pays reste vulnérable à des chocs au niveau de l'offre et à des poussées subites d'inflation. À moyen terme, il est prévu de privatiser certains secteurs clés, ce qui devrait alléger le poids de la dette publique et pourrait aussi attirer davantage d'investissements directs étrangers.

Dans l'Est asiatique, les exportations ont été le moteur de la reprise au premier semestre de 1999. Leur développement a été très variable selon les pays, en raison notamment de différences dans leur structure et leur destination. Pour certaines économies, le raffermissement de la demande de composants électroniques, particulièrement au Japon, a exercé un stimulant majeur, tandis que pour d'autres, où les industries pénalisées par une surcapacité mondiale

... et niveau étonnamment bas de l'inflation en Inde

Forte contribution des exportations à la croissance ...

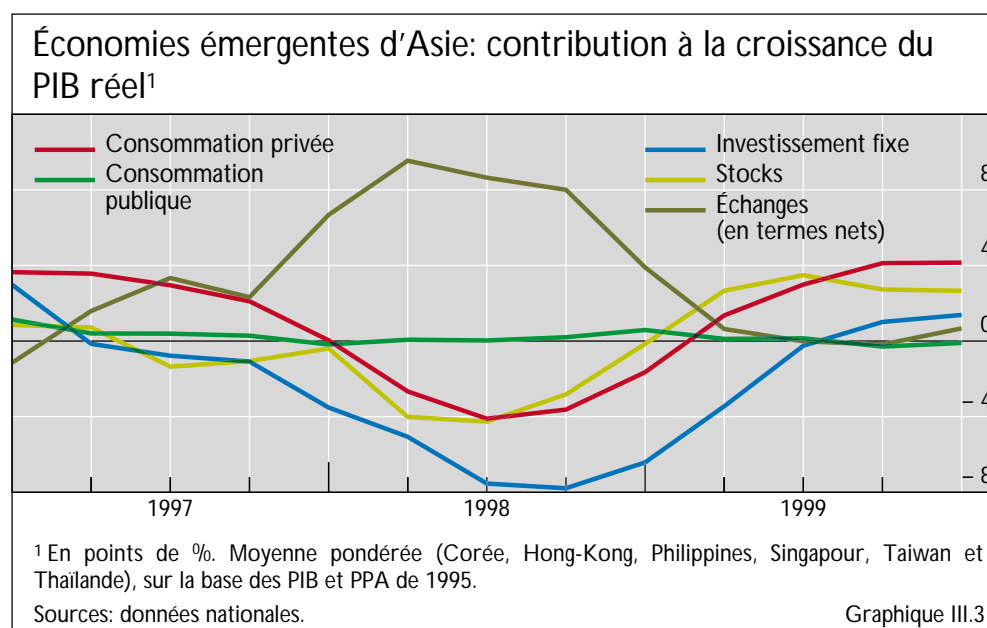
(automobile, par exemple) occupent une place importante, les facteurs extérieurs ont été moins favorables. Les pays qui exportent davantage vers les États-Unis ont bénéficié de la vigueur de la demande américaine, mais le redressement marqué du commerce intra-asiatique les a aussi aidés. En Chine, les exportations ont été soutenues au second semestre de 1999 par de nouveaux allègements fiscaux. La dépréciation des monnaies de nombreux pays émergents d'Asie a été suivie par une forte appréciation du yen, ce qui leur a donné un atout supplémentaire par rapport à un concurrent important. Toutefois, compte tenu de la place du Japon en tant que débouché pour leurs exportations et source de financement et d'investissement direct, la faiblesse structurelle et conjoncturelle persistante de ce pays a globalement pénalisé la croissance dans la région.

... et redémarrage progressif de la demande intérieure

Durant l'année, le raffermissement de la demande intérieure, et notamment la hausse cyclique des stocks, a pris le relais des exportations (graphique III.3). À mesure que l'amélioration des perspectives d'emploi renforçait la confiance des consommateurs et que les prix des actifs se redressaient, les achats de biens de consommation durable qui avaient été différés ont repris. En Corée et en Malaisie, les entreprises ont recommencé à accroître modérément leurs investissements en 1999. Toutefois, en raison des excédents de capacités dans plusieurs secteurs et de la priorité accordée par de nombreuses entreprises à la restructuration et à la réduction de l'endettement, l'investissement est resté faible dans l'ensemble. Les petites entreprises ont eu beaucoup de mal à lancer de nouveaux investissements à cause des problèmes du secteur bancaire, tandis que les plus grandes ont eu recours aux émissions de titres pour financer leurs investissements ou rembourser les banques.

Importants excédents des paiements courants ...

La région a continué d'enregistrer un excédent important des paiements courants. La récession avait entraîné une forte contraction des importations et, avec l'expansion des exportations, le déficit global des opérations courantes, qui avait atteint \$37 milliards en 1996, a fait place à un excédent de \$114 milliards en 1998. L'an passé, la demande intérieure s'est quelque peu raffermie et les



importations se sont accrues en conséquence, les entreprises se mettant à reconstituer leurs stocks, si bien que l'excédent est revenu à \$96 milliards. En Chine, les importations enregistrées ont considérablement augmenté, mais cette expansion a été due, en partie tout au moins, à la répression de la contrebande. Les flux d'IDE vers les économies émergentes d'Asie ont été relativement stables; ils se sont intensifiés en direction de la Corée et de Taiwan mais ont été moins abondants vers la Chine et la Malaysia. Les investissements de portefeuille sont restés modestes et les prêts bancaires internationaux ont continué de se contracter en 1999, ce qui est dû à la fois aux facteurs liés à la demande examinés ci-dessus et aux mesures prises par les banques japonaises pour réduire le montant de leurs actifs internationaux.

... et stabilité des flux d'IDE

Contraintes de capacités et tensions inflationnistes

L'inflation est demeurée faible dans la plupart des pays d'Asie (tableau III.1) et les prévisions ont été révisées en baisse en 1999, alors même que les projections de croissance l'ont été en hausse. Les répercussions sur l'inflation des importantes dépréciations ont été très modestes, non seulement à cause de la faiblesse inhabituelle de la demande intérieure en 1998, mais aussi parce que les variations de change les plus marquées ont été considérées, à juste titre, comme transitoires. En Chine et à Hong-Kong, les prix ont diminué sur la majeure partie de 1999; cela peut être attribué à l'appréciation du cours de change effectif réel ainsi qu'à l'impact de récoltes exceptionnelles sur les prix alimentaires et, dans le cas de la Chine, aux effets de la restructuration de l'économie. Même en Indonésie où la dépréciation a été beaucoup plus forte et où la situation a été aggravée par de mauvaises récoltes et des troubles sociaux, l'inflation a rapidement décru, après une vive hausse en 1998.

Persistance d'une faible inflation

L'augmentation des prix pétroliers, qui a commencé au début de 1999, a fait monter l'indice des prix à la consommation dans la plupart des pays mais ne semble pas encore avoir déclenché d'effets secondaires, et les prévisions font état d'une inflation modérée, sauf peut-être en Corée où le taux d'utilisation des capacités pourrait atteindre ses limites. Toutefois, le fait que les autorités coréennes sont rapidement intervenues en relevant les taux d'intérêt a peut-être atténué le risque d'inflation.

Déséquilibres budgétaires et dette publique

La crise de 1997-98 a eu un impact prononcé sur les soldes budgétaires et la dette publique (tableau III.7). En raison de la diminution des recettes, conjuguée à des mesures discrétionnaires de relance et à l'alourdissement du service de la dette publique, la plupart des pays d'Asie présentaient un déficit budgétaire à la fin de 1998. Grâce à la vigueur inattendue de la reprise et à ses effets sur les recettes, Hong-Kong et la Corée ont réussi à abaisser leur déficit en 1999, alors que, dans les autres pays, les difficultés de recouvrement de l'impôt, l'absence de maîtrise des dépenses et, pour Taiwan, les conséquences d'un grave séisme ont creusé le déficit ou réduit l'excédent. Suite aux mesures prises pour restructurer et recapitaliser le système bancaire, l'effet de la crise a été encore plus prononcé en ce qui concerne la dette publique, et, dans plusieurs pays, le ratio dette/PIB a été de l'ordre de 40 à 60% l'année dernière.

Augmentation des déficits et des ratios de la dette publique

En Inde, les préoccupations suscitées par la situation budgétaire se sont progressivement intensifiées durant les années 90. L'an passé, le déficit de l'administration centrale a atteint quelque 6% du PIB et celui de l'ensemble du secteur public environ 10%. L'alourdissement correspondant de la dette du secteur public, qui se monte à près de 60% du PIB, l'importance des engagements de garantie contractés à différents échelons des pouvoirs publics et le caractère frileux des propositions de réforme faites dans le dernier budget sont autant d'éléments qui suscitent de plus en plus d'interrogations sur la nature durable d'une telle situation.

Marchés financiers et régimes de politique monétaire

La stabilité des
cours de change
permet de réduire
les taux d'intérêt ...

La plupart des monnaies d'Asie qui avaient subi une forte dépréciation en 1997-98 s'étaient en partie redressées au début de 1999 et sont restées à peu près stables par rapport au dollar ou ont progressivement remonté durant l'année (graphique III.4). Les autorités ont pu ainsi réduire les taux d'intérêt nominaux et les ramener, dans la majorité des cas, à un niveau inférieur à celui qu'ils occupaient avant la crise. Toutefois, dans certains pays, en raison du recul de l'inflation, les taux n'ont guère varié en termes réels. Des banques centrales sont intervenues pour acheter des devises, notamment pour reconstituer leurs réserves de change, mais aussi pour préserver les gains de compétitivité.

... mais l'avenir
dépendra du
régime de change

Les taux d'intérêt étaient généralement assez stables à la fin de 1999, mais les majorations opérées et attendues aux États-Unis et en Europe faisaient craindre que les pays d'Asie ne soient contraints d'ajuster leur politique monétaire. Avec son régime de caisse d'émission, Hong-Kong a dû suivre l'évolution des taux aux États-Unis, ce qui n'est plus le cas pour les pays qui ont abandonné le rattachement au dollar. Ainsi, dans les économies où le change est soumis à des tensions, en raison de l'importance de l'excédent des paiements courants et de l'afflux d'IDE, les autorités pourraient durcir les conditions monétaires en maintenant les taux d'intérêt constants mais en laissant le change s'apprécier.

Forte hausse des
cours des actions

Les cours des actions ont fortement augmenté en 1999 dans la région, et souvent quasiment doublé, regagnant ainsi une partie du terrain perdu durant la crise. Comme, dans la plupart des pays, les profits des entreprises restent modestes, les ratios cours/bénéfices sont généralement plus hauts qu'avant cet épisode, sans atteindre toutefois les mêmes niveaux qu'aux États-Unis (graphique III.5). Bien que ces ratios soient habituellement élevés en début de reprise, les craintes de surévaluation pourraient réapparaître si les cours ne sont pas rapidement soutenus par une amélioration des bénéfices. En outre, les marchés des actions sont sensibles aux relèvements de taux d'intérêt en Europe et aux États-Unis et, d'une façon générale, à une baisse des cours dans les pays industriels (chapitre V). Toutefois, il est difficile de savoir quel serait, en Asie, l'impact d'un repli des cours sur l'économie réelle.

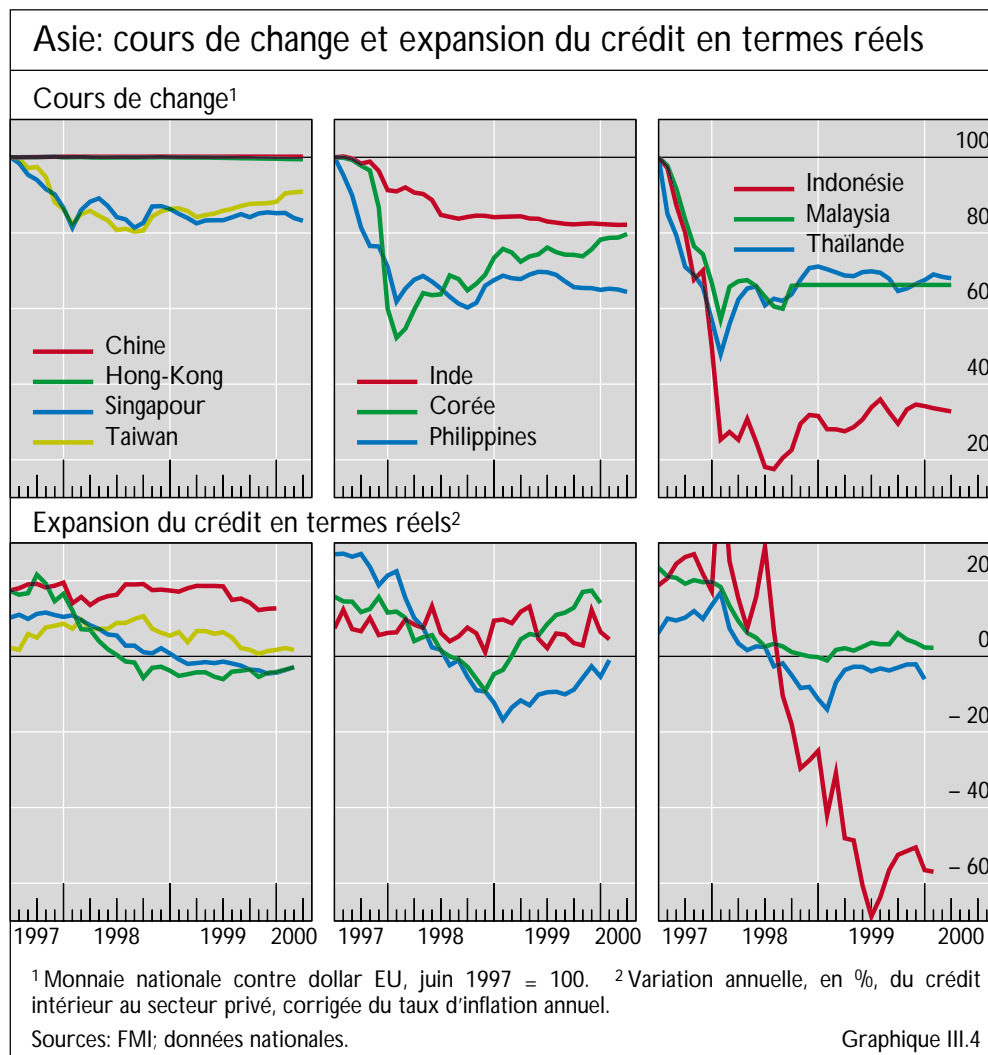
Évolution de la
situation dans les
pays à régime de
change fixe

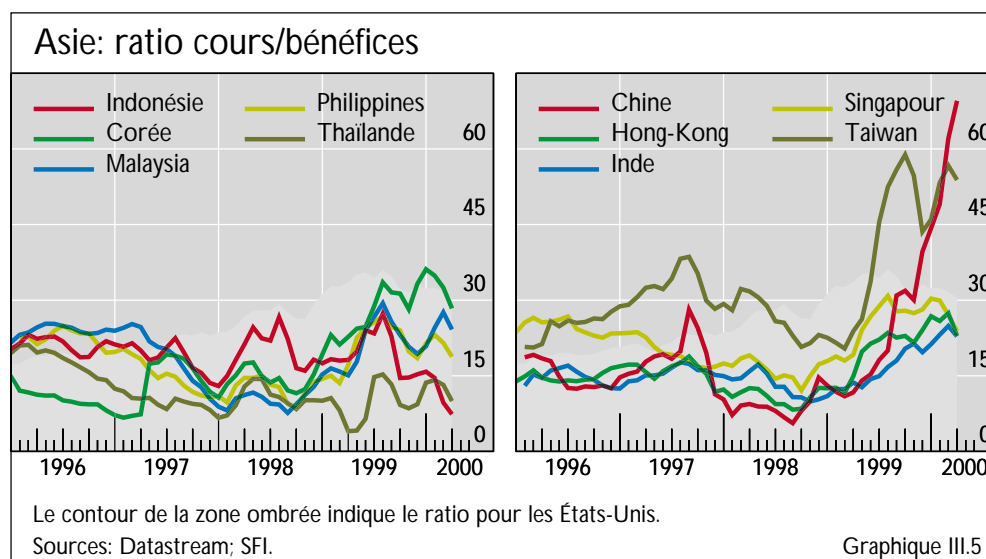
Après la crise, la majorité des banques centrales de la région ont adopté un régime de change flottant, à l'exception surtout de la Malaysia, de la Chine et de Hong-Kong. La Malaysia a maintenu la parité fixe qu'elle avait adoptée au milieu de la crise mais a assoupli certaines mesures de contrôle des changes et en a levé d'autres. La Chine a réussi à conserver son rattachement de fait au dollar, grâce

au contrôle des changes, et Hong-Kong a gardé son régime de caisse d'émission, au prix d'une hausse temporaire des taux d'intérêt. En Chine et à Hong-Kong, par suite de l'appréciation des monnaies de plusieurs pays voisins à l'égard du dollar et de la déflation intérieure, le cours de change effectif réel a retrouvé en 1999 un niveau proche de celui qu'il occupait avant la crise. En Malaysia, par contre, le cours effectif réel du ringgit avait diminué d'environ 25%, fin 1999, par rapport à la mi-1997; la situation était similaire en Thaïlande et aux Philippines, malgré des régimes de change différents.

Certains observateurs pensent que les régimes de change flottant actuellement en vigueur dans la région ne sont que temporaires, alors que d'autres les jugent plus durables. Les systèmes à parité glissante peuvent faire obstacle aux réformes structurelles et sont souvent l'objet d'attaques spéculatives. L'un des points faibles des rattachements antérieurs au dollar venait de ce que les monnaies asiatiques se trouvaient exposées en cas de fortes fluctuations du cours yen/dollar, de sorte que l'ancrage à un panier de monnaies pouvait paraître préférable (avec, par exemple, le dollar, le yen, l'euro et peut-être le renminbi). Toutefois, comme l'attention des médias et du public est focalisée sur le cours bilatéral par rapport au dollar, la confiance et la transparence pourraient être affectées par une apparence d'instabilité.

Inconvénients des systèmes de change à parité glissante





Régime de caisse
d'émission

Probablement influencés par le fait que trois des économies qui ont pu préserver la parité de leur cours de change durant la crise (Brunei, Macao et surtout Hong-Kong) fonctionnaient avec un régime de *caisse d'émission*, certains pays envisagent d'adopter une telle solution. Si Hong-Kong a réussi à conserver son lien au dollar EU ces dernières années, quatre facteurs en sont responsables. Le premier est l'adhésion généralisée des dirigeants et du public à ce régime et l'acceptation des difficultés passagères qui peuvent en résulter. Le deuxième est l'existence d'une autorité monétaire très respectée, qui jouit de l'indépendance nécessaire pour défendre la parité fixe et qui a prouvé sa capacité d'y parvenir sur une longue période en présence de chocs importants. Le troisième est que le système bancaire, solide et bien capitalisé, est capable de résister à des perturbations financières et monétaires majeures. Le quatrième réside dans le degré de flexibilité suffisant des prix et des salaires.

Objectif d'inflation

À la recherche d'un nouveau point d'ancrage nominal, plusieurs économies d'Asie ayant un régime de change flottant ont adopté un *objectif d'inflation* ou envisagent de le faire. Toutefois, la configuration optimale d'un tel objectif pourrait ne pas être la même que dans les pays industriels avancés. En particulier, comme les importations représentent une plus grande proportion de la consommation, il pourrait s'avérer difficile de respecter un objectif d'inflation assez rigide, à cause de la volatilité du cours de change ou des prix des produits de base.

Perspectives de croissance à long terme

Prévisions revues
à la baisse ...

À la fin de 1999, la plupart des prévisionnistes envisageaient des taux de croissance à long terme inférieurs de 1 à 2 points de pourcentage aux niveaux d'avant la crise. Ce jugement traduisait peut-être certains motifs de préoccupation: freinage résultant de l'éclatement des bulles spéculatives, pénuries de main-d'œuvre qualifiée et apparition d'effets retardés, tels que réduction du stock de capital consécutive à la contraction de l'investissement et perte de compétences due au chômage. Toutefois, ces prévisions de croissance restaient supérieures à la moyenne mondiale, en raison des atouts fondamentaux de cette région.

La plupart des économies d'Asie disposent encore d'une marge d'augmentation importante du ratio capital/travail et d'une population active suffisamment bien éduquée pour utiliser davantage de capital, ce qui n'est pas le cas dans beaucoup d'autres pays. En outre, elles bénéficient d'un taux d'épargne élevé pour financer un tel investissement. La situation budgétaire et monétaire y est encore saine, malgré des hausses du ratio dette publique/PIB, et les dévaluations n'ont pas entraîné de fortes poussées d'inflation. De plus, elles ont résisté à la tentation protectionniste et nombre d'entre elles sont bien placées, par rapport à d'autres régions, pour tirer parti des gains de productivité imputables à l'informatique qu'on observe déjà dans les économies avancées. Enfin, même si le taux de croissance viable à long terme est appelé à diminuer, les importants excédents de capacités qui subsistent dans bien des pays de l'Est asiatique devraient leur permettre d'enregistrer une expansion assez rapide dans les premières années de la reprise, comme cela a été le cas en Corée dernièrement.

... mais perspectives favorables à moyen terme

Aspects de la restructuration des entreprises et du secteur financier en Asie

Dans les économies d'Asie touchées par la crise, la restructuration des entreprises et celle du secteur financier ont été très étroitement associées, étant donné que la plupart des entreprises sont fortement tributaires du crédit bancaire. En raison du lourd endettement des sociétés et du bas niveau des revenus d'intermédiation des banques, une grande partie du risque qui, dans d'autres pays, aurait été assumé par les actionnaires l'était par les établissements financiers. Lorsque la crise a éclaté, les banques présentaient des bilans fragiles et d'importantes expositions de hors-bilan, de sorte que les problèmes du service de la dette rencontrés en 1997 par de nombreuses entreprises, grandes et petites, se sont rapidement propagés au secteur financier.

Restructuration des entreprises

Le cas de la Corée illustre les principales causes des graves difficultés des entreprises en Asie ainsi que les grands axes des réformes. À la suite d'une série de mesures de diversification et d'ambitieux projets d'investissement mis en œuvre par les chaebol (conglomérats) au milieu des années 90, le ratio endettement/fonds propres du secteur manufacturier était passé à 400% à fin 1996, contre moins de 300% au début de la décennie. Ces investissements n'ayant pas produit une rentabilité suffisante, les conglomérats ont dû emprunter davantage, essentiellement à court terme. Les problèmes ont pu s'accumuler, faute de procédures efficaces pour la surveillance et la notification des activités et des bilans. Dans ces conditions, les principaux objectifs de la restructuration des entreprises ont porté sur l'accroissement de la transparence et le renforcement du régime des faillites, en vue de remettre en état la gouvernance d'entreprise. Parallèlement, une vaste réforme du système financier a été lancée, dans le but d'assurer une évaluation plus juste des risques de crédit et de marché en libéralisant le marché des capitaux. Enfin, un programme de déréglementation et d'ouverture aux investissements étrangers a été entrepris pour tenter d'améliorer la compétitivité.

Origine des difficultés des entreprises en Corée ...

... et progrès
accomplis

Deux ans après le début des réformes, il apparaît que les entreprises coréennes sont en passe d'atteindre leurs objectifs de restructuration, même si l'enthousiasme retombe. Face à l'effondrement de la demande consécutif à la crise, elles ont réduit leurs effectifs de plus de 5% (plus d'un million de salariés) et les salaires réels ont diminué de 9% en 1998. La baisse du coût du travail et le redressement de la demande extérieure, stimulée par un cours de change compétitif et la hausse des prix des semi-conducteurs, ont accru la rentabilité et permis aux entreprises de réduire leur endettement en 1999. En outre, elles ont limité leurs dépenses d'équipement et le cadre institutionnel a été renforcé. En conséquence, les marchés sont devenus un peu plus ouverts, la gouvernance et la transparence financière ont été améliorées, la réglementation prudentielle a contraint les banques à se montrer plus vigilantes dans leurs pratiques de prêt et d'évaluation des risques et un tribunal des faillites a été instauré. Compte tenu des augmentations de capital et des cessions d'actifs, les ratios d'endettement des cinq principaux chaebol ont baissé de 30–40%, même s'ils restent élevés par rapport aux normes internationales, et une grande partie des trente premiers chaebol ont resserré et rationalisé leur structure de production en mettant l'accent sur leurs métiers de base.

Restructuration
en Indonésie,
Thaïlande ...

La restructuration des entreprises a moins progressé dans les autres économies, en raison soit de l'ampleur du problème (Indonésie et Chine), soit de la faiblesse du cadre institutionnel (Indonésie et Thaïlande), soit encore parce qu'il apparaissait que le problème du surendettement ne pourrait être réglé que progressivement (Malaysia). En *Indonésie*, la plupart des entreprises étaient insolubles au début de 1998 et la dette extérieure représentait environ deux tiers du PIB. La restructuration a comporté trois axes principaux: recours volontaire à des procédures de règlement amiable, création d'un organisme officiel de restructuration et amendement de la loi sur les faillites. En septembre 1999, quelque 170 entreprises avaient sollicité une assistance pour restructurer environ un tiers de leur endettement extérieur. Toutefois, en raison de l'insuffisance du soutien budgétaire et administratif, moins de 30 d'entre elles ont réussi, à ce jour, à conclure un accord avec leurs créanciers. En *Thaïlande*, pour faciliter la restructuration des entreprises, les autorités ont instauré une nouvelle loi sur les faillites, renforcé les droits des créanciers et créé un mécanisme de règlement amiable. Bien que la plupart des banques étrangères et nationales aient signé des accords entre débiteurs et créanciers ainsi qu'entre créanciers, seul un quart des prêts déclarés improductifs se trouvaient réaménagés en août 1999. Un précédent important a enfin été établi, cependant, en mars 2000, lorsque le plus gros débiteur du secteur des entreprises a été déclaré insolvable.

... Malaysia
et Chine

La *Malaysia* disposait déjà d'un cadre juridique relativement efficace pour la restructuration des dettes d'entreprises et avait uniquement besoin de se doter d'un mécanisme de conciliation. Néanmoins, les progrès tardent à se matérialiser et seules neuf affaires (représentant environ 7% de l'endettement total) ont été réglées et moins de 50 procédures sont en cours. En *Chine*, diverses formules de restructuration commencent à se mettre en place et la réforme des entreprises d'État a été axée sur l'amélioration de la gestion et de la gouvernance: durcissement progressif des contraintes budgétaires auxquelles elles sont soumises, transfert aux collectivités locales et à des caisses de retraite de leurs

fonctions sociales, licenciement de la main-d'œuvre excédentaire, fermeture des établissements de production sous-utilisés et constitution d'organismes pour les annulations de dette. Certaines de ces entreprises d'État sont transformées en sociétés anonymes et beaucoup constituent des coentreprises avec des investisseurs étrangers, tandis que les plus petites sont rapidement privatisées.

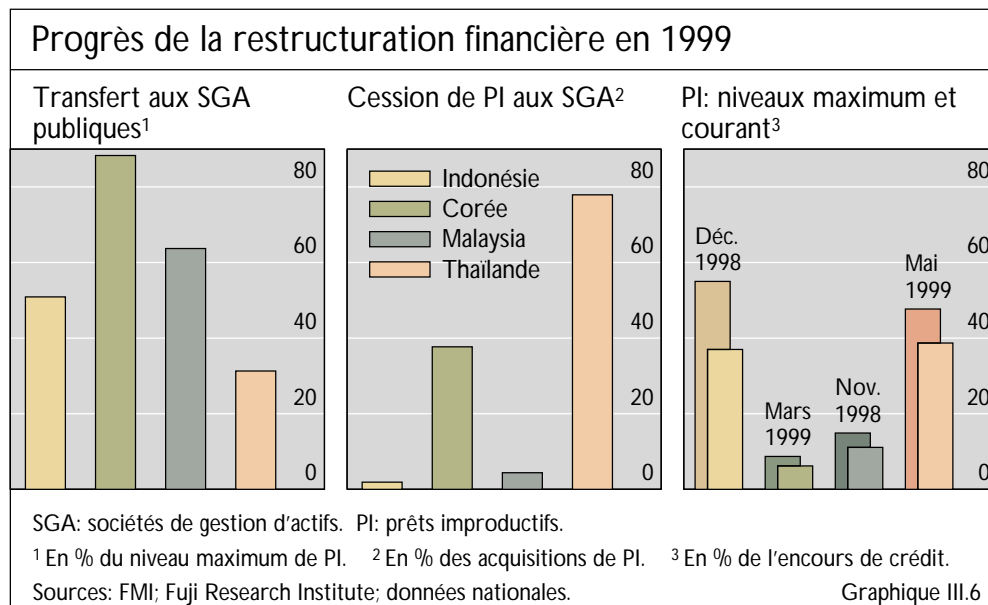
Restructuration bancaire

En matière de refinancement et de restructuration du système bancaire, les gouvernements d'Asie ont suivi deux grandes approches, selon la gravité des problèmes, les moyens financiers de l'État et les contraintes politiques. La Corée et la Malaysia ont choisi l'approche interventionniste. Elles ont obligé les banques à vendre leurs prêts improductifs, moyennant une forte décote, à des sociétés de gestion d'actifs (SGA) détenues et financées par l'État et ont injecté des fonds publics dans les banques fragilisées mais néanmoins viables. La Thaïlande (comme, dans un premier temps, l'Indonésie) a choisi de s'en remettre aux banques elles-mêmes et au marché. Quelle que soit la solution adoptée, les déposants ont été protégés lorsque les banques ont été fermées, fusionnées ou nationalisées. En outre, le contrôle prudentiel a été sensiblement renforcé et diverses mesures ont été adoptées: classification des prêts et critères de provisionnement, prêts aux sociétés apparentées et garanties croisées, adéquation des fonds propres, normes de comptabilisation et d'information financière.

Dans le cadre de leur stratégie visant à ranimer un système financier quasiment paralysé, les économies d'Asie touchées par la crise ont constitué des SGA chargées de racheter les prêts improductifs des banques ou institutions non bancaires en difficulté (graphique III.6, partie gauche). En vendant leurs actifs à leur valeur de marché estimée, les établissements ont entériné leurs pertes sur prêts et, une fois ces pertes convenablement comptabilisées (voir ci-après), se sont retrouvés avec un bilan sain, permettant à leurs dirigeants de se concentrer sur les problèmes opérationnels. Le processus, à ce jour, donne satisfaction. En Corée et Malaysia, les SGA en ont pratiquement terminé avec le rachat des prêts

Deux approches de restructuration

Le recours aux SGA pour la reprise des prêts improductifs ...



improductifs du système bancaire, dans les deux cas avec une décote moyenne légèrement supérieure à 50%. En Indonésie, l'organisme spécialisé avait, en mai 1999, pris le contrôle de 48 banques en faillite et détenait des participations dans quelque 200 établissements. En Thaïlande, où la crise a surtout affecté le secteur financier non bancaire, le gouvernement a créé deux agences chargées de racheter et de liquider les créances douteuses des sociétés financières fermées. Au début de cette année, elles avaient revendu la majeure partie des actifs ainsi acquis. Toutefois, les banques commerciales ont dû pratiquement régler elles-mêmes ces questions, si bien que la liquidation de leurs prêts improductifs a été relativement lente et que plusieurs d'entre elles ont été amenées à créer leurs propres SGA.

... n'a pas empêché les fermetures et les fusions

Le recours aux SGA n'a pas été sans créer quelques difficultés. Les pertes subies sur les créances cédées à ces organismes ont posé de nombreux problèmes de solvabilité, qui ont contraint les actionnaires à réduire la valeur de leur capital et à lever des fonds supplémentaires. Lorsque les établissements n'ont pas réussi à se procurer suffisamment de capital, les autorités sont intervenues, en imposant des fermetures ou des fusions et, dans certains cas, en procédant à des nationalisations. Ainsi, à la fin de 1999, le gouvernement thaïlandais avait liquidé 53 sociétés financières et une banque, le gouvernement indonésien 67 banques et le gouvernement coréen cinq banques commerciales et 17 banques d'affaires. Dans tous les pays, de nombreuses fusions ont été opérées, avec notamment, en Malaysia, la création de dix grands pôles bancaires, dans le cadre d'un programme de concentrations à l'échelle nationale. Les banques locales ont aussi été invitées à trouver des capitaux à l'étranger, et la Corée, l'Indonésie et la Thaïlande autorisent désormais des non-résidents à détenir l'intégralité du capital de banques locales. En conséquence, des établissements financiers étrangers ont racheté, intégralement ou en partie, 18 banques de l'Est asiatique depuis janvier 1998.

Injections de capitaux coûteuses mais nécessaires

Les activités des SGA ont été complétées par des injections de fonds publics visant à recapitaliser le système bancaire. En Corée, la Deposit Insurance Corporation a émis \$13 milliards d'obligations publiques pour recapitaliser les établissements bancaires, et la Malaysia a injecté des capitaux frais dans onze banques représentant environ 20% de l'actif du système. Le gouvernement thaïlandais a offert de recapitaliser les banques qui acceptaient les nouvelles règles de classification des prêts et de provisionnement, mais peu d'entre elles se sont soumises aux conditions rigoureuses imposées. En Indonésie, par contre, le gouvernement, après avoir procédé à des audits approfondis, a retenu huit banques privées pour la reconstitution de leur capital. Pour conserver la direction de ces établissements, les actionnaires ont dû fournir environ 20% des nouveaux fonds propres requis, la valeur de leurs participations antérieures ayant été ramenée à zéro, et se sont vu accorder un droit de préemption pour le rachat de la part des titres de l'État dans un délai de trois ans. En raison de l'ampleur de la crise bancaire et de la garantie des dépôts par l'État, on estime que le coût de la recapitalisation du système bancaire indonésien s'élève à 50–60% du PIB, contre quelque 40% en Thaïlande, 15% en Corée et 12% en Malaysia.

Les stratégies de cession des SGA ont été différentes selon les pays. En Corée, l'organisme spécialisé a entrepris assez rapidement de céder ses actifs,

tandis qu'en Malaysia son homologue a privilégié la gestion et la restructuration des actifs et n'a commencé à les vendre qu'au second semestre de 1999 (graphique III.6, partie centrale). En laissant davantage de temps pour restructurer les prêts et actifs sous-jacents, cette dernière approche permet d'obtenir des prix plus élevés, en particulier si l'économie se rétablit. Toutefois, elle implique d'importantes charges d'intérêts pour la rémunération des obligations remises aux banques en échange de leurs créances improductives. À l'inverse, en Thaïlande, les SGA ont liquidé en catastrophe les actifs rachetés aux sociétés financières défailtantes, en acceptant une décote d'environ 75 %.

Les stratégies de cession des prêts improductifs comportent des compromis

Dans les autres pays de la région, la réforme bancaire a progressé lentement. La Chine a constitué quatre SGA en 1999, qui émettront des obligations pour racheter, à leur valeur nominale, l'essentiel des prêts improductifs accumulés avant 1997 et susceptibles d'avoir une valeur résiduelle, tandis que les actifs considérés sans valeur seront passés par pertes et profits. Si les mécanismes de financement des SGA et de passation en charges ne sont pas encore définitivement arrêtés, il apparaît que les SGA auraient pour objectif de réaliser les actifs au meilleur prix, en vendant les sûretés constituées en regard des prêts et en titrisant les créances improductives pour les céder au plus offrant, y compris à des investisseurs étrangers. On aurait aussi recours à des conversions de dettes en participations, qui peuvent aider les entreprises dont les disponibilités ne couvrent que partiellement la charge d'intérêts courante mais non celles qui sont incapables de faire face à leurs coûts variables; autrement dit, la restructuration des banques suppose également de s'étendre aux entreprises d'État. Une fois réalisé le transfert des prêts improductifs aux SGA, les banques se concentreraient sur leur activité de prêt, leurs dirigeants assumant alors les pertes futures et s'engageant sur des objectifs de résultats.

Restructuration bancaire en Chine

Il est encore trop tôt pour évaluer le plein impact de ces réformes sur les activités des banques. Le transfert des prêts improductifs aux SGA a permis un assainissement assez rapide des bilans en Corée et Malaysia (graphique III.6, partie droite, et tableau III.5). En Thaïlande, où les banques ont dû régler elles-mêmes ces problèmes, la proportion de prêts improductifs est tombée à 38 % en janvier 2000, après avoir culminé à 48 % en mai 1999; ces derniers mois, cependant, les progrès se sont ralentis et il n'est pas exclu qu'elle recommence à augmenter. Les

Effets positifs des réformes en Corée, Malaysia et Thaïlande ...

Pays d'Asie touchés par la crise: résultats des banques								
	Corée		Thaïlande		Malaysia		Indonésie	
	1996	1999	1997	1999	1997	1999	1997	1999
en fin d'année, en % et points de %								
Prêts improductifs ¹	4,1	6,2 ²	22,5	38,6	3,2	9,0	7,1	37,0
Rendement des actifs	0,3	3,3 ²	-0,1	-2,5 ³	0,6	-0,2 ³	-0,1	-17,4 ³
Marge d'intermédiation ⁴	3,6	2,2	3,8	4,8	2,5	4,4	1,5	7,7
Fonds propres/actifs ⁵	9,1	9,8 ⁶	9,3	12,4	10,3	12,5	4,6	-18,2 ²

¹ En % des prêts des banques commerciales; définitions nationales. Les chiffres n'incluent pas les prêts transférés aux SGA. ² Septembre. ³ Décembre 1998. ⁴ Taux débiteur moins taux créditeur, court terme. ⁵ Pondérés en fonction des risques. ⁶ Juin.

Sources: Fitch-IBCA; FMI; données nationales. Tableau III.5

fermetures de succursales ont également permis de comprimer les coûts d'exploitation. En Corée, les effectifs des banques commerciales ont été réduits d'environ 25% et les employés conservés ont dû accepter une baisse de rémunération. La rentabilité des banques s'y est aussi améliorée au premier semestre de 1999, grâce au retour de la croissance et à la hausse des cours des actions. Toutefois, comme plusieurs des plans de restructuration de dette adoptés pour les grands chaebol font l'objet de réexamens, il est possible que les banques doivent assumer des pertes supplémentaires.

... mais beaucoup
reste à faire dans
les autres pays

Dans les autres pays, les banques ont encore enregistré des pertes. Pour poursuivre l'amélioration de leur bilan, elles devront impérativement parfaire leurs pratiques, notamment leurs procédures d'analyse des risques, d'approbation et de suivi des crédits, et accroître leur rentabilité en réduisant leurs coûts et en privilégiant leurs métiers de base. Les autorités devront continuer à faire respecter les nouvelles réglementations prudentielles plus rigoureuses en exerçant un contrôle strict; il leur faudra également déterminer le calendrier et les modalités du retour au secteur privé des banques effectivement nationalisées. La présence accrue d'établissements financiers étrangers pourrait être un élément clé de l'avènement d'un changement durable dans la culture bancaire en Asie.

Résultats divergents et inattendus en Amérique latine

L'évolution de la situation macroéconomique en Amérique latine, l'an passé, a présenté plusieurs caractéristiques inhabituelles, non seulement par rapport aux autres économies émergentes, mais compte tenu également des antécédents de cette région. Premièrement, à l'exception surtout du Mexique, l'Amérique latine s'est trouvée en récession pendant la majeure partie de 1999 et son taux de croissance moyen a été beaucoup moins élevé que l'année précédente. Deuxièmement, en raison de facteurs à la fois internes et externes, les écarts de croissance entre pays ont plus que doublé. Troisièmement, à l'inverse des tendances antérieures, la dépréciation de la monnaie ou même l'abandon de son rattachement n'a pas provoqué de poussée d'inflation.

Influence des
facteurs externes

Même si la plupart des économies d'Amérique latine sont relativement fermées, la faiblesse et la divergence de leurs taux de croissance, l'an dernier, sont en grande partie imputables à des différences dans les résultats à l'exportation et à des modifications des termes de l'échange (tableau III.6). L'Argentine, en particulier, a subi une forte dégradation des termes de l'échange, due essentiellement au bas niveau des prix des produits alimentaires. De plus, le volume de ses exportations a diminué, par suite de la dépréciation des monnaies voisines, du ralentissement général de l'activité dans la région et, surtout, de la situation au Brésil, principal débouché des produits argentins. À l'inverse, les recettes d'exportations du Mexique ont été stimulées par l'expansion de l'économie américaine et la hausse des prix pétroliers. D'autres pays, comme le Chili et le Pérou, ont bénéficié du raffermissement des prix des métaux, tandis qu'en Bolivie, en Colombie, au Paraguay et en Uruguay la poursuite de la baisse des prix alimentaires ainsi que des boissons et l'atonie de la demande dans la région ont freiné la croissance.

Principaux pays d'Amérique latine: résultats à l'exportation en 1999							
	Expansion ¹			Destination ²			
	Prix ³	Volume	Valeur ³	États-Unis	Union européenne	Asie	Amérique latine
Argentine	-13,4 ⁴	2,2	-11,5	10,2	20,6	15,5	43,2
Brésil	-11,3	6,4	- 6,1	22,8	28,8	12,0	23,4
Mexique	3,7	12,2	16,4	83,0	3,5	2,2	5,1

¹ Variation par rapport à 1998, en %. ² En % du total des exportations. ³ En termes de dollars EU.
⁴ Jusqu'au troisième trimestre.
Sources: FMI; données nationales; estimations BRI. Tableau III.6

Des facteurs internes ainsi que les politiques nationales expliquent aussi en partie les écarts de croissance. Au Brésil, la dévaluation du real au début de 1999 a constitué l'un des événements majeurs pour cette région (graphique III.7). Elle a immédiatement entraîné une détérioration des anticipations relatives à l'expansion de la production et à l'inflation. Toutefois, l'abandon du régime de change quasiment fixe n'a pas déclenché de crise, surtout parce que la demande était déjà passablement déprimée et que l'adoption d'une politique monétaire restrictive et de nouvelles mesures d'austérité budgétaire a rassuré les investisseurs et contenu l'inflation. De plus, la dévaluation n'a pas causé de graves difficultés dans le système bancaire, car la plupart des établissements présentaient un équilibre satisfaisant entre leurs actifs et passifs libellés en dollars et une bonne gestion des opérations sur dérivés. Grâce, en particulier, à leur important portefeuille de titres d'État liquides, à taux variable et indexés sur le dollar, les banques ont pu faire face aux retraits de dépôts et à la suspension des lignes de crédit d'établissements étrangers sans éprouver de sérieux problèmes de liquidité.

La dévaluation au Brésil ...

Une fois les nouvelles mesures mises en œuvre, la pression financière externe a commencé à s'atténuer. Le FMI a annoncé une deuxième tranche d'aide financière en mars 1999 et un accord informel a été conclu avec certaines banques internationales, qui ont accepté de reconduire des lignes de crédit, ce qui a permis aux autorités de réduire les taux d'intérêt, montés à 45 % fin mars. L'assouplissement des conditions monétaires, conjugué à l'évolution des prix relatifs résultant de la dépréciation, a entraîné une expansion de la production dans le secteur des biens soumis à la concurrence étrangère, mais la progression des recettes d'exportations a été freinée par la chute des prix des produits de base, qui en sont la composante majeure, et par la récession dans les pays voisins.

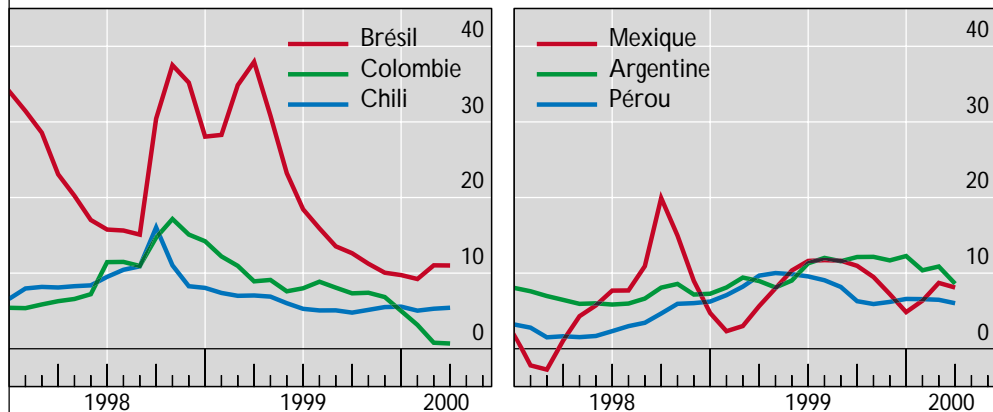
... n'a pas déclenché de crise ...

Le rétablissement de la confiance au Brésil dépendait aussi de la capacité de ramener le déficit budgétaire à un niveau plus supportable (tableau III.7). Si le gouvernement est finalement parvenu à réaliser un excédent primaire d'un peu plus de 3 % du PIB, certaines des mesures prises ont revêtu un caractère temporaire ou ponctuel, car il n'a pas été possible de trouver un consensus sur des réformes structurelles de grande envergure. De plus, comme le déficit nominal reste proche de 10 % du PIB, les craintes d'instabilité budgétaire ont

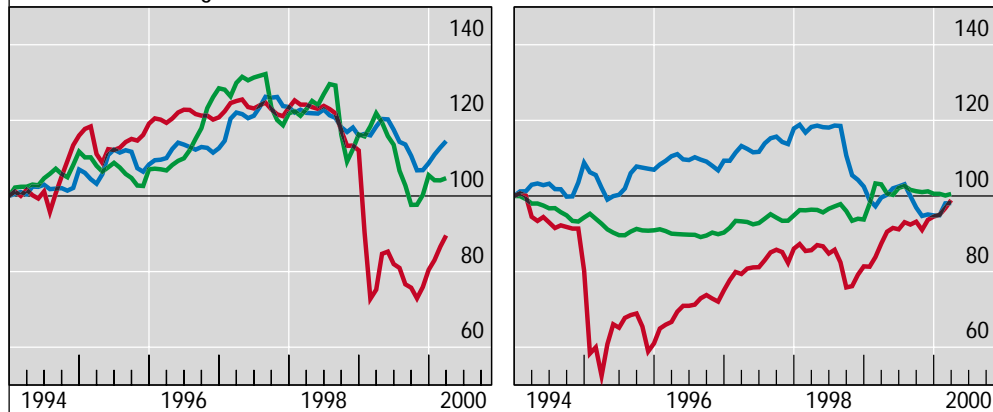
... malgré un déficit budgétaire préoccupant

Amérique latine: taux d'intérêt et cours de change effectif réel

Taux d'intérêt réel¹



Cours de change effectif réel²



¹ Taux court corrigé du taux d'inflation annuel, en % (Mexique: corrigé de la hausse moyenne annualisée des mois suivants). ² En termes de prix à la consommation relatifs, décembre 1993 = 100; une augmentation indique une appréciation.

Sources: FMI; données nationales; calculs BRI.

Graphique III.7

ravivé l'incertitude sur le marché des changes. Pour contenir le fléchissement de la monnaie, le gouvernement a de nouveau recouru à l'émission d'obligations indexées sur le dollar et convenu avec le FMI d'une réduction du niveau minimum des réserves internationales. Ces mesures, même si elles ont peut-être accru la vulnérabilité à long terme, ont permis un nouvel abaissement des taux d'intérêt.

Forte croissance
au Mexique ...

Contrairement à ce qui s'est passé pour la plupart des autres pays, les répercussions de la crise brésilienne sur le Mexique ont été assez atténuées. La forte expansion des exportations, stimulée par la vigueur de l'économie américaine, a limité le ralentissement de l'activité au début de 1999, et, au deuxième semestre, la demande intérieure a dynamisé la croissance. La consommation privée a été très soutenue, grâce à d'importantes créations d'emplois et aux effets de la hausse des prix pétroliers sur les revenus, tandis que l'investissement a été encouragé par un nouvel assouplissement de la politique monétaire. Il convient de noter, en outre, qu'au cours des quatre dernières années la demande intérieure a augmenté au total de 25% sans qu'il y ait eu progression du crédit bancaire. Cette situation s'explique en partie par la faiblesse

de la demande de prêts, l'investissement des entreprises ayant été financé dans une large mesure par les apports d'IDE. Toutefois, elle est également due à la réticence des banques à prêter à des secteurs à risque ainsi qu'à la lenteur du processus de restructuration des bilans et de la réforme du cadre juridique des banques.

La récession en *Argentine* ne doit pas être imputée uniquement à des facteurs externes. En raison de la loi sur la convertibilité et de la dépendance croissante du pays à l'égard des financements extérieurs, l'évolution de l'environnement international a eu un impact direct sur les politiques nationales. Ainsi, les taux d'intérêt se sont tendus après la dévaluation du real brésilien. Par la suite, comme les recettes fiscales ont diminué sous l'effet de la baisse des revenus nominaux et que le service de la dette s'est accru, le respect des objectifs budgétaires convenus avec le FMI paraissait de plus en plus douteux. Cette incertitude et la tension sur les taux d'intérêt qui en est résultée ont été aggravées par la crainte que l'État n'éprouve des difficultés à financer l'augmentation, même modeste, du déficit (1,2% du PIB), car il était déjà contraint d'emprunter massivement sur les marchés internationaux des capitaux pour faire face au déficit des paiements courants et au service de sa dette (tableau III.4). L'annonce de mesures budgétaires plus rigoureuses avant la fin de l'année a procuré un certain répit,

... mais profonde
récession en
Argentine

Solde budgétaire et dette publique									
	Solde nominal			Paiements d'intérêts			Dette publique		
	1996	1998	1999 ep	1996	1998	1999 ep	1996	1998	1999 ep
	en % du PIB								
Asie									
Chine	-0,8 ¹	-1,2	- 2,1	0,8 ¹	1,0	...	7,4 ¹	9,9	...
Hong-Kong	2,2	-1,8	- 0,1	-	-	-	-	-	-
Inde	-4,7	-5,9	- 5,7	4,2	4,4	...	47,9	49,8	...
Corée	0,3	-4,2	- 2,9	0,5	0,8	...	12,0	19,5	22,2
Singapour	14,7	16,7	10,1	-	-	-	73,7	83,1	87,4
Taiwan	-3,3	0,7	- 0,9	1,6	1,5	1,4	22,9	24,0	25,5
Indonésie	1,1	-2,5	- 2,7	2,0	2,4	3,8	27,3	73,9	60,0
Malaysia	0,7	-1,9	- 3,4	2,7	2,6	2,8	35,9	38,3	40,0
Philippines	-0,3	-1,8	- 3,6	3,4	3,6	3,4	...	...	...
Thaïlande	3,0	-2,9	- 3,4	0,2	0,2	1,0	13,5	22,1	37,1
Amérique latine									
Argentine	-2,2	-1,4	- 2,6	1,7	2,2	2,9	35,7	37,7	43,1
Brésil	-5,9	-8,1	-10,0	5,8	8,1	13,1	33,3	42,4	47,0
Chili	2,3	0,4	- 1,5	0,6	0,7	0,4	38,4	35,3	34,2
Colombie	-1,7	-3,4	- 4,3	3,5	4,2	3,8	13,9	21,6	29,8
Mexique	-	-1,3	- 1,1	4,4	2,9	3,6	30,5	27,9	25,3
Pérou	-1,1	-0,6	- 2,5	2,2	1,7	1,9	25,4	20,4	20,6
Venezuela	0,7	-4,2	- 2,8	5,0	3,0	3,3	48,8	28,9	29,5
Comme les définitions du secteur public varient d'un pays à l'autre, cet élément est à prendre en compte dans les comparaisons.									
¹ 1997.									
Sources: données nationales.									
Tableau III.7									

mais il a été nécessaire de maintenir des taux d'intérêt élevés pour soutenir la monnaie. En fait, l'absence de mécanisme interne destiné à atténuer les conséquences d'évolutions externes défavorables s'est concrétisée par une baisse de 2% des prix à la consommation en 1999.

Contrairement à l'Argentine, le Chili a pu assouplir sa politique monétaire pour faire face à la récession provoquée par des facteurs externes au début de l'année et, grâce à la solidité des finances publiques, a pu mener une politique budgétaire anticyclique. En revanche, en Équateur et au Venezuela, pays qui ont bénéficié l'un et l'autre de la hausse des prix pétroliers, l'incertitude suscitée par les politiques et d'autres événements intérieurs ont provoqué une contraction brutale de la production.

Inflation

La maîtrise de l'inflation ...

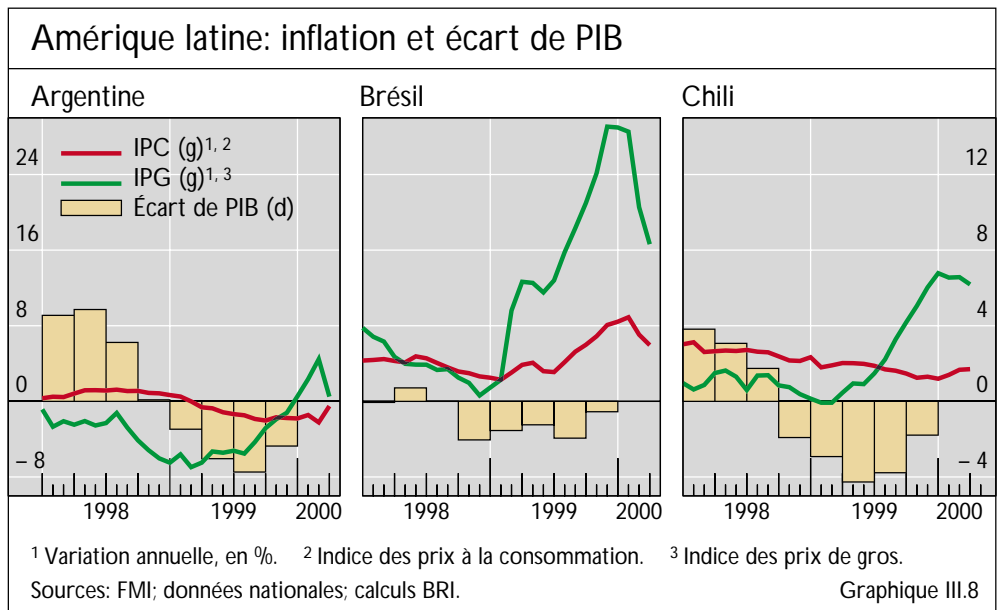
L'un des faits notables observés en Amérique latine l'année dernière est que la plupart des pays ont réussi à contenir l'inflation à un faible niveau. Le taux moyen de la région a fléchi à 9% et le taux médian à tout juste 4%. De plus, certains pays qui ont longtemps connu une inflation élevée, à savoir la Colombie, l'Uruguay et le Venezuela, ont enregistré leur taux d'inflation le plus bas depuis des décennies. Ce résultat est d'autant plus remarquable que, dans de nombreux pays, la monnaie s'est dépréciée, ce qui, par le passé, entraînait généralement une forte accélération de l'inflation.

... peut être momentanée ...

Certains des facteurs qui ont contribué à réduire l'inflation en 1999 pourraient n'être que transitoires. Premièrement, la désinflation a été importée du reste du monde par le biais de la baisse des prix à l'importation exprimés en dollars EU ainsi que, dans le cas du Mexique, par l'appréciation du peso contre la monnaie américaine. Deuxièmement, dans la majorité des économies, le faible taux d'utilisation des capacités et l'atonie de la conjoncture ont incité les entreprises à comprimer leurs marges et les travailleurs à limiter leurs revendications salariales. Ainsi, au Brésil, les marges bénéficiaires de la plupart des industries manufacturières avaient déjà diminué avant la dévaluation et les salaires réels avaient régressé de 8% à la fin de 1999. De plus, en raison de la faiblesse de la demande, les modifications des prix à l'importation et des prix de gros ont eu des répercussions modestes sur les prix à la consommation. Il semble que ces deux éléments, à savoir l'érosion des marges bénéficiaires et l'incidence atténuée des variations de change et des prix à l'importation, aient également joué dans d'autres pays (graphique III.8).

... mais pourrait perdurer

Toutefois, plusieurs raisons incitent à penser que le faible niveau actuel de l'inflation en Amérique latine pourrait perdurer. La déréglementation a entraîné des gains de compétitivité et la libéralisation des échanges a accentué l'ouverture des marchés nationaux à la concurrence étrangère, même si les importations ne représentent encore qu'une petite fraction de la dépense totale. Par ailleurs, le caractère apparemment durable de la désinflation a amené à supprimer les mécanismes d'indexation. En outre, comme la plupart des pays laissent maintenant flotter leur monnaie, dont le cours de change varie dans les deux sens, il se pourrait que les entreprises hésitent davantage à modifier leurs prix en réponse aux mouvements de change. Enfin, conscientes du risque de réveil de l'inflation, les autorités ont conservé, le plus souvent, des taux d'intérêt



relativement élevés et se sont abstenues de recourir à la relance budgétaire pour atténuer la récession. Cette prudence a probablement contribué à réduire les anticipations d'inflation et, en compensant partiellement la dépréciation de la monnaie, peut aussi avoir facilité la maîtrise de l'inflation.

Ampleur des déséquilibres extérieurs

Malgré le recul ou la stagnation de la production dans la région, les déficits des opérations courantes sont restés élevés, notamment en Argentine et au Brésil, où ils ont continué de dépasser 4% du PIB. Le déséquilibre extérieur a été sensiblement corrigé au Chili et en Colombie, mais il demeure assez substantiel au Mexique et dans d'autres pays, compte tenu surtout de la position conjoncturelle et de l'environnement mondial relativement favorable. L'une des causes importantes est que plusieurs pays ont été durement touchés par la lente remontée ou la poursuite de la baisse des prix des produits de base non pétroliers. De plus, les flux d'IDE destinés à des projets totalement nouveaux, même si dans l'immédiat ils permettent de financer le déficit courant, peuvent à terme l'aggraver. Par exemple, les investissements étrangers dans les entreprises de montage qui assurent l'essentiel du commerce du Mexique vers les États-Unis provoquent directement un accroissement des importations de biens d'équipement. En outre, ces entrées de capitaux ont tendance à gonfler le revenu interne et donc à stimuler les importations. Les investissements étrangers dans les secteurs protégés de la concurrence internationale pourraient aussi accentuer les déséquilibres des paiements courants, dans la mesure où les entreprises font des bénéfices sans qu'il y ait augmentation de la capacité d'exportation ou de remplacement des importations.

L'IDE soulève une autre question, peut-être encore plus importante, qui est de savoir si les flux peuvent rester durablement au niveau de ces dernières années. Les entrées de capitaux induites par les privatisations ont été substantielles en Argentine, où elles ont représenté la moitié du total de l'IDE l'an passé. Cependant, le processus de privatisation comporte des limites

L'ampleur des déficits des paiements courants ...

... suscite des préoccupations quant au caractère durable des flux d'IDE ...

évidentes et, au Brésil, la part de l'IDE correspondante a effectivement fléchi en 1999. Les fusions et acquisitions ont aussi joué un rôle majeur et ont pu être encouragées par le fait que les entreprises locales paraissent moins chères en raison de la baisse du cours de change. Toutefois, l'afflux d'IDE en Amérique latine a également été stimulé par des réformes structurelles, qui ont permis aux étrangers d'investir dans un nombre croissant de secteurs et dont les effets pourraient fort bien se faire sentir encore plusieurs années. En outre, les investissements étrangers suscités par des privatisations, des fusions ou des acquisitions ont souvent été suivis par une augmentation du stock de capital.

... et à la vulnérabilité à l'égard des taux d'intérêt internationaux

Même s'il a été relativement facile de financer les déficits des paiements courants, dans la plupart des pays d'Amérique latine le ratio dette extérieure/ PIB a continué d'augmenter l'année dernière, si bien que ces pays restent très vulnérables aux modifications de l'environnement financier international, notamment à la hausse des taux d'intérêt dans les pays industriels.

Afrique

Les faiblesses structurelles freinent la croissance

Malgré l'accélération de la demande mondiale et l'amélioration correspondante des conditions financières, le taux de croissance de l'Afrique est revenu à quelque 2½%, contre plus de 3% en 1998. De nouveau, en raison de faiblesses structurelles fondamentales (intégration insuffisante dans l'économie mondiale et dépendance excessive à l'égard de l'agriculture et des exportations de produits de base), la situation macroéconomique du continent n'a guère profité du renforcement de la demande mondiale, tout en restant très exposée aux variations des termes de l'échange. De plus, par suite d'une gestion inadéquate des affaires publiques, du sous-développement du secteur financier et du bas niveau de l'épargne, la résistance aux chocs internes est faible et, partant, les écarts de taux de croissance entre les pays sont généralement beaucoup plus grands que dans les autres groupes d'économies émergentes. Ainsi, la hausse des prix des produits de base industriels, consécutive à l'accélération de la croissance mondiale, a soutenu les revenus réels dans de nombreux pays d'Afrique en 1999. Cependant, la guerre civile et la perte de maîtrise de la politique monétaire en Angola et en République démocratique du Congo, la déflation au Burkina Faso et au Tchad et les mauvaises conditions climatiques dans d'autres pays (Maroc) ont provoqué une diminution de l'expansion moyenne du PIB de l'Afrique.

Progrès dans la lutte contre l'inflation

La croissance étant moins forte que prévu, de nombreux pays ont réussi à réduire encore leur taux d'inflation. Abstraction faite des deux pays ayant perdu le contrôle de la situation monétaire, l'inflation moyenne a fléchi à quelque 7% et le taux médian à 4% seulement, valeurs les plus basses depuis le début des années 90. Comme par le passé, les pays de la zone CFA sont ceux où l'inflation a été la plus faible; en fait, pour la moitié d'entre eux, les prix ont soit baissé, soit augmenté de moins de 1%. En revanche, les taux d'inflation sont montés à 45% au Malawi et 60% au Zimbabwe et se sont échelonnés jusqu'à près de 30% en Zambie, au Ghana et au Soudan.

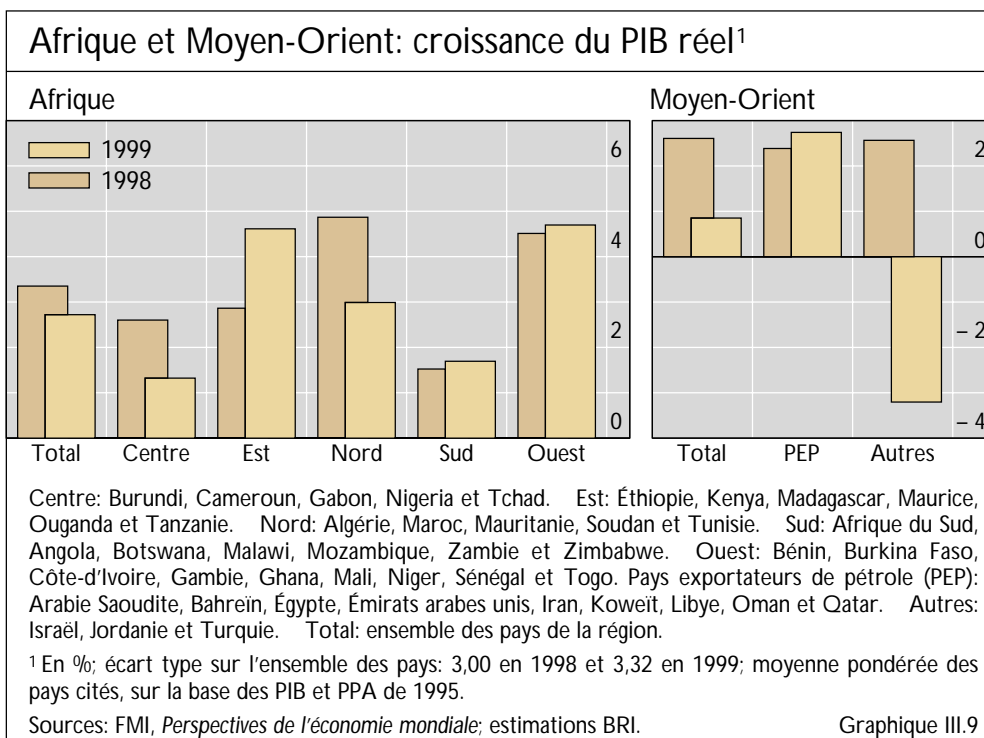
Des écarts de croissance sont également apparus, l'an dernier, d'une région à l'autre de l'Afrique (graphique III.9). Ainsi, le rythme plus faible en Afrique du

Nord a été dû principalement au ralentissement notable au Maroc, tandis que le dynamisme relatif de la zone occidentale peut être attribué à l'accélération au Ghana, qui a plus que compensé les moins bons résultats en Côte-d'Ivoire. En revanche, le tassement enregistré en Afrique centrale est surprenant, car trois des pays exportateurs de pétrole (Cameroun, Gabon et Nigeria) en font partie. Dans d'autres cas, les conditions sont assez hétérogènes, si bien que les gains dans certains pays égalisent plus ou moins la détérioration ailleurs. Par exemple, à l'est du continent, la production a nettement progressé, car la reprise en Éthiopie a largement contrebalancé les effets de l'atonie persistante des prix des produits agricoles au Kenya, en Ouganda et en Tanzanie. De même, le rythme médiocre en Afrique australe est surtout imputable à une dégradation au Zimbabwe et à la poursuite d'une croissance lente en Afrique du Sud.

Importants écarts de croissance entre les régions

Durant les années 90, la croissance moyenne du PIB de l'Afrique du Sud n'a atteint que 1%, alors que le chômage est monté à près de 40%. Même si son taux effectif est quelque peu inférieur, car de nombreux chômeurs travaillent dans le secteur informel ou dans le cadre de contrats non déclarés, il faudrait plusieurs années de croissance stable et soutenue pour faire baisser le chômage et assurer une distribution plus équitable des revenus. L'amélioration de la croissance de la production et de l'emploi exige une augmentation sensible du ratio investissement/PIB, qui n'est actuellement que de 15%, et une modération des salaires réels incitant les entreprises à effectuer des investissements plus créateurs d'emplois. L'adoption d'un objectif d'inflation pour la conduite de la politique monétaire pourrait aider à réduire l'inflation et les anticipations, mais ne suffira probablement pas à rendre l'Afrique du Sud plus attrayante pour les investissements directs étrangers. En fait, au cours de la dernière décennie, les

Afrique du Sud: nécessité d'une croissance plus forte et plus créatrice d'emplois



Afrique: indicateurs monétaires ¹								
	Monnaie au sens large		Crédit à l'État		Crédit au secteur privé			
	en % du PIB						en % du crédit total	
	1992-94	1995-98	1992-94	1995-98	1992-94	1995-98	1992-94	1995-98
Centre	20	15	18	6	9	9	33	58
Est	36	39	15	12	17	22	47	66
Nord	65	59	28	19	21	29	34	44
Sud	40	43	2	2	48	53	84	85
Ouest	23	22	9	9	15	12	64	61

Pour les groupes de pays, se reporter au graphique III.9.
¹ Moyenne annuelle pour la période considérée.
Sources: FMI; données nationales; estimations BRI. Tableau III.8

flux nets d'IDE y ont été négatifs, car la faiblesse des gains de productivité et le niveau relativement élevé des coûts unitaires de main-d'œuvre ont eu un effet dissuasif, sur les investissements de création en particulier.

Obstacles aux entrées d'IDE

Le manque de compétitivité n'est peut-être pas, cependant, la seule raison pour laquelle l'afflux mondial d'IDE vers les économies émergentes n'a guère bénéficié à l'Afrique du Sud ni même à l'ensemble du continent africain. Les incertitudes politiques et les carences du système juridique constituent, dans certains pays, des obstacles encore plus importants. Une plus grande diversification des structures de production et d'exportation contribuerait aussi à attirer davantage d'IDE dans les pays africains. En outre, le manque de profondeur et l'étroitesse des marchés financiers ont continué d'entraver l'indispensable mobilisation des capitaux étrangers et de l'épargne nationale. Par suite, le secteur financier de l'Afrique est resté de taille modeste par rapport à celui des économies plus avancées d'Asie et d'Amérique latine. En prenant comme indicateur de l'expansion du système financier le ratio masse monétaire au sens large/PIB, il apparaît que seuls l'Afrique du Sud, l'Algérie, le Kenya, le Maroc, Maurice et la Tunisie sont dotés d'un système relativement évolué (tableau III.8). De plus, les progrès de l'intermédiation financière, mesurés par le ratio crédit au secteur privé/PIB, ont été des plus modestes.

Obstacles structurels au développement du secteur financier

L'existence d'un système financier efficace pourrait s'avérer capitale pour attirer les investisseurs étrangers mais, à cet égard, l'Afrique se heurte à plusieurs problèmes structurels et politiques. Premièrement, dans la plupart des pays, la structure économique (avec une part importante de l'agriculture essentiellement autofinancée) n'est guère propice à l'intermédiation financière. Deuxièmement, l'existence de grandes banques d'État a entravé le développement d'un secteur financier plus efficient et compétitif. Troisièmement, jusqu'au milieu des années 90, les pays africains avaient tendance à privilégier l'économie «réelle» en accordant des crédits préférentiels à certaines activités. Au cours de la deuxième moitié de la décennie, ils ont évolué de plus en plus vers une libéralisation financière – déréglementation des taux d'intérêt, indépendance des banques centrales, agrément de nouvelles banques – ce qui a permis aux établissements financiers de jouer un rôle plus important dans

l'allocation du capital. Toutefois, ces réformes n'ont eu jusqu'à présent que des effets limités.

Moyen-Orient

À l'évidence, l'instabilité des prix pétroliers au cours de la dernière décennie a pesé sur la croissance et l'investissement au Moyen-Orient. Toutefois, depuis quelques années, on observe des signes de reprise, notamment dans les pays qui ont opté pour des politiques plus libérales. Ainsi, l'Égypte, après avoir adopté un cours de change unifié au début des années 90 et mis en œuvre de vastes réformes structurelles, a enregistré une croissance moyenne d'environ 5% ces cinq dernières années, tandis que l'inflation est progressivement revenue à 3%. L'Arabie Saoudite a aussi annoncé des mesures visant à ouvrir l'économie aux investissements étrangers et à diversifier l'activité en réduisant le poids du pétrole. Toutefois, l'amélioration générale des résultats économiques, l'an passé, est principalement imputable au redressement des prix pétroliers, qui a contribué à ramener le déficit budgétaire à quelque 6% du PIB et celui des paiements courants à 3%.

Égypte:
amélioration des
résultats due aux
réformes

En Turquie, l'économie a subi trois chocs majeurs en 1999: perte d'importants débouchés à l'exportation, retraits de capitaux étrangers à la suite du moratoire sur la dette russe en 1998 et tremblement de terre du mois d'août, qui a causé des dégâts considérables. Le maintien de taux d'intérêt réels élevés, afin de réduire l'inflation, a accentué les tendances dépressives au premier semestre de 1999 et, selon les estimations, la production a baissé de 5%. En Israël également, la conjoncture a été plutôt décevante au premier semestre de 1999. Toutefois, l'annonce d'un resserrement budgétaire et d'un objectif de taux d'inflation de 3 à 4% pour les deux prochaines années, conjuguée au raffermissement de la demande mondiale, semble avoir eu un effet positif sur les anticipations et la confiance. En conséquence, au deuxième semestre, le PIB a progressé de 5% en rythme annualisé, sous l'effet des exportations et de la consommation. De plus, malgré l'accélération de l'activité, le taux d'inflation avait fléchi à seulement 1,3% à la fin de l'année.

Chocs en
Turquie ...

... mais rebond
en Israël

Europe centrale et orientale

Production et commerce extérieur

Si la Russie a surmonté plus vite qu'on ne le prévoyait généralement la crise financière du milieu de 1998, celle-ci, aggravée par les répercussions de la guerre au Kosovo, a eu des effets négatifs sur les pays voisins. La Hongrie et la Pologne ont rapidement retrouvé le chemin de la croissance, avec une expansion de 4-4½%. En Hongrie, le redressement de l'industrie a été induit par la vigueur du secteur électronique et des exportations (graphique III.10). La production industrielle a aussi largement contribué à la croissance en Pologne, où l'augmentation des revenus réels et le dynamisme persistant du crédit aux ménages ont stimulé la consommation.

Hongrie et Pologne:
redressement
rapide ...

En République tchèque, la récession, qui avait commencé avec la crise monétaire de 1997, a ensuite été aggravée par la rigueur budgétaire. Le chômage

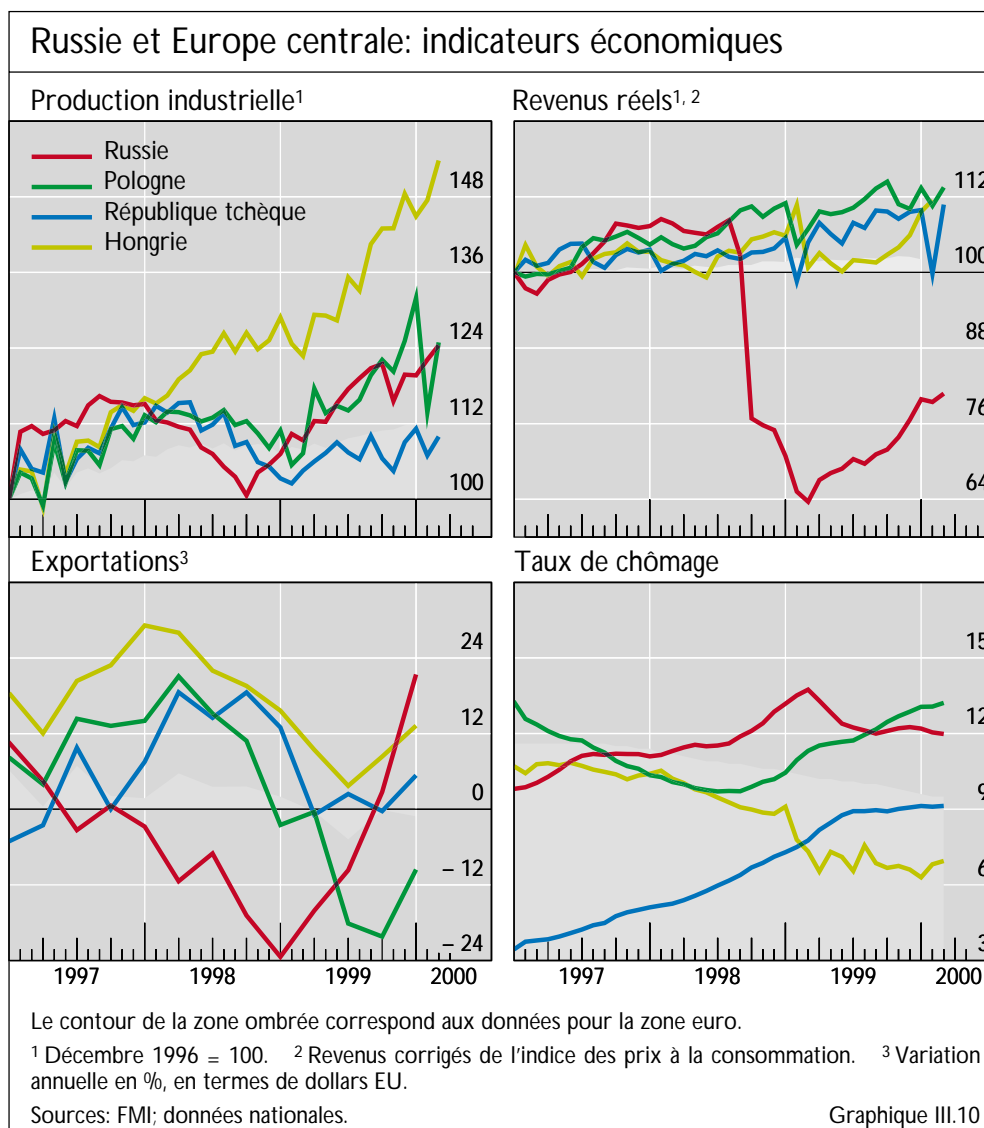
... baisse de la production dans les autres pays ...

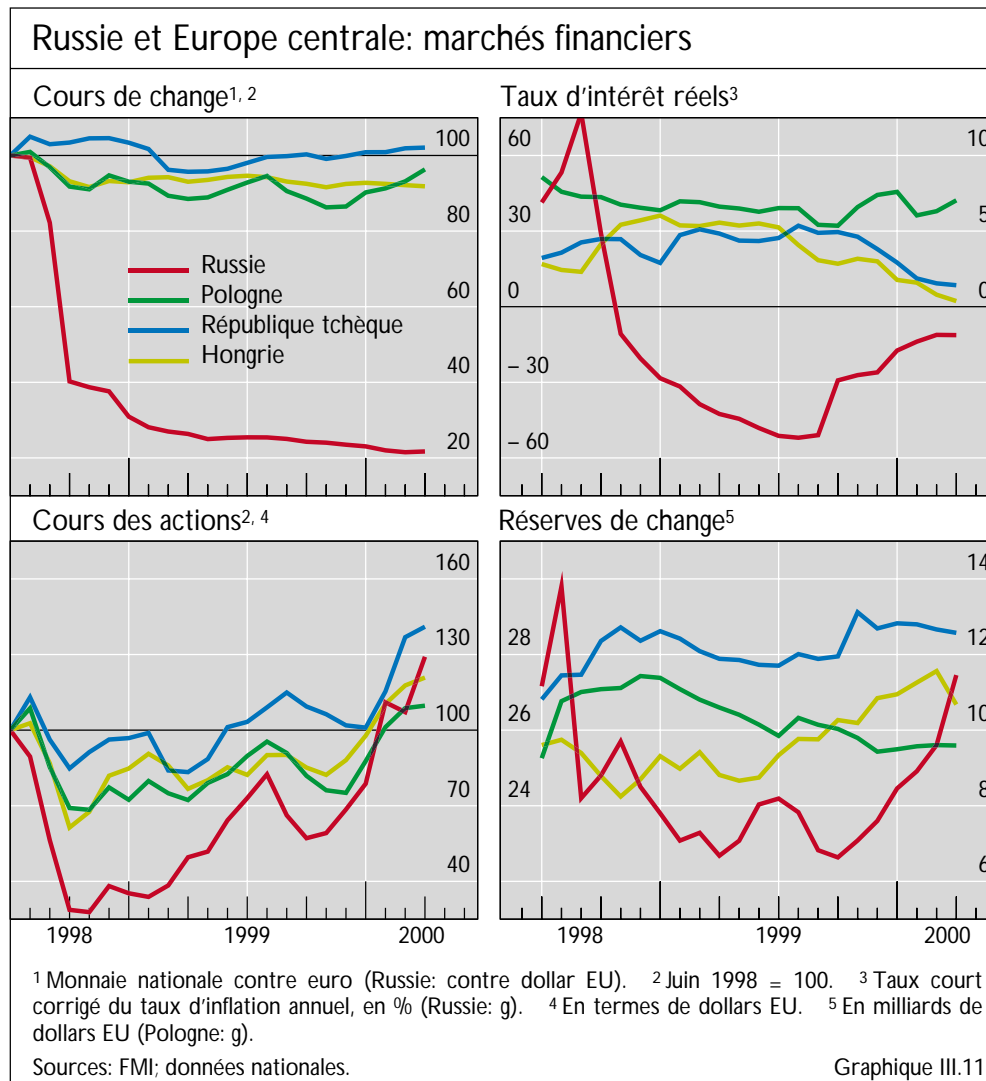
... sauf en Bulgarie et dans les pays de la CEI

Évolution contrastée du commerce extérieur

a augmenté rapidement, entraînant une modération ou une baisse des salaires nominaux et des prix. Dans les pays baltes, toujours très tributaires des exportations vers la Russie, le tassement de l'activité a atteint jusqu'à 4%. La Roumanie, en proie à toute une série de problèmes intérieurs, a enregistré une contraction de 4% en 1999 et la Croatie 2%. En revanche, la Bulgarie semble avoir été relativement préservée des crises dans les pays voisins et a continué de bénéficier de son régime de caisse d'émission, avec notamment une croissance de 2½%, un recul de l'inflation, tombée à ¼%, et un repli des taux d'intérêt. Autre fait relativement inattendu: la plupart des pays de la CEI, qui, pour beaucoup, ont tiré parti d'une faible inflation importée et de la hausse des prix pétroliers, ont connu une expansion soutenue dans un contexte macroéconomique assez stable.

En raison des différences dans la composition et la destination des exportations de marchandises, ainsi que dans la progression de la demande intérieure, l'évolution du commerce extérieur et des déficits des paiements courants a été assez contrastée l'année dernière. En Hongrie, les exportations





ont recommencé à augmenter au milieu de 1999 et le déficit des paiements courants a diminué. La République tchèque a aussi enregistré une amélioration de son solde courant, mais surtout grâce au fléchissement de la demande d'importations. En revanche, le déficit courant de la Pologne s'est creusé à 8% du PIB, à cause d'une perte substantielle de compétitivité sur les marchés d'exportations. Dans l'ensemble, les pressions sur le change des pays de la région ont été moindres qu'en 1997 et 1998, même dans les pays baltes, en Slovaquie et en Croatie, où le déficit des opérations courantes est resté égal ou supérieur à 6% du PIB.

En Russie, le retour de la croissance en 1999 a été dû principalement à une évolution extérieure favorable. La forte hausse du prix du pétrole et les effets de substitution des importations induits par l'importante dévaluation d'août 1998 se sont traduits par un redressement de \$17 milliards du solde commercial et une expansion de 3,2% du PIB. De plus, la reprise dans le secteur manufacturier a contribué à enrayer l'aggravation du chômage. Parmi les autres éléments positifs figurent notamment l'amélioration du recouvrement de l'impôt et la modération des tensions inflationnistes, grâce à la dissipation des craintes d'hyperinflation et à la stabilisation relative du cours rouble/dollar. Toutefois, la maîtrise de l'inflation

Russie: stabilisation

a été obtenue au prix notamment d'une contraction brutale des salaires réels et des revenus des ménages. À la fin de 1998, les revenus réels avaient diminué d'environ un tiers par rapport à leur niveau antérieur à la crise et seule une partie du terrain perdu a été regagnée l'an dernier.

Inflation et adoption de nouveaux régimes de politique monétaire

Accroissement de l'écart d'inflation par rapport à la zone euro

Bien que l'inflation en Europe centrale ait continué de reculer en raison de l'atonie de la croissance au premier semestre de 1999, l'écart avec la zone euro a recommencé à se creuser. Dans plusieurs pays, les hausses de salaires supérieures aux gains de productivité ont constitué la principale menace pour la stabilité des prix, tandis qu'ailleurs l'inflation a été essentiellement attisée par une importante dépréciation de la monnaie ou par des mesures de libéralisation. C'est en partie pour remédier à cette évolution que la Pologne a adopté, au début de 1999, des objectifs d'inflation pour la conduite de la politique monétaire, ce que la République tchèque avait déjà fait après la crise monétaire de 1997.

Adoption d'objectifs d'inflation en Pologne ...

Dans un premier temps, la Pologne a assigné une fourchette-objectif de 8–8,5% à la hausse de l'indice des prix à la consommation pour la fin de 1999, le but à plus long terme étant de ramener l'inflation à moins de 4% d'ici 2003. Si l'objectif à court terme a été revu en baisse en mars 1999, le résultat effectif (9,8%) a été néanmoins supérieur à la limite fixée, en partie à cause du renchérissement du pétrole mais aussi de la vigueur inattendue de la demande de consommation. La banque centrale a cherché à contenir les pressions inflationnistes en majorant de trois points de pourcentage ses taux directeurs, tout en continuant à surveiller le cours de change. La fourchette de fluctuation du zloty, qui était déjà large ($\pm 12,5\%$), a été portée à $\pm 15\%$ en mars 1999 et, dans le cadre de l'adoption d'un objectif d'inflation, les autorités ont décidé, en avril 2000, de laisser flotter la monnaie. Contrairement à ce qui s'est passé en Pologne, en République tchèque le taux d'inflation nette a été bien inférieur à l'objectif en 1998 et 1999. L'existence d'un écart important entre l'inflation nette, qui ne tient pas compte de l'incidence des variations des impôts indirects et des prix administrés, et l'inflation globale a menacé pendant quelque temps la crédibilité, car les anticipations d'inflation paraissaient davantage déterminées par la seconde mesure. Néanmoins, face à la faiblesse des chiffres de l'inflation nette et à l'atonie de la croissance, les autorités ont sensiblement réduit les taux d'intérêt l'année dernière, mesure largement approuvée par l'opinion publique.

... et en République tchèque

Problèmes posés par les objectifs d'inflation dans les économies en transition

En raison de l'instauration relativement récente de l'économie de marché et du processus de transition lui-même, les économies d'Europe centrale qui ont opté pour des objectifs d'inflation ont rencontré des problèmes spécifiques. En particulier, il leur a fallu modéliser le mécanisme de transmission de la politique monétaire et estimer l'impact de fortes variations de change sur l'inflation et les anticipations d'inflation. En outre, les séries de données chronologiques sur la production et la productivité ne remontent pas loin dans le temps, ce qui rend le calcul de l'écart de PIB plus difficile. De surcroît, la plupart de ces économies n'ont pas encore totalement libéralisé les prix administrés. Le gouvernement tchèque s'est engagé à le faire pour tous les prix réglementés avant la fin de 2002, ce qui pourrait ajouter trois points de pourcentage à l'inflation globale. Même si

l'objectif retenu par la banque centrale porte sur l'inflation nette, une telle évolution pourrait, en alimentant les anticipations d'inflation et les revendications salariales, entraîner un resserrement de la politique monétaire. Enfin, les comportements des consommateurs ne se sont probablement pas encore stabilisés, ce qui risque de donner lieu à des mesures erronées des indices de prix sous-jacents et globaux.

IV. Politique monétaire dans les pays industriels avancés

Faits saillants

L'an passé a marqué le retournement du cycle des taux d'intérêt, de nombreuses banques centrales amorçant un processus de resserrement monétaire face à l'apparition de tensions sur les prix. Dans les trois grandes économies, les autorités monétaires ont été confrontées à différentes sources d'incertitude et se sont de plus en plus efforcées de prendre explicitement en compte le poids de cette incertitude dans leur politique et d'en faire état dans leurs rapports avec le public. La transparence sur les difficultés rencontrées présente l'avantage d'aider les autorités monétaires à préserver leur crédibilité, même lorsqu'elles doivent inverser leur orientation.

Aux États-Unis, l'incertitude portait notamment sur le taux de croissance potentielle ainsi que sur la situation des marchés financiers. Des indices de plus en plus nombreux faisaient penser à une augmentation des gains de productivité à long terme, compliquant l'évaluation des tensions inflationnistes, tandis que l'emploi continuait de progresser à un rythme qu'il paraissait auparavant impossible de tenir. Alors que les relèvements du taux-objectif des fonds fédéraux, au milieu de 1999, correspondaient essentiellement au renversement de la détente liée aux turbulences mondiales de 1998, ils ont reflété, par la suite, la crainte grandissante qu'un excès de demande n'avive les tensions inflationnistes. Comme dans le passé récent, la Réserve fédérale s'est interrogée sur le meilleur moyen d'intégrer les prix des actifs dans la détermination de sa stratégie. Les marchés des actions, en particulier, ont continué d'enregistrer une forte progression, aux conséquences imprévisibles pour la consommation. En décidant d'annoncer le «penchant» de son orientation à l'issue de ses séances, le Comité fédéral de l'open market (CFOM) soulignait encore plus la nécessité de prendre en compte les réactions possibles des marchés financiers dans l'élaboration de sa ligne d'action.

L'incertitude a également constitué une préoccupation majeure au Japon. La principale question était de savoir si l'action entreprise suffirait à empêcher la grave récession d'engendrer des tendances déflationnistes et, sinon, quelles seraient les mesures propres à stimuler l'activité alors que les taux directeurs nominaux étaient au niveau zéro. Après cinq trimestres consécutifs de contraction du PIB réel et une baisse des prix à la consommation apparue au second semestre de 1998, pour la première fois depuis trois ans, l'économie japonaise se trouvait, au début de 1999, dans une perspective de reflux. En fait, les conditions économiques et financières se sont quelque peu améliorées, même s'il n'apparaît guère que la reprise économique ait acquis une dynamique propre.

La situation de l'Eurosystème, l'an passé, illustre les problèmes qui se posent aux autorités lorsqu'un environnement économique et financier nouveau et en

rapide mutation modifie à la fois le mécanisme de transmission de la politique monétaire et les perceptions en matière de cours de change. L'Eurosystème a mené sa politique sans guère se départir de la méthode pragmatique annoncée, renonçant à tenter un réglage fin à cause de l'incertitude entourant le mécanisme de transmission, et ne guidant son orientation sur l'expansion de M3 que lorsqu'il jugeait que des facteurs temporaires n'affectaient pas sa valeur informative. Si son pilotage des taux d'intérêt a été généralement bien accueilli par le public, sa politique de communication a parfois été critiquée en raison d'un manque de transparence, malgré la grande importance accordée d'emblée par l'Eurosystème à la clarté et à l'ouverture.

Comme aux États-Unis et dans la zone euro, la politique monétaire a été durcie au fil de l'année dans tous les pays dotés d'un objectif d'inflation. Dans l'ensemble, la forte poussée de la demande intérieure, l'accélération de la croissance mondiale et l'augmentation des cours pétroliers se sont traduites par une tension plus générale sur les prix et ont occasionné une révision en hausse des prévisions d'inflation à moyen terme, justifiant ainsi le relèvement des taux courts.

États-Unis

Deux grandes questions ont tenu une place prééminente dans l'élaboration de la politique de la Réserve fédérale en 1999. La première portait sur l'évolution des gains de productivité et les tensions du marché du travail ainsi que sur l'évaluation de l'incidence de ces éléments sur les perspectives d'inflation. La seconde concernait la situation des marchés financiers, et plus précisément l'interaction entre orientation monétaire et prix des actifs. Ces deux aspects étaient source d'incertitude pour les autorités. Les gains de productivité ont parfois dépassé, ces dernières années, les niveaux atteints au cours des décennies 70 et 80, ce qui laisse supposer un saut quantitatif des capacités de production. Il est toutefois difficile d'identifier clairement une rupture dans le rythme d'augmentation de la productivité en phase avancée d'expansion. Dans le même ordre d'idées, il est tout aussi délicat d'isoler les effets de la politique monétaire sur les prix des actifs, de même que leur incidence sur la consommation, la croissance et la productivité.

À cet égard, il peut être instructif de se reporter à l'expérience du Japon durant la décennie 80. Ce pays avait alors connu plusieurs années de faible inflation et de forte croissance, si bien que les autorités avaient de la peine à distinguer tendance longue et éléments cycliques. De plus, cette évolution s'inscrivait dans un environnement caractérisé par une appréciation du yen, des taux d'investissement élevés et une accélération des gains de productivité ainsi que par une vive montée des cours des actions et des prix de l'immobilier. La Banque du Japon se demandait si elle devait resserrer sa politique monétaire et, dans ce cas, comment elle pouvait mobiliser le soutien du public avec des prix aussi sages et des gains de productivité aussi substantiels. D'ailleurs, à l'époque comme maintenant, on ne savait guère avec quelle rapidité les prix des actifs réagissent à un durcissement monétaire. Ce contexte fait penser à la situation américaine récente, qui semble toutefois plus stable sur des aspects majeurs: la hausse des prix immobiliers est restée bien inférieure et le système bancaire apparaît beaucoup plus solide. Cependant, à la différence du Japon d'alors, les

Incertain au sujet des gains de productivité et des prix des actifs

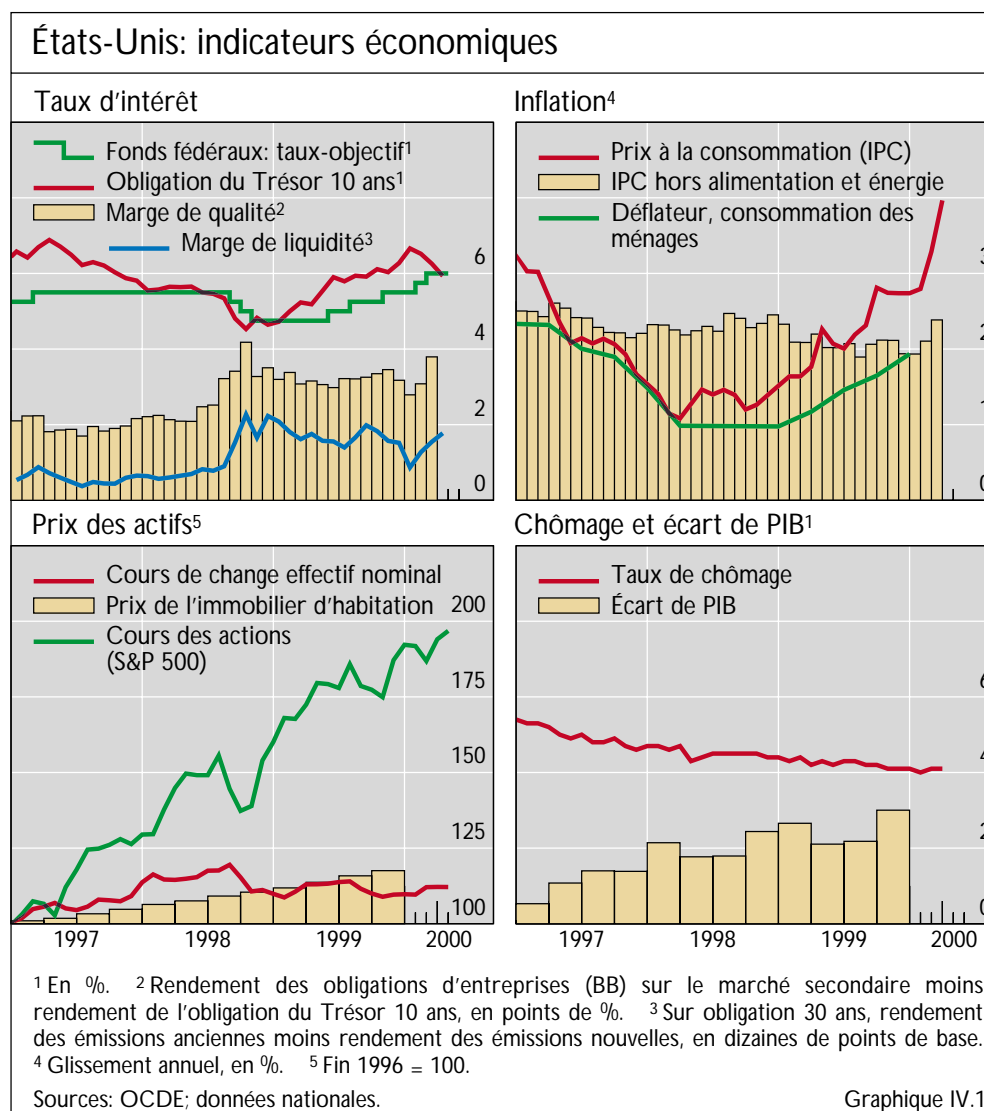
Similitudes et différences avec le Japon des années 80

Stabilisation des marchés de la dette ...

... et début du durcissement monétaire

États-Unis présentent une dette extérieure et un large déficit des transactions courantes. Il est donc difficile de dresser un bilan comparatif des risques.

Au début de la période sous revue, les considérations relatives aux marchés des capitaux ont joué un rôle prédominant dans l'élaboration de la politique monétaire. Pour en mesurer le poids, il suffit de rappeler les événements de fin 1998. À cette époque, une série de crises financières internationales menaçantes pour l'économie américaine avait incité la Réserve fédérale à abaisser ses taux d'intérêt à trois reprises, par crainte qu'une raréfaction généralisée du crédit ne finisse par paralyser les marchés des capitaux et n'entraîne une récession. Ces turbulences financières sont parfaitement illustrées par la forte augmentation de la marge de liquidité sur l'obligation du Trésor à 30 ans et de l'écart de rendement entre les titres d'entreprises moins bien notés et les obligations du Trésor à 10 ans. Au milieu de 1999, toutefois, cette crainte s'était quelque peu atténuée et il apparaissait que les marchés des capitaux avaient retrouvé un fonctionnement plus normal. La priorité des autorités a alors consisté à inverser les réductions du taux cible des fonds fédéraux en temps opportun, au fur et à mesure de l'amélioration de la situation.



Alors que ce mouvement était déjà amorcé, l'objectif des autorités s'est déplacé, durant l'année, vers la nécessité d'éviter une poussée inflationniste et une fin prématurée de l'expansion. La Réserve fédérale estimait que les plus-values boursières, qu'elles s'avèrent permanentes ou temporaires, auraient des répercussions inflationnistes en gonflant la demande intérieure au-delà des capacités d'offre. La conjonction d'une baisse du taux d'épargne des ménages et d'un niveau élevé des cours des actions confirmait que les gains en capital alimentaient la consommation, qui devenait le principal moteur de la croissance à un stade avancé de l'expansion. La Réserve fédérale devait donc maîtriser cette situation pour éviter une flambée des prix, mais risquait de provoquer un atterrissage brutal si elle agissait trop vigoureusement, avec des répercussions marquées sur les cours des actions. L'éventualité d'une chute du marché boursier dépendait en partie de la nature de leur hausse, artificielle – bulle spéculative – ou justifiée – accélération durable des gains de productivité. Dans ce dernier cas, la Réserve fédérale aurait moins à se préoccuper d'une forte baisse des prix des actifs et pourrait durcir plus résolument son orientation face aux tensions inflationnistes.

Les indicateurs économiques classiques ont également émis des signaux contradictoires pendant l'année, compliquant ainsi la conduite de la politique monétaire. Alors que l'économie américaine connaissait sa neuvième année d'expansion, avec une croissance dépassant 4%, un niveau de PIB réel supérieur de plus de 2 points aux estimations traditionnelles de la production potentielle et un chômage tombé à son minimum depuis trente ans, il y avait de plus en plus lieu de se préoccuper d'une accumulation des tensions inflationnistes sous-jacentes. Le gonflement du déficit courant indiquait clairement que la demande intérieure dépassait l'offre intérieure. En outre, deux facteurs clés de la bonne tenue des prix ces dernières années, appréciation du dollar EU et baisse des prix pétroliers dans le monde, se faisaient moins sentir. En revanche, les gains de productivité continuaient de progresser au-delà de toute attente et les coûts unitaires de main-d'œuvre restaient faibles, s'inscrivant même en repli à la fin de 1999. L'éventualité d'une rupture de tendance de la productivité devenait plus plausible. De surcroît, l'expansion avait été alimentée, dans une mesure non négligeable, par des investissements substantiels au titre des restructurations ainsi que dans les technologies avancées, ce qui confortait les tenants de la «nouvelle économie». Dans l'ensemble, néanmoins, même si les principaux indicateurs économiques donnaient des signaux contradictoires sur les perspectives d'inflation, la nécessité d'un durcissement supplémentaire apparaissait de plus en plus probable. Après avoir ramené le taux-objectif des fonds fédéraux au niveau de 5,5% en novembre 1999, le CFOM a continué de relever les taux directeurs au début de l'an 2000.

Persistance d'une productivité élevée, mais resserrement du marché du travail

Prix des actifs, stabilité financière et politique monétaire

Évaluer le rôle des prix des actifs dans la conduite de la politique monétaire soulève diverses questions, dont l'une, stratégique, est de savoir s'il convient de faire de ces prix un objectif indépendant. Dans de nombreux pays, la banque centrale a, en effet, pour mission de promouvoir la stabilité financière. Étant donné qu'une baisse cyclique des prix des actifs peut déclencher des faillites

bancaires en chaîne et, comme c'est le cas pour le cycle du crédit, précède souvent une chute de l'activité, certains prétendent qu'il serait prudent de cibler directement des variables financières. Toutefois, à la différence d'un objectif d'inflation, la stabilité financière est difficile à quantifier et il est donc malaisé de déterminer quand elle est menacée par l'évolution des prix des actifs. Il est bien évidemment délicat, au surplus, de choisir l'actif à cibler parmi de nombreuses possibilités, puis de lui attribuer un niveau de référence. Objection plus fondamentale encore, une telle politique conduirait logiquement à poursuivre avec moins de vigueur l'objectif traditionnel de stabilité des prix à la consommation.

Compréhension
imparfaite du rôle
des prix des actifs

Sans parler de la mesure dans laquelle les autorités monétaires pourraient parfois tenir compte des prix des actifs dans leurs objectifs traditionnels, elles ne peuvent ignorer l'incidence de ces prix sur leurs objectifs. De nombreuses questions pratiques restent cependant à résoudre concernant la réaction à adopter face à l'évolution de ces prix. Par exemple, les autorités peuvent-elles réagir sans au moins se demander si ces prix sont trop élevés ou trop bas par rapport à un niveau approprié? En outre, leur rôle dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire comporte une grande incertitude, ce qui limite leur utilité dans l'évaluation des mesures à prendre. Ainsi, on ne sait guère dans quel délai ni avec quelle ampleur ces prix répondent aux changements d'orientation.

Dangers inhérents
à toute réaction
aux prix des actifs

Ces incertitudes sont présentes en phase de détente comme de durcissement monétaire. Dans le premier cas, des injections de liquidités dans un contexte de difficultés financières manifestes pourraient faciliter l'apparition d'un aléa moral et, ultérieurement, de tensions encore plus vives sur les marchés. Elles pourraient même involontairement entériner des niveaux de prix élevés pour d'autres actifs très dynamiques. Les réductions de taux directeurs opérées par la Réserve fédérale, fin 1998, nécessaires pour stabiliser les marchés des titres à revenu fixe, ont pu simultanément favoriser une reprise du marché des actions. En phase de resserrement monétaire, l'expérience japonaise des années 80 semblerait démontrer qu'une action rapide est de nature à freiner les prix des actifs et à enrayer la formation d'une bulle. En pratique toutefois, un léger relèvement des taux pourrait, au contraire, en témoignant de la détermination de la banque centrale à lutter contre l'inflation, renforcer la confiance du marché dans le caractère soutenable de l'expansion et aller ainsi à l'encontre du but recherché. Il pourrait donc être difficile de dégonfler en douceur une bulle des prix des actifs. On est même fondé à penser que seules des mesures vigoureuses peuvent y parvenir. En dehors de toute autre considération liée au ciblage des prix des actifs, les autorités seront naturellement réticentes à agir aussi vivement tant qu'elles ne seront pas assurées de l'existence d'une bulle. Puisque cette certitude peut n'apparaître qu'à une phase bien avancée du cycle, il sera alors sans doute trop tard pour préserver l'économie des conséquences d'un ajustement des prix des actifs.

Annonce du penchant

La nécessité de prendre en compte l'interaction entre les perceptions du marché et la politique monétaire a également été illustrée l'an passé par la décision de la Réserve fédérale d'annoncer le penchant de son orientation à l'issue de chaque

séance du CFOM. Avant mai 1999, cette indication n'était rendue publique qu'au moment de la parution des procès-verbaux des séances. La nouvelle procédure dénote une plus grande volonté de transparence de la Réserve fédérale sur ses opérations.

Jamais la signification exacte de ce penchant n'était apparue très claire au public. Certains y voyaient un moyen de parvenir à un consensus entre membres du CFOM sur l'adoption de l'objectif, en permettant l'expression d'opinions divergentes. D'autres considéraient qu'il autorisait le président à entreprendre des modifications discrétionnaires entre les séances. Selon une troisième interprétation, il indiquait la direction dans laquelle irait vraisemblablement le taux des fonds fédéraux. L'examen des contrats à terme sur fonds fédéraux à l'approche et à l'issue des séances depuis mai 1999 montre que, malgré ce manque de clarté, le marché n'a pas été surpris par l'annonce du penchant en même temps que l'orientation et n'a pas vivement réagi. Néanmoins, alors que le marché obligataire paraissait insensible à l'indication du penchant, celle-ci a semblé être à l'origine de mouvements éphémères sur le marché des actions. Afin de dissiper tout malentendu, la Réserve fédérale a révisé sa procédure de communication en février 2000; elle a précisé que le penchant est destiné à exprimer un consensus du CFOM au sujet des incertitudes entourant les perspectives de croissance et d'inflation sur un horizon allant au-delà de la séance suivante.

Signification
imprécise du
penchant

Japon

Avec des prix à la consommation étales ou en légère baisse et un écart de PIB important et en hausse, la politique monétaire au Japon s'est surtout attachée, l'an passé, à empêcher l'économie de développer de nouvelles tendances déflationnistes.

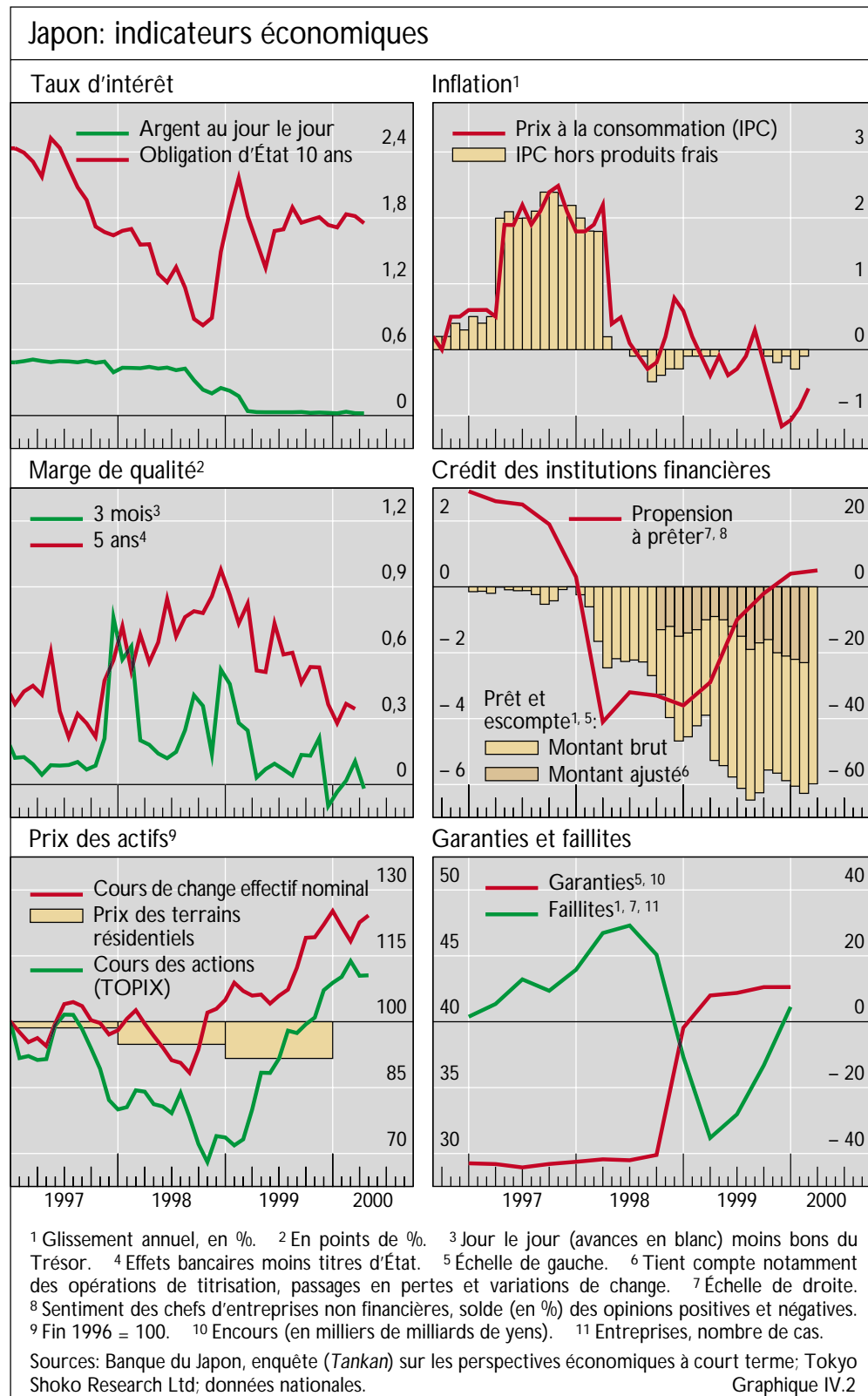
Comme le taux au jour le jour avait déjà été réduit à zéro en mars 1999, un nouvel assouplissement par le canal traditionnel des taux d'intérêt n'était pas réalisable. Puisque les taux longs avaient fortement augmenté fin 1998 et début 1999, après la présentation des mesures de relance budgétaire, alors que le secteur public apparaissait moins demandeur d'obligations d'État à long terme, la Banque du Japon a annoncé, en avril, son intention de maintenir les taux courts au niveau zéro jusqu'à dissipation des craintes de déflation. Cette initiative, qui visait à orienter les rendements obligataires à la baisse, s'est traduite, au printemps, par une diminution dans le compartiment à 10 ans. Certains signes d'amélioration des perspectives économiques ont fait redouter, durant l'été, un abandon de la politique de taux zéro, et les rendements des obligations à long terme sont alors remontés, s'inscrivant juste au-dessous de 2%. En outre, un élément plus préoccupant a été l'appréciation brutale du yen, qui a freiné l'activité. C'est seulement en fin d'année, lorsque les opérateurs ont eu une perception moins optimiste de la situation économique, que la hausse de la monnaie s'est en partie inversée.

Politique de taux
zéro ...

... maintenue

Si la politique budgétaire restait le soutien primordial de l'activité, de nombreux signes donnaient aussi à penser que les mesures prises l'année précédente pour stabiliser le système financier commençaient à porter leurs fruits. L'adoption de garanties de crédit, l'accroissement des concours des

établissements publics, la fermeture d'institutions financières insolubles et la recapitalisation de plusieurs grandes banques, mesures allant toutes dans le sens d'une expansion du crédit, ont redonné confiance aux agents économiques. La diminution des primes de risque dans le système bancaire, la propension à prêter davantage et le renchérissement des actions fournissaient des indices rassurants



d'une amélioration du sentiment vis-à-vis de la solidité du secteur financier. Malgré cela, les signes d'un renforcement marqué des conditions financières fondamentales étaient peu nombreux. Les prêts bancaires, par exemple, continuaient de se contracter, sous l'effet combiné d'une faible demande de crédit de la part des gros emprunteurs et des préoccupations de créanciers concernant la situation financière des débiteurs, surtout des plus petits.

Atténuation des préoccupations entourant le secteur financier

En réduisant à zéro le taux au jour le jour, la Banque du Japon avait intégralement mobilisé son principal instrument pour soutenir l'activité. Il était difficile de savoir dans quelle mesure elle pouvait utiliser des moyens d'action supplémentaires et exceptionnels pour assouplir encore les conditions monétaires. Pour certains, dont la Banque du Japon elle-même, de nouvelles initiatives visant à accroître la base monétaire, soit par des opérations de marché, soit par des interventions de change non stérilisées, seraient inefficaces, car les institutions financières redéposeraient leur liquidité additionnelle auprès de la banque centrale. D'autres ont ajouté que de telles mesures pourraient aller à l'encontre du but recherché si elles compromettaient l'indépendance de la Banque du Japon et engendraient une hausse des taux à long terme. Pour d'autres, cependant, un gonflement de la base monétaire pourrait pousser les établissements financiers à acquérir des actifs mieux rémunérés, telles les obligations émises par les entreprises et celles à plus long terme de l'État, ce qui en abaisserait éventuellement le rendement et stimulerait ainsi l'activité. Il a été avancé que la Banque du Japon pourrait étendre la gamme de ses opérations le long de la structure des échéances, voire agir directement sur un éventail plus large d'instruments. Ces mesures soulèveraient toutefois d'importantes questions concernant la qualité des actifs et le risque de taux acceptable et pourraient nuire à l'indépendance de la banque centrale si elle subissait de lourdes pertes.

Un débat public a également eu lieu, l'an passé, sur l'utilité d'annoncer un objectif d'inflation explicite pour susciter des attentes d'inflation au Japon, de façon à obtenir des taux d'intérêt réels anticipés inférieurs à zéro. La Banque du Japon a distingué deux types de propositions dans ce sens. Certains commentateurs avaient suggéré de fixer un objectif chiffré nettement supérieur à la bande de stabilité des prix. Considérant les coûts de l'inflation et la difficulté d'en contrôler des poussées subites, l'institut d'émission, observant quelques signes de reprise économique, n'était pas favorable à cette option. D'autres analystes avaient préconisé une stratégie d'objectif d'inflation plus classique. La Banque du Japon a estimé que cette formule soulevait aussi des questions plus larges sur la manière d'accroître la transparence de la politique ainsi que la responsabilité concernant le respect des objectifs, et elle a annoncé qu'elle procéderait à une analyse approfondie du sujet. Aucun pays ne s'est encore fixé un objectif d'inflation pour orienter les prix à la hausse, de sorte que la situation japonaise est tout à fait spécifique. En outre, l'adoption d'une telle stratégie dans la conjoncture actuelle pourrait créer des problèmes de crédibilité, puisque la banque centrale pourrait avoir du mal à persuader l'opinion qu'elle dispose d'une panoplie suffisante pour amener l'inflation à l'intérieur de la bande-objectif si les prix commençaient à baisser.

Objectif d'inflation envisagé

L'expérience récente du Japon fournit une rare occasion d'évaluer l'importance de l'impossibilité d'enregistrer des taux d'intérêt nominaux négatifs.

Seuil des taux zéro

Certains observateurs se sont appuyés sur cette contrainte de seuil pour déclarer que la politique monétaire ne devrait pas viser une inflation nulle. Il serait en effet très difficile, alors, d'obtenir des taux d'intérêt réels négatifs si la conjoncture l'exigeait. L'expérience donne à penser, toutefois, que cette conclusion est contestable. D'abord, les taux courts réels n'ont été négatifs qu'en des circonstances exceptionnelles, ce qui montre que les banques centrales n'en ont guère eu besoin pour stimuler l'économie. Ensuite, on ne connaît pratiquement pas de banque centrale qui se soit estimée contrainte d'abaisser les taux d'intérêt nominaux au voisinage de zéro. Les seuls exemples se limitent essentiellement aux États-Unis à la fin des années 30 et au Japon l'an dernier, dans des situations où de graves dysfonctionnements du secteur financier exerçaient un vif effet de contraction sur l'activité. Ces épisodes tendraient donc davantage à souligner qu'il importe de préserver la solidité du système financier plutôt qu'à démontrer l'existence d'un lien systématique entre objectif d'inflation zéro et mauvais résultats macroéconomiques.

Zone euro

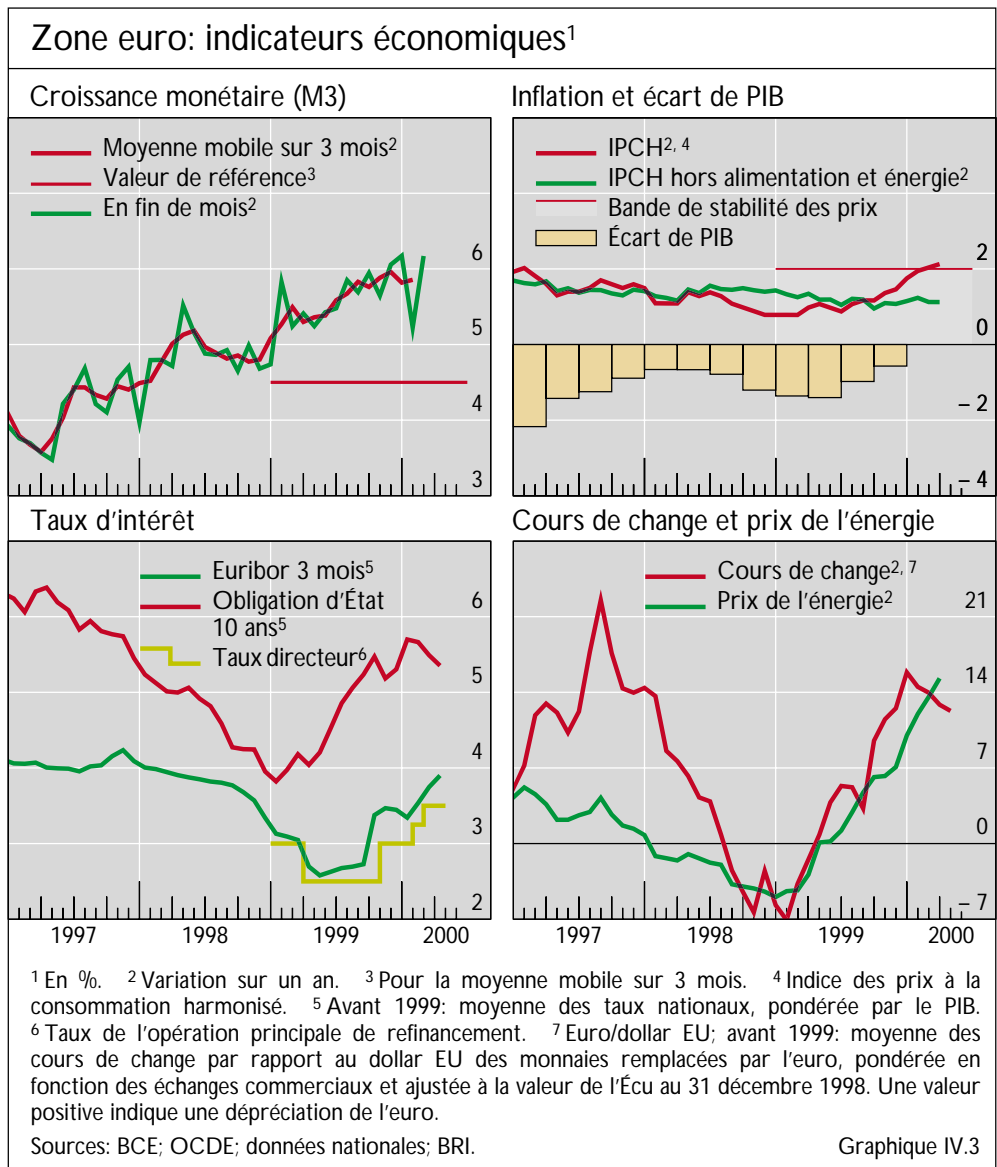
Incertitude liée à l'environnement

L'Eurosystème s'est trouvé placé dans un environnement incertain durant la première année d'existence de l'euro. Du fait de la faiblesse de la demande mondiale après les crises qui avaient touché de nombreux marchés émergents, le dynamisme des économies de la zone euro s'était nettement ralenti en 1998. La situation était morose au début de 1999; caractérisée par une détérioration de la confiance, une décélération de la croissance, un ralentissement de la hausse des prix à la consommation et une diminution des prix à la production industrielle, elle faisait craindre l'apparition de forces déflationnistes. Les conditions économiques donnaient à penser qu'un assouplissement monétaire était nécessaire. Toutefois, des pressions politiques sur l'Eurosystème appelant à un abaissement des taux d'intérêt auraient pu nuire à sa crédibilité. En fait, la décision est intervenue en avril 1999, sous la forme d'une réduction de 50 points de base du taux directeur, ramené à 2,5% pour soutenir la reprise.

Signaux différents émanant des deux «piliers»

Cette décision a été prise en présence de signaux contradictoires émanant des deux «piliers» sur lesquels repose la stratégie de l'Eurosystème: croissance de M3 et évaluation des perspectives d'inflation à partir d'une large gamme d'indicateurs économiques. En présentant cette stratégie, l'Eurosystème avait précisé qu'il ne réagirait pas systématiquement à une déviation de M3 par rapport à sa valeur de référence, mais qu'il approfondirait son analyse afin de déterminer les risques pouvant menacer la stabilité des prix. Ainsi, bien que la croissance de M3 ait été supérieure à sa valeur de référence au début de 1999 (4,5%), l'examen d'ensemble de l'évolution monétaire n'indiquait pas d'augmentation des tensions inflationnistes, de sorte que l'orientation a été décidée davantage en fonction du second pilier.

Alors que l'environnement extérieur s'améliorait et que l'euro se dépréciait, l'activité s'est progressivement renforcée durant l'année. Sous l'effet de ces évolutions et du renchérissement marqué des produits de base, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) est passée de quelque 1% au premier trimestre de 1999 à 2% au début de l'an 2000. Si l'Eurosystème a défini la stabilité des prix comme une inflation inférieure à 2%,



il a souligné qu'une hausse temporaire des prix au-delà de ce niveau ne devait pas être jugée inacceptable. D'ailleurs, l'inflation sous-jacente (IPCH hors alimentation et énergie) a poursuivi son repli pendant l'année. Néanmoins, étant donné que les prévisions signalaient un risque d'inflation à partir de l'automne, l'Eurosystème a relevé son taux directeur de 125 points de base en plusieurs étapes, entre novembre 1999 et avril 2000, pour le porter à 3,75%, limitant ainsi le caractère accommodant de l'orientation monétaire. Ces mesures ont été prises sur la base des informations provenant des deux piliers, en tenant compte de la dépréciation persistante de l'euro, qui pouvait présager des risques pour la stabilité des prix par son incidence sur les importations.

Crédibilité et transparence

On peut dire que le principal défi pour l'Eurosystème, l'an passé, a été de faire la preuve de son engagement envers la stabilité des prix et de sa capacité à la préserver dans un environnement en mutation. Bien que la clarté du mandat et le degré d'indépendance conférés par le traité de Maastricht aient été destinés à

Modification du mécanisme de transmission de la politique monétaire ...

faciliter sa tâche, la conduite d'une politique axée sur cet objectif s'est néanmoins avérée complexe. L'une des difficultés venait du fait qu'aucune banque centrale n'avait jamais reçu mission, du jour au lendemain, de mener la politique monétaire d'un ensemble de grande dimension, économiquement diversifié et en évolution rapide. En outre, la mise en place de l'euro a entraîné un profond changement du cadre économique de chaque pays membre ainsi que des modifications structurelles d'une portée inconnue. Il était donc inévitable que le mécanisme de transmission de la politique monétaire à l'intérieur de la zone euro reste mal compris pendant quelque temps.

... qui rend plus complexe le cadre opérationnel

Une autre source d'incertitude provenait du cadre opérationnel de la politique monétaire. Il ne fait guère de doute que ses éléments essentiels – affirmation claire que la stabilité des prix constitue l'objectif primordial et définition chiffrée de cette stabilité pour la rendre fonctionnelle – ont été bien compris et ont reçu l'adhésion sans faille du public. Toutefois, le recours à deux piliers semble avoir été plus difficile à expliquer. Étant donné que l'un est une valeur de référence chiffrée pour la croissance de M3, certains y ont vu à tort la marque d'une stratégie d'objectif monétaire, en dépit de déclarations en sens contraire de l'Eurosystème. Par ailleurs, si les indications transmises par les deux piliers devaient normalement se rejoindre dans la conduite de la politique, elles ont été parfois contradictoires, ce qui a quelque peu opacifié les décisions. En outre, les variations prononcées du cours de change ont posé d'autres problèmes de crédibilité, bien que l'Eurosystème ait maintes fois affirmé que le cours de change n'a de pertinence dans le cadre opérationnel qu'à travers son incidence sur les perspectives d'inflation. L'Eurosystème se devra de préciser l'importance relative des deux piliers jusqu'à ce qu'il ait durablement démontré sa capacité à assurer la stabilité des prix.

Informations potentiellement contradictoires

Attention plus vigilante du public

Par sa nouveauté, l'Eurosystème a suscité un intérêt compréhensible, mais parfois peut-être trop exigeant. Les pratiques qu'il a mises en place, concernant notamment la transparence et les rapports ouverts avec les marchés financiers, qui vont plus loin à certains égards que celles d'autres banques centrales respectées, sont passées inaperçues ou ont déclenché une controverse d'une ampleur surprenante. Ainsi, on n'a pas toujours apprécié à sa juste valeur que la BCE procède à une analyse approfondie de l'évolution économique dans son bulletin mensuel, alors que de nombreuses banques centrales le font avec une périodicité trimestrielle. De même, l'adoption et la publication d'une définition chiffrée de la stabilité des prix, au contraire de la Réserve fédérale et de la Banque du Japon, n'ont guère retenu l'attention.

Nécessité de parler d'une seule voix

Des déclarations apparemment contradictoires de membres du Conseil des gouverneurs de l'Eurosystème et même d'élus sur le niveau approprié des taux d'intérêt et des cours de change n'ont guère aidé le public à comprendre le mode de conduite de la politique monétaire. S'il est souhaitable que les responsables chargés de la détermination des taux d'intérêt précisent publiquement leur analyse des conditions économiques et du mécanisme de transmission, certains commentaires interprétés à tort comme annonciateurs de décisions prochaines ont pu renforcer l'incertitude au lieu de la réduire.

Durant l'année, des critiques appuyées ont été suscitées par la décision de l'Eurosystème de ne pas rendre publics les procès-verbaux détaillés, avec mention

des votes, des séances du Conseil des gouverneurs. Quoique la clarté soit à présent jugée essentielle à l'efficacité en matière monétaire, l'exigence de transparence présente plusieurs facettes. Si les banques centrales ont opté pour la clarté en ce qui concerne leurs objectifs, instruments, procédures de décision ainsi que mesures d'orientation et logique qui les justifie, elles sont encore nombreuses à ne pas publier de procès-verbaux ni de votes, conscientes qu'une telle réserve permet de dissocier les sphères monétaire et politique. Cela peut renforcer l'indépendance de l'institut d'émission et limiter les possibilités d'interférences politiques dans l'élaboration de l'orientation monétaire. Pour être efficace, la stratégie monétaire doit également bénéficier du soutien du public. En la faisant reconnaître comme une activité technique menée de manière apolitique, cette adhésion est plus facile à obtenir. De telles considérations peuvent revêtir une importance particulière dans le cadre de l'Eurosystème, placé dans un environnement politique exceptionnellement complexe: révéler les positions et les votes des représentants des divers pays par la publication des procès-verbaux pourrait les exposer à des pressions de groupes d'intérêt nationaux.

Absence de publication des procès-verbaux et des votes ...

... dans un environnement politique complexe

Publication de prévisions

L'Eurosystème a également été critiqué pour ne pas publier ses prévisions d'inflation, bien qu'il ait indiqué son intention de le faire. Or, les banques centrales, qu'elles appartiennent ou non à la zone euro, s'interrogent encore sur la meilleure façon de procéder. L'une des questions concerne la «propriété» de ces prévisions. Pour qu'elles soient jugées représentatives de l'opinion des responsables de la politique monétaire, il est essentiel que ceux-ci participent activement à leur préparation. Pour des raisons géographiques, cette condition est difficilement réalisable dans le cas de l'Eurosystème, puisque la plupart des membres du Conseil résident dans leur pays d'origine. Une autre possibilité consisterait, pour l'Eurosystème, à publier ses propres projections, sur lesquelles les responsables pourraient se fonder ou non pour déterminer les taux directeurs. Cependant, cette publication ne servirait pas nécessairement à clarifier le choix des facteurs influençant les décisions. La diffusion de prévisions pourrait même être source de problèmes si celles-ci produisaient des effets indésirables sur les processus économiques: une prévision de croissance salariale, par exemple, pourrait être utilisée comme plancher dans des négociations collectives.

«Propriété» des prévisions

Une autre question concerne la meilleure façon de porter les prévisions à la connaissance du public. Le nœud du problème est qu'elles se fondent sur l'hypothèse de taux directeurs constants durant la période de projection et peuvent pronostiquer une trajectoire non souhaitée des prix et de la production. Elles pourraient donc être à l'origine d'un relèvement des taux d'intérêt qui modifierait les conditions économiques, ce qui infirmerait les prévisions. Si, à l'inverse, les prévisions intégraient les réactions endogènes de la politique monétaire, elles perdraient leur pertinence en matière d'inflation, puisqu'elles seraient nécessairement conformes à l'objectif, à l'horizon fixé par la banque centrale pour y parvenir. L'attention se porterait alors sur l'évolution des taux directeurs contenue implicitement dans ces prévisions. Or, les banques centrales peuvent être réticentes à rendre publiques des projections de taux courts, étant donné que tout écart par rapport au niveau prévu, même justifié par des

Complexité de la communication

informations ultérieures, pourrait être perçu comme une sorte d'artifice de la banque centrale et nuire ainsi à sa crédibilité. Qui plus est, il n'est pas forcément utile d'informer le public sur la trajectoire attendue des taux d'intérêt, à moins de préciser d'abord comment sont déterminés les taux courts. Il est essentiel que le public connaisse la fonction de réaction des autorités pour déterminer l'incidence de toute nouvelle information sur le réglage des instruments de politique monétaire.

Pays à objectif d'inflation

Dans la première moitié de la décennie, plusieurs pays industriels (notamment Nouvelle-Zélande, Canada, Royaume-Uni, Suède et Australie) ont adopté un objectif d'inflation explicite. L'an passé, la Suisse a retenu une stratégie similaire fondée sur un large éventail d'indicateurs, en vue de préserver la stabilité des prix par référence à des prévisions d'inflation. Les économies émergentes tendent également vers une approche de cette nature, qui vient d'être annoncée par le Brésil, la Pologne, la République tchèque et l'Afrique du Sud.

Dans les pays industriels à objectif d'inflation, les taux directeurs ont été généralement abaissés en 1998 et au début de 1999, principalement parce que la hausse des prix était revenue près de la limite inférieure de la bande-objectif, en raison de la chute des prix des produits de base et du ralentissement de la croissance mondiale. Puis, au fil des mois, cette dernière s'est accélérée, les prix du pétrole ont fortement augmenté, les cours des autres matières premières se sont stabilisés ou sont légèrement remontés, de sorte que la politique a été resserrée en conséquence.

Les autorités des pays industriels à objectif d'inflation se sont demandé si leur économie ne bénéficierait pas rapidement de gains de productivité aussi prononcés qu'aux États-Unis, de sorte qu'elles ne seraient pas tenues de relever leurs taux directeurs autant que la situation paraissait le justifier. Cette éventualité semblait confirmée par des ratios cours/bénéfices records. Or, si la productivité du travail a progressé, à des degrés variables selon les pays, l'accroissement n'a pas été durablement élevé dans l'ensemble et s'est situé généralement juste au-dessus de la moyenne. Le renforcement de l'intensité en capital, qui a pu contribuer aux gains de productivité, a été beaucoup plus marqué aux États-Unis qu'ailleurs.

La Banque du Canada a relevé ses taux directeurs à trois reprises pendant la période sous revue, après plusieurs baisses, dont la dernière en mai 1999. Bien que ces décisions (en novembre 1999 et au début de l'an 2000) aient fait suite à un resserrement aux États-Unis, un écart de taux négatif subsistait avec le voisin américain. Le dollar canadien s'est pourtant montré stable, en partie sous l'effet du renchérissement des matières premières, ce qui a permis à la Banque du Canada de se concentrer sur les autres facteurs d'inflation. En particulier, une large gamme d'indicateurs, notamment demande intérieure et taux de chômage, donnait à penser que l'économie était parvenue au maximum de ses capacités. Confirmant cette opinion, la hausse des prix s'accroissait, l'inflation sous-jacente se situant juste au-dessous du point médian (2%) de la fourchette-objectif. Cette légère accélération, associée à la vigueur de la

Resserrement
généralisé

Marge encore
importante de gains
de productivité

Canada

Pays à objectif d'inflation: inflation et taux directeur¹



La Suisse ne s'est pas assigné d'objectif d'inflation, mais recourt à une stratégie de prévision d'inflation tenant compte de nombreux indicateurs, essentiellement axée sur une définition chiffrée de la stabilité des prix.

¹ Taux d'inflation: glissement annuel, en %. Objectif: IPC pour le Canada, la Suède, l'Australie (depuis octobre 1998) et la Nouvelle-Zélande (depuis 2000); inflation sous-jacente pour le Royaume-Uni (ainsi que, auparavant, pour l'Australie et la Nouvelle-Zélande). ² Suisse et Canada: IPC hors alimentation et énergie (et impôts indirects pour le Canada); Royaume-Uni: indice des prix de détail hors paiements d'intérêts hypothécaires; Suède: IPC hors impôts indirects, subventions et frais d'intérêts hypothécaires; Australie: IPC hors denrées alimentaires saisonnières, produits pétroliers, paiements d'intérêts hypothécaires, tarifs du secteur public et autres prix volatils (publication suspendue en juin 1999); Nouvelle-Zélande: IPC hors services de crédit. ³ Sur l'année; IPC (Royaume-Uni et Nouvelle-Zélande: inflation sous-jacente), enquêtes d'avril 2000. ⁴ Suisse: Libor 3 mois, la bande-objectif étant de 50 points de base de part et d'autre (avant 2000: taux lombard); Canada: limite supérieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation; Royaume-Uni et Suède: taux des prises en pension; Australie: taux des liquidités; Nouvelle-Zélande: taux des liquidités (avant mars 1999: argent au jour le jour).

Sources: © Consensus Economics; données nationales.

Graphique IV.4

demande et aux menaces d'inflation importée des États-Unis, a amené la Banque du Canada à durcir son orientation.

Royaume-Uni

Au Royaume-Uni, l'activité morose au début de 1999 et l'inflation sous-jacente inférieure à l'objectif ont incité la Banque d'Angleterre à poursuivre l'assouplissement monétaire jusqu'en juin. En septembre, cependant, un retournement de conjoncture s'est fait sentir. La croissance dépassait sa moyenne tendancielle (quelque 2,5%) et l'un des principaux indicateurs du chômage s'est inscrit à son plus bas niveau depuis vingt ans, ce qui traduisait la montée des tensions sur les capacités. L'appréciation progressive de la livre entraînait toutefois un abaissement salubre des prix à l'importation. Sur l'année, l'inflation sous-jacente demeurait au-dessous de l'objectif de 2,5%, même si la Banque d'Angleterre prévoyait, à la fin de l'été 1999, une accélération en 2000 et 2001. Ces considérations ont justifié un changement d'orientation en septembre 1999, le taux des pensions étant porté à 6% en plusieurs étapes. Dans ces conditions, un retour graduel de l'inflation vers l'objectif était attendu pour 2001.

Ce relèvement du taux des pensions pourrait aussi s'expliquer par des préoccupations du Comité de politique monétaire (CPM) concernant les prix des actifs. Le ratio cours/dividende a atteint un sommet historique; les prix de l'immobilier ont vivement progressé en 1999, l'enquête Halifax indiquant un renchérissement des logements proche de 10% en rythme annuel dès la fin de l'été. Les autorités monétaires britanniques, contrairement à leurs homologues des États-Unis, ne semblaient pas pouvoir compter sur une réduction des tensions inflationnistes par le biais de gains de productivité imprévus.

Les perspectives d'inflation au Royaume-Uni comportaient principalement deux sources d'incertitude: l'évolution probable du cours de change et l'éventuelle intensification de la concurrence intérieure. Les prévisions d'inflation établies sur la base d'un cours de change variant en fonction des écarts de taux d'intérêt donnaient, à deux ans, un chiffre supérieur de plus de 1/2 point à celles fondées sur un cours de change stable (estimation à trajet aléatoire). En outre, ces deux modèles de projection, bien qu'ayant leurs mérites, ne sont pas très fiables. Quant à la possibilité d'une forte intensification récente de la concurrence intérieure, elle reste à confirmer. Si elle est vérifiée, l'économie britannique pourrait avoir bénéficié d'un facteur ponctuel de réduction des tensions inflationnistes.

Suède

En Suède également, l'inflation s'est accrue dans la dernière partie de 1999, entraînant une augmentation du taux des pensions, première inflexion de l'orientation depuis la fin de la phase de détente, en mars 1999. En fait, les prévisions pour 2001 montraient un dépassement de l'objectif (fixé à 2%), dû à la vigueur de la demande intérieure et au renchérissement des prix à l'importation. Malgré ce durcissement et la stabilité de la couronne, l'accélération de la croissance mondiale a entraîné une révision en hausse des perspectives économiques, la production devant excéder les capacités au début de 2001.

Australie

Les dollars australien et néo-zélandais ont été relativement stables en 1999, après une année de forte dépréciation liée à la baisse des cours des produits de base. Les responsables de la politique monétaire ont donc, dans les deux pays, concentré leur attention sur les autres facteurs d'inflation, estimés favorables pendant la majeure partie de la période. La Banque de Réserve d'Australie n'en a pas moins jugé nécessaire de durcir son orientation en novembre 1999, puis au

début de l'an 2000, pour les mêmes raisons qu'au Canada, au Royaume-Uni et en Suède: la vigueur inattendue de la croissance mondiale et de la demande intérieure. Cette dernière a été alimentée notamment par les effets de richesse découlant surtout du vif renchérissement des logements. En conséquence, l'indice des prix à la consommation devrait se situer dans la partie supérieure de sa fourchette-objectif au milieu de l'an 2000.

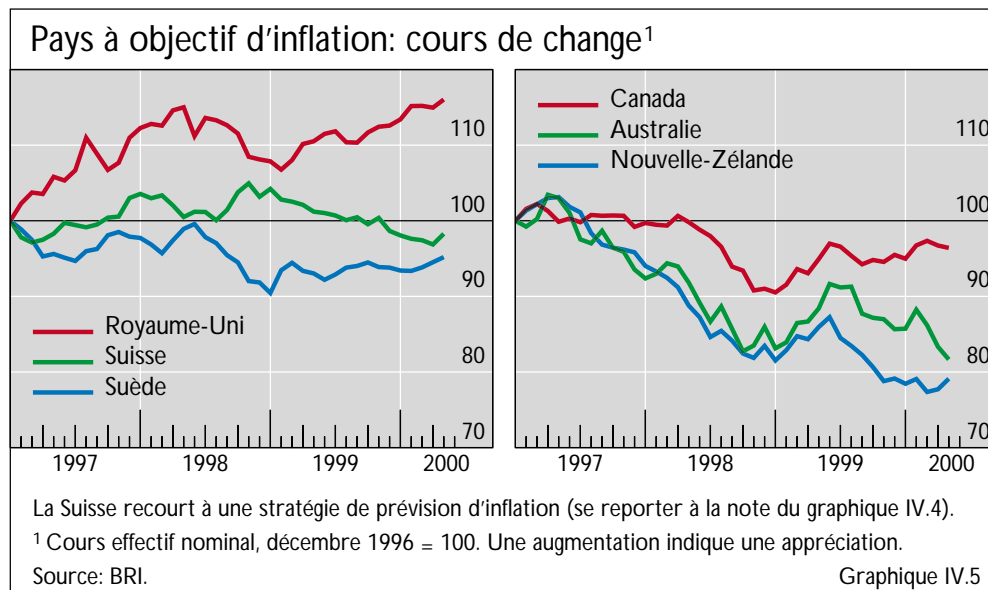
En Nouvelle-Zélande, la Banque de Réserve a laissé son taux officiel des liquidités inchangé pendant la majeure partie de 1999. Cette attitude, justifiée par le fait que les prévisions d'inflation respectaient l'objectif, permettait néanmoins une expansion de la demande de quelque 3%, laissant la production se rapprocher de son potentiel. En novembre, l'institut d'émission a relevé ses taux de 1/2 point en raison de la vigueur de la croissance et de la dépréciation de la monnaie, qui avait quelque peu assoupli les conditions monétaires. Au début de l'an 2000, l'économie continuait d'indiquer des prémices de surchauffe, qui ont suscité un durcissement de l'orientation.

Nouvelle-Zélande

Une stratégie axée sur un objectif d'inflation ne s'interdit pas de rechercher accessoirement la stabilisation à court terme d'autres variables économiques. D'ailleurs, en décembre 1999, le Trésor et la banque centrale de Nouvelle-Zélande ont révisé l'accord sur les objectifs de la politique monétaire, précisant expressément, comme but annexe, qu'il convenait d'éviter d'inutiles fluctuations, en courte période, de la production, des taux d'intérêt et du cours de change, sans toutefois interférer avec la stratégie à long terme d'objectif d'inflation poursuivie depuis longtemps. En principe, le nouvel accord sert à donner relativement plus de poids à ces variables qu'à l'inflation dans la stabilisation à court terme. Il est cependant difficile d'évaluer l'incidence pratique de cette modification sur la conduite de la politique monétaire, étant donné qu'il existe de bonnes raisons de penser que la Banque de Réserve a, par le passé, cherché à éviter d'importantes fluctuations «inutiles» de ces variables.

La Banque nationale suisse a annoncé, en 1999, l'adoption d'une nouvelle stratégie fondée sur ses prévisions d'inflation. Dans ce dispositif, celles-ci portent

Nouvelle stratégie en Suisse



sur les trois années à venir et sont publiées en décembre, la politique étant ajustée en conséquence. Alors qu'auparavant la BNS avait recours à des objectifs intermédiaires de masse monétaire, désormais elle base expressément ses décisions sur une large gamme d'indicateurs. La réaction de la politique monétaire à l'évolution du franc suisse par rapport à l'euro reste toutefois imprécise. Il est à noter que, si le franc a fluctué notablement dans un sens et dans l'autre depuis le début de la décennie, sa variation en 1999 est demeurée à l'intérieur d'une fourchette étroite (chapitre V).

Définition de la stabilité des prix

Dans cette nouvelle stratégie, la stabilité des prix est définie comme une hausse de l'IPC inférieure à 2%, valeur de référence identique à celle de l'Eurosystème et d'un niveau semblable à celui qui a été retenu par les pays à objectif d'inflation explicite. En outre, la BNS a modifié les modalités de mise en œuvre de sa politique, afin d'accroître la transparence de ses opérations. Elle a retenu comme principal instrument une bande-objectif pour le Libor franc suisse 3 mois au lieu du taux de croissance de la base monétaire.

Politique monétaire et incertitude

Insistance accrue sur les éléments d'incertitude

Les banques centrales ont de plus en plus souligné les contraintes que l'incertitude inhérente à l'environnement économique impose dans la conception et la conduite de la politique monétaire. Ce faisant, elles ont pris soin d'en distinguer les différentes sources.

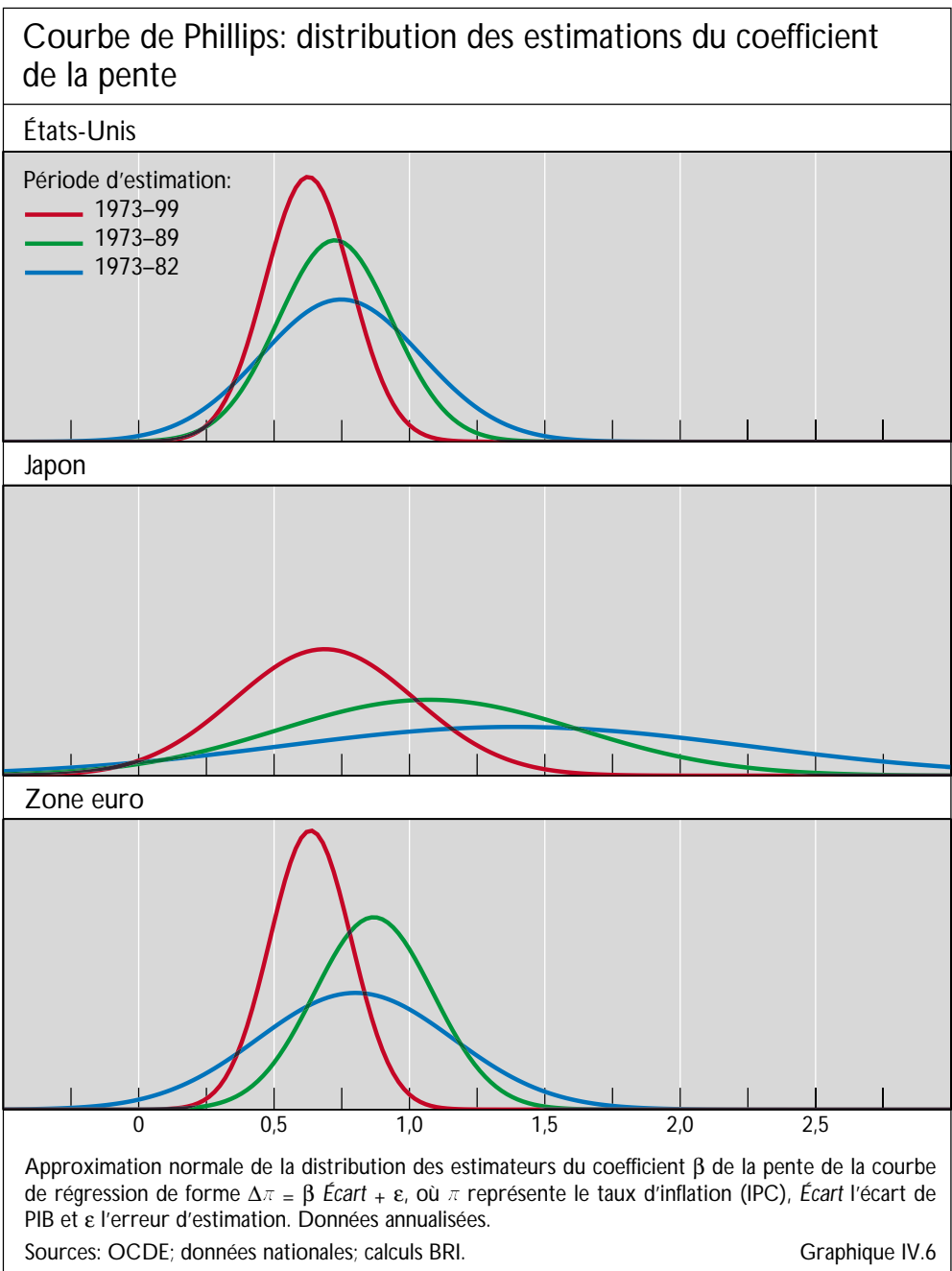
Sources d'incertitude

Incertaineté liée à la structure de l'économie ...

Parmi les diverses sources d'incertitude, la plus évidente concerne la structure de l'économie. Par exemple, on s'est interrogé l'an passé sur la capacité de la Banque du Japon à influencer les taux d'intérêt au-delà du compartiment à court terme. Mais, même lorsqu'il existe un large consensus sur les aspects structurels, une grande indétermination peut subsister quant à l'évaluation du rapport quantitatif exact entre paramètres. C'est ainsi que, dans des économies relativement fermées telles que les États-Unis ou la zone euro, il est essentiel, pour définir la politique monétaire, de mesurer le degré de sous-utilisation des capacités et sa relation avec l'inflation, habituellement illustrée par la courbe de Phillips; or, cette estimation est de nature imprécise et varie dans le temps.

... à l'estimation des paramètres ...

Le graphique IV.6 représente, au moyen d'estimations, la distribution de probabilités relative à l'incidence de l'écart de PIB sur l'inflation pour les États-Unis, le Japon et, sur la base de données synthétiques, la zone euro. Bien que l'exercice, qui fait abstraction de l'importante question du mode d'évaluation de l'écart de PIB, ne soit présenté qu'à titre d'illustration, il n'en est pas moins révélateur des problèmes qui se posent. En particulier, la largeur des courbes de distribution montre l'incertitude qui caractérise la relation. Par exemple, alors que, pour les trois économies, un PIB supérieur de 1 point au potentiel est associé à une hausse de l'inflation de quelque 0,6 point de pourcentage (chapitre II), l'incidence peut varier de 0,25 à 1 point dans le cas des États-Unis et de la zone euro, et même davantage pour le Japon, puisqu'elle pourrait être négligeable ou beaucoup plus prononcée. En outre, le fait que le pic de distribution se déplace à mesure qu'on allonge la période d'échantillon donne à



penser que la relation évolue dans le temps d'une façon qui peut être imprévisible.

L'incertitude provient également du fait que de nombreuses variables macroéconomiques importantes ne sont pas tangibles; c'est surtout le cas des anticipations, qui jouent pourtant un rôle essentiel dans la détermination des prix des actifs, notamment les cours de change et les rendements obligataires, et dans la fixation des prix des biens et services. Ce côté abstrait empêche d'identifier clairement les sources des mouvements des prix des actifs et, plus généralement, l'incidence de l'action des autorités sur les variables économiques pertinentes.

... aux variables non tangibles ...

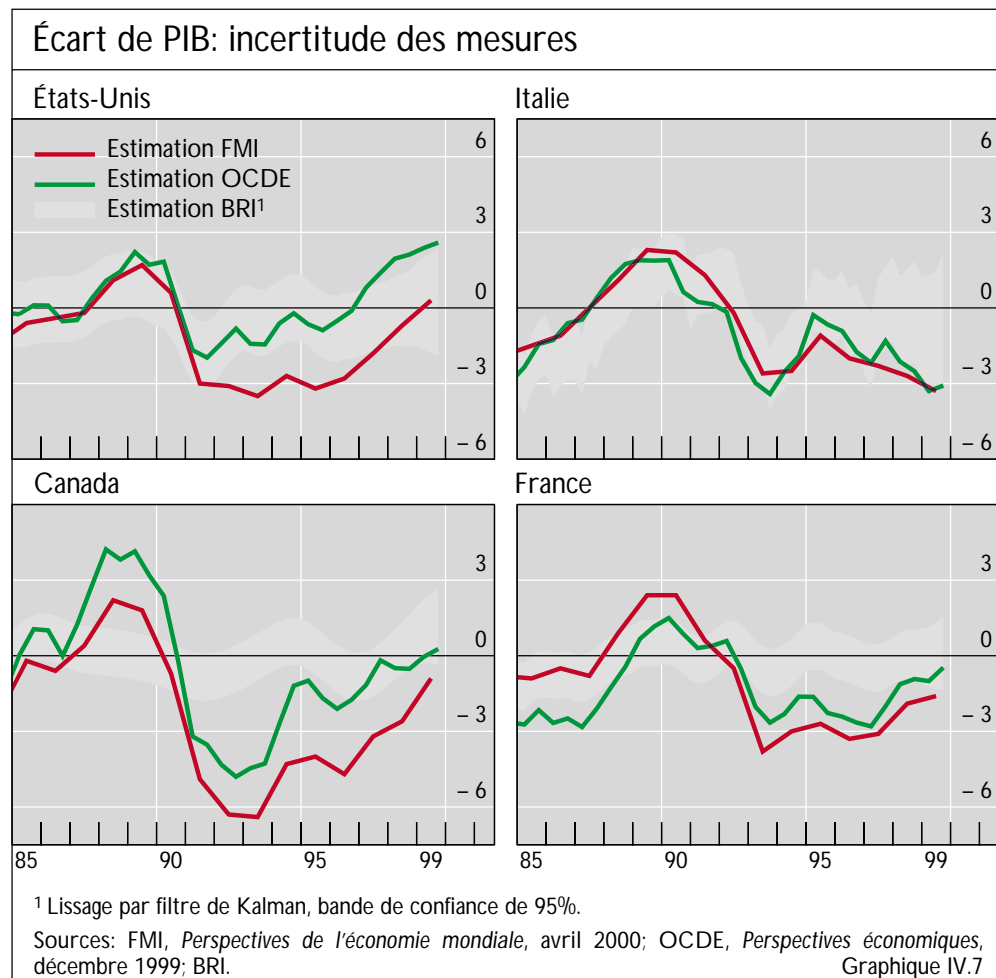
On trouve une deuxième illustration des difficultés que présentent des séries économiques non tangibles pour les responsables en comparant diverses mesures

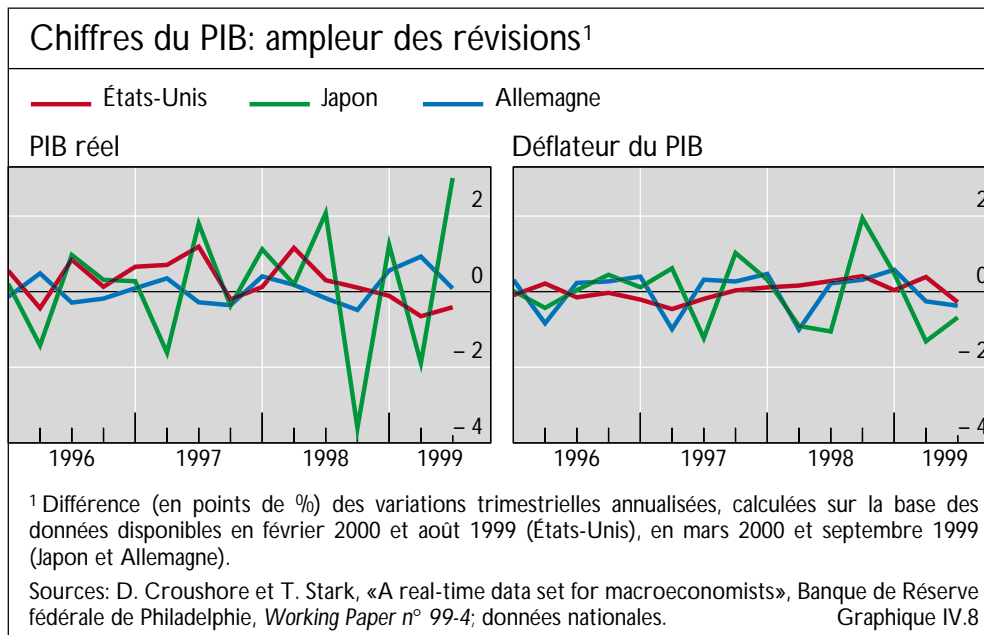
de l'écart de PIB. Cette variable, bien que non directement observable, joue habituellement un rôle important dans l'évaluation des tensions inflationnistes. Le graphique IV.7 en présente, pour quatre pays, trois estimations, qui accusent des divergences parfois marquées. Le fait que, souvent, la bande de confiance de 95% de l'une ne recouvre pas le tracé linéaire des autres montre l'ampleur de l'incertitude.

... et aux données

Une source supplémentaire d'incertitude a trait aux données. Après la publication de chiffres provisoires, de nombreuses séries temporelles font l'objet de révisions, parfois fréquentes, pour divers motifs: inclusion de données additionnelles, ajustement des facteurs de correction saisonnière et redéfinition des variables. L'adoption récente, dans plusieurs pays, de nouvelles méthodes d'élaboration des comptes nationaux a, dans certains cas, engendré des modifications substantielles du PIB réel et de ses composantes.

Pour bien montrer l'ampleur des révisions des données utilisées par les responsables monétaires, le graphique IV.8 fait ressortir les différences entre des chiffres trimestriels du PIB calculés récemment et d'autres obtenus six mois auparavant. Il apparaît que, sur une période aussi brève, les valeurs de croissance publiées ont subi une variation pouvant aller jusqu'à 3,6 points (en taux annualisé). Sur les échantillons, les écarts les plus frappants concernent le Japon, mais ils sont également sensibles pour les États-Unis et l'Allemagne. Des révisions





d'une telle ampleur peuvent compliquer la tâche des autorités, par exemple pour étayer leurs décisions de politique monétaire sur les valeurs récentes de l'écart de PIB.

Conséquences pour la communication des décisions

Les banques centrales ont mis l'accent, ces dernières années, sur le degré d'incertitude entourant l'élaboration de leur politique. C'est ainsi qu'elles prennent davantage en compte, dans la détermination de leurs objectifs, les contraintes qui en découlent. En définissant la stabilité des prix comme un niveau d'inflation inférieur à 2%, l'Eurosystème a explicitement reconnu l'incertitude résultant d'erreurs de mesure dans l'indice IPCH. En outre, les instituts d'émission dotés d'un objectif d'inflation explicite le formulent souvent en termes de bande, parfois par référence à une mesure sous-jacente, moins sujette à des variations imprévisibles. De même, plusieurs banques centrales, lorsqu'elles livrent leur sentiment sur l'évolution future de l'économie, ont commencé à publier des distributions de probabilités estimées pour l'inflation et le PIB réel. En s'abstenant de fournir des prévisions précises, voire en minimisant leur importance, elles peuvent ainsi communiquer au public cette notion d'incertitude. D'ailleurs, certaines ont choisi de diffuser les procès-verbaux des débats consacrés à l'orientation monétaire, en dépit des problèmes notés précédemment, en partie afin de montrer les difficultés que rencontrent les responsables pour se faire une opinion sur les conditions économiques courantes et les perspectives à court terme.

Plusieurs facteurs ont incité les autorités à mettre davantage l'accent sur les conséquences de ces incertitudes dans leurs communications au public sur la politique monétaire. Le premier réside dans le renforcement de la transparence et de la responsabilité des banques centrales. Plus la conduite de la politique est ouverte, plus il importe que la banque centrale reconnaisse les contraintes auxquelles elle est soumise, pour prévenir des critiques injustifiées qui pourraient

Choix de fourchettes pour les objectifs ...

... et les prévisions

Accent sur la transparence ...

... l'importance
accrue des
prévisions ...

... les modifications
structurelles ...

... et le rôle des
prix des actifs

nuire à sa crédibilité. Étant donné qu'il est de plus en plus fréquent d'assigner à la banque centrale l'objectif primordial de stabilité des prix, en termes chiffrés, celle-ci doit être à même d'expliquer les raisons de tout écart par rapport à cet objectif. Deuxièmement, à mesure que les autorités ont délaissé les agrégats monétaires et les cours de change comme objectifs intermédiaires, leur stratégie a pris une dimension plus globale et plus prospective, dans laquelle les prévisions jouent un rôle clé. Puisque celles-ci sont par nature imprécises, et que les risques de l'évaluation sont fréquemment asymétriques, la notion d'incertitude est naturellement passée au premier plan dans les discussions stratégiques et les communications au public à leur sujet. Troisièmement, ainsi que l'a montré l'analyse précédente, de nombreux éléments des relations économiques essentielles, telle la courbe de Phillips, présentent une grande part d'incertitude, supérieure encore à ce qui ressort de ces exemples, basés sur l'hypothèse d'une structure économique stable. En effet, les modifications structurelles dues, notamment, à la libéralisation financière ou aux innovations technologiques sources de gains de productivité amplifient le degré d'incertitude. Finalement, étant donné l'imprécision qui entoure les prix des actifs (niveau adéquat, réaction aux modifications des taux et autres instruments de politique monétaire ainsi que répercussions potentielles sur les conditions économiques globales), on peut dire que, depuis quelques années, les banques centrales sont confrontées à un degré d'imprévisibilité accru.

V. Marchés des changes

Faits saillants

La vigueur du yen, la faiblesse de l'euro et la position intermédiaire du dollar EU ont marqué les grands marchés des changes en 1999 et au début de l'an 2000. Les mouvements des principaux cours semblent avoir été surtout influencés par l'interaction des situations conjoncturelles relatives, courantes et anticipées, ainsi que par des facteurs techniques et les flux d'investissements de portefeuille et d'investissements directs étrangers (IDE). La perception, par les opérateurs, d'une modification des caractéristiques structurelles des trois grandes économies a peut-être aussi joué un rôle. Dans les économies émergentes, les marchés des changes ont recouvré un certain calme après les périodes de turbulences de 1997, 1998 et du début de 1999. L'évolution des marchés boursiers locaux a étroitement suivi les fluctuations des cotations des actions aux États-Unis et du cours de la monnaie par rapport au dollar.

Ces deux dernières années, les marchés des changes ont subi de profondes mutations, notamment l'avènement de l'euro, le mouvement de concentration des intervenants et le rôle croissant du courtage électronique. Bien que ces changements se soient accompagnés d'une baisse générale du volume d'activité, il est encore trop tôt pour évaluer leur incidence sur les schémas généraux de la volatilité des cours de change.

Le cours de l'or a généralement baissé pendant les trois premiers trimestres de 1999, mais il est remonté en flèche, fin septembre, à la suite d'un accord limitant les cessions officielles pour les cinq prochaines années. S'il a pu être influencé, en quelques occasions, par l'annonce de ventes par des banques centrales, cette relation n'a été en aucun cas systématique.

Dollar, yen et euro

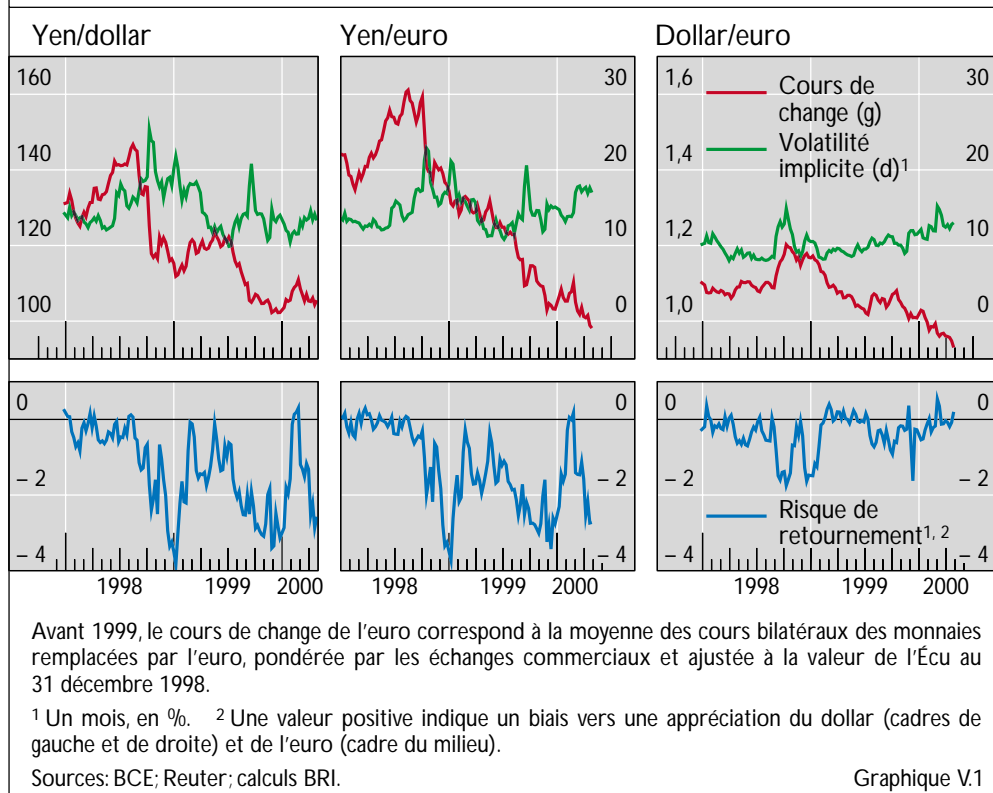
Les mouvements des principales devises en 1999 et au début de l'an 2000 ont été influencés par des facteurs conjoncturels et par les anticipations correspondantes d'ajustement de la politique monétaire aux États-Unis, au Japon et dans la zone euro, mais aussi par des facteurs techniques ainsi que par les flux d'investissements de portefeuille et d'IDE. Le cours de l'euro pourrait également avoir été affecté par un sentiment négatif des opérateurs, préoccupés par le retard des ajustements structurels en Europe continentale.

Évolutions majeures et perspectives à long terme

Les principaux cours de change ont enregistré d'importantes fluctuations durant la période sous revue (graphique V.1). Au premier semestre de 1999, le dollar s'est apprécié d'environ 14% à la fois face au yen (de ¥109 à ¥124) et à l'euro (de \$1,18

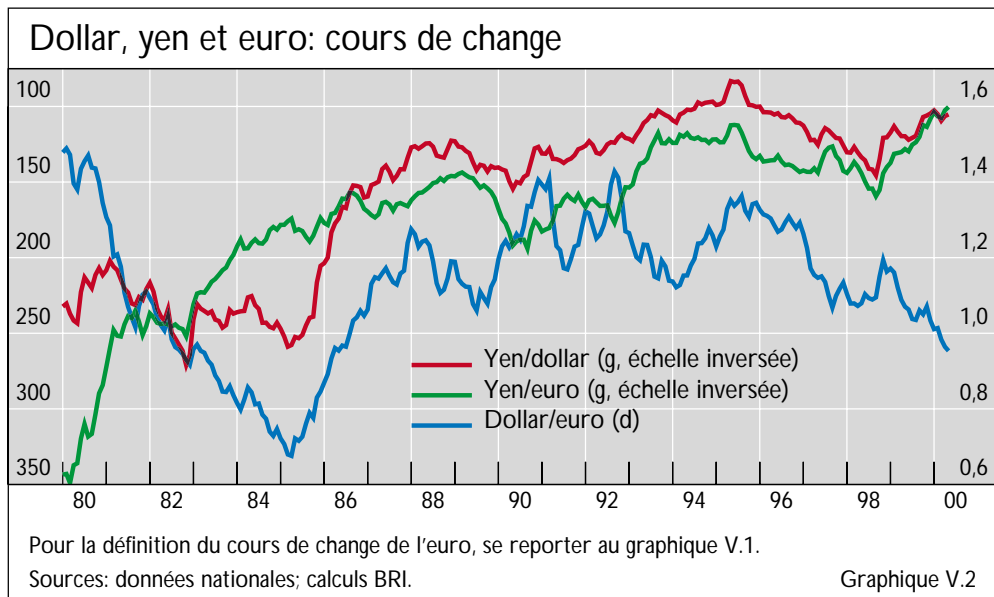
Fortes variations
de change

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



à \$1,03). En revanche, c'est le yen qui s'est nettement renforcé au second semestre, pour atteindre en fin d'année ¥102,30 pour un dollar et ¥102,70 pour un euro. Bien que l'euro ait regagné un peu de terrain par rapport à la monnaie américaine de juin à septembre, il a recommencé de fléchir au dernier trimestre. Durant les quatre premiers mois de 2000, la tendance au renchérissement du yen a marqué le pas, tandis que l'euro s'inscrivait sensiblement au-dessous de la parité avec le dollar. La faiblesse de l'euro pendant toute la période a déconcerté l'ensemble des intervenants, qui avaient généralement escompté son appréciation. De plus, l'indicateur de risque de retournement suggère que, même pendant la majeure partie de 1999, les opérateurs sur options étaient prêts à payer davantage pour miser sur un euro beaucoup plus fort (ou s'en protéger) plutôt que sur un euro beaucoup plus faible vis-à-vis du dollar (graphique V.1, cadres du bas).

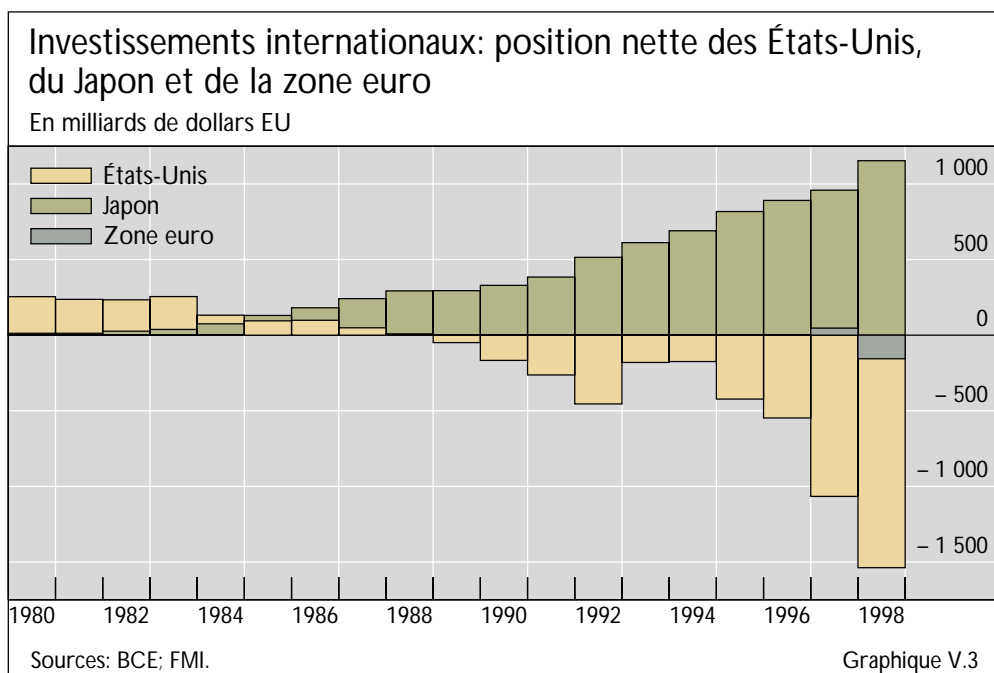
Entre les creux de 1998 et les sommets du début de 2000, le yen a connu une progression de près de 45% par rapport au dollar et de 65% vis-à-vis de l'euro. Quoique de grande ampleur, ces mouvements ne sont pas sans précédent. Au vu des niveaux atteints au début de l'an 2000, le yen est apparu très fort par comparaison avec son évolution antérieure, sa valeur contre dollar n'ayant été dépassée qu'en 1995. En outre, il a atteint un niveau record à l'égard de l'euro, par référence à une grandeur «synthétique» (graphique V.2). Sur la même base de calcul, l'euro est descendu en mars 2000 à son minimum depuis treize ans face au dollar, tout en se situant encore bien au-dessus du creux historique du milieu des années 80. La dernière fois que le dollar a suivi une trajectoire intermédiaire



– dépréciation vis-à-vis du yen et appréciation par rapport à la principale devise européenne – remonte à l'été 1997, lorsque le yen avait sensiblement augmenté contre dollar et davantage contre mark à la suite d'un changement de sentiment des marchés (en l'occurrence mal inspiré) quant aux perspectives de reprise de l'économie japonaise.

Dans la perspective d'une redistribution de la demande mondiale agrégée aux dépens de l'économie américaine, en forte croissance, et au profit des économies où la demande est insuffisante, l'appréciation continue du dollar par rapport à l'euro et, au premier semestre de 1999, vis-à-vis du yen était souhaitable. En revanche, le renforcement du yen à compter de juin 1999 a vraisemblablement limité la demande de produits japonais, à un moment où

Perspectives à court terme ...



l'économie de ce pays ne montrait pas encore de signes de croissance autonome.

... et à long terme

Dans une perspective à plus long terme, l'augmentation du déficit des paiements courants et l'accumulation de la dette extérieure aux États-Unis (graphique V.3) ont soulevé le problème de la viabilité des cours de change actuels. Il est généralement difficile d'évaluer l'adéquation du change sur longue période en l'absence d'estimations précises des cours d'équilibre à long terme. Sur la base des cours effectifs réels, en 1999, le dollar et le yen ont dépassé de 11% et 4% respectivement leur moyenne des dix dernières années, tandis que l'euro se situait à quelque 4% au-dessous.

Les estimations concernant le cours d'équilibre fondamental, qui cherchent à déterminer le cours réel compatible avec un ratio dette extérieure/production durablement stable, peuvent varier fortement et n'apportent donc que des éléments d'information très approximatifs. D'après de telles mesures, le cours yen/dollar observé en avril 2000 était proche de son niveau d'équilibre à long terme, tandis que la monnaie américaine semblait notablement surévaluée vis-à-vis de l'euro. Cette dernière conclusion doit néanmoins être nuancée, dans le sens où le revenu net au titre de la position extérieure américaine n'est négatif que depuis quelques années et reste encore très limité par rapport au PIB, les investissements américains à l'étranger ayant traditionnellement présenté des rendements plus élevés que les investissements étrangers aux États-Unis.

Les investisseurs privés et officiels restent apparemment particulièrement désireux de financer le déficit courant des États-Unis, qui a atteint \$339 milliards

Réserves officielles en devises					
	1996	1997	1998	1999	Encours à fin 1999
en milliards de dollars EU					
Variation, à cours de change courants					
Total	172,3	62,4	58,4	127,5	1 746,0
Pays industriels	69,6	-12,0	-10,5	46,1	704,7
Asie ¹	64,4	8,5	62,2	79,1	642,0
Amérique latine ²	18,4	16,5	- 8,4	- 8,0	124,7
Europe orientale ³	-2,6	4,9	5,1	0,8	74,3
Autres pays	22,5	44,5	9,9	9,4	200,3
Variation, à cours de change constants ⁴					
Total	200,3	121,2	21,0	159,4	1 746,0
En dollars	161,7	87,6	40,2	191,1	1 358,9
En autres monnaies	38,7	33,7	-19,2	-31,7	387,1

1999: variation corrigée de la réduction des réserves consécutive à la disparition des avoirs des pays membres de l'UEM dans les monnaies remplacées par l'euro.

¹ Chine, Corée, Hong-Kong, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taiwan et Thaïlande.
² Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique et Venezuela. ³ Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Russie, Slovaquie et Slovénie. ⁴ Chiffres en partie estimés; cours de fin d'année.

Sources: FMI; données nationales; BRI.

Tableau V.1

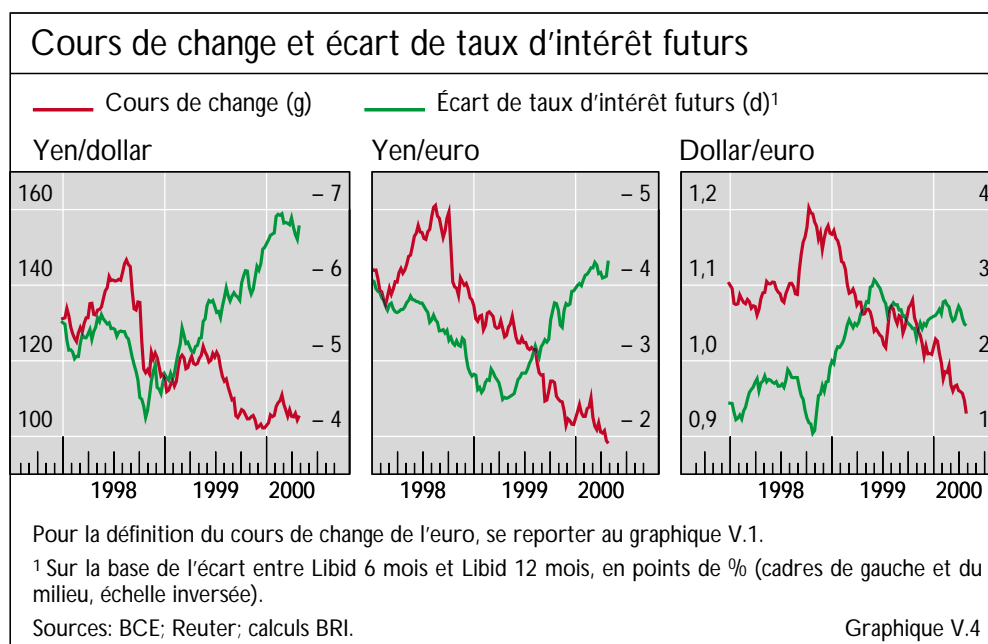
en 1999. Les réserves officielles libellées en dollars ont fortement progressé, surtout en Asie (tableau V.1). Les flux d'investissements privés vers les États-Unis ont, eux aussi, considérablement augmenté (chapitre II), les IDE représentant quelque 40% du déficit courant américain, ce qui a réduit la dépendance globale du pays vis-à-vis des entrées d'investissements de portefeuille. Cependant, l'accroissement marqué des apports de capitaux internationaux aux marchés américains des actions a suscité des inquiétudes sur l'avenir du financement du déficit extérieur en cas de tensions sur ces marchés (voir ci-après).

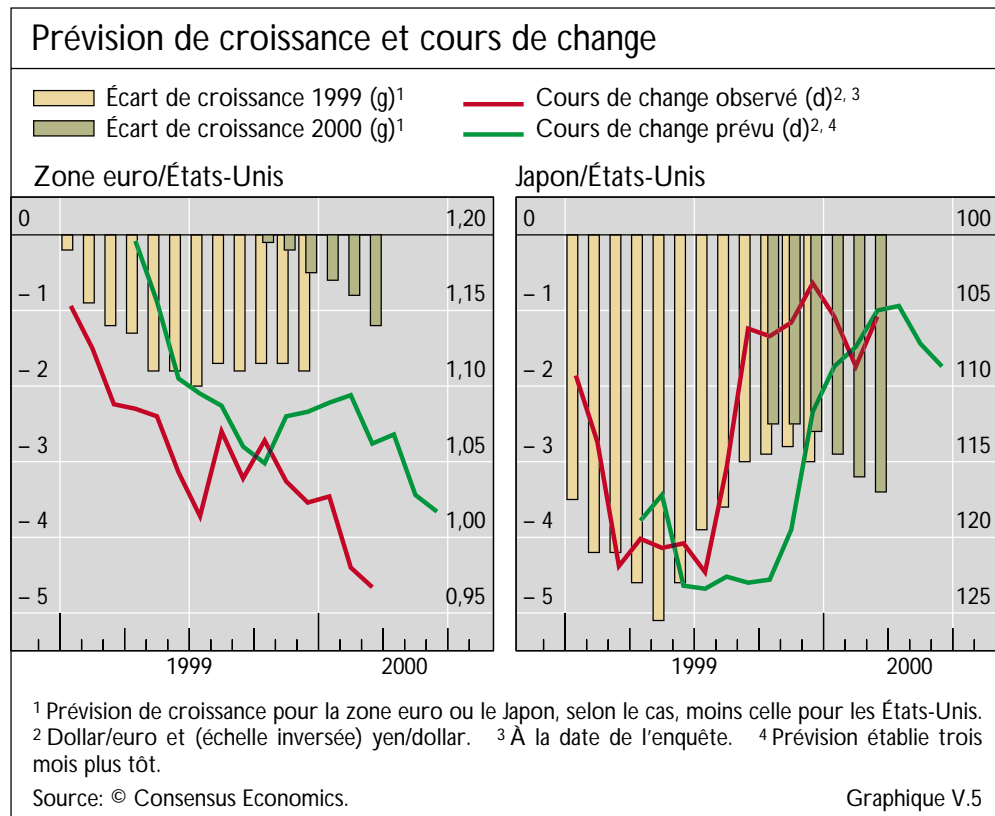
Origines des fluctuations de change

La vigueur du dollar contre euro et son appréciation face au yen au premier semestre de 1999 concordaient avec les excellentes performances de l'économie américaine par rapport à la croissance plus lente observée ailleurs. En outre, la succession de bonnes surprises à propos de l'expansion aux États-Unis en 1999 tranchait avec des signaux plus mitigés dans la zone euro et au Japon et expliquait le creusement des écarts de taux d'intérêt à court terme au profit du dollar (graphique V.4).

L'ascension du yen à compter de juin 1999 peut être attribuée, dans une certaine mesure, à la réduction du différentiel de croissance attendu entre les États-Unis et le Japon (graphique V.5). En revanche, l'euro a continué de s'affaiblir à la fin de 1999, bien que les opinions concernant ce différentiel entre la zone euro et les États-Unis n'aient pas varié. Il est tout aussi vrai que l'euro, en particulier au second semestre, ne semble pas avoir réagi systématiquement aux bonnes nouvelles macroéconomiques. Cela peut s'expliquer en partie par l'intérêt excessif et persistant accordé par les cambistes, de même que par les gestionnaires de portefeuilles, à l'évolution de l'économie allemande, sur laquelle ils avaient traditionnellement tendance à concentrer leur attention. Le 28 janvier 2000, par exemple, l'euro a reculé de plusieurs cents pour passer au-dessous de sa parité avec le dollar, alors que, le jour même, étaient publiés divers bons

Modification des perceptions sur la conjoncture





indicateurs macroéconomiques dans d'autres pays de la zone. De janvier à mars 2000, la dépréciation s'est poursuivie, alors que les écarts de taux à terme avec les États-Unis se sont réduits.

Dynamique à court terme influencée par des facteurs techniques

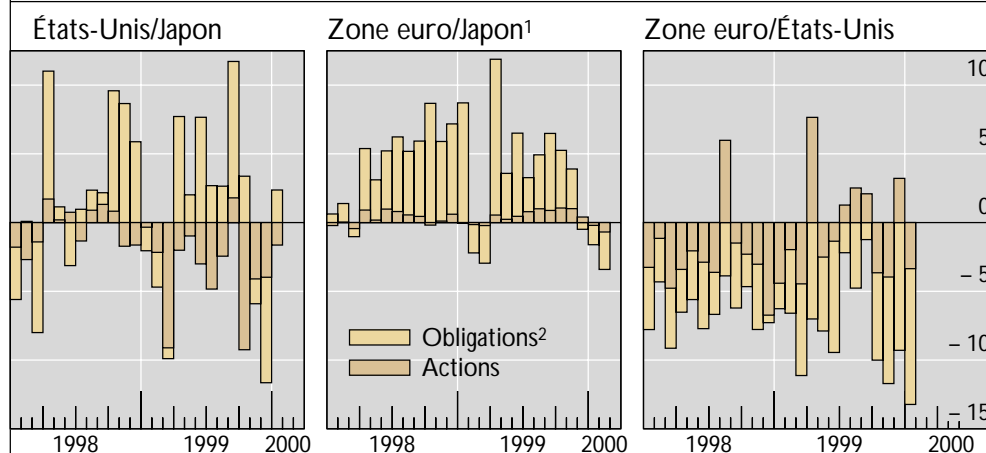
Des facteurs techniques peuvent aussi expliquer partiellement la dynamique des cours de change des trois grandes devises durant la période sous revue. Le dénouement de positions courtes sur yen constituées, probablement par des fonds spéculatifs, pour profiter du bas coût des financements dans cette monnaie (*yen carry trades*) lorsque le yen avait tendance à se renforcer après juin 1999 a peut-être amplifié par moments l'appréciation de la devise japonaise. Des ordres *stop-loss* à l'approche de seuils symboliques, comme le dollar à parité ou à un cours implicite de DM 2,00, semblent avoir accéléré l'affaiblissement de l'euro. Au début de 2000, la dynamique des anticipations des cambistes a pu parfois jouer un rôle. L'indicateur du risque de retournement pour la paire dollar/euro donne une idée de l'orientation privilégiée par les négociateurs d'options, entre un euro beaucoup plus fort et un euro beaucoup plus faible, sur la base du cours à terme. Cet indicateur suggère l'existence de craintes extrapolées lorsque l'euro subissait une baisse marquée (graphique V.1). Le rapatriement de capitaux par les institutions japonaises en mars 2000, pour la fin de l'exercice, a sans doute aussi stimulé la vigueur du yen. Le 28 février 2000, le peu de volumes traités et le manque de liquidité ont amplifié la flambée soudaine du yen par rapport à l'euro, qui a abouti à une variation passagère d'environ ¥3 en l'espace de quelques heures.

Rôle des flux d'investissements de portefeuille et d'IDE

Cependant, même si de tels facteurs techniques peuvent avoir un impact marqué sur les mouvements de change à court terme, cette influence est généralement brève. Il est probable, par conséquent, que les grandes fluctuations

Flux d'investissements de portefeuille entre les trois grandes économies

En milliards de dollars EU



Une valeur positive indique une entrée nette aux États-Unis (cadre de gauche) et (autres cadres) dans la zone euro (Allemagne, France, Pays-Bas et Luxembourg exclusivement).

¹ Investisseurs japonais uniquement. ² Les données peuvent inclure des transactions officielles.

Sources: ministère japonais des Finances; Trésor américain.

Graphique V.6

à moyen terme des principaux cours ont été provoquées par d'autres facteurs, comme les variations des flux internationaux d'investissements de portefeuille, qui n'étaient liés qu'en partie à des considérations conjoncturelles. Les achats nets massifs d'actions japonaises par les investisseurs américains en 1999, qui ont largement compensé les acquisitions nettes d'obligations américaines par les résidents nippons, ont pu contribuer à la dépréciation du dollar face au yen (graphique V.6). De même, la vigueur du dollar par rapport à l'euro peut s'expliquer, compte tenu des flux d'investissements de portefeuille considérables de la zone euro vers les États-Unis en 1999 et au début de 2000. Ceux-ci résultent, en termes nets, d'achats d'obligations et d'actions américaines par des investisseurs de la zone euro ainsi que de cessions d'actifs libellés en euros par les investisseurs américains. À l'incidence des flux d'investissements de portefeuille sur l'euro s'est ajoutée celle d'IDE encore plus importants, avec \$130 milliards d'entrées aux États-Unis et €147 milliards de sorties de la zone euro en 1999 (chapitre II). Cependant, si le sens des flux nets liés aux fusions et acquisitions entre sociétés américaines et européennes cadre avec la faiblesse de l'euro par rapport au dollar, le cours de change ne semble pas avoir été systématiquement influencé par l'annonce de telles opérations ni par les transferts de fonds correspondants.

Les grands courants d'investissements internationaux ont pu être modifiés non seulement par des considérations conjoncturelles mais aussi, en particulier pour les IDE, par la perception de mutations structurelles plus rapides dans certaines zones monétaires. L'orientation des flux nets d'investissements de portefeuille, qui se sont détournés d'Europe continentale pour se diriger vers le Japon, est conforme à l'optimisme des intervenants sur la restructuration des entreprises nippones. Les marchés, en revanche, ont évalué avec plus de scepticisme les progrès des réformes structurelles dans la zone euro. Les sorties

d'investissements de portefeuille de cette zone reflètent peut-être aussi en partie la déception des investisseurs américains, après leurs pertes sur actifs libellés en euros en 1999, et l'attrait des gains étonnants réalisés sur les actifs japonais. Les investisseurs nippons n'en ont pas moins acheté des actifs en euros durant la période sous revue, sauf pendant les mois précédant la fin de l'exercice.

Dans le cas de l'euro, l'influence des flux d'investissements internationaux a été amplifiée par l'attitude des gestionnaires de passifs. On a pu observer une forte augmentation des émissions en euros en 1999, par rapport aux monnaies antérieures, à la fois dans les secteurs privé et officiel (graphique VII.4). Même s'il est difficile de cerner l'incidence de cette évolution sur les mouvements de change, en raison du manque d'informations sur les stratégies de couverture adoptées par les gestionnaires de passifs, le déséquilibre entre les réactions des emprunteurs et des prêteurs face à l'introduction de l'euro a peut-être également pesé sur la nouvelle monnaie.

Marchés boursiers et cours de change

Corrélations
différentes ...

L'influence des flux d'investissements de portefeuille sur les récentes fluctuations de change coïncide avec une réorientation des investissements internationaux des obligations vers les actions (tableau V.2). Ce phénomène soulève la question plus générale de la relation entre marchés boursiers et cours de change, étant donné la crainte qu'une chute des actions américaines, conjuguée à un fléchissement du dollar, n'exerce une influence déflationniste sur le reste du monde.

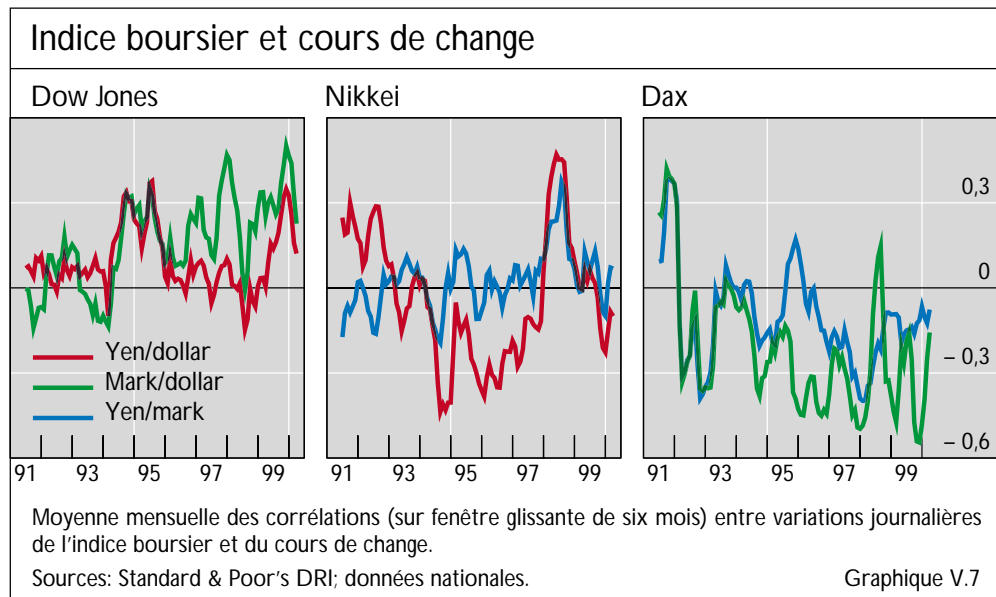
... selon les pays ...

Le lien entre marchés boursiers et cours de change diffère sensiblement d'un pays à un autre. Ces vingt-cinq dernières années, la corrélation entre la variation mensuelle de l'indice boursier et celle de la valeur de la monnaie nationale, mesurée par le cours de change effectif nominal, a été positive en Australie, au Canada, au Japon, en Italie et au Royaume-Uni, mais négative aux États-Unis, en Allemagne et dans quelques autres pays d'Europe continentale (tableau V.3). Sur cette période, les rendements des marchés boursiers permettent d'expliquer, à hauteur de 5–20%, l'évolution mensuelle des cours de change dans les pays examinés.

Opérations transfrontières sur obligations et actions ¹								
	1975–79	1980–89	1990–94	1995	1996	1997	1998	1999 dp
	en % du PIB							
États-Unis								
Obligations	4,0	36,5	94,0	110,2	129,0	163,6	166,3	125,8
Actions	1,9	6,7	14,7	22,4	27,2	44,3	56,5	53,1
Japon								
Obligations	2,2	63,3	74,5	55,2	66,1	78,3	72,4	56,0
Actions	0,6	9,7	9,8	9,6	13,4	17,1	18,2	29,1
Allemagne								
Obligations	5,3	25,0	87,3	148,8	171,0	211,6	259,1	250,9
Actions	1,6	7,3	15,2	18,5	24,8	44,7	69,8	83,4

¹ Achats et ventes, en termes bruts, entre résidents et non-résidents.
Sources: données nationales.

Tableau V.2



Le sens et l'ampleur de la relation statistique entre rendement boursier et variation du change se modifient aussi beaucoup avec le temps (graphique V.7). Le rendement journalier sur le marché boursier américain a étroitement suivi les fluctuations du dollar par rapport au yen et au mark au milieu des années 90. Cette covariance s'est accentuée en 1999, les fluctuations quotidiennes des cours des actions américaines correspondant alors, pour moitié environ, aux variations des cours du yen ou du mark. Toutefois, elle s'est nettement assouplie au début de l'an 2000, lorsque des phases de baisse des actions américaines ne se sont pas accompagnées d'un repli du dollar. Il convient de noter que la relation avec l'indice Dow Jones (graphique V.7) s'applique de la même façon à l'indice S&P 500, plus large, et à l'indice Nasdaq, qui accorde plus de poids aux valeurs de haute technologie.

... et d'une période à l'autre ...

Les corrélations des fluctuations journalières des marchés boursiers japonais et allemand avec le yen et le mark (ou l'euro) présentent une configuration différente. Le rendement de l'indice Nikkei et les variations du yen par rapport au dollar ont évolué dans le même sens en 1996 et 1997, au moment où la baisse des actions japonaises s'est accompagnée d'une dépréciation du yen. Toutefois, contrairement au Dow Jones et au dollar, les fluctuations quotidiennes du Nikkei et du yen n'ont pas suivi de corrélation étroite en 1999. Pour le marché boursier allemand et le mark, les résultats sont encore moins probants, car la hausse de l'indice Dax au cours des cinq dernières années a souvent connu une corrélation positive avec les variations du mark vis-à-vis du dollar, mais non face au yen. En

Marchés des actions et cours de change dans certains pays industriels ¹									
AU	CA	JP	IT	GB	FR	US	SE	CH	DE
0,20**	0,17*	0,11*	0,10	0,06	-0,02	-0,06	-0,08	-0,09	-0,15**

Pour les codes-pays, se reporter au graphique II.2. * et **: significatif au niveau de 95% et 99% respectivement.

¹ Coefficients de corrélation, sur la période 1975–2000, entre rendement mensuel de l'indice boursier et cours de change effectif nominal, définis comme écarts de logarithmes.

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

outre, la dépréciation de l'euro en 1999 coïncide avec une progression du Dax (et des autres indices boursiers de la zone euro).

... mais faibles dans l'ensemble

D'une manière générale, ces résultats dénotent une relation faible entre fluctuations de change et rendements des actions. Les mouvements des principaux cours de change bilatéraux n'ont apparemment pas été affectés outre mesure par les performances (relatives ou absolues) des marchés boursiers américain, japonais et allemand. Le schéma temporel de ces corrélations ne corrobore pas non plus l'hypothèse selon laquelle elles ont été essentiellement déterminées par des données macroéconomiques fondamentales, comme la position dans le cycle, ou par les orientations relatives des politiques monétaires.

Autres marchés des changes

Les fluctuations des principales monnaies européennes hors zone euro ont été déterminées, dans une large mesure, par des facteurs conjoncturels. Les monnaies des autres pays industriels ont, en outre, réagi aux changements de tendance des cours des produits de base. Celles des économies émergentes sont restées assez stables, ce qui traduit l'amélioration des situations économiques nationales, le renchérissement des matières premières et l'abondance des liquidités mondiales. Dans ces économies, les marchés boursiers locaux ont suivi assez étroitement l'évolution du marché américain des actions et celle du cours de change par rapport au dollar.

Monnaies européennes

Soutien conjoncturel à la livre ...

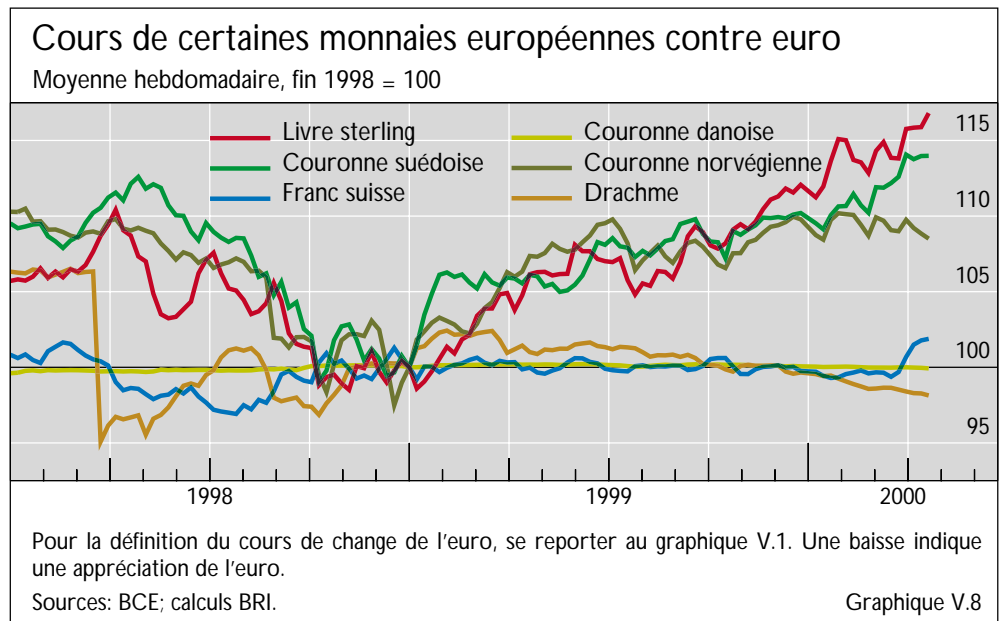
La livre sterling a fait preuve d'une grande vigueur pendant une longue période, soutenue par une économie tournant pratiquement à pleine capacité, dans un contexte de taux à court terme élevés par rapport aux autres économies industrialisées. De janvier 1999 à mars 2000, la monnaie britannique a enregistré une progression de quelque 15% vis-à-vis de l'euro (graphique V.8), tout en restant assez stable contre dollar, et s'est rapprochée de son niveau record de 1980 en termes effectifs réels. Tant sur longue période que dans ses variations journalières, elle s'est maintenue en position intermédiaire entre dollar et euro, comme elle l'avait fait avec le mark par le passé, quand elle tendait à suivre, pour moitié environ, les mouvements quotidiens du dollar à l'égard du mark.

... et à la couronne

Un peu comme la livre sterling, la couronne suédoise s'est régulièrement appréciée par rapport à l'euro au cours de la période sous revue, dans un contexte d'écart de croissance positifs entre la Suède et la zone euro (chapitre II). Dans l'ensemble, sa corrélation avec l'euro est comparable à celle qui existait précédemment avec le mark. En 1999, à chaque baisse de 1% de l'euro contre dollar, la couronne a eu tendance à céder en moyenne quelque 0,7% face à la monnaie américaine.

Changement de relation entre franc suisse et euro

En 1999, le franc suisse a essentiellement évolué dans une étroite fourchette de 1,59–1,61 par rapport à l'euro et a épousé, dans l'ensemble, les fluctuations journalières de l'euro vis-à-vis du dollar, tandis qu'on a observé, durant l'année, une assez grande synchronisation des décisions de politique monétaire de la Suisse et de la zone euro. Cette situation tranche avec le



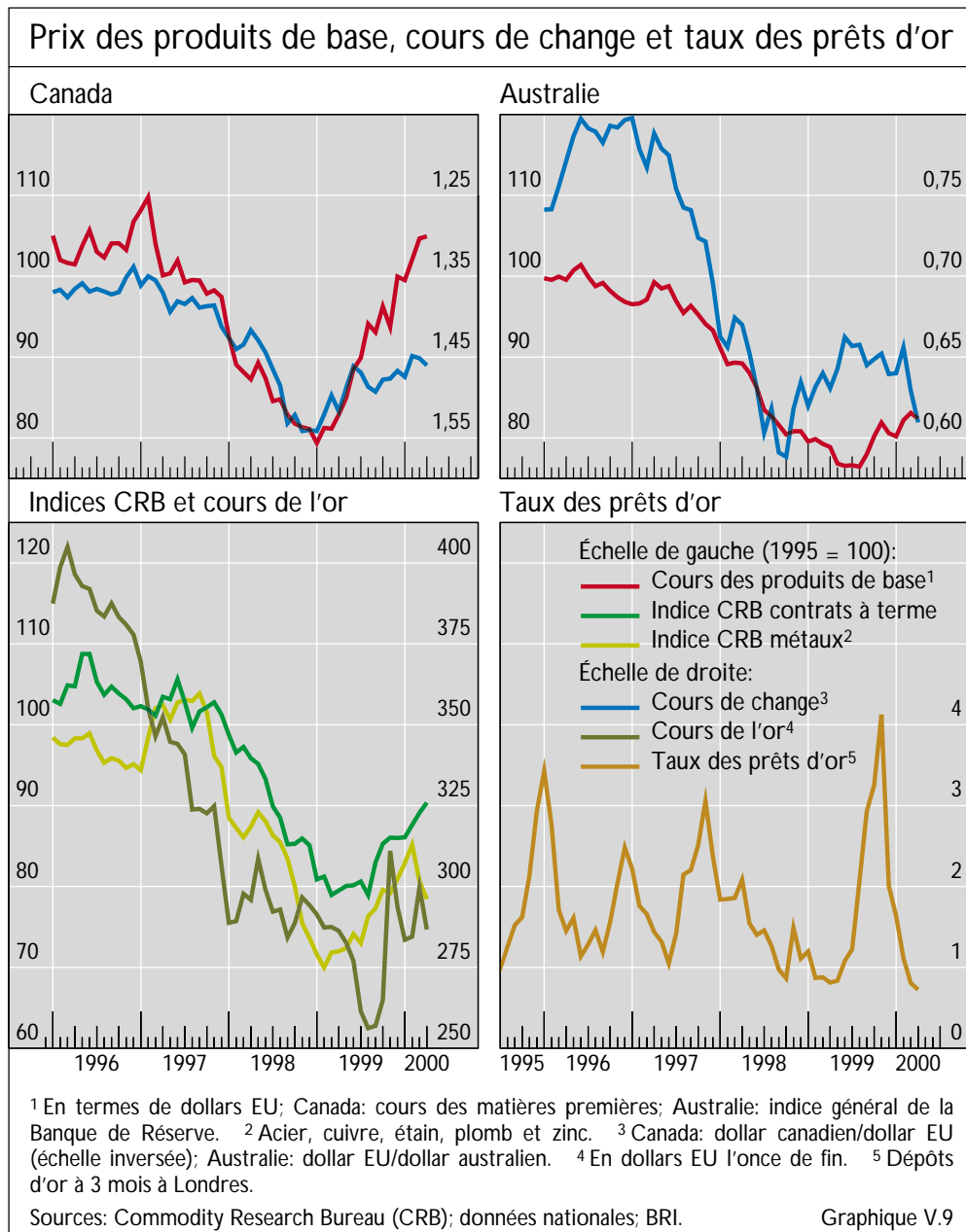
comportement passé du franc suisse, lorsque celui-ci tendait à se déprécier (s'apprécier) à l'égard du mark quand la monnaie allemande faiblissait (se renforçait) face au dollar. L'opinion des cambistes selon laquelle le resserrement des liens entre franc suisse et euro réduisait les possibilités de gains sur ce marché a été confirmée par la nette augmentation du volume des transactions contre dollar, par rapport au mark, la plus échangée des monnaies remplacées par l'euro. À la fin de mars 2000, toutefois, les autorités helvétiques ont durci leur politique monétaire nettement plus que la BCE et, dans les semaines qui ont suivi, le franc a gagné 2,5% contre euro.

Monnaies des autres pays industriels

Les cours des matières premières ont toujours été considérés comme un facteur important pour l'évolution du dollar canadien et, plus encore, du dollar australien. On pense généralement que les cambistes, à l'extérieur de ces pays, associent les deux monnaies à l'indice du Commodity Research Bureau (CRB), qui a progressé de 10% depuis le milieu de 1999. Ce lien semble cependant s'être relâché l'an passé. Lorsque ces cours se sont redressés pendant l'été, après plusieurs années de baisse, le dollar canadien s'est raffermi, tandis que le dollar australien s'inscrivait en repli par rapport à la monnaie américaine (graphique V.9). Cette divergence peut en partie s'expliquer par le fait que les opérateurs ont commencé à accorder davantage d'attention à la composition différente des exportations australiennes et canadiennes, puisque l'indice des matières premières pertinent pour le Canada a augmenté plus tôt et beaucoup plus fortement que l'indice correspondant pour l'Australie. Elle peut être due également à des anticipations de croissance plus lente en Australie, face à des signes d'expansion toujours vigoureuse au Canada.

Les observateurs ont attribué la faiblesse des marchés australiens des changes et des actions durant les premiers mois de l'an 2000 au fait que les investisseurs étrangers n'ont pas manqué de noter le poids modeste des sociétés de haute technologie sur le marché boursier local. On aurait donc tendance à

Évolution
divergente des
dollars australien
et canadien



classer l'Australie dans l'«ancienne» économie plutôt que dans la «nouvelle», contrairement au Canada. Pourtant, il est encore bien trop tôt pour évaluer l'impact du secteur technologique sur les marchés des changes. De surcroît, alors que le pays n'est pas un important producteur de nouvelles technologies, ses forts gains de productivité donnent à penser qu'il en est gros utilisateur.

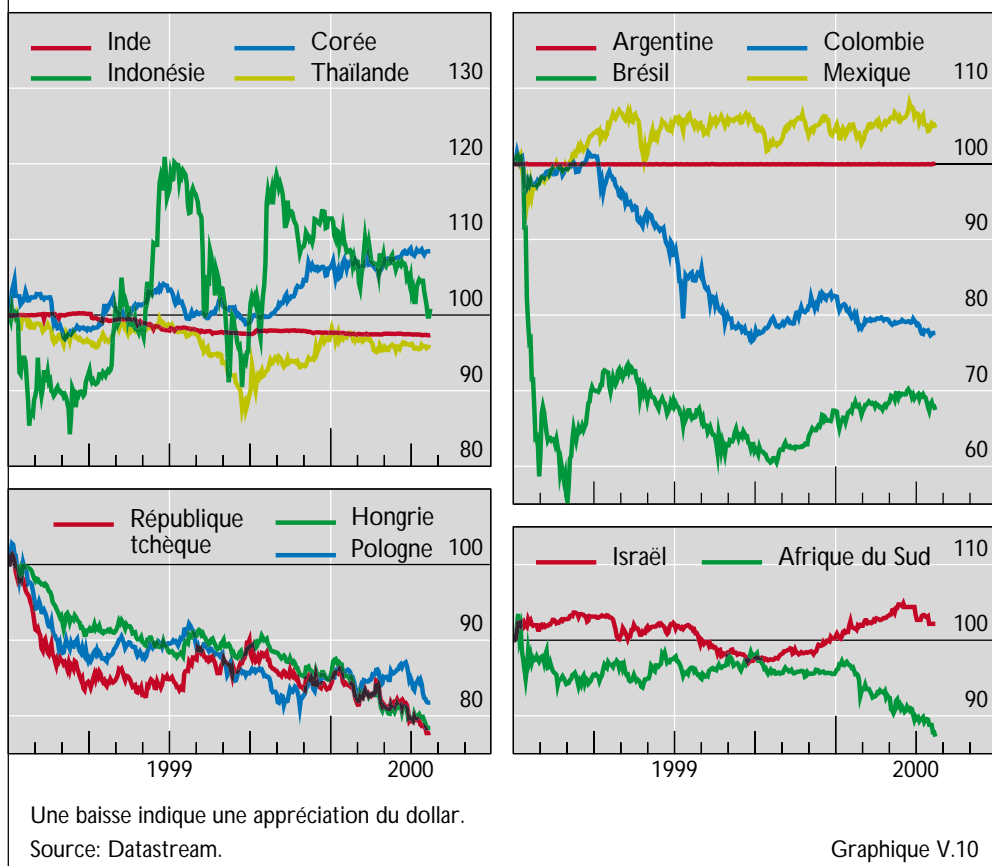
Monnaies des économies émergentes

Contrairement à ces dernières années, les marchés des changes des économies émergentes sont restés assez calmes durant la période sous revue. Dans l'ensemble, la plupart des monnaies asiatiques sont demeurées stables ou se sont raffermies en 1999 et au début de l'an 2000 (graphique V.10). Au second semestre de 1999, le won s'est renforcé de quelque 7% par rapport au dollar, tandis que le baht et la rupiah ont commencé par se déprécier avant de regagner le terrain

Marchés assez calmes

Cours de change contre dollar sur certains marchés émergents

Fin décembre 1998 = 100

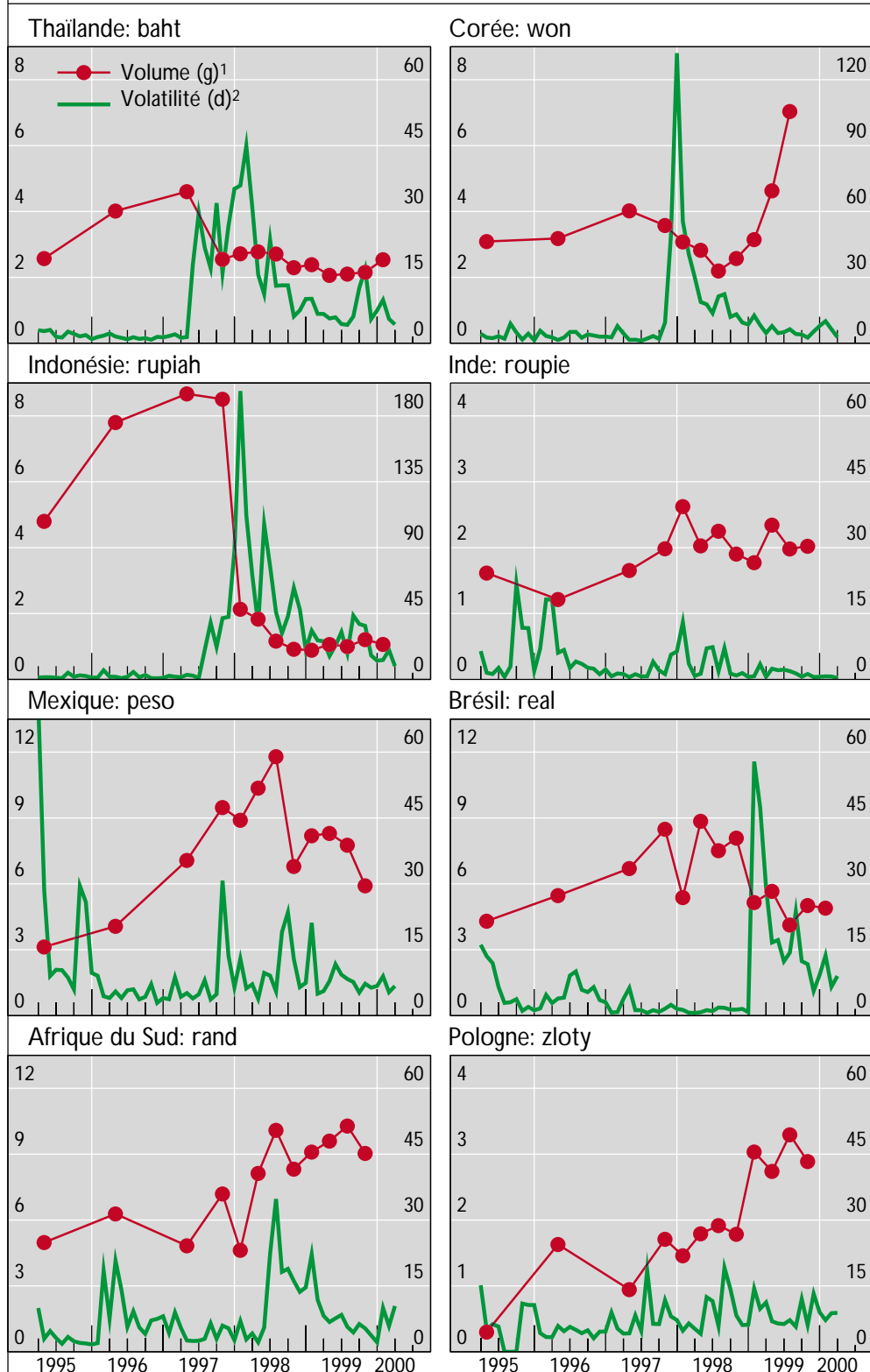


perdu. Pendant les mois suivant l'attaque spéculative sur le real qui a abouti à sa mise en flottage, les marchés d'Amérique latine ont été soumis à des pressions, notamment en Colombie, où le peso a chuté d'avril à juillet 1999, et en Équateur, où la dollarisation a été officiellement instaurée au début de l'an 2000. Néanmoins, les marchés des changes de cette région n'ont pas connu de turbulences majeures. Les monnaies d'Europe orientale sont généralement restées stables face à l'euro et se sont affaiblies de près de 20% vis-à-vis du dollar. Le rand, quant à lui, a également subi des pressions au début de 1999 puis en janvier 2000, avec l'assouplissement de la politique monétaire.

La volatilité des cours de change a, en général, continué de s'atténuer sur les marchés d'Asie et, dans certains cas, d'Amérique latine, mais elle est demeurée supérieure, dans quelques pays, à ce que l'on observait avant la crise asiatique de 1997 et 1998 (graphique V.11). Les volumes traités localement ont été stables ou ont augmenté, tout en restant souvent très en deçà de leurs niveaux du milieu des années 90. Le marché des changes coréen a constitué une exception notable à cet égard: on a assisté, en effet, à une vive progression de l'activité en 1999, parallèlement à une forte hausse des marchés boursiers locaux, qui ont bénéficié d'apports de fonds étrangers: \$5,2 milliards en 1999, puis plus de \$6 milliards de janvier à mi-mars 2000.

Dans une large mesure, cette amélioration générale de la situation a reflété des facteurs internes, comme la reprise de la croissance. Dans certains pays

Volume de transactions et volatilité sur certains marchés émergents



¹ Volume local de transactions en monnaie nationale, par jour ouvré pour le mois représenté, corrigé des doubles comptages (estimation de la banque centrale, en milliards de dollars EU); Mexique, Brésil et Afrique du Sud: monnaie nationale plus devises; Indonésie et Pologne: chiffres bruts; Thaïlande: moyenne sur le second semestre pour 1995 et sur l'année pour 1996; Indonésie: moyenne annuelle pour 1995 et 1996. ² Écart type sur un mois annualisé de la variation quotidienne, en %, du cours de change par rapport au dollar EU.

Sources: banques centrales; Datastream; calculs BRI.

Graphique V.11

asiatiques, des excédents substantiels des paiements courants, associés à des entrées de capitaux, ont poussé le cours de change à la hausse et, dans plusieurs cas, les autorités monétaires ont dû intervenir sur les changes afin d'endiguer l'appréciation de leur monnaie.

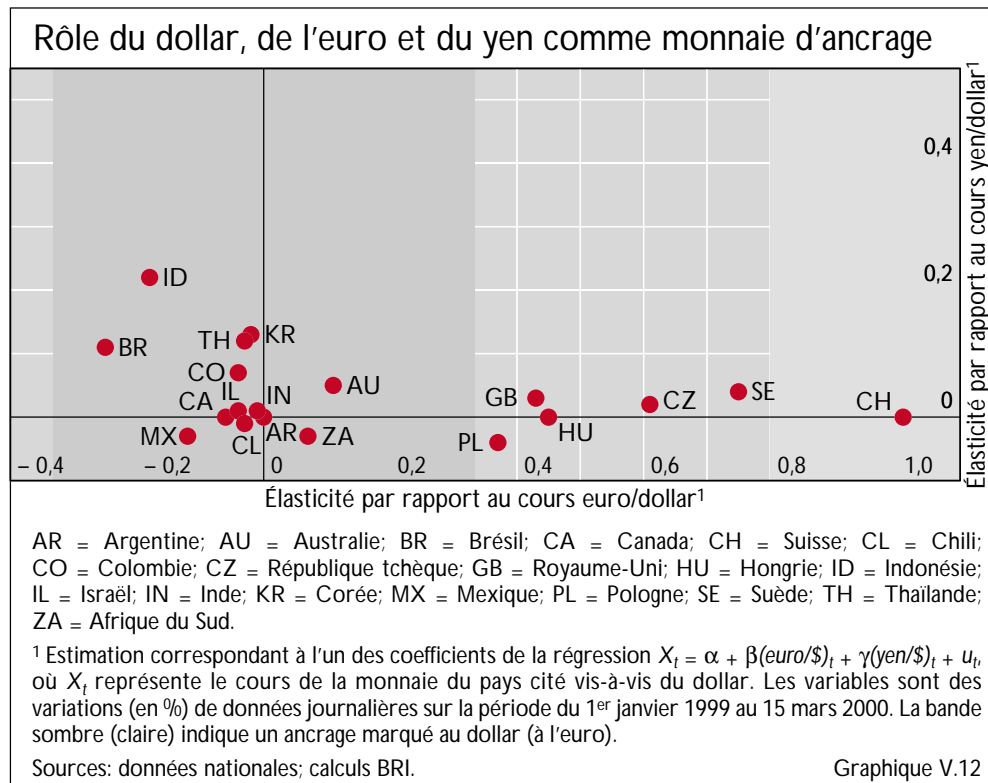
Pendant la période sous revue, les devises d'Amérique latine et d'Asie sont demeurées largement influencées par le comportement du dollar et ont eu tendance à en suivre étroitement les mouvements vis-à-vis du yen et de l'euro (graphique V.12). En revanche, le yen a continué de jouer un rôle mineur, même dans la région asiatique, tandis que l'influence de l'euro a été tout à fait comparable à celle du mark.

La meilleure tenue des devises des économies émergentes peut être associée aussi à l'embellie du marché des actions des États-Unis. Si la faiblesse des taux d'intérêt dans ces économies a probablement favorisé l'acquisition d'actions par les résidents, il est également vrai que, ces dernières années, les marchés boursiers locaux ont suivi de près leurs homologues américains (graphique V.13); en outre, leur évolution présente une corrélation très étroite, pendant la même période, avec la variation du cours de change du dollar par rapport à la monnaie nationale. Étant donné le lien marqué entre les monnaies des économies émergentes d'Amérique latine et d'Asie et le dollar, cette corrélation semble due en partie à l'impact notable des changements d'orientation de la politique monétaire américaine.

Plusieurs autres facteurs externes ont également eu des répercussions positives sur les monnaies des économies émergentes en 1999 et au début de l'an 2000. Celles des pays dont l'économie dépend traditionnellement des exportations de matières premières ont été favorisées par leur renchérissement

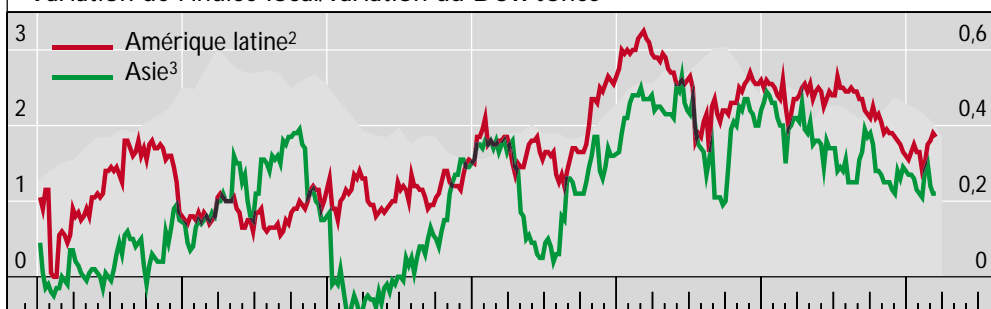
Rôle du dollar ...

... et du marché américain des actions

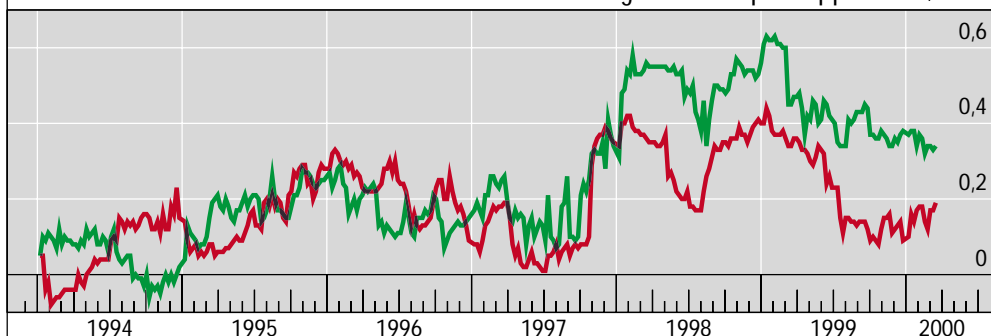


Indices boursiers¹ des économies émergentes: corrélations avec le Dow Jones et le cours de change

Variation de l'indice local/variation du Dow Jones



Variation de l'indice local/variation du cours de change bilatéral par rapport au \$EU



Corrélations sur fenêtre glissante de vingt-six semaines. Le contour de la zone ombrée (g) représente la moyenne, pondérée par le PIB, du taux réel au jour le jour pour les États-Unis, le Japon, l'Allemagne, la France et le Royaume-Uni, constaté sur le marché des euromonnaies.

¹ En termes de dollars EU. ² Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela; moyenne non pondérée. ³ Corée, Indonésie, Malaysia, Philippines et Thaïlande; moyenne non pondérée.

Sources: Datastream; données nationales; calculs BRI.

Graphique V.13

pendant l'été. Surtout, l'abondance persistante des liquidités sur les marchés internationaux des capitaux (zone grisée du graphique V.13) s'est, de façon générale, avérée bénéfique.

Changements structurels et activité sur les marchés des changes

Ralentissement de l'activité globale ...

La période sous revue a été caractérisée par un ralentissement de l'activité de change dans son ensemble. D'après les estimations des opérateurs, le volume des transactions a sensiblement baissé sur les grandes places, l'origine de cette tendance remontant à l'automne 1998, quand l'activité avait nettement diminué en réaction aux perturbations généralisées sur les marchés des capitaux et à la contraction correspondante des liquidités à l'échelle mondiale. Cependant, si les évolutions à court terme ont influé sur cette baisse, l'activité a peut-être aussi subi les effets des mutations structurelles qui ont affecté les marchés des changes ces dernières années. Une question importante est de savoir si ce repli a également affecté de façon durable la liquidité.

... sous l'effet de l'UEM ...

Les marchés européens ont commencé à décroître plusieurs années avant l'avènement de l'UEM. Les enquêtes triennales des banques centrales de 1995 et 1998 sur les marchés des changes et dérivés montrent une réduction progressive

d'environ 8% du volume total des transactions de change à l'approche de l'UEM. En 1999, ce recul n'a pas été contrebalancé par une augmentation dans le compartiment de l'euro par rapport aux monnaies dont il est issu. La part de la paire euro/dollar équivalait à peu près à celle des opérations en marks, francs français et lires face au dollar en avril 1998. Contre yen, en outre, le négoce de l'euro a été tout aussi faible que celui du mark en 1998. La volonté des banques commerciales de compenser la perte attendue de leurs recettes de transactions sur monnaies européennes avait favorisé l'expansion rapide des marchés des changes dans les économies émergentes. Cependant, lorsque la crise a éclaté en Asie, ces marchés se sont également contractés et n'ont pu compenser la baisse du volume en Europe.

L'introduction de l'euro n'a pas seulement entraîné la disparition des opérations de négociation intraeuropéennes. Apparemment, elle a aussi eu des répercussions indirectes, en déclenchant un mouvement de concentration bancaire en Europe continentale (chapitre VII) et en réduisant ainsi le nombre d'intervenants. Cette influence a été amplifiée par la multiplication des fusions et acquisitions dans le secteur bancaire aux États-Unis et au Royaume-Uni ces dernières années.

L'affaiblissement du volume des transactions en 1999 peut sans doute s'expliquer également par l'accélération de la tendance à la concentration chez les courtiers de change. Sur le marché au comptant, durant l'année, le courtage électronique a poursuivi son développement au détriment des méthodes traditionnelles, comme le courtage par téléphone ou la négociation directe. Sa part est passée de 10% environ à quelque 15% de 1995 à 1998 et a doublé au cours des deux années suivantes; dans certains segments du marché, comme ceux sur lesquels se traitent les principales devises, elle atteindrait même 50–80% du total.

... et du développement du courtage électronique

Volatilité des principaux marchés des changes			
	Yen/dollar	Yen/euro ¹	Dollar/euro ¹
Volatilité historique ²			
1980–89	10,1	7,3	11,4
1990–98	10,9	10,4	10,3
Volatilité implicite ³			
1997	11,6	10,9	10,1
1998	16,1	14,9	9,8
1999	14,5	14,4	10,0
2000 T1	13,6	16,5	13,5
Amplitude ⁴			
1997	6,9	...	...
1998	17,7	15,8	0,4
1999	14,3	17,4	2,7
2000 T1	4,6	16,9	21,5
¹ Avant 1999: yen/mark et dollar/mark. ² Écart type annualisé, calculé par mois civil, de la variation journalière. ³ Sur un mois. ⁴ Fréquence (en %) des jours où la différence entre maximum et minimum a été supérieure à 2%.			
Sources: BCE; Standard & Poor's DRI; calculs BRI.			Tableau V.4

La percée du courtage électronique s'explique en bonne partie par son coût inférieur, sa plus grande efficacité et, surtout, par une transparence accrue par rapport aux méthodes classiques de négociation. Les marchés des changes au comptant sont traditionnellement opaques, car il est difficile de diffuser des informations sur les cours, en l'absence de marchés organisés centralisés. Avant l'avènement du courtage électronique, les cambistes devaient généralement conclure plusieurs transactions pour obtenir des informations sur les cotations du marché. Les opérateurs recourant au courtage électronique, en revanche, ont instantanément connaissance des «meilleures» conditions que leur offre le marché en fonction de leurs limites de crédit et de celles de leurs contreparties, sans passer par un processus imprécis de détermination des prix. Ainsi, ils ne sont pas tenus de participer à un grand nombre de transactions. Il est possible, par conséquent, qu'un volume d'opérations plus faible assure le même degré de liquidité. Autre conséquence de cette évolution, les écarts entre cours vendeurs et acheteurs sur les principales paires se sont considérablement réduits, pour ne plus représenter qu'environ deux à trois centièmes de cent EU.

Incidence sur la
volatilité

L'expansion du courtage en ligne a eu, certes, un impact négatif sur les volumes, mais aucune information disponible ne laisse penser pour autant que la liquidité en ait pâti, car ce mode de négociation permet de changer de position facilement et à peu de frais. Quant aux autres mutations structurelles évoquées précédemment, leur influence sur la liquidité n'est pas plus claire. La volatilité s'est accrue, ces dernières années, par rapport à la moyenne des deux décennies écoulées, en particulier pour le dollar et l'euro (le mark) contre yen (tableau V.4). La chute sans précédent du dollar, qui avait perdu 10% contre yen en deux jours au début d'octobre 1998, montre que l'amplitude des variations intrajournalières a également connu des pics. De plus, certains signes semblent indiquer une augmentation de fréquence des fortes variations de change intrajournalières, tel le recul de ¥3 de l'euro en quelques heures le 28 février 2000. Cependant, rien ne porte à croire que la persistance des pics de volatilité ait été modifiée en 1999. Dans l'ensemble, il est donc encore trop tôt pour décider si les caractéristiques de la volatilité ont évolué de manière significative.

Marché de l'or

La période sous revue a été animée pour le marché de l'or. Sur les trois premiers trimestres de 1999, le cours a baissé, revenant d'environ \$291 l'once en janvier à un creux de \$254 fin août (graphique V.9). Le reste de la période a été marqué par deux événements. Le premier s'est produit en l'espace de quinze jours, après la déclaration conjointe des banques centrales du 26 septembre 1999; le cours a alors progressé d'un quart environ, puis a reperdu une partie de ses gains les semaines suivantes, sur un marché très volatil. Le second a eu lieu le 7 février 2000, lorsque le cours s'est envolé d'environ \$20 l'once en quelques heures, après la décision d'une grande société minière de modifier ses stratégies de couverture; ce mouvement s'est cependant inversé en peu de jours.

Des facteurs conjoncturels, durables ou plus techniques, ont influencé le marché de l'or. Durant la décennie précédente, la décreuse des anticipations d'inflation à l'échelle mondiale avait limité l'intérêt de l'or en tant que valeur

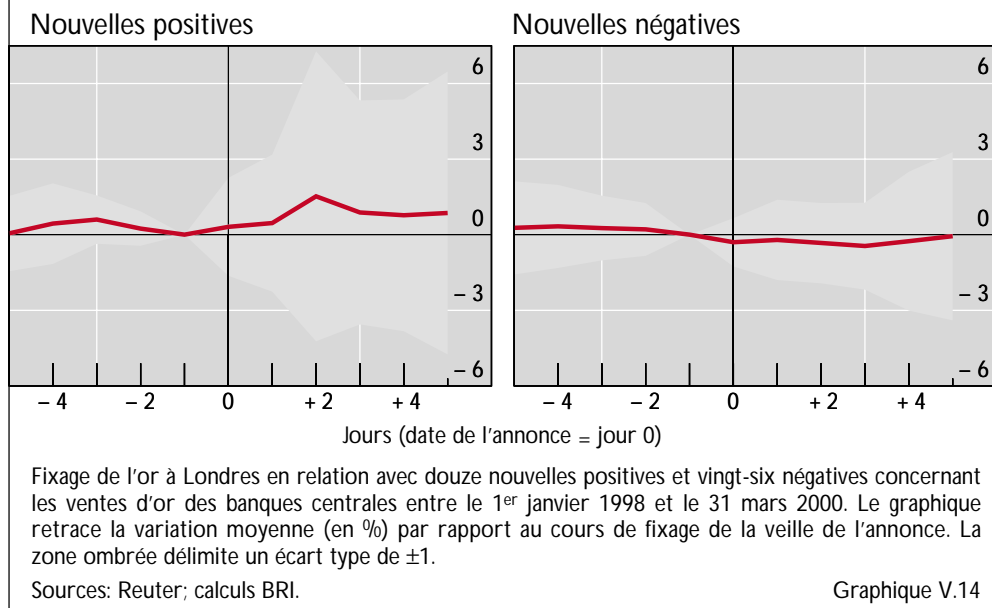
refuge et déprimé son cours. Ces dernières années, le cours a souffert, en outre, du repli général des prix des produits de base et de la faiblesse de la demande en Asie. La dépréciation notable de 1999 peut aussi être attribuée à une intensification des ventes à terme par les producteurs. Pour se prémunir contre de possibles baisses, les sociétés minières ont accru, en effet, leurs ventes de couverture de plus de 400% sur les trois premiers trimestres, augmentation qui représente environ 10% du total de l'offre annuelle de métal. L'envolée du taux des prêts d'or durant l'été 1999 a pesé sur les banques qui, en temps normal, auraient acheté de l'or à terme auprès des producteurs à des échéances éloignées et auraient couvert leurs positions en empruntant de l'or à des échéances rapprochées pour le vendre sur le marché au comptant. En 1999, les producteurs d'or ont commencé, en fait, à assurer le prix de leur production à des échéances plus lointaines (10–15 ans plutôt que 5–10 ans), tandis que les banques essayaient, en réaction, de prolonger leurs emprunts d'or au-delà de trois à six mois. Bien que les conditions des prêts d'or se soient assouplies à l'automne, les opérations de couverture semblent avoir été aussi à l'origine de l'accroissement temporaire de la volatilité en octobre 1999 et de la flambée qui, le 7 février 2000, a fait passer le cours de \$294 à \$313.

La déclaration conjointe sur l'or, qui a fait grimper le prix du métal jaune, fin septembre 1999, a été publiée par les banques centrales de l'Eurosystème,

Avoirs officiels en or ¹		
	Tonnes	Part du total (en %)
Signataires de la déclaration ²	15 998	47,6
Allemagne	3 469	10,3
France	3 024	9,0
Suisse	2 590	7,7
Italie	2 452	7,3
Pays-Bas	1 012	3,0
BCE	747	2,2
Royaume-Uni	665	2,0
Portugal	607	1,8
Espagne	523	1,6
Autriche	407	1,2
Belgique	258	0,8
Suède	185	0,6
Finlande	49	0,1
Irlande	6	–
Luxembourg	2	–
Autres	17 623	52,4
<i>dont:</i>		
États-Unis	8 138	24,2
FMI	3 217	9,6
Japon	754	2,2
BRI	192	0,6
Afrique du Sud	124	0,4
Australie	80	0,2

¹ À fin septembre 1999. ² Déclaration conjointe sur les ventes d'or en date du 26 septembre 1999.
Sources: FMI; World Gold Council; BRI. Tableau V.5

Annonces concernant les ventes d'or des banques centrales et cours de l'or



La déclaration
conjointe a soutenu
le cours de l'or

d'Angleterre, de Suède et de Suisse, qui détiennent environ la moitié du total des réserves officielles d'or (tableau V.5). Les signataires sont convenus de limiter les ventes à un maximum de 400 tonnes par an et de 2 000 tonnes sur cinq ans. Ils ont aussi affirmé que l'or resterait une composante importante de leurs réserves officielles, que seules les ventes déjà décidées pourraient avoir lieu et qu'ils ne développeraient pas leurs activités sur les marchés des prêts d'or et dérivés connexes. Cet accord entre banques centrales a interrompu la tendance baissière du cours de l'or, qui est ensuite remonté d'environ \$260 à plus de \$330, début octobre. Dans l'ensemble, le marché a recouvré un certain calme.

Les nouvelles concernant les ventes des banques centrales ont aussi été citées comme un facteur d'influence sur le cours de l'or durant la période sous revue. Même si cet argument peut se justifier par le fait que de telles cessions modifient l'équilibre entre offre et demande, ces ventes ont porté sur des volumes relativement mineurs par rapport à la taille du marché. En effet, une vente de 100 tonnes, par exemple, équivaut à quelque 4% de la production annuelle mondiale estimée et à environ 10% du volume moyen estimé des transactions quotidiennes sur le marché au comptant de Londres. On a évoqué comme autre explication de l'incidence des ventes officielles le fait que, malgré leur faible importance relative, elles émettent des signaux forts sur les intentions des autorités monétaires. Les banques centrales constituent, avec le FMI, le plus gros groupe de détenteurs d'or, et les réserves officielles atteignent quelque 33 000 tonnes au total, soit treize ans de production: si le marché commençait donc à anticiper de nouvelles cessions, le cours en serait vraisemblablement affecté.

Compte tenu de l'incidence de l'accord, il est intéressant d'analyser le comportement du cours aux alentours des jours où les annonces concernant les

ventes officielles, sur la période janvier 1998–mars 2000, sont parvenues aux opérateurs. Il convient de souligner que l'étude ne s'intéresse pas aux chiffres de cessions effectives, mais qu'elle se situe dans la logique de signal que l'on vient d'évoquer: les nouvelles contribuent plus que les ventes à déterminer la réaction des opérateurs, et donc le cours. Les événements ont été classés en deux catégories, selon qu'ils sont susceptibles, a priori, d'avoir un effet positif ou négatif. La première regroupe les décisions d'abandon de ventes d'or prévues et les commentaires de responsables opposés aux cessions de métal. La seconde comprend les annonces de ventes officielles effectives et d'accroissement probable des ventes futures. De toute évidence, cette classification n'est pas parfaite. Il est également possible que l'annonce d'une vente déjà réalisée produise un effet favorable sur le cours de l'or, le marché étant satisfait d'apprendre qu'elle a été facilement absorbée.

En moyenne, le cours de l'or a régressé les jours marqués par des nouvelles négatives (graphique V.14). Néanmoins, ce recul a été très limité (pas plus de 0,25%) et presque entièrement compensé les jours suivants. Dans le cas de nouvelles positives, le cours a en moyenne progressé, mais, là encore, uniquement de façon temporaire. Il importe d'ajouter que ce dernier résultat semble principalement dû à l'accord du 26 septembre 1999. Abstraction faite de cet événement, les faits positifs entraînent dans l'ensemble un léger repli du cours.

Sous les réserves évoquées précédemment, cette analyse tend à montrer que, ces deux dernières années, les nouvelles concernant les ventes officielles ont, en quelques occasions, produit un effet notable sur le cours, mais que leur incidence moyenne n'a pas été significative. Une explication de ce paradoxe apparent réside peut-être dans le caractère rétrospectif de la plupart de ces annonces durant la période considérée. En d'autres termes, elles apportaient aux opérateurs du marché des informations sur des cessions qui avaient déjà eu lieu.

L'annonce des ventes d'or par les banques centrales ...

... n'a généralement pas eu d'effet significatif

VI. Marchés des capitaux

Faits saillants

Alors qu'ils portaient encore les marques des récentes crises, les marchés des capitaux ont concentré leur attention, en 1999, sur les aspects positifs pour l'avenir et recommencé à prendre des risques avec une ardeur accrue. L'enthousiasme suscité par les technologies numériques et les signes de plus en plus manifestes de croissance à l'échelle mondiale ont poussé les cours de nombreuses actions vers de nouveaux sommets. Sur les marchés du crédit, ce même goût du risque a permis de surmonter des épisodes de tensions sur la liquidité et provoqué un resserrement graduel des marges, alors que les émissions de titres de dette privée battaient des records. La hausse des taux d'intérêt à long terme, en Europe et aux États-Unis, a été bien accueillie, puisqu'elle montrait que la politique monétaire était en mesure d'écarter les menaces d'inflation tout en préservant la croissance.

Au premier trimestre 2000, les opérateurs ont toutefois commencé à penser qu'ils avaient fait preuve d'un enthousiasme excessif. Sur les marchés des actions, les investisseurs ont été brusquement pris de vertige, ce qui a entraîné de fortes fluctuations, en particulier sur les valeurs technologiques. De plus, les statistiques engendraient une incertitude sur l'ampleur souhaitable du resserrement monétaire. Parallèlement, les chocs liés à l'offre sur le marché du Trésor EU ont pesé plus que d'habitude sur les cotations. Les activités d'arbitrage et de contrepartie qui, d'ordinaire, auraient absorbé ces chocs, n'étaient apparemment pas encore remises des pertes de l'automne 1998. La volatilité des rendements à long terme qui en a résulté a non seulement déconcerté les emprunteurs et investisseurs, pour lesquels ce marché sert de référence, mais également brouillé les informations normalement fournies par ces rendements sur les perspectives macroéconomiques.

L'évolution des prix relatifs des actifs a eu des conséquences sur l'économie réelle, en modifiant l'allocation du capital entre secteurs. Sur les marchés des actions, le comportement spectaculaire des valeurs technologiques a aidé les «jeunes pousses» à collecter des montants records par introduction en Bourse, tandis que la sous-performance des autres a conduit à d'importants programmes de rachats, permettant aux porteurs de recouvrer leur mise. Sur les marchés de la dette, les excédents budgétaires aux États-Unis et au Royaume-Uni et la réduction des déficits en Europe continentale ont favorisé l'essor des émissions obligataires des entreprises, stimulé par le resserrement des marges de crédit, de sorte que l'épargne s'est réorientée des titres d'État vers ceux des emprunteurs privés.

Les prix des actifs ont également influencé le mode de financement des déséquilibres des paiements courants dans le monde. Les marchés des actions ont

L'optimisme cède
aux préoccupations

Réallocation du
capital due aux
variations des prix
des actifs

soutenu les flux transfrontières, notamment dans le cadre d'échanges de participations. Les grandes banques internationales elles-mêmes ont investi largement sur des marchés des titres en plein essor et délaissé quelque peu leur activité de prêt traditionnelle. De leur côté, les emprunteurs des économies émergentes n'ont guère eu besoin des banques étrangères et ont accéléré leurs remboursements, provoquant une surabondance de fonds sur l'interbancaire international. Pourtant, en dehors des opérations liées aux acquisitions, les banques ont commencé à éprouver des difficultés à trouver de nouveaux emprunteurs.

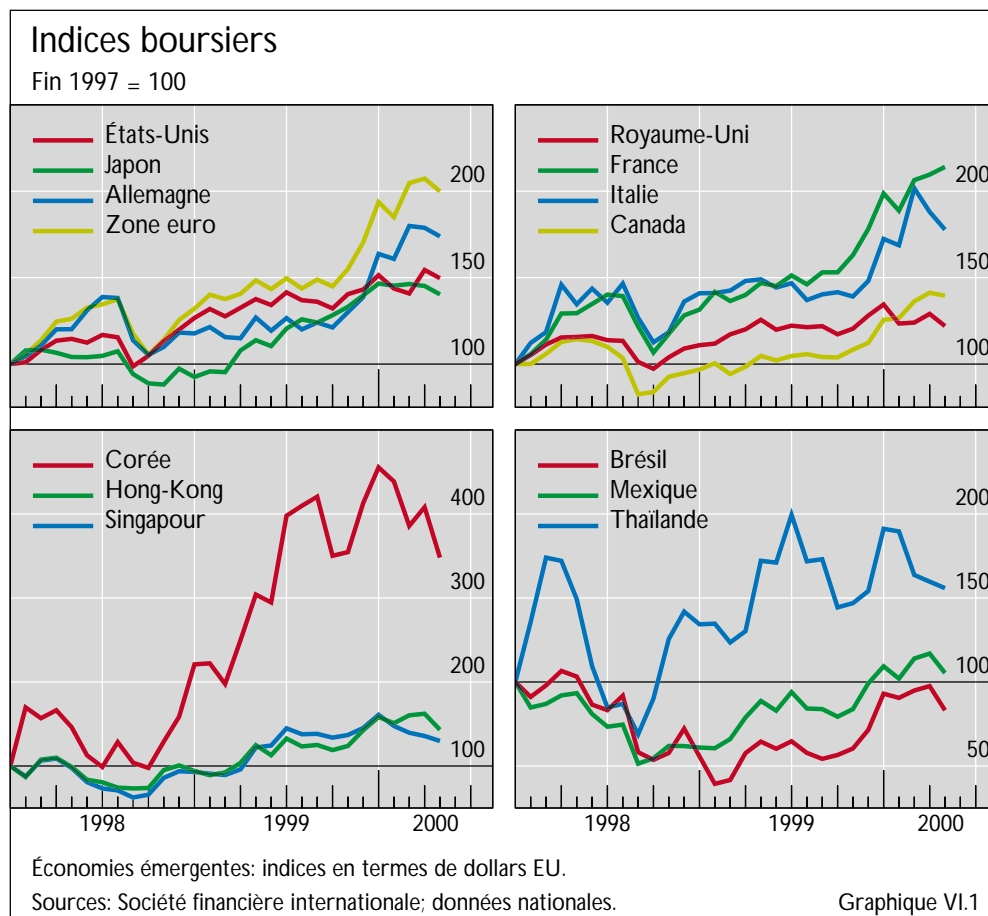
Investissements des grandes banques sur les marchés des titres en plein essor

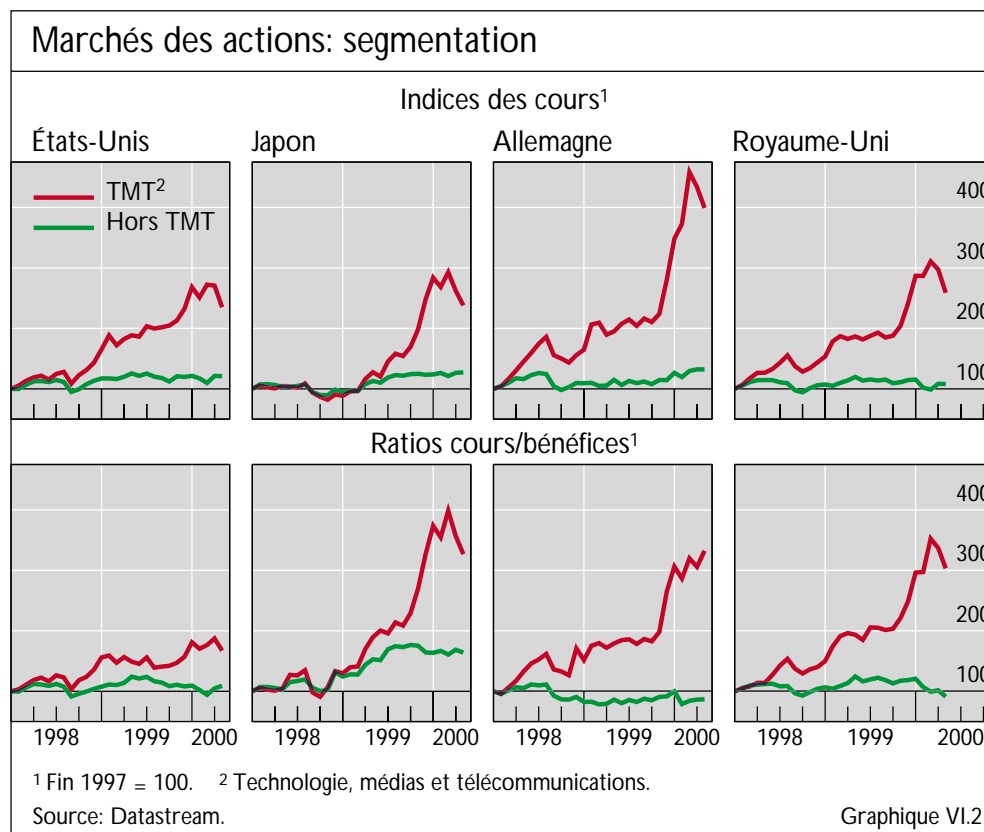
Marchés des actions

Performances contrastées

S'appuyant sur la dynamique des années précédentes, les marchés des actions ont battu partout de nouveaux records en 1999 (graphique VI.1). Ces fortes progressions ont été d'autant plus remarquables que les taux d'intérêt étaient en hausse aux États-Unis et en Europe. Même le marché japonais, atone depuis plusieurs années, s'est joint au mouvement et a effacé les pertes subies depuis le début des dernières crises financières asiatiques. Le Brésil, la Corée, le Mexique et d'autres pays sortant de récession se sont particulièrement distingués. Le rythme mondial de progression a culminé au quatrième trimestre de 1999, avant de commencer à s'essouffler début 2000.

Nouveaux records sur les Bourses du monde entier



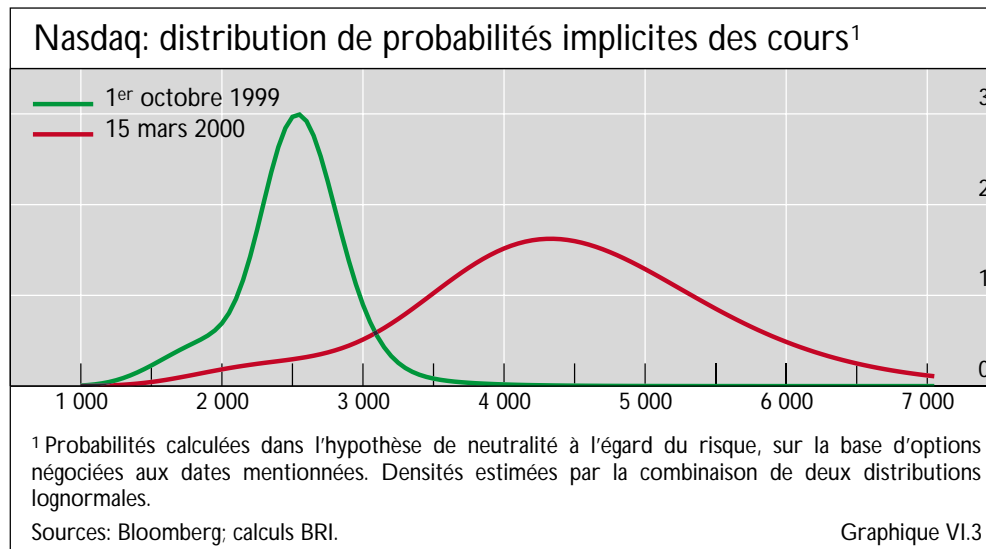


Hausse des cours tirée par les valeurs technologiques

En 1999, le dynamisme des indices boursiers larges a masqué d'importants écarts entre la «nouvelle économie» et l'«ancienne». Ainsi, aux États-Unis, moins de la moitié des entreprises de l'indice S&P 500 ont effectivement enregistré des rendements positifs sur l'année. À l'échelle mondiale, la progression a été tirée par les secteurs des technologies numériques et des télécommunications, dont la valeur a quasiment doublé aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Allemagne et presque triplé au Japon (graphique VI.2). C'est en Allemagne que la divergence entre les deux groupes a été la plus perceptible, en raison notamment d'une prime liée aux acquisitions dans les télécommunications. Les actions de l'ancienne économie ont également affiché des performances variables d'un pays à l'autre, baissant aux États-Unis et au Royaume-Uni, mais progressant en Allemagne et au Japon.

Mouvement de balancier entre les valeurs technologiques et les autres

Ces divergences se sont encore accentuées au premier trimestre 2000, la volatilité augmentant de manière spectaculaire. Après un bref fléchissement en début d'année, les actions ont repris leur ascension en Europe continentale, alors qu'elles continuaient de baisser aux États-Unis. L'annonce, à la mi-mars, que l'économie nipponne était entrée en récession, avec une contraction assez forte de la production au quatrième trimestre de 1999, a temporairement amené les investisseurs à se défaire de leurs actions japonaises. Aux États-Unis, les statistiques ont dépeint une économie réelle insensible au resserrement monétaire, déclenchant souvent d'importantes fluctuations des cours d'un jour sur l'autre. Un mouvement de balancier était fréquemment observé entre les valeurs technologiques et les autres, un secteur progressant pendant que l'autre faiblissait. La volatilité était parfois supérieure en une seule séance à celle enregistrée normalement sur plusieurs jours. Le 4 avril, par exemple, l'indice



Nasdaq des valeurs à dominante technologique cédait 13% en séance, mais, en clôture, il avait quasiment regagné tout le terrain perdu. Une semaine plus tard, il plongeait, à la suite notamment de l'annonce d'une augmentation relativement importante de l'IPC, perdant \$1400 milliards en termes de capitalisation. Cependant, en l'absence de nouvelles données significatives, le marché remontait au début de la semaine suivante.

En avril, l'accroissement de la volatilité a été précédé par une montée apparente de l'incertitude des opérateurs quant à l'évolution des cours. Réflétées dans les cotations des options, ces appréhensions ont semblé s'accroître encore plus que la volatilité effective, tout particulièrement pour les valeurs technologiques. La volatilité anticipée exprimée dans les cours des options négociables sur l'indice Nasdaq était plutôt modérée en octobre 1999, lorsque les valeurs technologiques étaient en hausse, ce qui témoigne d'une certaine confiance dans les cours enregistrés (graphique VI.3). Mais, dès que ces derniers ont commencé à se dégrader au premier trimestre 2000, cette volatilité implicite a atteint des sommets. À la mi-mars, la distribution implicite des cours anticipés indiquait une probabilité de quelque 25%, contre 15% en octobre, d'une chute d'au moins 20%.

Volatilité et variation des cours

L'évolution en dents de scie des marchés des actions amène à s'interroger sur les causes de ces variations. Étant donné qu'une action représente une créance sur la distribution future de fonds aux actionnaires, son cours devrait évoluer en fonction des informations publiées sur les résultats de l'entreprise, et notamment le rythme de progression des bénéfices anticipés. Deux facteurs supplémentaires devraient également jouer un rôle: le rendement attendu d'autres placements, obligations par exemple, et la «prime de risque sur actions», c'est-à-dire la rémunération additionnelle mais non observable exigée par les investisseurs pour le risque spécifique.

Or, il semble que les récentes fluctuations à court terme n'aient pas vraiment été déclenchées par des informations nouvelles. Ce phénomène n'est pas en soi

Les cours en dents de scie posent des problèmes d'évaluation

Fluctuations
provoquées par une
quantité minimale
d'informations
nouvelles

très inhabituel, car, par le passé, les actions ont maintes fois augmenté et baissé plus que ne pouvait l'expliquer l'évolution observée des bénéfiques. Cet «excès de volatilité» peut provenir d'une certaine inconstance irrationnelle des intervenants. Les variations de la prime de risque implicite sur le cours des actions peuvent donner un aperçu de ce comportement, même si l'on peut se demander pourquoi cette prime fluctue autant en si peu de temps. Une autre explication tient à l'existence d'une asymétrie de l'information. En effet, il se peut que certains investisseurs détiennent parfois d'importantes informations à caractère confidentiel, qu'ils ne communiquent au marché que par leurs opérations. Ce sont alors les ordres, et non les informations publiées, qui orientent le marché.

Si les fluctuations à court terme sont difficiles à expliquer, les mouvements à plus long terme revêtent en pratique une régularité qui cadre assez bien avec les données fondamentales de l'économie. Lorsque les indicateurs de prix, tels que ratio de dividende et multiple de capitalisation, sont trop éloignés de la normale par rapport au cycle d'activité, un retour à la moyenne historique finit par se produire. En général, des ratios de dividende faibles ou des multiples de capitalisation élevés retrouvent leurs niveaux sous l'effet d'une baisse des cours plutôt que d'une augmentation des dividendes ou des bénéfiques.

Perspectives peu
favorables pour
les actions ...

Par comparaison avec le passé, les perspectives n'étaient pas favorables pour les actions à fin mars 2000. La hausse générale et constante des cours avait porté les principaux indicateurs à des niveaux extrêmes; dans la plupart des cas, par exemple, les ratios de dividende avaient atteint leur minimum ou en étaient proches (tableau VI.1). Il faut admettre que la propension accrue des entreprises à distribuer leurs bénéfiques aux actionnaires en procédant à des rachats d'actions plutôt qu'en versant des dividendes a contribué à déprimer ces derniers, indépendamment de tout changement d'attitude des opérateurs à l'égard du risque. Néanmoins, les marchés apparaissaient également surévalués

Cours des actions: indicateurs d'évaluation ¹									
	Taux de rendement ²				Ratio cours/bénéfices ³				
	Moyen	Minimum		Mars 2000	Moyen	Sept. 1987	Maximum		Mars 2000
		niveau	date				niveau	date	
États-Unis	3,6	1,1	Déc. 1999	1,2	15,6	22,3	36,4	Juil. 1999	28,3
Japon	1,3	0,4	Janv. 1990	0,6	38,8	69,5	85,2	Fév. 2000	80,6
Allemagne	2,7	1,1	Fév. 2000	1,2	13,5	14,7	27,4	Janv. 2000	22,8
France	4,0	1,6	Mars 2000	1,6	12,5	13,2	30,4	Mai 1973	26,8
Italie	2,8	1,0	Mai 1981	1,3	18,3	14,7	36,0	Mars 2000	35,6
Royaume-Uni	4,7	2,1	Mars 2000	2,1	13,4	15,8	28,6	Janv. 2000	28,1
Canada	3,3	1,1	Mars 2000	1,1	12,8	19,5	42,5	Nov. 1999	32,8
Pays-Bas	4,6	1,7	Janv. 2000	1,8	11,6	14,5	31,9	Janv. 2000	26,5
Suisse	2,3	0,9	Mars 1998	1,3	13,4	13,9	29,7	Mars 1998	20,1
Suède	2,5	1,1	Mars 2000	1,1	17,8	23,6	35,6	Mars 2000	34,2
Belgique	4,0	1,3	Janv. 1999	2,0	13,3	14,0	29,2	Avril 1973	17,1

¹ Depuis 1973. ² Suède: depuis 1982. ³ Italie: depuis juin 1986; Royaume-Uni: depuis 1980; Canada: sauf 1991-94, période de ratio exceptionnellement élevé, en raison de bénéfiques très faibles dus à des annulations de créances (maximum en 1994: 504); Suède: depuis 1982.

Source: Datastream.

Tableau VI.1

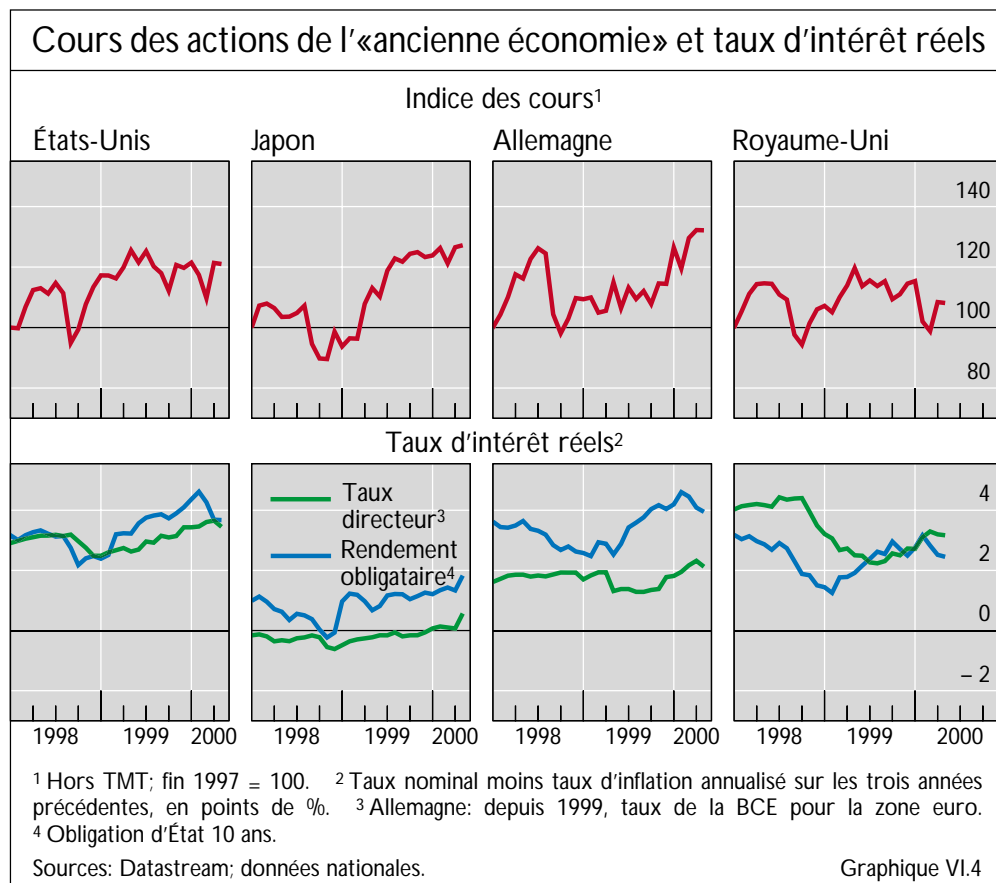
sur la base des multiples de capitalisation. Même si ces indicateurs s'étaient, de manière générale, légèrement écartés de leurs sommets récents, ils restaient historiquement élevés et supérieurs à ceux antérieurs à la crise d'octobre 1987.

D'après la différence de comportement, en 1999, entre les valeurs de l'ancienne et de la nouvelle économie, il semblerait que les perspectives d'évolution des actions dépendent de leur appartenance à l'un ou l'autre secteur. Les titres de l'économie traditionnelle ont certes affiché des multiples de capitalisation inférieurs à ceux de l'ensemble du marché, mais les indicateurs suggèrent qu'ils étaient peut-être, eux aussi, surévalués. Fin mars 2000, ces multiples étaient, respectivement, de 23 et 19 aux États-Unis et au Royaume-Uni, soit nettement supérieurs à leur moyenne historique, alors même que ces deux pays se trouvaient dans une phase du cycle économique (chapitre II) qui, du moins par le passé, augurait d'une moindre croissance des bénéfices. De plus, aux États-Unis, les valeurs de l'ancienne économie ne paraissent pas s'être pleinement ajustées aux hausses des taux d'intérêt (graphique VI.4).

... et peut-être liées au secteur

Les indicateurs d'évaluation traditionnels laissent entrevoir des risques encore plus grands pour les valeurs technologiques, dont les multiples de capitalisation atteignent, en effet, des sommets jusqu'alors inconnus. Fin mars 2000, ils s'établissaient à 53 aux États-Unis et à 169 au Japon. De telles évaluations sont en partie subordonnées à la croissance des bénéfices, qui, sur le long terme, doit converger avec celle de l'économie. Par conséquent, les écarts d'évaluation dépendent de plusieurs facteurs: rythme de progression à court terme des résultats anticipé par les investisseurs, durée de la période de

Les indicateurs dénotent des risques supérieurs pour les valeurs technologiques



forte expansion et prime de risque sur actions. Sur la base des moyennes historiques de ces deux derniers éléments, les investisseurs se sont montrés très optimistes sur les perspectives à court terme des entreprises de haute technologie. Au vu des multiples de capitalisation, ils semblaient estimer que les résultats de l'ensemble de ce secteur progresseraient aux États-Unis de 21% par an en termes réels sur les dix prochaines années, soit un rythme plus de cinq fois supérieur à celui de la croissance de l'économie. Parallèlement, le marché anticipait une progression moyenne de 25% l'an du bénéfice par action (BPA) en termes réels des entreprises de haute technologie au Japon. Même dans l'hypothèse d'une prime de risque sur actions réduite à zéro, le taux de croissance implicite du BPA en termes réels serait alors de 12% pour les États-Unis et de 16% pour le Japon.

Les évaluations élevées ne sont pas fondées sur des bénéfices antérieurs

Alors que ces indicateurs atteignaient des niveaux extraordinaires au regard des bénéficiaires courants, d'autres évaluations élevées semblaient reposer entièrement sur des hypothèses de bénéfices potentiels plutôt que sur des antécédents. D'ailleurs, une bonne partie des entreprises de haute technologie récemment introduites en Bourse n'avaient aucun bénéfice à présenter, et le taux présumé de croissance de leurs résultats était fondé sur des concepts de valorisation nouveaux et non avérés. Certains de ces concepts s'inspiraient, par exemple, de la loi de Metcalfe (du nom de l'inventeur du réseau Ethernet, précurseur d'Internet), selon laquelle la valeur d'un fournisseur de réseau est proportionnelle au carré des abonnés, car cette relation définit le nombre de connexions possibles. Ce concept pourrait corroborer l'hypothèse d'une expansion spectaculaire des rendements, sans lien étroit avec les taux d'intérêt ni le niveau général de l'activité. Les évaluations semblaient ainsi oublier qu'une telle société attirera vraisemblablement en premier les clients les plus lucratifs et qu'elle est donc condamnée à enregistrer des rendements décroissants. En outre, des concepts comme la loi de Metcalfe ne peuvent pas s'appliquer à toutes les entreprises liées à Internet, tels que les .com de la distribution, ni à toutes celles d'un même secteur, puisqu'il y aura forcément des gagnants et des perdants.

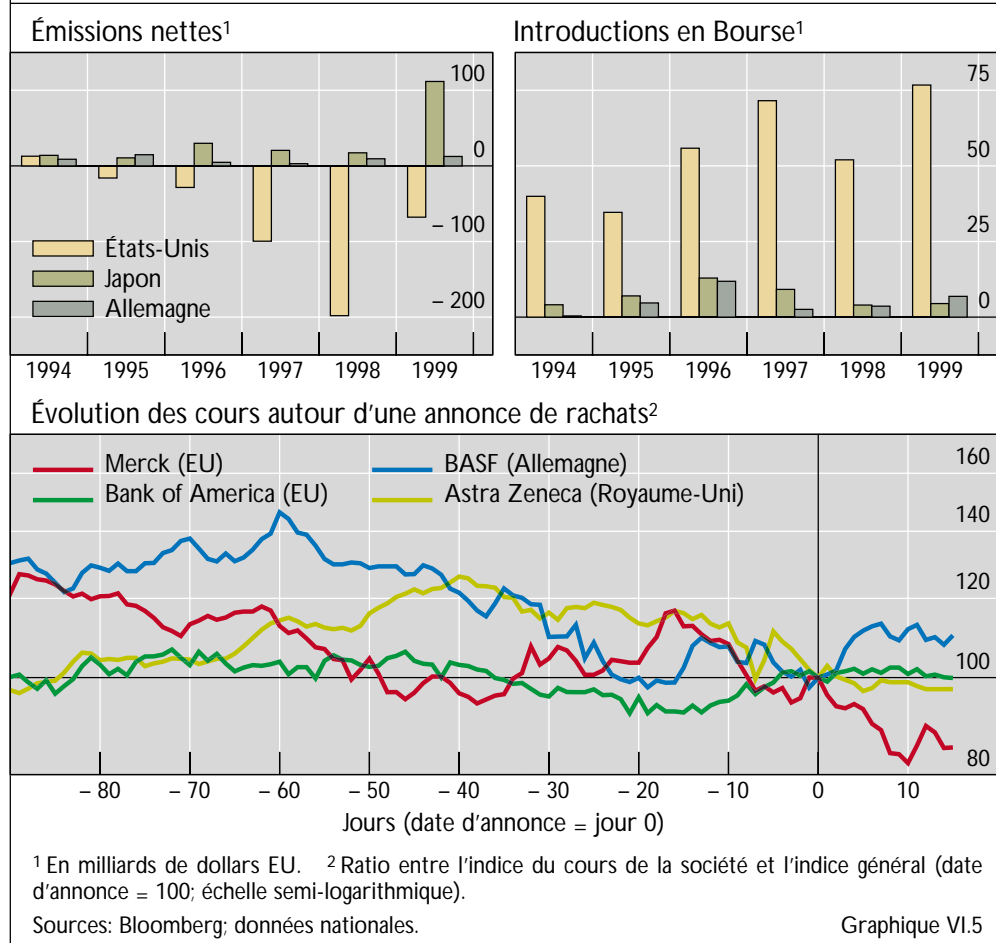
Risques d'évaluation et résultats économiques potentiels

Il suffit de peu pour retourner le marché

Les niveaux records des cours atteints sur les grandes places comportent un risque de forte correction générale. Le secteur de la haute technologie semblerait particulièrement vulnérable. Néanmoins, les autres actions affichent aussi des cotations historiquement élevées. Alors que, sur la majeure partie du premier trimestre 2000, les investisseurs ont favorisé l'un puis l'autre de ces deux secteurs, un changement de sentiment concernant les valeurs technologiques pourrait bien avoir des répercussions sur les valeurs traditionnelles. Il suffit souvent de très peu de choses pour précipiter un tel revirement. De gros ordres inattendus peuvent entraîner des ventes en cascade, car les autres intervenants les pensent fondés sur des informations défavorables, que ce soit le cas ou non. Par le passé, ce phénomène s'est fréquemment traduit par une perte générale de confiance, avec une chute imprévue des cours.

Pour l'économie réelle, les risques de surévaluation ne se limitent pas à la possibilité qu'une forte correction freine la consommation via un effet de richesse négatif ou réduise l'investissement à travers une augmentation du coût du capital

Émissions d'actions et évolution des cours autour d'une annonce de rachats



(chapitre II). Toute mauvaise allocation du capital en période d'expansion suppose un ajustement ultérieur. Les conséquences de la variation des cours relatifs entre les valeurs technologiques et les autres sont déjà apparues dans les transferts massifs de capitaux entre ces secteurs. En 1999, les investisseurs ont, dans le monde entier, placé plus de fonds qu'auparavant dans les «jeunes pousses», principalement technologiques, introduites en Bourse (graphique VI.5). Dans le même temps, les entreprises traditionnelles, dont les actions étaient jugées moins dynamiques, ont continué d'annoncer des programmes de rachats, qui ont apporté des liquidités à leurs actionnaires. Une surévaluation des cours d'introduction des valeurs technologiques a pu attirer un trop grand nombre de nouvelles entreprises dans ce secteur, surinvestissement qui risque de se traduire ultérieurement par une diminution de la productivité. Si une forte correction a lieu, une partie des pertes de capitalisation boursière pourra alors être attribuée, à juste raison, à une révision en baisse de la productivité anticipée.

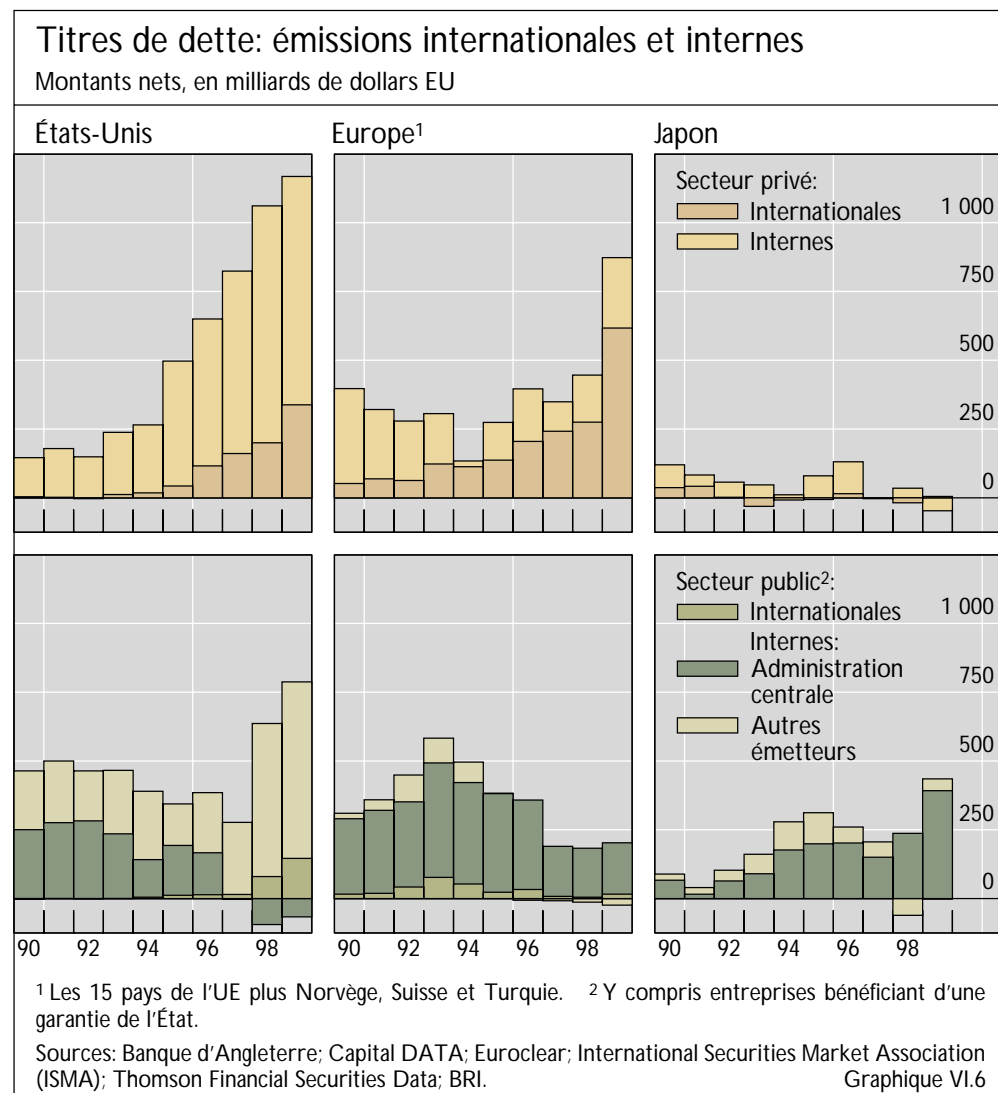
En 1999, le redéploiement du capital a également pris la forme d'acquisitions transfrontières, bien souvent dans les télécommunications. Ces opérations ont contribué à compenser les grands déséquilibres des paiements courants dans le monde. Les États-Unis et l'Amérique latine, en particulier, ont financé leur déficit extérieur principalement par des entrées au titre d'acquisitions de sociétés

Les introductions en Bourse collectent des volumes records pour les «jeunes pousses»

locales par des entités étrangères. La vigueur de la demande étrangère d'actifs américains a renforcé le dollar, même en présence d'un large déficit. En Europe, une vague de fusions et acquisitions a déferlé sur les télécommunications. Contrairement à ce qui s'était passé à la fin des années 80, les récentes acquisitions dans le monde ont souvent été payées avec des actions de l'acheteur plutôt qu'avec des liquidités. Les cours de leurs actions étant élevés, les entreprises technologiques ont pu prendre le contrôle de sociétés de l'ancienne économie, s'ouvrant ainsi la possibilité d'utiliser la trésorerie de celles-ci pour leurs propres investissements. Il reste à savoir si cette nouvelle répartition du capital aura aussi des répercussions sur les gains de productivité.

Marchés obligataires

Tout comme les marchés des actions ont facilité une réallocation des capitaux entre ancienne et nouvelle économie, les marchés obligataires à travers le monde ont permis l'évolution des modes de financement et d'investissement. Du côté des débiteurs, les gouvernements ont progressivement cédé la place aux



signatures privées; cette tendance structurelle particulièrement importante s'est accélérée pendant la période sous revue. Alors même que les marchés absorbaient un montant record de titres de dette privée, la perspective d'une réduction des emprunts d'État en Amérique du Nord et en Europe a entraîné un retrait des fonds consacrés aux activités de contrepartie et une recherche de nouvelles références fiables. Parallèlement, les pertes subies à l'automne 1998 ont pesé lourdement sur l'état d'esprit des arbitragistes. Ces facteurs ont contribué à l'apparition de turbulences périodiques au niveau des marges, brouillant au passage la distinction entre primes de crédit et de liquidité.

Repli des emprunts d'État au profit de ceux du secteur privé ...

Émissions du secteur privé et marges de crédit

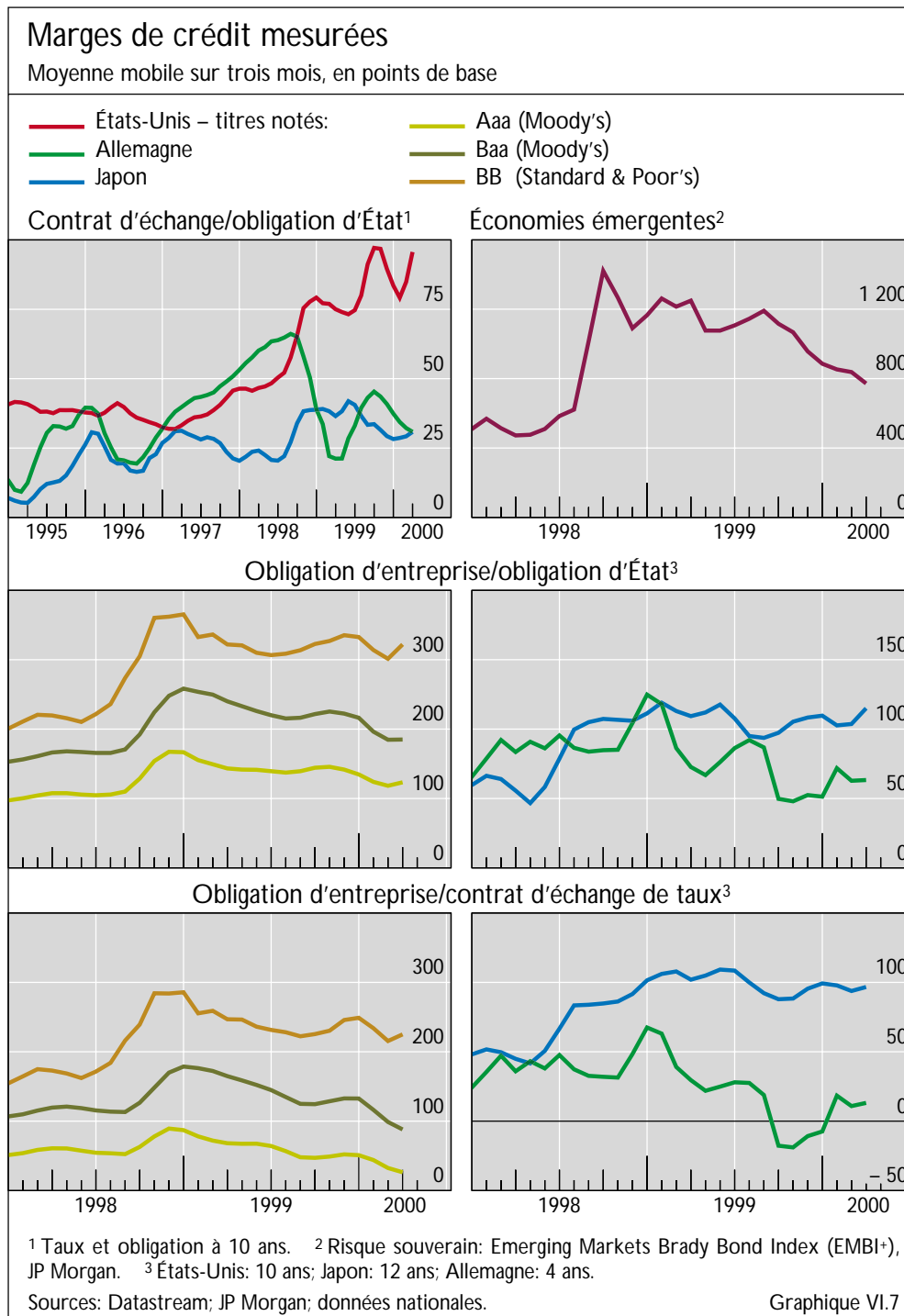
La période sous revue s'est caractérisée par une contraction des marges de crédit selon leur mesure traditionnelle, due à une réévaluation de la qualité du crédit, mais aussi à l'évolution de la liquidité du marché et à des facteurs d'offre pour la dette publique et les contrats d'échange de taux.

Le secteur privé a émis, en outre, un volume record d'obligations. Conséquence de l'assainissement des finances publiques, les émissions de titres d'État ont régressé ou sont restées stables dans la plupart des grands pays industrialisés, à l'exception notable du Japon (graphique VI.6). Les rares

Titres de dette internationaux: émissions nettes ¹							
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Encours à fin déc. 1999
	en milliards de dollars EU						
Total	251,8	260,6	532,0	563,2	680,9	1 225,2	5 365,5
Instruments du marché monétaire ²	4,5	18,7	39,9	14,8	9,8	68,6	260,0
Obligations et effets ²	247,3	241,9	492,0	548,4	671,1	1 156,6	5 105,5
Pays développés	203,1	226,9	404,2	439,0	574,8	1 149,4	4 503,0
États-Unis	22,9	55,4	130,2	176,0	280,3	484,5	1 310,8
Zone euro	126,5	132,1	177,3	172,0	210,7	494,0	1 746,5
Japon	-6,9	-3,8	17,1	-1,3	-17,4	4,1	338,3
Places franches	7,2	0,7	17,1	13,9	10,0	15,7	74,7
Autres pays	32,5	22,0	87,7	89,1	40,1	35,5	408,0
Institutions internationales	8,9	11,0	23,0	21,2	56,0	24,6	379,8
Dollar EU	64,4	68,4	259,1	331,6	410,4	546,2	2 512,2
Monnaies de la zone euro	80,6	84,2	134,5	133,9	223,6	576,2	1 561,2
Yen	85,3	79,8	85,7	33,4	-26,8	-5,8	536,8
Autres monnaies	21,4	28,2	52,7	64,4	73,7	108,7	755,4
Secteur financier ³	134,8	167,0	342,3	355,6	369,5	659,1	2 581,4
Secteur public ⁴	103,4	72,6	118,9	85,4	178,2	213,5	1 436,3
Administration centrale	50,1	37,3	53,5	31,6	45,1	40,4	459,0
Entreprises	13,5	21,1	70,7	122,3	133,2	352,7	1 347,8

¹ À l'exclusion des titres émis par les résidents en monnaie locale lorsqu'ils ne sont pas explicitement destinés aux investisseurs non résidents. Obligations: flux; instruments du marché monétaire et effets: variation d'encours, hors effets de change.
² Hors effets émis par les non-résidents sur le marché interne. ³ Banques commerciales et autres institutions financières.
⁴ Gouvernements, organismes publics et institutions internationales.

Sources: Banque d'Angleterre; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI. Tableau VI.2



... qui atteignent des records

augmentations sont à mettre au compte exclusivement d'organismes publics et paragouvernementaux, telles les agences de crédit immobilier aux États-Unis. Le secteur privé a réagi à la nouvelle disponibilité de l'épargne en émettant des volumes sans précédent. Poursuivant une tendance récente, les marchés internationaux de la dette ont pris le pas sur leurs homologues internes. Les émissions internationales du secteur privé, hors remboursements, ont plus que doublé (tableau VI.2). En Europe, elles ont surpassé les émissions internes, l'introduction de l'euro invitant à franchir les frontières pour tirer parti du pool d'investisseurs de l'ensemble de la zone euro (chapitre VII).

L'essor des émissions du secteur privé coïncide avec une augmentation constante des rendements nominaux des titres d'État. Les signes tangibles de croissance ainsi que la hausse des prix de l'énergie ont conduit les autorités monétaires d'Europe et des États-Unis à relever les taux directeurs pour prévenir toute tension inflationniste. Les anticipations de durcissement monétaire ont fait monter les rendements à long terme sur une bonne partie de 1999. Ceux-ci sont devenus volatils début 2000, lorsque les opérateurs ont reconsidéré l'ampleur du resserrement qui serait nécessaire pour faire échec à l'inflation et réagi à différents éléments affectant la liquidité.

L'impact de cette augmentation des rendements des titres d'État a été en partie compensé par une diminution graduelle, bien qu'inégale, des primes de risque (graphique VI.7), qui s'étaient fortement élargies pendant la tourmente financière de l'automne 1998. Les investisseurs s'étaient alors rués sur les titres les plus sûrs et les plus liquides, en raison de doutes sur la solvabilité des emprunteurs des pays émergents et de certains établissements financiers des pays industriels. La contraction ultérieure des écarts a donc marqué un regain de confiance envers la reprise dans les économies émergentes et dans les perspectives des entreprises émettrices du secteur privé, à mesure que la croissance s'accélérait dans le monde industriel. Cependant, même au plus bas, les marges de crédit mesurées aux États-Unis et en Allemagne étaient encore supérieures à leur niveau de la mi-1998. En fait, les marges de contrats d'échange, qui reflètent la qualité généralement élevée de la signature des contreparties à ces opérations, n'ont diminué sensiblement ni sur 1999 ni début 2000. Pourquoi ne se sont-elles pas resserrées davantage face à ce qui apparaissait comme une amélioration constante des conditions et un appétit retrouvé pour le risque?

Pourquoi les primes de risque n'ont-elles pas baissé davantage?

Influences des facteurs de liquidité sur les marges de crédit

Deux facteurs structurels, en pesant sur la liquidité, semblent avoir contribué à l'ampleur et à l'instabilité occasionnelle des marges de crédit. Premièrement, l'anticipation d'une réduction des emprunts d'État a conduit les teneurs de marché à retirer les capitaux qui leur servaient à assurer la liquidité; ce retrait paraît avoir été engagé dès 1997. Deuxièmement, depuis l'automne 1998, les opérateurs restaient fort sensibles au risque de liquidité; de ce fait, les fonds à effet de levier et les salles des marchés des institutions financières rechignaient à s'engager dans des opérations d'arbitrage, qui auraient pu absorber les chocs liés à l'offre ou éliminer les distorsions de rendement entre segments de la courbe. D'ailleurs, certains établissements financiers ont peut-être alors entrepris d'intégrer des considérations de liquidité dans leur gestion des risques. En raison de ces deux facteurs structurels, des primes de liquidité élevées et parfois volatiles sont devenues partie intégrante des marges de crédit mesurées.

Les teneurs de marché réduisent leurs capitaux

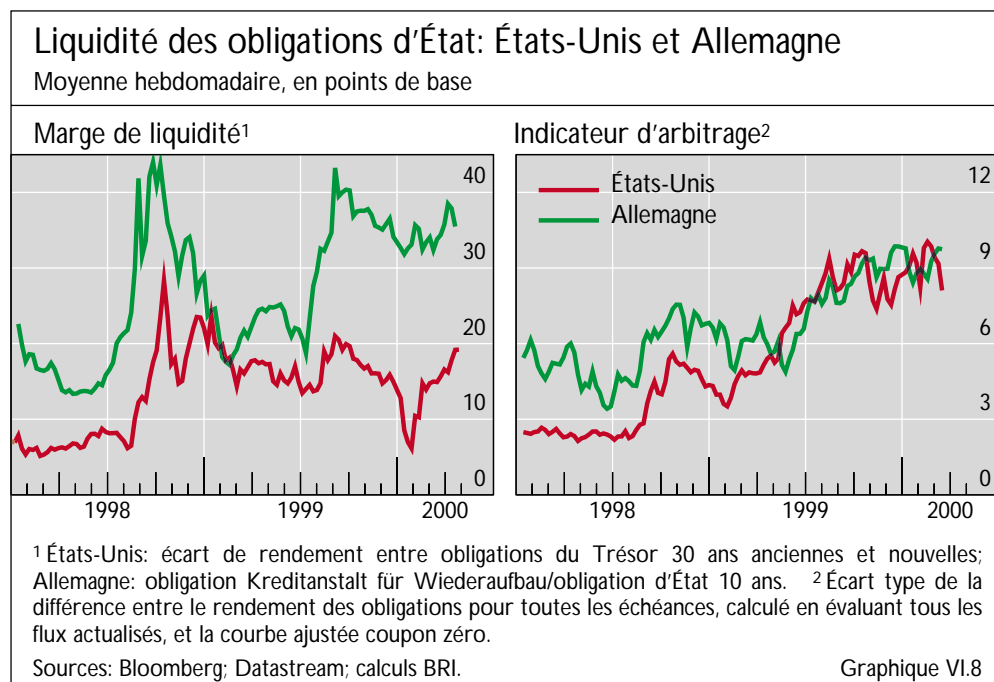
L'accroissement de la fragmentation des marchés des obligations d'État révèle cette insuffisance de la contrepartie et de l'arbitrage. Le graphique VI.8 en fournit l'illustration, en présentant les écarts de rendement entre émissions du Trésor anciennes (*off-the-run*) et nouvelles (*on-the-run*) et les écarts moyens de rendement. Ces deux indicateurs montrent que la liquidité a eu tendance à se réduire en 1999 par rapport au début de 1998 et que ce mouvement s'est

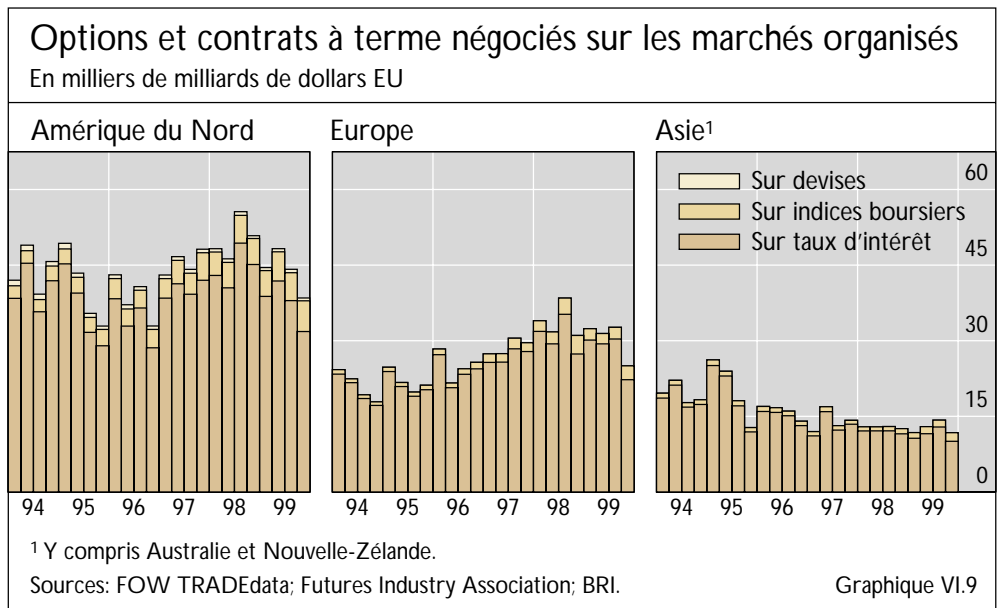
Les écarts moyens de rendement semblent plus durables

Forte hausse des marges des contrats d'échange à l'été 1999

poursuivi, pour trois mesures, au premier trimestre 2000. Pour la prime des émissions nouvelles aux États-Unis, on observe une baisse au commencement de l'année, qui reflète peut-être une prime de risque plus élevée sur l'obligation du Trésor à 30 ans, dont le statut de référence est devenu moins certain après la modification des programmes d'émission du gouvernement américain. Les écarts moyens de rendement (graphique VI.8), qui, auparavant, avaient tendance à disparaître rapidement, ont cette fois semblé plus durables. Il est donc devenu plus difficile de prévoir comment une obligation donnée réagira à une modification générale de la courbe des rendements. Ce risque idiosyncrasique accru réduit l'attrait des titres d'État pour des opérations de couverture.

Durant la période sous revue, deux épisodes démontrent le rôle nouveau de la liquidité dans les primes de risque. Les marges des contrats d'échange se sont brusquement élargies à l'été 1999. À l'époque, ce phénomène avait déconcerté les observateurs, étant donné la bonne tenue d'ensemble des indicateurs macroéconomiques et des prix des actifs financiers. Avec le recul, il apparaît que cet élargissement reflétait des pressions sur la liquidité des instruments de crédit disponibles, sous l'effet d'un déséquilibre entre un volume record d'émissions d'obligations d'entreprises et un manque d'intérêt momentané des investisseurs. Les emprunteurs s'étaient sentis obligés d'accélérer leurs programmes, en prévision des conditions de liquidité défavorables qui risquaient d'accompagner le passage à l'an 2000. Les investisseurs, de leur côté, n'étaient guère disposés à absorber ce volume supplémentaire, en raison de préoccupations identiques concernant la liquidité et peut-être aussi de l'incertitude sur les taux d'intérêt après le resserrement de la politique monétaire aux États-Unis. Ce déséquilibre a poussé les courtiers à se tourner vers le marché des contrats d'échange pour tenter de couvrir des stocks exceptionnellement élevés, évitant ainsi le risque idiosyncrasique noté depuis l'automne 1998 sur les titres du Trésor. Or, ce marché avait une expérience limitée des activités de





couverture et ne paraissait pas disposer de la capacité nécessaire pour répondre sans heurts à une telle demande.

Les craintes de perturbations pour le changement d'année se sont rapidement dissipées, en particulier après que les banques centrales eurent pris des mesures pour convaincre les marchés qu'ils disposeraient, si nécessaire, de liquidités d'urgence: extension de la gamme des titres admis en garantie, élargissement de l'éventail des contreparties agréées et mise en place de nouvelles facilités. Le passage à l'an 2000 a eu lieu, en fait, sans incident notable sur les marchés. Néanmoins, l'importante baisse du volume des dérivés, de taux notamment, négociés sur les marchés organisés, témoigne de l'ampleur du ralentissement des transactions financières au quatrième trimestre de 1999 (graphique VI.9).

Pas d'incident notable pour le passage à l'an 2000

Les marchés ont subi une autre hausse des marges à partir de fin janvier 2000. L'incertitude entourant la stratégie de rachat des titres du Trésor EU et la perspective d'une longue phase de resserrement monétaire ont provoqué une inversion de la courbe des rendements pour le dollar EU et une réorientation de l'activité de spéculation et de couverture vers les contrats d'échange. Cet épisode a conduit les opérateurs à chercher quels titres pourraient servir de référence à la place des émissions du Trésor EU (voir plus loin). Des interrogations sur la qualité de crédit d'une catégorie de candidats possibles – titres des agences fédérales américaines telles que la Federal Home Loan Mortgage Corporation («Freddie Mac») et la Federal National Mortgage Association («Fannie Mae») – ont encore amplifié les marges en mars 2000. Vers cette date, un projet de loi visant à clarifier les obligations du gouvernement à l'égard de cette dette a été présenté au Congrès, pour être examiné l'an prochain.

Des interrogations sur le crédit des agences américaines élargissent les marges

Recherche de nouvelles références

La modification de l'offre relative de titres négociables émis par l'État et le secteur privé constitue un défi pour des marchés qui se sont habitués à une offre régulière et très liquide de valeurs sans risque de défaillance pour déterminer le niveau futur des taux d'intérêt et gérer les risques de marché et de crédit. Le défi est multiple:

parvenir à un consensus sur les catégories de titres aptes à servir de référence; favoriser l'émergence d'une offre suffisamment étalée sur la courbe des rendements; élaborer un mécanisme de détermination des rendements stable et transparent; créer des instruments connexes tels que pensions et contrats à terme; concevoir des techniques de gestion des risques de marché et de crédit adaptées. La recherche d'une référence fiable pour les marchés des titres d'État libellés en euros (point traité en détail au chapitre VII) illustre quelques-uns de ces aspects.

L'acceptation par le marché fait l'instrument de référence

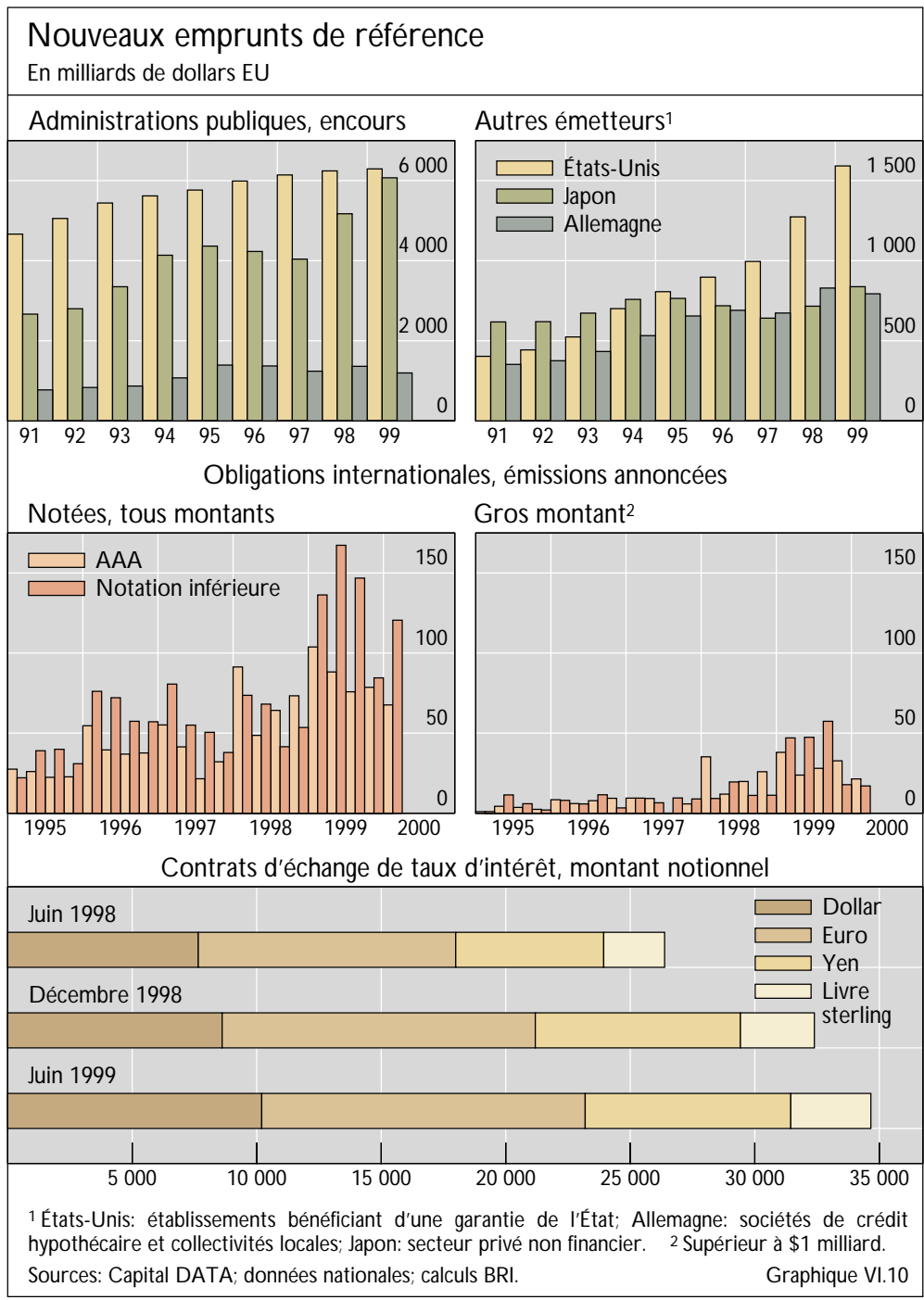
C'est son acceptation par le marché qui fait un instrument de référence. Le processus par lequel un instrument s'impose parmi d'autres est fort difficile à prévoir ou à influencer de l'extérieur, via la réglementation par exemple. Pourtant, la concurrence entre emprunteurs n'en a pas moins commencé, à divers niveaux de qualité du crédit, comme en témoigne le nombre croissant de très grosses émissions l'an dernier (graphique VI.10). Aux États-Unis, les agences fédérales de crédit immobilier ont procédé à plusieurs émissions chiffrées en milliards de dollars, à des échéances clés, pour tenter de s'imposer parmi les signatures de tout premier ordre. Diverses tentatives ont visé d'autres catégories de crédit: en dollars EU, AT&T Corp. (\$8 milliards) et Ford Motor Credit Co. (\$5 milliards); en euros, pour des emprunteurs finançant des acquisitions: l'allemand Mannesmann (€3,0 milliards), l'espagnol Repsol (€3,3 milliards) et l'italien Tecnost (€9,4 milliards).

Fort accroissement des grosses émissions, surtout notées moins de AAA

S'agissant de l'offre globale, le ralentissement des émissions de titres d'État et l'accélération concomitante des émissions du secteur privé sont déjà observables, comme le montrent les cadres centraux du graphique VI.10, avec un fort accroissement du nombre des grosses émissions (supérieures à \$1 milliard), émanant surtout d'entreprises présentant une note inférieure à AAA. Il reste pourtant à voir si les différentes émissions du secteur privé parviendront à la masse critique, en termes de volume de transactions. Pour ce faire, deux éléments apparaissent importants: la fongibilité des émissions de même échéance et l'existence d'instruments financiers connexes (contrats à terme et pensions notamment). À cet égard, il est à noter que des contrats à terme et d'options sur titres à 5 et 10 ans des agences fédérales américaines ont commencé à s'échanger en mars 2000 sur le Chicago Board of Trade. Cependant, depuis quelques années, le négoce des dérivés a généralement stagné sur les marchés organisés (graphique VI.9), tandis que la croissance du gré à gré se poursuit (graphique VI.10, cadre du bas). On peut donc penser que l'offre de dérivés de gré à gré constituera une autre condition de l'adoption de tout futur instrument de référence.

Tarifcation globale du crédit à risque plutôt que par rapport à une référence

En ce qui concerne la stabilité des rendements, il faut remarquer que la diminution de ceux des titres du Trésor EU à 10 ans, durant le premier trimestre 2000, correspondait presque exactement à la hausse des marges. En conséquence, le niveau général des rendements des contrats d'échange et des titres des entreprises les mieux notées est resté pratiquement inchangé dans ce compartiment. Cela donne à penser qu'investisseurs et emprunteurs ont peut-être déjà, dans une certaine mesure, commencé à réfléchir à une tarification du crédit à risque en termes globaux, plutôt que par rapport à une référence. Néanmoins, les rendements manqueront de transparence tant que les opérateurs ne seront pas parvenus à définir par un solide consensus les indices qui conviennent aux différentes catégories de dette privée. Les épisodes décrits



précédemment montrent que même les catégories d'actifs importantes et en croissance régulière, telles que contrats d'échange, ne sont pas à l'abri de variations soudaines et inattendues.

La recherche de nouvelles références devrait faire évoluer non seulement les techniques de détermination des rendements sur les marchés des valeurs à revenu fixe, mais également de nombreux autres aspects du système financier. En particulier, si des obligations privées parviennent à jouer le rôle encore dévolu aux obligations d'État, la gestion des risques de marché et de crédit deviendra d'autant plus complexe. Les intervenants devront améliorer les techniques permettant d'intégrer les considérations de risque de crédit dans leurs activités

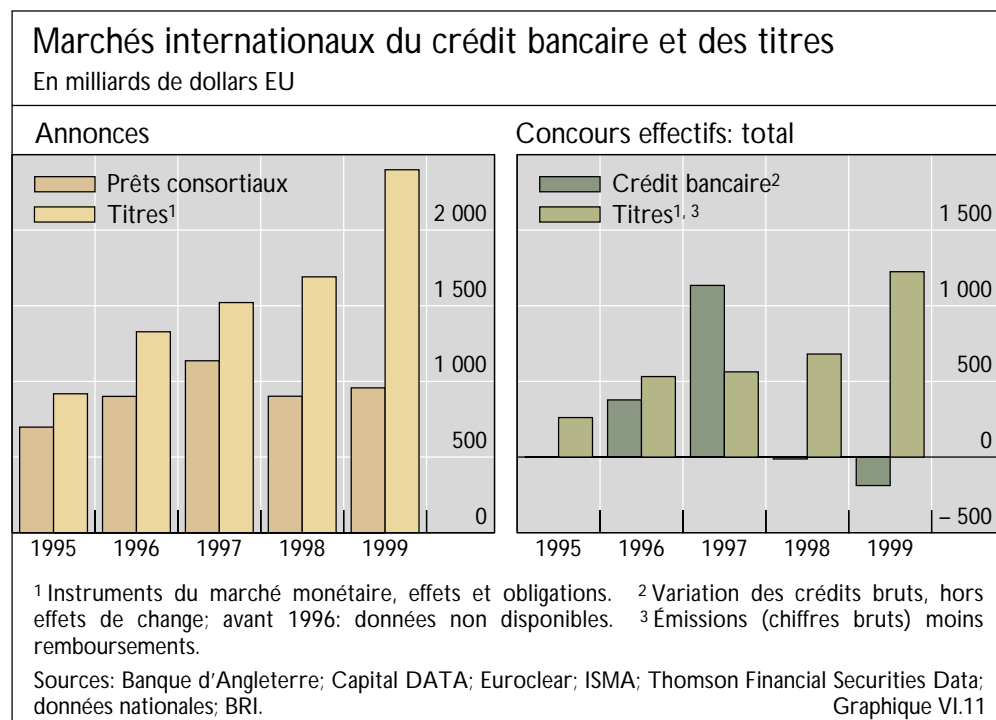
de couverture et de garantie. Le développement rapide des dérivés de crédit facilite d'ailleurs la tarification et la couverture du risque de crédit. S'il ne fait pas de doute que les opérateurs continueront à mettre au point des techniques répondant à ces défis, le processus pourrait s'accompagner de nouvelles turbulences financières jusqu'à ce que les différents titres de référence envisageables aient fait la preuve de leur liquidité, que les risques soient mieux compris et que les nouvelles normes soient totalement acceptées.

Pour les autorités aussi, cette transition vers des références privées présente certains défis. Face à des excédents budgétaires ou à des déficits en baisse, les États mènent une action défensive pour préserver la liquidité, essentiellement en maintenant le volume brut de leurs émissions sur certaines échéances spécifiques, alors même que leur montant net est en régression. Pour les gestionnaires de dette, le problème est de sélectionner les titres qui non seulement constituent d'importantes références mais qui ont aussi une utilité difficile à assumer par le privé. Les banques centrales, quant à elles, sont confrontées à des signaux de plus en plus brouillés sur les courbes de rendements et les marges mesurées. Ce parasitage obscurcit les informations relatives aux perspectives d'activité macroéconomique et du crédit, tout en rendant imprévisible le mécanisme de transmission. En outre, les autorités doivent se préparer à l'apparition de pressions soudaines sur la liquidité, de nature à perturber le système financier.

Le parasitage des courbes de rendements et des marges affecte le mécanisme de transmission

Marché bancaire international

Si les financements par titres internationaux ont fortement progressé en 1999, l'intermédiation bancaire est restée à la traîne (graphique VI.11). Les grandes banques elles-mêmes n'ont eu d'autre choix que d'investir massivement dans les



titres, en délaissant leurs activités traditionnelles de crédit. Néanmoins, les prêts à la clientèle des pays développés ont commencé à se redresser après leur creux de 1998, grâce surtout à quelques grosses opérations liées à des fusions et acquisitions. Tandis que les emprunteurs d'Amérique latine ont marqué une nette préférence pour l'émission de titres, ceux des économies émergentes d'Asie ont accéléré leurs remboursements d'emprunts au second semestre. Après une phase de contraction au premier, l'interbancaire dans les pays développés a donc été soudainement inondé de capitaux, et les banques ont eu manifestement du mal à trouver de nouveaux emprunteurs.

Les grandes banques voient leur activité traditionnelle de prêt reléguée au second plan

Prêts aux pays industrialisés

Les grandes banques ont jugé plus commode de participer au dynamisme des titres que de rechercher des possibilités de gains sur leur métier traditionnel, les prêts internationaux. En 1999, leurs acquisitions nettes de titres ont dépassé \$300 milliards, soit plus de trois fois leurs prêts nets à la clientèle des pays développés (tableau VI.3). C'est au premier trimestre qu'elles ont été les plus actives, en effectuant environ un tiers de leurs achats de l'année. Au Japon, comme elles avaient encaissé d'importants remboursements de prêts à l'étranger, elles ont placé ainsi près de \$130 milliards en 1999. En Allemagne et en France, elles ont également investi largement, principalement sur titres des États-Unis, d'Allemagne et d'Italie.

Les banques du Japon, d'Allemagne et de France ont acquis de gros montants de titres

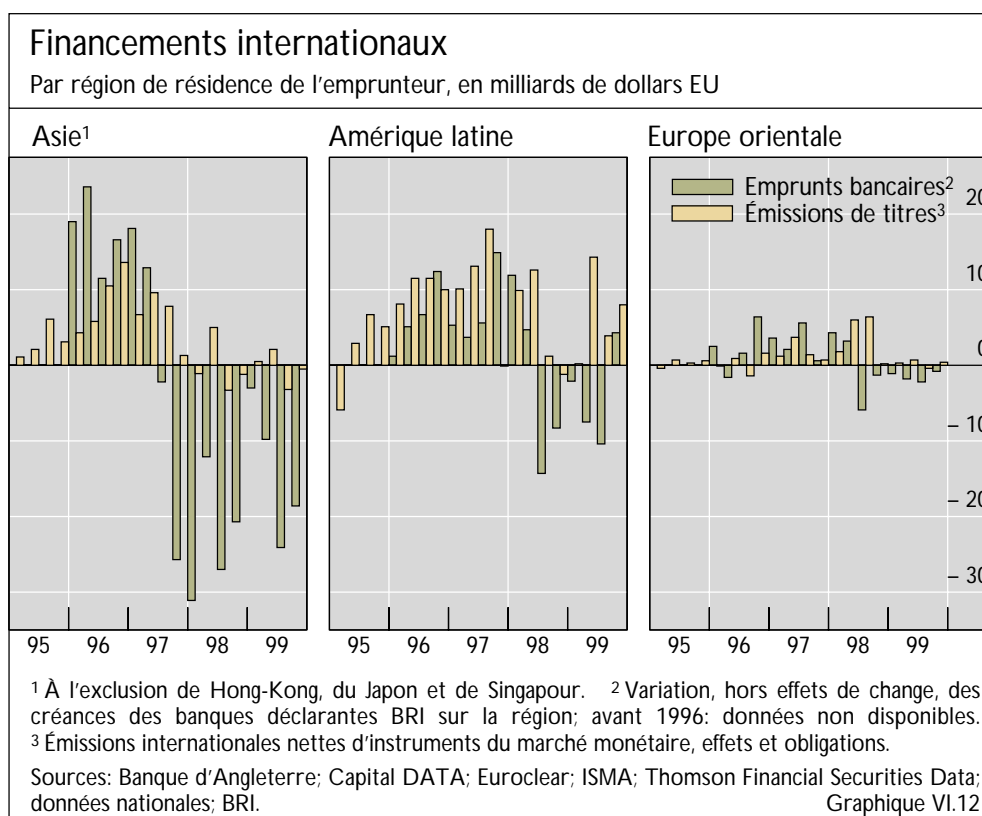
Créances transfrontières des banques ¹								
	1998	1999	1998	1999				Encours à fin déc. 1999
	Année	Année	T4	T1	T2	T3	T4	
en milliards de dollars EU								
Sur les pays développés	567,3	449,9	61,2	94,2	56,8	193,9	105,0	7 562,9
Prêts interbancaires	288,7	29,9	-16,6	- 15,4	- 82,2	123,5	4,1	4 416,7
Prêts à la clientèle	24,2	103,4	14,1	6,9	66,8	5,4	24,3	1 319,0
Titres ²	254,4	316,6	63,8	102,8	72,3	65,0	76,6	1 827,3
Sur les places franches	-178,0	-105,6	-72,5	- 68,9	- 45,0	-26,4	34,7	1 207,9
Prêts interbancaires	-172,0	-139,3	-24,2	- 77,0	- 51,8	-47,7	37,2	858,4
Prêts à la clientèle	- 27,1	6,3	-50,2	2,1	0,9	12,7	-9,3	224,8
Titres ²	21,0	27,4	2,2	6,1	5,9	8,6	6,7	124,7
Sur les pays en développement ³	- 83,0	- 71,2	-25,6	- 9,4	- 20,7	-34,6	-6,5	857,1
Prêts interbancaires	- 63,9	- 61,6	- 8,5	- 11,3	- 19,7	-22,3	-8,3	340,5
Prêts à la clientèle	- 12,4	- 14,6	-12,2	2,4	- 3,6	-12,4	-1,0	389,9
Titres ²	- 6,8	4,9	- 4,9	- 0,5	2,6	0,1	2,8	126,8
Non attribué	- 33,9	- 20,0	-10,2	- 3,0	- 0,3	-13,4	-3,3	195,6
Total	272,4	253,1	-47,1	13,0	- 9,2	119,5	129,9	9 823,5
Prêts interbancaires	28,1	-219,9	-55,4	-111,2	-153,5	34,7	10,1	5 684,0
Prêts à la clientèle	- 26,9	92,2	-58,8	- 0,7	61,5	5,0	26,4	1 966,8
Titres ²	271,2	380,7	67,1	124,9	82,7	79,8	93,4	2 172,7
<i>Pour mémoire:</i>								
Crédits consortiaux ⁴	902,0	957,1	219,8	172,5	271,1	264,3	249,2	

¹ Variation d'encours, hors effets de change. ² Chiffres en partie estimés, comprenant d'autres actifs (pour un montant inférieur à 5% de l'encours). ³ Y compris pays d'Europe orientale. ⁴ Facilités annoncées. Tableau VI.3

L'augmentation des prêts nets à la clientèle des pays développés en 1999 a uniquement effacé le repli et le quasi-tarissement de 1998. Ces prêts ont été principalement concentrés sur le deuxième trimestre, pendant lequel les banques ont octroyé \$67 milliards, soit l'équivalent de plus de 90% de leurs achats de titres sur ce trimestre. Les établissements situés au Japon et au Royaume-Uni viennent aux premiers rangs, et les crédits les plus importants ont généralement servi à financer des fusions et acquisitions. Les prêts se sont ralentis au troisième trimestre, la clientèle des États-Unis remboursant \$25 milliards, avant de remonter en fin d'année.

Prêts aux marchés émergents

Après avoir été délaissés par les banques internationales pendant la crise asiatique de 1997 et suite au moratoire russe de 1998, les emprunteurs des économies émergentes ont été recherchés en 1999. Au deuxième trimestre, en dépit de la crise monétaire de janvier au Brésil, les banques paraissent de nouveau disposées à leur prêter des sommes importantes. Deux sociétés brésiliennes d'électricité ont d'ailleurs obtenu des crédits consortiaux, quoique avec des marges supérieures à 800 points de base. Rares, cependant, ont été les autres emprunteurs des économies émergentes. Les remboursements se sont même accélérés, alors que, pendant des années, les débiteurs se contentaient d'assurer le service de leur dette. Par conséquent, les trois mois suivants ont été marqués par la plus forte diminution des créances sur les pays en développement depuis la chute du trimestre correspondant de 1998: \$35 milliards, soit près de quatre fois la baisse du premier trimestre. L'accélération des remboursements, si tard



après le resserrement du crédit de 1998, dénote une désaffection des emprunteurs à l'égard des banques.

Si ce sont les économies émergentes d'Asie qui ont procédé à l'essentiel des remboursements, le report vers les financements par titres a été plus manifeste en Amérique latine (graphique VI.12). En Asie, les excédents des paiements courants et les entrées correspondant à des acquisitions d'actions ont rendu superflu l'endettement externe. Sur l'ensemble de 1999, les pays de la région, surtout Chine, Thaïlande et Indonésie, ont remboursé \$56 milliards d'emprunts, dont \$24 milliards au troisième trimestre et \$19 milliards au quatrième. En Amérique latine, les déficits courants exigeaient des financements extérieurs, mais ceux-ci ont pris davantage la forme d'émissions de titres. Les emprunteurs de cette région, notamment Brésil et Mexique, ont remboursé \$16 milliards sur l'année, en termes nets, dont \$10 milliards au troisième trimestre, qui ont largement compensé les emprunts nets de la fin de l'année.

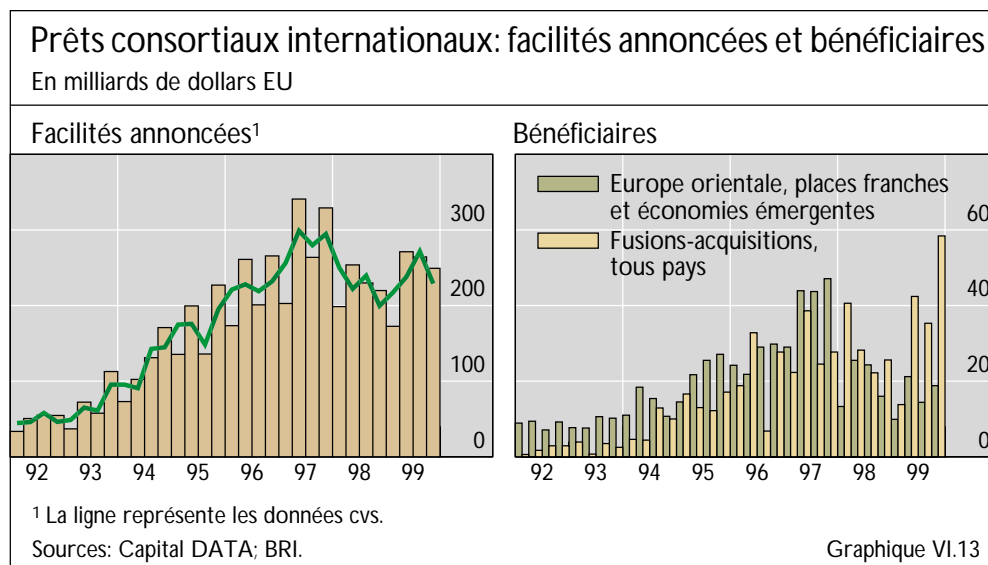
Les remboursements proviennent surtout d'Asie

Marché interbancaire et places franches

En même temps qu'elles achetaient un important volume de titres, les grandes banques se sont retirées des places franches; leurs créances sur ces places ont ainsi diminué de \$106 milliards en 1999. Le repli, qui a concerné surtout Hong-Kong et Singapour, est intervenu au premier semestre, marquant la fin des opérations des banques de l'archipel vers celles de Hong-Kong (et, dans une moindre mesure, de Singapour), puis de ces centres vers le Japon, sous forme de prêts à la clientèle nippone. Ces allers et retours, pratiqués depuis la mi-1997, ont continué jusqu'au troisième trimestre de l'an dernier. Sur les neuf premiers mois de 1999, les emprunteurs non bancaires du Japon ont remboursé \$40 milliards aux banques de Hong-Kong et de Singapour, qui, à leur tour, ont utilisé ces fonds pour alimenter les retraits de dépôts des banques sises au Japon, bouclant ainsi la boucle. Dans ce pays, il semble qu'une partie des disponibilités ait servi à acheter des titres étrangers.

Retrait de Hong-Kong et Singapour, avec inversion des opérations de carrousel avec le Japon

L'interbancaire entre pays développés s'est nettement redressé au second semestre. Tant que les banques ont pu trouver facilement de nouveaux



emprunteurs ou d'autres formes d'emploi pour les fonds de la clientèle, elles n'ont pas eu besoin de se prêter des sommes importantes. Cela paraît avoir été le cas au premier semestre de 1999, lorsque les créances interbancaires ont diminué de \$98 milliards. Au troisième trimestre, en revanche, elles ont reçu des remboursements bien plus substantiels que d'habitude: \$35 milliards provenant des économies émergentes et \$25 milliards de la clientèle américaine. Pour absorber ces flux, l'interbancaire les a fait transiter d'établissement en établissement, via des ajustements de bilan, alors temporairement gonflés. Par voie de conséquence, les prêts entre banques des pays développés ont fait un bond à \$124 milliards durant cette période, après plusieurs trimestres de repli.

Crédits consortiaux

Les acquisitions
renforcent les
crédits consortiaux

Le marché des crédits consortiaux a fourni la majeure partie des prêts octroyés en 1999 aux emprunteurs non bancaires. Sur l'année, et pour l'ensemble du marché, les facilités annoncées ont représenté \$957 milliards, montant en léger progrès par rapport à 1998 mais toujours en deçà du record de 1997 (graphique VI.13). Ce sont essentiellement les fusions et acquisitions, en particulier quelques grosses opérations en Europe, qui ont été à l'origine de cette hausse. Les plus importantes ont été notamment, au troisième trimestre, une facilité de \$12 milliards, en trois tranches, pour financer le rachat de l'américain Airtouch Communications par le britannique Vodafone Plc. et, au quatrième trimestre, un montage de £8 milliards, en deux tranches, pour appuyer celui du britannique Orange Plc. par l'allemand Mannesmann AG. L'année 1999 a ainsi marqué un record pour les transactions liées aux fusions, les facilités annoncées atteignant \$150 milliards dans ce compartiment. À l'opposé de ce dynamisme, les crédits consortiaux aux économies émergentes ont été réduits, avec \$64 milliards sur l'année, soit un recul de 23% vis-à-vis de 1998.

VII. L'euro et l'architecture financière européenne

Faits saillants

La mise en place de la monnaie unique marque une étape décisive dans l'évolution de la structure financière européenne. En effet, l'UEM a non seulement modifié de façon permanente le cadre de la politique monétaire à l'échelle de la zone, mais elle a doté d'une seule référence monétaire un grand ensemble économique dont la taille rivalise avec celle des deux autres principales économies mondiales. Dans le même temps, elle a donné une puissante impulsion aux marchés des capitaux du continent, soutenant leur croissance et facilitant leur approfondissement. La monnaie unique a aussi exercé une influence positive sur l'unification des services financiers en Europe et amplifié la tendance au regroupement. Le présent chapitre analyse l'influence de l'euro sur le paysage financier européen pendant sa première année d'existence et examine les défis futurs.

L'évolution n'a pas procédé au même rythme dans les divers segments et services financiers. En un sens, c'est là où les conditions préexistantes étaient les plus favorables que l'avènement de l'euro a eu l'impact le plus marqué. En effet, les principaux bénéficiaires ont été les catégories d'opérations transfrontières ayant déjà acquis la taille critique et dont les structures institutionnelles avaient atteint un niveau d'harmonisation élevé. Malgré l'élimination du risque de change, les forces du marché n'ont pas toujours pu surmonter, à elles seules, les obstacles à l'intégration résultant des différences d'infrastructures, tant techniques que juridiques, et de pratiques de place.

L'entrée en vigueur de l'euro, en mettant en évidence les avantages potentiels de nouveaux progrès vers un marché financier véritablement unifié en Europe, a souligné ainsi les coûts économiques implicites qu'entraîne une harmonisation insuffisante des infrastructures nationales. Pour bénéficier pleinement de l'élimination des obstacles économiques aux échanges, il faudra donc que les États membres s'engagent fermement à rapprocher les fondements institutionnels et juridiques de leurs économies.

Marchés des capitaux

Nulle part l'influence positive de l'euro ne s'est manifestée plus rapidement et plus clairement que dans les marchés des capitaux européens, surtout pour les dépôts interbancaires et les obligations internationales d'entreprises. Ces deux segments ont connu une croissance rapide et amélioré l'allocation des liquidités et de l'épargne. En revanche, d'autres, comme ceux des pensions livrées et des actions, ont largement conservé leur caractère national et n'ont pas encore pu tirer parti

des effets du développement des activités transfrontières en termes d'efficacité et de liquidité.

Marchés monétaires

La conduite de la politique monétaire dans le cadre de l'UEM nécessite un mécanisme efficient d'allocation des liquidités de banque centrale dans l'ensemble de la zone monétaire. Le marché des prêts interbancaires secs, en s'adaptant rapidement au nouveau cadre, a répondu à cette attente. Son action a été facilitée par TARGET, le système de transfert de gros montants pour la zone euro, qui a vite surmonté quelques problèmes mineurs de mise en route, pour devenir l'armature du système de paiement de la zone. La levée rapide des incertitudes portant sur la courbe des taux de référence pour le marché monétaire a également contribué à la réussite de cette transition. Dès les premières semaines de 1999, les opérateurs ont clairement affiché leur préférence pour le taux au jour le jour Eonia (*euro overnight index average*), prolongé par l'Euribor et appuyé par un marché dérivé actif. L'existence d'un marché monétaire unique en euros est mise en évidence par la convergence des rendements et son efficacité est prouvée par le resserrement continu des marges offre-demande, actuellement inférieures d'environ 40% à leur niveau d'il y a cinq ans (tableau VII.1).

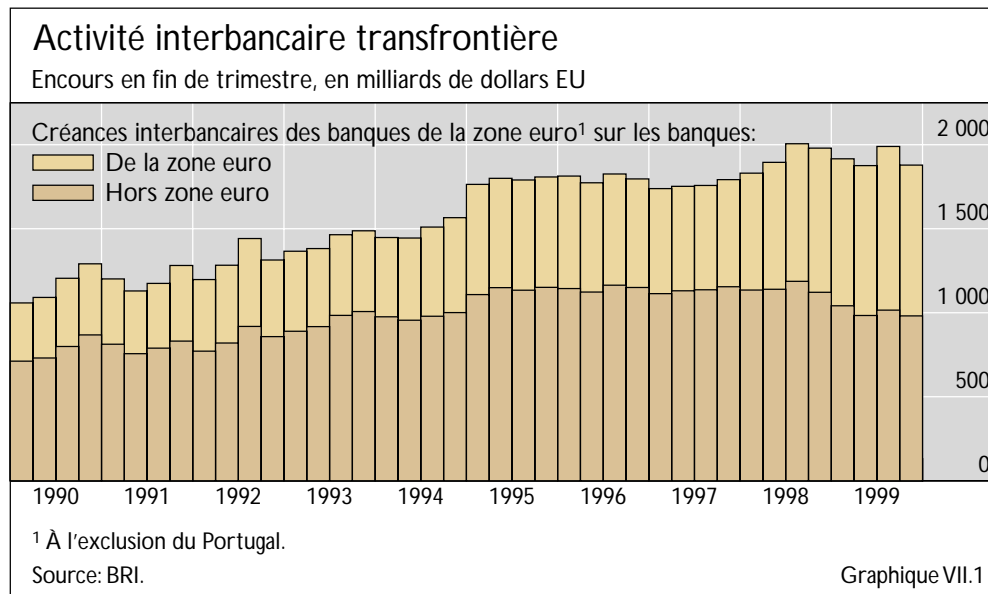
L'apparition d'un tel marché monétaire a permis à de nombreuses grandes sociétés de réduire leurs coûts en centralisant leur gestion de trésorerie. Quant aux banques, elles se sont organisées en deux niveaux: les institutions importantes de dimension paneuropéenne traitent les flux transfrontières de liquidités pendant que les établissements de plus petite taille se limitent à un rôle plus régional. Cela s'est traduit par une augmentation marquée de l'interbancaire transfrontière au sein de la zone après le quatrième trimestre de 1998 (graphique VII.1).

Taux du marché monétaire à 3 mois: marge offre-demande ¹		1996	1997	1998	1999	2000 ²
Zone euro ³	moyenne	14,4	12,4	9,6	8,9	8,4
	écart type	3,0	3,5	1,8	3,1	3,1
Allemagne	moyenne	16,5	15,1	8,2	9,2	8,5
	écart type	6,3	7,6	2,9	4,1	3,1
France	moyenne	14,1	11,2	11,3	8,7	8,5
	écart type	4,6	2,7	3,0	2,8	3,1
Italie	moyenne	11,3	9,3	10,1	8,9	8,5
	écart type	2,3	2,4	2,8	2,6	3,1
États-Unis	moyenne	12,5	11,3	8,8	9,0	9,3
	écart type	2,9	5,3	4,0	2,9	2,8
Japon	moyenne	12,0	9,8	11,5	10,5	10,4
	écart type	2,0	3,8	3,6	5,9	1,1

¹ Sur dépôts en euromonnaies, en clôture à Londres, en points de base. ² Jusqu'à mi-avril. ³ Avant 1999: par rapport à la moyenne des taux en Allemagne, France et Italie, pondérée selon la clé de répartition du capital de la BCE.
Source: Standard & Poor's DRI.

Tableau VII.1

Le marché paneuropéen des dépôts interbancaires est né ...



Contrairement au marché des dépôts non garantis, celui des pensions livrées est resté segmenté. Les règles et structures existantes, qui ont pu répondre aux besoins des intervenants au niveau national, ne favorisent pas nécessairement une véritable européanisation dans ce domaine. L'activité transfrontière demeure limitée, empêchant le marché de réaliser pleinement son potentiel de liquidité, ce qui laisse persister des écarts de taux et de taille entre pays. La lenteur de l'harmonisation des pratiques et conventions nationales en la matière et l'absence d'infrastructure unifiée constituent toujours des obstacles à son développement. Certains, par exemple les relations complexes entre systèmes de livraison, la procédure de règlement et les pratiques de place, sont d'ordre technique, donc plus faciles à surmonter. D'autres, cependant, comme les différences relatives à l'information et au régime fiscal ainsi que l'incertitude entourant la propriété des valeurs sous-jacentes, sont directement liés à des divergences structurelles profondes entre systèmes fiscaux et juridiques nationaux. L'harmonisation de ces dispositifs dans l'ensemble de la zone euro nécessitera une action de plus grande envergure et un engagement plus déterminé des autorités nationales.

... mais le marché des pensions livrées reste segmenté

Marchés des obligations

L'effet le plus impressionnant de l'UEM sur la structure financière européenne a probablement été l'extraordinaire impulsion que la monnaie unique a donnée aux marchés des valeurs à revenu fixe. L'émission d'obligations libellées en euros a connu un essor remarquable en 1999, le total des fonds collectés représentant plusieurs fois la moyenne antérieure à l'UEM. Si les emprunteurs tant publics que privés ont été attirés par la nouvelle monnaie, l'activité de ces derniers, notamment celle des entreprises européennes, a été déterminante.

D'un seul coup, la conversion en euros de la dette publique libellée dans les anciennes monnaies a créé un marché plus large que son homologue japonais et qui n'est dépassé que par celui du Trésor des États-Unis. Fin décembre 1999, l'encours des emprunts à long terme en euros des États de la zone s'élevait à €2 200 milliards environ, soit les deux tiers de celui du Trésor américain.

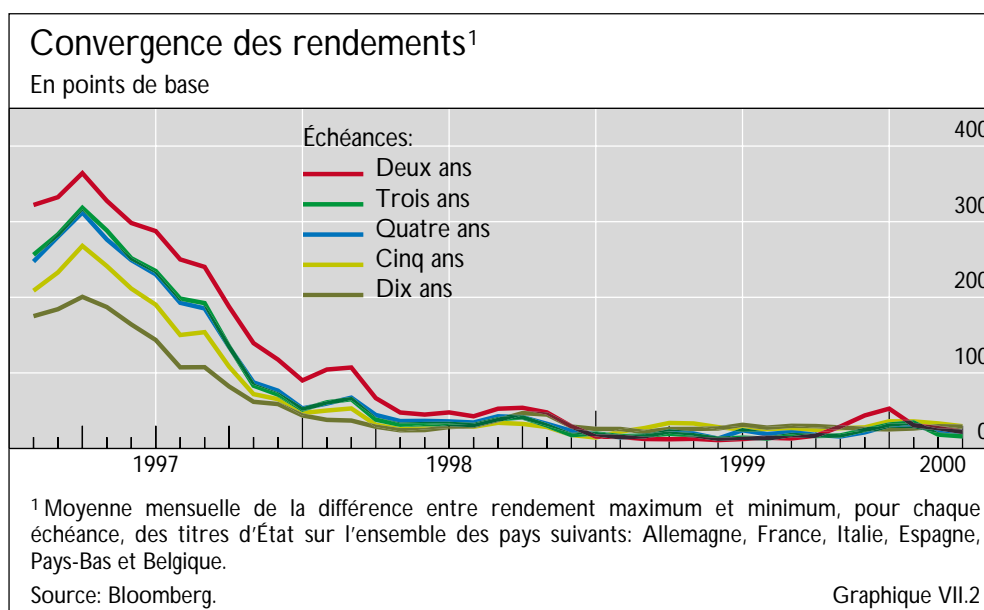
Le deuxième marché mondial des obligations d'État ...

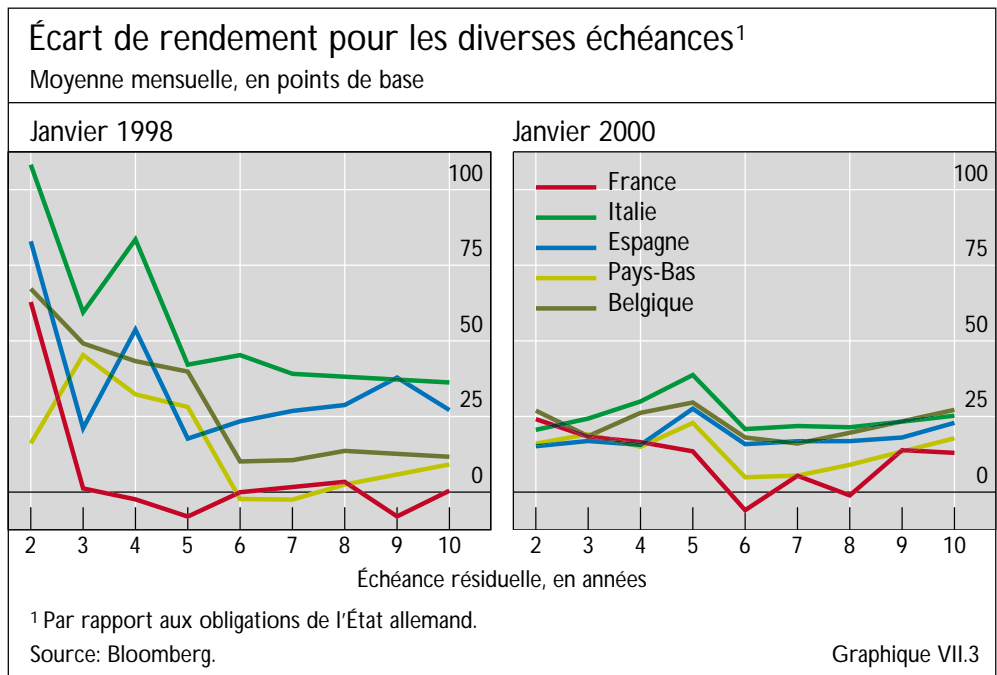
... n'est pas
complètement
harmonisé

À moyen terme, les déficits budgétaires dans la plupart des pays de la zone euro, conjugués au plafond d'endettement imposé par le traité de Maastricht, maintiendront vraisemblablement le marché à sa taille actuelle. En revanche, les tendances budgétaires courantes et attendues entraînent les marchés des États-Unis et du Japon dans des directions opposées, puisque le premier devrait se contracter et le second connaître une forte expansion.

Le processus de convergence économique menant à l'UEM s'est accompagné d'un rétrécissement impressionnant des différentiels de taux d'intérêt dans les onze pays participants. Les écarts actuels se limitent généralement à 40 points de base au maximum quelle que soit l'échéance (graphique VII.2). Si l'on y regarde de plus près, on s'aperçoit qu'ils s'expliquent par des considérations tenant davantage aux caractéristiques techniques et à la liquidité qu'aux risques d'ordre économique. Ainsi, des écarts de rendement proches de 20 points de base pour des emprunteurs de même qualité, comme l'Allemagne, la France et les Pays-Bas, sont trop importants pour être justifiés par une perception différente du risque de crédit, surtout si l'on considère que l'écart est plus étroit entre, d'une part, les obligations françaises et néerlandaises et, d'autre part, les titres de dette italiens et belges pourtant moins bien notés. Le fait que les courbes des rendements se recoupent à plusieurs échéances permet encore moins de retenir la qualité de la signature comme facteur explicatif (graphique VII.3).

La liquidité, les caractéristiques techniques des titres et les politiques d'émission expliquent en grande partie pourquoi ce sont tantôt les obligations allemandes et tantôt les françaises qui sont les mieux cotées selon l'échéance. Ainsi, les premières constituent la référence dans le compartiment court, puis à 10 ans, où elles sont complétées par le contrat à terme le plus activement négocié dans le monde. Pour les échéances intermédiaires, le Trésor français s'est ménagé une niche grâce à une politique d'émission innovante, transparente et bien adaptée aux besoins des investisseurs.





Les particularités tenant aux politiques nationales de gestion de la dette et aux pratiques de place ne vont pas sans coûts. Aucun marché des obligations d'État n'est suffisamment ample et profond pour servir de phare à l'ensemble de la zone euro, et encore moins pour disputer le premier rôle à celui des États-Unis. En outre, les différences de place concernant les émissions créent des distorsions dans d'autres segments. On peut prendre en exemple celui des pensions livrées, dont le développement, comme on l'a vu, est freiné par une harmonisation insuffisante. Le compartiment des obligations d'entreprises pourrait aussi bénéficier d'une courbe des rendements des titres d'État bien définie qui lui servirait de référence pour une tarification cohérente. Un renforcement de la coordination entre Trésors publics de la zone euro en ce qui concerne le calendrier d'émission, le coupon, la durée et d'autres caractéristiques plus techniques pourrait accroître la fongibilité et élargir les gisements de titres sur toutes les échéances, ce qui ajouterait vraisemblablement à leur liquidité. Les titres émis par les États des économies de moindre importance en seraient probablement les principaux bénéficiaires.

Étant donné les avantages qu'apporteraient la consolidation du marché et la réduction des coûts de service de la dette, des voix se sont élevées pour réclamer un renforcement de la coopération entre les gouvernements de l'UEM dans ce domaine. Le problème, toutefois, se situe bien au-delà de l'harmonisation des structures et pratiques de place. Il touche au cœur même du débat sur la part d'autonomie à laquelle les États membres pourraient ou devraient renoncer, en échange d'avantages dont tous ne bénéficieraient pas de manière égale. Selon certains projets à caractère plus officiel, il s'agit aussi de savoir dans quelle mesure la coopération impliquerait, ou paraîtrait impliquer, un partage de responsabilités budgétaires, ce qu'exclut le traité de Maastricht. Pour peser les arguments fondés sur les avantages économiques d'une coordination plus poussée, il faut donc mettre dans la balance le risque d'une nouvelle érosion de l'indépendance

Une meilleure coordination entre émetteurs présente des avantages économiques ...

... mais soulève un dilemme politique

nationale. Ce débat, qui remonte au début du processus ayant conduit à la signature du traité, montre que le renforcement de l'intégration économique continuera probablement de poser des problèmes analogues.

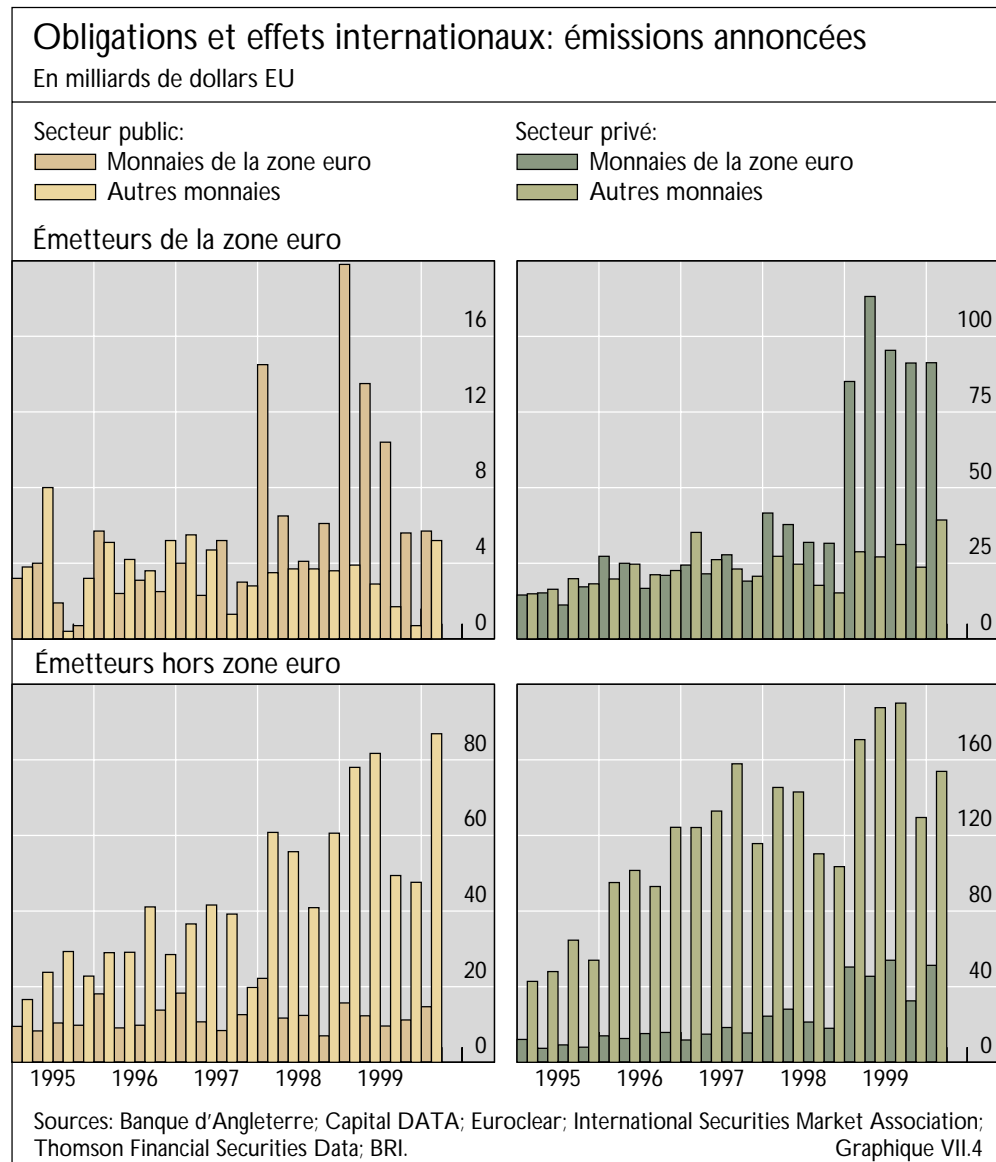
Obligations d'entreprises

Essor des émissions privées ...

L'euro a exercé une attirance particulière sur les emprunteurs du secteur privé de la zone et hors zone. Entre juillet 1998 et décembre 1999, les entreprises des onze pays ont émis 76% de leur dette en euros, contre une moyenne de 50% dans les anciennes monnaies nationales entre janvier 1990 et juin 1998. Pendant la même période, les emprunteurs privés extérieurs à la zone ont émis le cinquième de leur dette internationale en euros, soit une part près de deux fois supérieure à celle des onze monnaies avant juillet 1998 (graphique VII.4).

... soutenues par une forte demande dans la zone euro

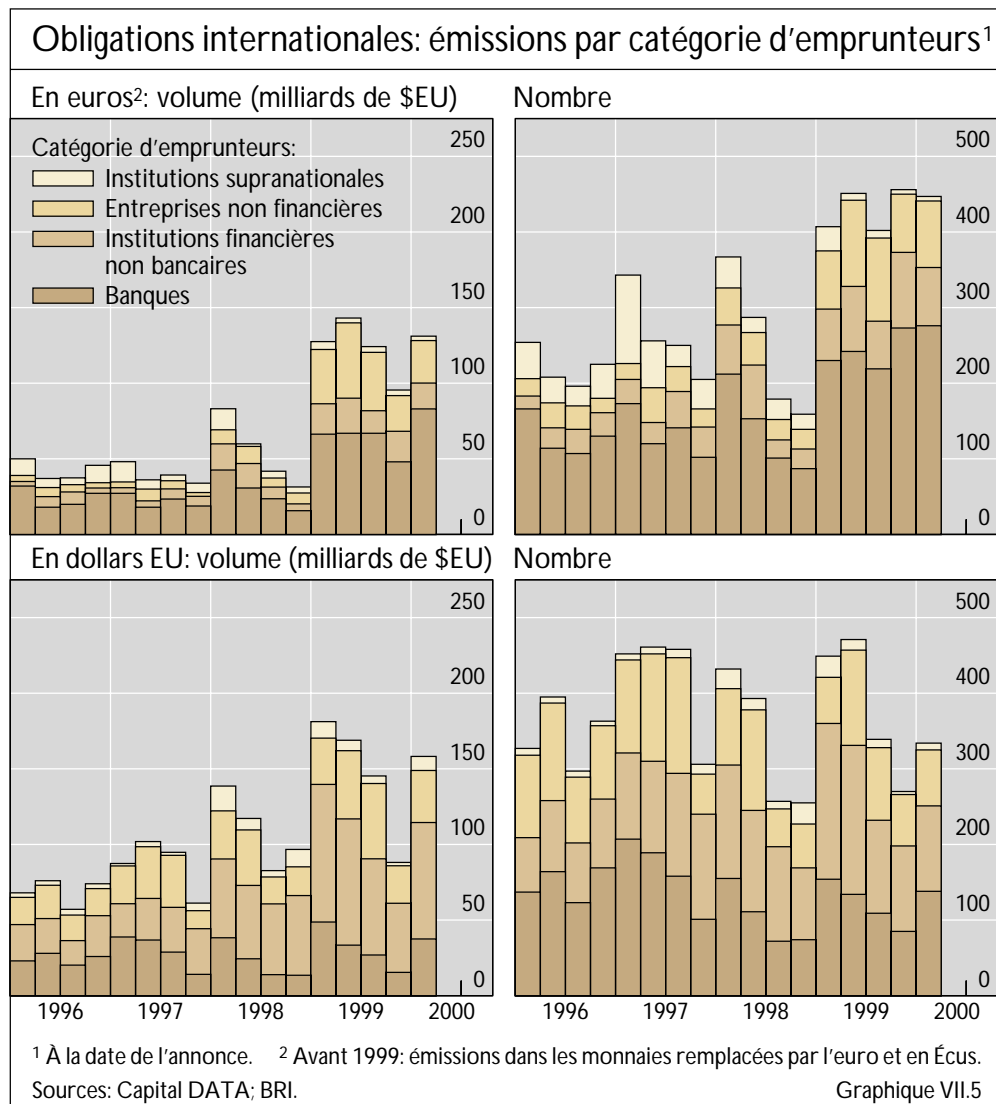
S'il apparaît que le bas niveau des taux d'intérêt et l'affaiblissement de l'euro ont pu jouer un rôle dans l'intérêt manifesté par les emprunteurs pour cette monnaie, des facteurs structurels ont aussi contribué, de toute évidence, à l'envolée des émissions. L'élément principal est le net élargissement de la

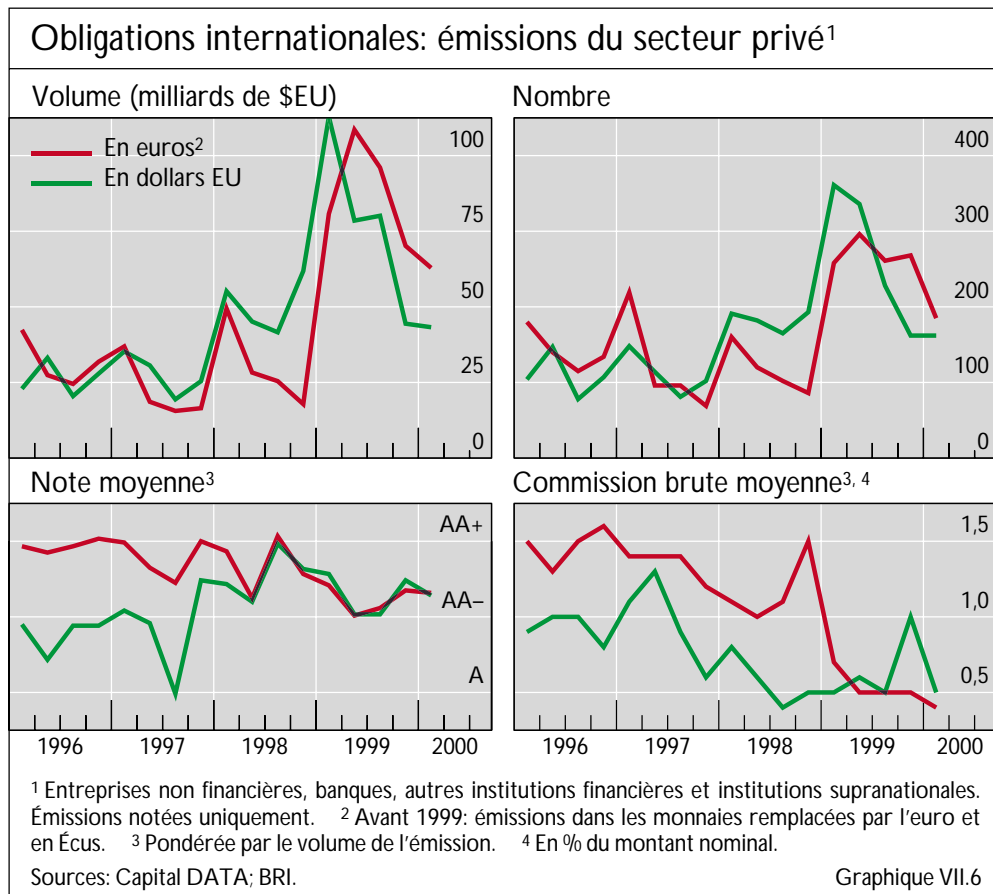


clientèle des investisseurs. En effet, la monnaie unique a assoupli les exigences réglementaires d'équilibrage des monnaies entre avoirs et engagements qui étaient imposées à de nombreux investisseurs institutionnels et les incitaient à donner une forte coloration nationale à leur portefeuille. Les compagnies d'assurances et les caisses de retraite ont ainsi pu profiter de l'élimination du risque de change et, en même temps, diversifier davantage leurs placements en les répartissant sur l'ensemble de la zone. Les investisseurs allemands, par exemple, qui avaient déjà beaucoup augmenté leurs achats d'avoirs étrangers libellés en euros avant la mise en place de la nouvelle monnaie les ont encore intensifiés par la suite, les avoirs sur la zone euro représentant en 1999 les deux tiers environ du total des sorties brutes d'Allemagne au titre des investissements de portefeuille.

Les catégories d'emprunteurs qui ont fait appel au marché des obligations en euros reflètent en partie la structure traditionnelle de la finance européenne, mais dans une certaine mesure aussi son évolution. Les principaux émetteurs, en termes de nombre d'émissions et de volume collecté, ont été les établissements bancaires européens (graphique VII.5), notamment allemands, lesquels ont placé des actifs titrisés sous forme de *Pfandbriefe*. Le succès de ces obligations foncières

Prédominance des titres émis par les banques ...





a d'ailleurs incité d'autres pays européens à créer par voie législative des instruments reproduisant leurs caractéristiques, afin de faciliter la titrisation. Ces innovations, récemment reprises en France, en Espagne et au Luxembourg, sont encore loin d'atteindre le niveau de maturité, de liquidité et de faveur dont bénéficient les titres allemands. Quant aux entreprises non financières, leur part dans le total des émissions, moins importante que celle des banques, a aussi augmenté, car elles ont profité du regain d'appétit pour le risque de crédit manifesté par les investisseurs européens. À l'intérieur de ce groupe, on trouve une forte proportion de sociétés de télécommunications qui ont fait un usage intensif des marchés obligataires pour financer la vague de fusions et acquisitions dans le secteur. En revanche, les gros emprunteurs, comme les institutions supranationales ainsi que les agences fédérales et sociétés de financement des États-Unis, restent sous-représentés sur le marché obligataire en euros par rapport à leur taille et à leur présence dans le monde. On explique souvent ce phénomène par les conditions défavorables prévalant sur les contrats d'échange, qui font monter le coût effectif du financement en dollars EU pour ces émetteurs habitués à des taux inférieurs au Libor.

... et les sociétés de télécommunications

Moins d'aversion pour le risque de crédit

L'avènement de l'euro a rendu caduques les stratégies d'investissement fondées sur l'arbitrage entre monnaies et la spéculation directionnelle sur les taux d'intérêt nationaux, ce qui a encouragé les investisseurs à se concentrer sur le risque de crédit. Les gestionnaires de portefeuilles institutionnels européens se sont formés à l'évaluation et à la gestion de ce risque et en ont peu à peu acquis le goût. L'élargissement progressif du marché à des signatures moins bien notées

Facteur déterminant le choix du chef de file: monnaie d'émission ou relation d'affaires					
Origine géographique de l'emprunteur		Monnaie d'émission			
		Monnaies remplacées par l'euro	Euro	Dollar EU	Ensemble des monnaies
Part de marché des chefs de file de même origine que la monnaie d'émission (en %) ¹					
Zone euro	1996–98	59,0	63,1	41,1	53,8
	1999–2000 ²	56,3	60,0	39,6	55,1
États-Unis	1996–98	34,6	28,6	81,7	71,9
	1999–2000 ²	–	26,9	79,4	71,1
Ensemble des pays	1996–98	53,2	58,2	64,2	57,8
	1999–2000 ²	50,5	53,0	69,3	58,2
Part de marché des chefs de file de même origine que l'emprunteur (en %) ³					
Zone euro	1996–98	39,7	35,4	19,2	28,1
	1999–2000 ²	18,1	42,1	22,3	36,6
États-Unis	1996–98	52,6	44,5	81,7	74,2
	1999–2000 ²	–	53,5	79,4	75,2
Ensemble des pays	1996–98	28,2	27,7	38,6	32,1
	1999–2000 ²	19,2	36,3	51,2	41,5

¹ Part du montant des obligations émises par les emprunteurs d'un groupe géographique (lignes) placée par des chefs de file de même origine que la monnaie d'émission (colonnes). Par exemple, en 1996–98, les banques des États-Unis ont placé 41,1% des obligations en dollars EU émises par les emprunteurs de la zone euro. ² Jusqu'à mi-mars. ³ Part du montant des obligations émises par les emprunteurs d'un groupe géographique (lignes) et libellées dans la monnaie indiquée (colonnes), placée par des chefs de file de même origine que l'emprunteur. Par exemple, en 1996–98, 19,2% des obligations en dollars EU émises par les emprunteurs de la zone euro ont été placées par des banques de même origine que l'emprunteur.

Sources: Capital DATA; calculs BRI. Tableau VII.2

témoigne de ce processus. Les investisseurs, naguère favorables aux seuls emprunteurs notés AA ou mieux, ont accepté une gamme de plus en plus large de signatures (graphique VII.6). Le segment des titres de qualité inférieure, certes toujours plus restreint et moins diversifié que son homologue en dollars EU, s'est rétabli, après sa chute brutale consécutive à la crise des marchés des capitaux en 1998.

La mise en place de la monnaie unique a beaucoup contribué à accroître la contestabilité du marché des services financiers fournis aux entreprises. Le tableau VII.2 montre qu'historiquement la sélection du chef de file d'une émission internationale est plus étroitement liée à la monnaie d'émission qu'au pays de l'emprunteur. Cela laisse entendre que la relation d'affaires entre les dirigeants de société et leur banquier compte moins dans le choix du chef de file que la capacité de ce dernier à déterminer correctement le prix de l'émission et à la placer avec succès dans un marché qu'il connaît bien. L'avènement de l'euro a diminué l'avantage de proximité dont bénéficiaient les banquiers européens en raison de leur relation avec des investisseurs fortement axés sur la monnaie nationale. Si cette évolution n'a pas d'incidence majeure sur les enseignements du tableau, le cadre inférieur droit du graphique VII.6 fait apparaître une convergence

Concurrence accrue entre chefs de file

rapide des commissions pratiquées sur le segment de l'euro vers le niveau de celui du dollar EU au cours des deux dernières années. Conjuguée au rapprochement de la qualité moyenne des signatures et du volume d'émission dans les deux segments, cette convergence des commissions indique clairement l'intégration progressive du marché obligataire international.

L'essor du marché des obligations d'entreprises libellées en euros exercera un effet durable sur la structure financière européenne, qui se caractérisait traditionnellement par la prédominance de l'intermédiation bancaire. L'existence d'une gamme élargie d'investisseurs plus réceptifs encouragera sans doute une nouvelle catégorie d'emprunteurs privés à privilégier l'endettement par émission de titres. Parallèlement, les établissements bancaires eux-mêmes seront probablement incités à utiliser le marché pour financer les avoirs moins liquides de leur portefeuille. De toute évidence, cette évolution, en augmentant l'éventail des ressources disponibles, accroîtra l'efficacité du mécanisme d'allocation de l'épargne, pour le bien de toute l'économie européenne. Toutefois, en rendant les bilans des entreprises et des banques plus sensibles aux conditions du marché, cette tendance posera vraisemblablement aussi de nouveaux défis pour la stabilité financière de la zone.

Marchés des actions

Offre abondante

Deux des évolutions les plus marquantes sur les marchés européens des actions en 1999 – le dynamisme des introductions et la montée en régime des Bourses spécialisées dans les titres de jeunes sociétés prometteuses – ne sont qu'indirectement liées à la mise en place de la nouvelle monnaie. En effet, les introductions ont été facilitées par la hausse générale des cours et par la tendance des États à se dégager des activités commerciales. Les émissions brutes d'actions internationales par les sociétés de la zone euro ont augmenté de près de 70% par rapport à la moyenne des deux années précédentes. La baisse des rendements obligataires dans une grande partie de la zone, conséquence de la convergence économique, a contribué à accroître l'intérêt des petits investisseurs pour les placements en actions plus risqués mais potentiellement plus rentables. En fait, le volume record versé sur les OPCVM actions a soutenu les cours dans la plupart des marchés de la zone.

De nouveaux types d'émetteurs

Une nouvelle génération d'entrepreneurs européens moins frileux vis-à-vis du marché financier a fait entrer en Bourse un nombre grandissant de petites et moyennes entreprises. Cette tendance a été accentuée par la réussite des «nouveaux marchés» créés dans de nombreux pays européens dans le but de financer le capital de petites sociétés dynamiques à fort potentiel. Après une période d'essor au début de 1999, ces marchés ont été perturbés pendant une grande partie de l'année par une offre excédentaire de nouveaux titres. La situation s'est améliorée en novembre, sous l'influence de la remontée mondiale des actions de la «nouvelle économie» (chapitre VI). Cette fois, la vague d'entrées en Bourse a été bien accueillie par un groupe plus diversifié d'investisseurs convaincus de l'attrait du secteur.

On attendait en général que l'avènement de l'euro marque le début d'un nouveau mode d'évaluation des actions pour les sociétés de la zone UEM. L'importance des facteurs économiques divergents qui affectent les cours

était censée diminuer, étant donné l'élimination du risque de change, l'unification complète de l'orientation monétaire et le rapprochement des tendances budgétaires dans les pays de la zone. En outre, l'expansion des activités commerciales transfrontières, stimulées par l'ouverture du marché unique, devait donner plus de poids aux facteurs sectoriels qu'aux paramètres nationaux dans l'évaluation des sociétés. Or, les chiffres dont on dispose jusqu'à présent ne font pas apparaître de changement notable. Les mouvements des cours au sein de la zone euro continuent de dépendre davantage du pays que du secteur, preuve que les portefeuilles des investisseurs reflètent encore une forte préférence locale.

Les anciens critères d'évaluation subsistent

Cette persistance de la segmentation des marchés boursiers peut s'expliquer en partie par l'absence, à ce jour, d'une infrastructure de négoce intégrée couvrant l'ensemble de la zone. De nombreuses initiatives ont pourtant cherché à créer une plateforme unifiée qui, par des accords bilatéraux ou multilatéraux entre places, permettrait aux investisseurs de la zone euro et aux autres d'opérer sans coupure sur les actions des sociétés européennes. Le projet le plus ambitieux dans ce domaine est l'alliance regroupant six des principales Bourses de la zone euro avec celles de Londres et de Zurich, en vue de créer un marché paneuropéen pour les actions des sociétés les plus capitalisées et les plus traitées. L'intention est de commencer par des étapes simples, comme

Évolution graduelle vers la création d'une Bourse paneuropéenne

Indicateurs boursiers										
	Capitalisation ¹				Volume ²			Nombre de sociétés cotées ¹		
	en milliards de dollars EU			1999 en % du PIB	en milliards de dollars EU					
	1990	1995	1999		1990	1995	1999	1990	1995	1999
Zone euro	1 169	2 119	5 526	85	737	1 237	4 342	2 485	2 592	3 893
Allemagne	355	577	1 432	68	509	594	1 551	413	678	1 043
France	314	522	1 503	105	121	213	770	578	450	968
Italie	149	210	728	62	42	87	539	220	250	264
Espagne ³	111	198	432	72	...	163	739	427	362	723
Pays-Bas	120	356	694	176	41	124	471	260	217	233
Belgique	65	105	184	74	9	18	59	182	143	159
Autriche	11	33	33	16	11	13	13	97	109	97
Portugal	9	18	67	62	...	4	40	181	169	125
Finlande	23	44	349	272	4	19	110	73	73	147
Irlande	...	26	69	75	...	...	48	...	80	84
Luxembourg	10	30	34	192	–	–	1	54	61	50
États-Unis ⁴	3 059	6 858	16 773	181	1 778	5 481	19 412	6 599	7 671	7 297
Japon ⁵	2 918	3 667	4 455	102	1 288	884	1 676	2 071	2 263	1 889
Royaume-Uni	849	1 408	2 955	206	543	1 153	3 399	1 701	2 078	2 292
Canada ⁶	242	366	789	124	71	185	389	1 144	1 196	1 406
Suisse	160	434	678	262	65	340	562	182	233	239

¹ Sociétés résidentes. ² Total du négoce; actions des sociétés cotées, résidentes ou non. Les règles de déclaration et les méthodes de calcul différant selon le pays, les chiffres ne sont pas totalement comparables. ³ Bourses de Barcelone, Bilbao, Madrid et Valence; volume: Madrid uniquement. ⁴ AMEX, Nasdaq et New York Stock Exchange; volume: à l'exclusion d'AMEX. ⁵ Bourses d'Osaka et de Tokyo; volume: Tokyo uniquement. ⁶ Bourses de Montréal, Toronto et Vancouver.

Sources: Fédération internationale des Bourses de valeurs (FIBV); Société financière internationale; Bourse suisse.

Tableau VII.3

l'harmonisation des horaires de séance, pour mettre progressivement en place une infrastructure commune de négociation ainsi que des dispositifs uniformes de règlement et de compensation. En augmentant la liquidité et en réduisant le coût du traitement des opérations, cette évolution aiderait les marchés européens des actions à atteindre une taille correspondant à l'importance de l'économie de la zone (tableau VII.3). Toutefois, ce projet a avancé plus lentement que souhaité. La conclusion d'un accord sur une architecture commune a été freinée par les ambitions de quelques membres de l'alliance et par leur réticence à modifier les pratiques et règles établies. La déception provoquée par cette stagnation et l'intensification de la concurrence résultant de l'arrivée récente de systèmes de courtage en ligne ont poussé certaines Bourses à rechercher une coopération plus étroite, mais à un niveau plus restreint. Les exemples les plus notables sont les fusions annoncées entre London Stock Exchange et Deutsche Börse, pour donner naissance au deuxième marché mondial en termes de capitalisation, ainsi qu'entre Paris, Amsterdam et Bruxelles, regroupement de taille à rivaliser en Europe avec le précédent. D'autres Bourses européennes devraient, par la suite, rejoindre l'un de ces deux pôles.

Concentration dans le secteur financier

L'euro a permis la concentration ...

L'euro a joué un rôle crucial dans la restructuration de l'intermédiation financière dans la zone de l'UEM et sa périphérie, en renforçant les facteurs qui poussent depuis quelque temps à la concentration. Il a levé les obstacles économiques à l'offre transfrontière de services financiers et ainsi accru les possibilités de croissance et de diversification pour les banques de la zone. Il a aussi renforcé la

Zone euro: fusions et acquisitions dans le secteur financier ¹										
	Dans un même pays de la zone euro		Entre deux pays de la zone euro		Avec un pays hors zone euro		Total		En % ²	
	Nombre	Valeur ³	Nombre	Valeur ³	Nombre	Valeur ³	Nombre	Valeur ³	Nombre	Valeur ³
Entre banques										
1998	7	8 445	1	147	12	13 787	20	22 379	12,7	13,0
1999	9	41 242	4	9 465	15	7 495	28	58 202	15,9	34,2
2000 ⁴	3	4 528	–	–	5	11 654	8	16 182	26,7	62,0
Entre banques et institutions financières non bancaires										
1998	4	28 604	1	646	3	897	8	31 147	24,2	37,9
1999	3	20 816	1	800	12	4 130	16	25 746	20,8	56,4
2000 ⁴	8	4 768	1	1 631	4	653	13	7 052	48,1	39,1
Entre institutions financières non bancaires										
1998	6	7 299	2	7 974	7	1 201	15	16 474	11,8	13,8
1999	11	15 508	4	378	19	21 888	34	37 774	15,7	40,7
2000 ⁴	4	5 071	1	9	5	454	10	5 534	23,3	18,8

¹ L'établissement acquéreur ou cible est résident de la zone euro. Opérations conclues ou en cours; valeur à la date de l'annonce. ² Par rapport aux fusions et acquisitions dans le monde. ³ En millions de dollars EU. ⁴ Jusqu'au 10 avril.
Source: Bloomberg. Tableau VII.4

Coûts de structure dans le secteur bancaire						
	Nombre de succursales pour 1 000 habitants			Nombre d'emplois pour \$1 000 d'actifs		
	1990	1995	1998	1990	1995	1998
États-Unis	0,29	0,28	0,29	0,40	0,32	0,29
Japon ¹	0,18	0,19	0,19	0,07	0,06	0,06
Zone euro ²	0,56	0,55	0,55	0,21	0,15	0,15 ³

¹ Ratio d'emploi: banques commerciales uniquement. ² Ratio d'emploi: Allemagne, France, Italie, Belgique, Pays-Bas et Espagne. ³ 1997.
Sources: données nationales. Tableau VII.5

tendance à la formation d'institutions de grande taille capables de tirer pleinement avantage des économies d'échelle dues au progrès technologique. Parallèlement, il a entraîné une intensification de la concurrence, du moins au niveau du marché de gros, ce qui a augmenté les incitations à créer des établissements susceptibles de se livrer une concurrence efficace, à l'échelle de l'Europe, pour la clientèle d'entreprises.

Le mouvement de concentration dans le secteur financier européen, qui s'était accéléré en prévision de l'avènement de la monnaie unique, ne s'est pas ralenti. Il a aussi touché la périphérie de la zone euro, en partie par effet de contagion et dans une perspective d'adhésion à l'UEM. Toutefois, si les fusions et acquisitions ont fréquemment pris une dimension intersectorielle, elles restent en grande mesure limitées aux frontières nationales. Les rapprochements transfrontières actuels prennent généralement la forme d'alliances stratégiques, souvent renforcées par des participations minoritaires sans pouvoir de contrôle.

Plusieurs facteurs expliquent cette préférence pour le cadre national. Tout d'abord, les fusions dans ce cadre donnent des occasions plus évidentes de réduire les coûts en diminuant les chevauchements et les capacités excédentaires au sein des réseaux. Deuxièmement, ces opérations risquent moins, en principe, de provoquer un conflit de cultures d'entreprise et de gestion, l'une des causes d'échec les plus fréquentes. Troisièmement, une forte présence nationale est considérée comme une condition préalable à la réussite des alliances transfrontières, dans la mesure où elle confère une position de négociation plus solide. Enfin, les faits montrent que l'on peut réaliser davantage d'économies d'échelle dans les opérations de gros, plus faciles à centraliser, que dans celles de détail, où la proximité joue un rôle crucial. Dans ce sens, l'évolution à laquelle on a assisté jusqu'à maintenant ne représente probablement que la première étape de ce processus de concentration, dont on peut penser qu'il prendra peu à peu une dimension plus internationale.

... surtout à l'échelon national

Structure de contrôle et de réglementation

L'objectif d'un marché unique des services financiers en Europe remonte au traité de Rome de 1957. Toutefois, les forces du marché n'ont pas pu surmonter à elles seules les obstacles juridiques, réglementaires et pratiques à la fourniture de services transfrontières. L'Union européenne, consciente des difficultés

Un dispositif qui combine harmonisation et décentralisation ...

inhérentes à une harmonisation complète de toutes les normes nationales, a adopté dans ce domaine une méthode fondée sur les principes de la reconnaissance mutuelle des cadres réglementaires, sous réserve du minimum d'harmonisation nécessaire, et du contrôle par l'État d'origine. Cette méthode a obtenu de bons résultats en facilitant la mise en place de législations d'importance capitale. Dans le même temps, elle a donné naissance à un dispositif réglementaire dans lequel les éléments communautaires coexistent avec d'autres qui restent sous le contrôle des autorités nationales et peuvent donc différer entre pays. Cette double approche d'harmonisation et de décentralisation a été transposée à l'UEM, dans laquelle la conduite de la politique monétaire est totalement centralisée, tandis que la responsabilité de la stabilité financière reste, dans une grande mesure, aux mains des autorités nationales.

... a des conséquences pour la concurrence ...

Dans un marché exempt de distorsions de concurrence, des institutions similaires doivent avoir les mêmes possibilités d'accès et supporter les mêmes charges du dispositif de contrôle et de réglementation ainsi que des modes de traitement des difficultés financières. Le maintien d'un contrôle décentralisé sur des éléments importants du dispositif pose la question de ses implications éventuelles pour l'«égalité du champ concurrentiel» au sein de l'Union. En poussant plus loin l'intégration de l'environnement économique des institutions financières de l'UE, l'avènement de l'euro a mis en évidence les possibilités de distorsions de concurrence qui peuvent résulter de différences entre les éléments demeurant décentralisés.

... et la stabilité financière

La décision de laisser aux autorités nationales une bonne partie de la responsabilité en matière de stabilité financière a aussi amené à s'interroger sur les mécanismes qu'il conviendrait de mettre en place pour atteindre cet objectif dans l'ensemble de la zone euro. Les principaux problèmes portent sur les conséquences de la décentralisation pour l'équilibre entre les incitations en direction des autorités nationales compétentes et les moyens dont elles disposent pour maintenir la stabilité dans un environnement financier qui se mondialise. Ces questions ont pris davantage d'importance depuis que l'euro a favorisé l'intégration économique.

La relation entre ces deux objectifs – égalité concurrentielle et stabilité financière – est plus étroite et complexe qu'on pourrait le croire à première vue. L'expérience montre que les distorsions de concurrence peuvent menacer la stabilité en incitant à prendre des risques excessifs. À l'inverse, une situation dans laquelle le principe d'égalité de traitement impose des limites à l'octroi d'une assistance aux institutions en difficulté pourrait compliquer la gestion des tensions financières.

Dispositifs actuels

Le principe du contrôle par le pays d'origine ...

Depuis qu'il a été adopté dans la deuxième Directive de coordination bancaire, le principe du «contrôle par le pays d'origine» fait partie intégrante des grandes initiatives d'ordre législatif visant à développer le marché financier unique. Ce même principe constitue aussi un élément important dans la conception du cadre prudentiel de l'UEM. Il attribue la responsabilité de la surveillance des établissements de crédit, sur une base consolidée au niveau mondial, à l'«autorité compétente» de l'État membre ayant octroyé l'agrément, sous réserve de

l'harmonisation de normes prudentielles minimales. Les responsables du contrôle dans le pays d'accueil doivent communiquer toutes les informations nécessaires aux autorités du pays d'origine. En revanche, les règles d'ordre commercial sont sous la responsabilité du pays hôte.

Avant même l'avènement de l'euro, ce principe a servi de base à un réseau complexe de coopération entre autorités de réglementation et de contrôle. La collaboration et l'échange d'informations entre pays ont été mis en place de façon bilatérale, par des protocoles d'accord, et au niveau communautaire, par le Comité consultatif bancaire et le Groupe de contact. Des structures parallèles ont été créées, au niveau de l'UE, pour les autorités responsables de l'assurance et des valeurs mobilières. Les dispositifs nationaux de surveillance du secteur financier varient notablement, allant d'une agence unique à une structure comportant plusieurs organismes chargés chacun d'un domaine spécifique, et confèrent à la banque centrale un rôle plus ou moins étendu. En conséquence, chaque comité, bien que cloisonné au plan sectoriel, travaille avec des organismes assurant le contrôle de maintes activités. Toutefois, les structures officielles qui regroupent les responsables de la surveillance dans les trois secteurs n'ont été créées que récemment et leur caractère est manifestement plus consultatif que prescriptif, conformément à la pratique actuelle de nombreux États membres.

Mis à part la centralisation de la conduite de la politique monétaire, la création de l'euro n'a pas fondamentalement modifié, jusqu'à présent, cette situation. Le traité de Maastricht assigne à l'Eurosystème la tâche de contribuer «à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes en ce qui concerne le contrôle prudentiel des établissements de crédit et la stabilité du système financier». Les missions de contrôle restent donc au niveau des États, en vertu d'un arrangement qui entérine les différences marquées entre les pratiques et les pouvoirs des diverses agences nationales et s'abstient de pousser plus loin l'harmonisation. Si le texte du traité n'exclut pas l'attribution à la BCE de responsabilités dans ce domaine, il a été décidé de ne pas faire usage de cette possibilité au stade actuel. Le traité confère aussi à l'Eurosystème la responsabilité de la surveillance des systèmes de paiement, consolidant les fondements juridiques des politiques suivies par certaines banques centrales nationales en la matière. Enfin, dans le cadre du développement de la coordination, le Comité de contrôle bancaire du SEBC associe désormais les responsables de la stabilité financière et de la surveillance des systèmes de paiement aux réunions des autorités nationales de contrôle bancaire.

Dans le domaine de l'assurance des dépôts, la Directive de 1994 a harmonisé en partie les dispositifs en les rendant obligatoires dans tous les États membres et en fixant une couverture *minimale* uniforme de €20 000 par déposant, les systèmes nationaux ayant, toutefois, la possibilité d'offrir une protection plus élevée. La Directive ne se prononce pas sur plusieurs autres aspects, touchant notamment à la gestion et au mode de financement.

En ce qui concerne le traitement des institutions en difficulté, l'harmonisation des règles et procédures relatives à la réorganisation et à la liquidation n'a pas beaucoup avancé. Celles-ci sont toujours régies par le principe du contrôle du pays d'origine et par la législation nationale. Les lois sur les prises de contrôle et les valeurs mobilières, qui peuvent avoir une grande incidence

... incite à la coordination

L'UEM fait intervenir l'Eurosystème

Harmonisation minimale de l'assurance des dépôts

Les procédures de liquidation ...

pour l'efficacité des solutions apportées par le marché aux institutions en difficulté, présentent des différences notables entre pays. Il en résulte une absence d'uniformité en matière de droits attachés aux actions et de pouvoirs des conseils d'administration et des actionnaires. Les autorités nationales restent chargées d'examiner les prises de contrôle bancaires dans le cadre de leur responsabilité de sauvegarde de la stabilité financière, même si leur action est limitée par les règles de l'UE sur la liberté des mouvements de capitaux.

... et le soutien de liquidité ...

L'utilisation de fonds publics pour le sauvetage d'une banque est soumise aux règles de l'UE sur les aides de l'État. La Commission européenne, tout en reconnaissant la spécificité du secteur bancaire, est d'avis que le droit communautaire fixe clairement un critère d'égalité des «conditions concurrentielles», soumettant par là même tout soutien financier public à son examen. L'emploi de fonds de banque centrale dans la gestion des crises relève du mécanisme de fourniture de liquidité d'urgence. Or, ni le traité de Maastricht ni le statut du SEBC ne confèrent à la BCE le mandat explicite de fournir directement ce soutien aux institutions financières. Au contraire, en attribuant aux autorités nationales la responsabilité du maintien de la stabilité financière, le traité confie implicitement cette tâche aux banques centrales nationales. Les accords conclus par la suite ont entériné ce principe de base (voir ci-après).

... restent sous contrôle national

Élimination des inégalités concurrentielles

Le cadre présente des ressemblances avec celui des États-Unis ...

Pour évaluer si les dispositifs actuels visant à garantir la stabilité financière dans l'Union européenne risquent de susciter des inégalités concurrentielles, il est utile de les comparer avec ceux des États-Unis, qui possèdent aussi un cadre de surveillance du système financier fondé sur la coexistence de nombreuses agences de réglementation et de contrôle. En réalité, étant donné que la législation de ce pays établit traditionnellement une distinction stricte entre opérations bancaires et sur titres, le mandat de l'autorité de contrôle bancaire y est plus restreint qu'en Europe, où les entreprises d'investissement sont normalement agréées comme établissements de crédit. Cette caractéristique a tendance à amplifier les différences d'approche dans les deux domaines. Toutefois, le système américain comporte, au moins pour les banques, des éléments compensateurs qui contribuent à en uniformiser le traitement. Ainsi, le mécanisme d'action corrective rapide oblige en fait les organismes de contrôle à coordonner leur intervention en cas de dégradation de la situation financière d'un établissement. La centralisation de la fonction de prêteur en dernier ressort au niveau de la Réserve fédérale garantit l'harmonisation des conditions dans lesquelles les établissements peuvent obtenir un soutien de liquidité. Enfin, les règles des divers États fédérés exigent que les banques offrent toutes la même couverture nominale d'assurance des dépôts, tandis que sa centralisation dans la Federal Deposit Insurance Corporation assure une application uniforme de la garantie.

... mais aussi des différences importantes ...

Or, le cadre actuel de l'UE comporte une partie seulement de ces mécanismes. La Directive relative à l'assurance des dépôts n'a institué qu'une couverture minimale, ce qui permet une divergence sensible des niveaux de protection (tableau VII.6), sans prescrire d'autres règles de nature à compenser ces écarts, par exemple en ce qui concerne les primes et le mode de financement. Il n'existe pas d'équivalent institutionnel du dispositif d'action corrective rapide

qui définisse précisément l'intervention des organismes de contrôle face à une institution en difficulté, et les conditions d'accès au soutien de liquidité des banques centrales ne sont pas non plus harmonisées. Certes, du fait des restrictions aux aides de l'État, les autorités nationales disposent d'un pouvoir limité pour examiner les fusions et acquisitions ou organiser le redressement des

Systèmes de protection des dépôts ¹				
	Couverture par déposant		Fonds de garantie	Gestion ²
	en euros	en % du PIB par habitant		
Allemagne	20 000 ³	85,4	oui ⁴	privée ³
France	60 980	276,6	non	privée
Italie	103 291 ⁵	559,5	non ⁶	privée
Espagne	15 000 ⁷	113,5	oui	mixte
Pays-Bas	20 000	90,1	non	mixte
Belgique	15 000 ⁷	68,4	oui ⁸	mixte
Autriche	18 895	80,6	non ⁹	privée
Portugal	15 000 ¹⁰	156,1	oui ¹¹	publique
Finlande	25 228	113,4	oui	privée
Irlande	15 000 ¹²	73,3	oui	publique
Luxembourg	15 000 ⁷	40,6	non	privée
Royaume-Uni	22 222 ¹³	105,0	oui ¹⁴	publique
Suède	26 349	109,9	oui	publique
Danemark	42 000	143,5	oui	publique
Grèce	20 000	193,8	oui	mixte
UE ¹⁵	20 000 ¹⁶	99,1	, ¹⁷	, ¹⁸
États-Unis	85 708	296,6	oui	publique
Japon	60 853 ¹⁹	226,0	oui	mixte
Canada	33 220	186,5	oui	publique
Suisse	20 000	56,8	non	privée

¹ En vigueur fin 1998. ² Assurée par l'État (publique), la profession (privée) ou les deux (mixte).
³ Pour la quasi-totalité des banques, 100 %, dans la limite de 30 % des fonds propres de la banque. Coassurance publique de 90 %, à concurrence de €20 000. ⁴ Des cotisations supplémentaires peuvent être appelées si nécessaire pour faire face aux obligations du fonds. Elles sont limitées au double de la contribution annuelle. ⁵ 100 %, à concurrence de 200 millions de liras (€103 291).
⁶ Les banques engagent les sommes ex ante, mais les contributions sont versées ex post. ⁷ Jusqu'à décembre 1999; €20 000 par la suite. ⁸ En cas de réserves insuffisantes, les banques peuvent être appelées à payer, chaque année si nécessaire, une contribution supplémentaire exceptionnelle de 0,04 % au maximum. ⁹ Garantie en fonction des incidents. ¹⁰ 100 %, à concurrence de €15 000; 75 % entre €15 000 et €30 000; 50 % entre €30 000 et €40 000. ¹¹ Le paiement des contributions annuelles peut être en partie remplacé, dans la limite de 75 % fixée par la loi, par l'engagement de verser au fonds la somme due, à tout moment qu'il juge nécessaire. ¹² 90 %, à concurrence de €15 000. ¹³ 90 % des dépôts protégés, à concurrence de £20 000 (ou de la contre-valeur de €22 222 si celle-ci est supérieure). ¹⁴ Contribution initiale de £10 000 au moment de l'agrément de la banque; apports supplémentaires si les ressources du fonds tombent au-dessous de £3 millions, avec un plafond de £300 000 par banque, calculés sur l'encours des dépôts assurés; cotisations spéciales calculées sur l'encours des dépôts assurés, mais sans plafond. ¹⁵ Directive européenne relative aux systèmes de garantie des dépôts. ¹⁶ La couverture minimale était initialement établie à 20 000 Écus; le taux de conversion a été fixé à 1 Écu = 1 euro à fin décembre 1998. ¹⁷ Déterminé par chaque État membre. ¹⁸ La Directive stipule uniquement que chaque État membre veille à l'instauration et à la reconnaissance officielle sur son territoire d'un ou de plusieurs systèmes de garantie des dépôts. ¹⁹ Couverture totale jusqu'en mars 2001.

Sources: J. R. Barth, D. E. Nolle et T. N. Rice (1997) et FMI, cités dans A. Prati et G. J. Schinasi, «Financial stability in European economic and monetary union», *Princeton Studies in International Finance*, N° 86, Princeton University, août 1999; données nationales; calculs BRI. Tableau VII.6

... qui pourraient donner lieu à des distorsions

établissements insolvable. Elles n'en conservent pas moins, en pratique, une grande marge de manœuvre pour tenir compte de considérations nationales.

Bien entendu, il est difficile d'évaluer dans quelle mesure ces différences entre pays affectent les conditions de concurrence. Cela tient notamment au fait qu'il ne faut pas se contenter d'examiner leurs effets isolément, mais qu'il importe de les replacer dans l'architecture générale des dispositifs et des pratiques effectives. Toutefois, les mesures prises ou examinées par la Commission européenne dans le domaine des aides de l'État au secteur bancaire montrent qu'elle est de plus en plus sensible à leur impact éventuel sur la concurrence. Or, celui-ci va très probablement s'amplifier dans l'avenir. Cette évolution est due en partie à l'avènement de l'euro, qui a accru la transparence et donné un nouvel élan à l'intégration des marchés. En outre, sur un plan plus général, à mesure que l'harmonisation s'étendra à d'autres éléments du cadre réglementaire de l'UE, l'avantage concurrentiel qui peut résulter des différences entre les aspects restés sous contrôle national devrait jouer un rôle relativement plus important. Pour s'en rendre compte, il suffit de mentionner la grande diversité, selon les pays, des pouvoirs et des pratiques des organismes prudeniels ainsi que des filets de sécurité.

Sauvegarde de la stabilité financière

Les questions soulevées par les dispositifs actuels de sauvegarde de la stabilité financière dans la zone euro portent principalement sur l'attribution des responsabilités et l'échange d'informations entre les autorités concernées.

Les ambiguïtés sur la responsabilité du soutien de liquidité ...

... ont été levées

Initialement, les critiques visant la fourniture de liquidité d'urgence (FLU) se sont concentrées sur les ambiguïtés du traité en ce qui concerne sa mise en œuvre, en cas de nécessité, et l'attribution des responsabilités correspondantes. Toutefois, les mesures prises par les autorités au cours de la période sous revue montrent clairement que la responsabilité de la FLU relève essentiellement des autorités nationales compétentes, selon la définition de chaque pays, tandis que l'Eurosystème conserve le pouvoir de gérer les conditions globales de liquidité par ses opérations monétaires. Certaines caractéristiques techniques ont facilité cette distinction. Premièrement, dans le cadre de l'UEM, la frontière est nettement tracée entre la FLU, d'une part, et les opérations à caractère monétaire, d'autre part, étant donné l'existence de facilités permanentes à l'initiative des emprunteurs et d'une liste prédéfinie des titres admis en garantie. La FLU commence là où s'arrêtent les opérations normales. À l'inverse, dans d'autres pays, comme les États-Unis, le crédit de fin de journée accordé à la discrétion des autorités relève de la même facilité que la FLU. En outre, le gisement relativement important de garanties et l'accès aisé aux facilités permanentes dans l'Eurosystème signifient que la marge disponible avant la mise en œuvre de la FLU est plus grande qu'ailleurs. Deuxièmement, le fait que les objectifs opérationnels de la politique monétaire sont spécifiquement axés sur les taux d'intérêt à court terme et non sur un montant de réserves donne plus de liberté aux banques centrales des pays membres. En particulier, si les difficultés financières sont liées à une modification de la demande de réserves au niveau national, voire européen, l'Eurosystème pourrait répondre à ces besoins sans modifier l'orientation de sa politique, tant que les taux d'intérêt

resteraient maîtrisés. Les mécanismes permettant d'échanger rapidement des informations avec le Conseil des gouverneurs de la BCE, responsable en dernier ressort des décisions de politique monétaire, garantissent la prise en compte intégrale de l'incidence de ces mesures nationales sur la mise en œuvre de la politique.

La FLU n'est qu'un instrument dans la panoplie disponible, face à des difficultés pouvant aller de la simple pénurie de liquidités jusqu'à l'insolvabilité totale. La question plus générale est de savoir si l'attribution aux autorités nationales de cette fonction élargie à l'égard des institutions du «pays d'origine» ne risquerait pas de créer des difficultés dans certaines circonstances. On peut imaginer, en effet, des situations dans lesquelles ce pouvoir pourrait engendrer des incitations qui ne seraient pas totalement compatibles avec les exigences de stabilité pour l'ensemble de la zone. On peut prendre l'exemple d'institutions qui ne joueraient un rôle systémique qu'à l'extérieur de leur marché d'«origine» ou qui, de fait, auraient plus d'un marché «national» à cause de la portée géographique de leurs opérations et, peut-être aussi, de la répartition de leur actionnariat. Faute de mécanismes adéquats de partage des charges, ces situations pourraient empêcher les autorités de réagir rapidement, voire favoriser l'inaction. Quoi qu'il en soit, les scénarios de ce type sont fondés sur un niveau d'intégration financière qui paraît très supérieur à celui obtenu jusqu'à présent dans le cadre de la zone euro.

Les progrès vers l'élimination des différences entre certains éléments importants des cadres juridiques nationaux permettront vraisemblablement aux mécanismes de marché de traiter plus efficacement les cas de difficultés financières. Il serait utile qu'un marché liquide des pensions livrées complète les prêts interbancaires secs, surtout pour les périodes de tensions où les intervenants sont particulièrement sensibles au risque de crédit. La mise en place d'un cadre juridique et d'une infrastructure de marché, dont l'absence jusqu'à présent a freiné le développement de ce compartiment pour la zone euro, réduirait les risques de recours à la facilité d'urgence de la banque centrale. De même, l'harmonisation plus poussée des législations nationales sur les valeurs mobilières et les faillites ainsi que des dispositions régissant l'approbation des fusions et acquisitions pourraient aider au règlement des difficultés financières par des solutions transfrontières privées.

Dans tous les cas, il n'est guère douteux que le renforcement de l'intégration financière dû à la monnaie unique confère une importance particulière aux mécanismes d'échange d'informations entre les autorités chargées de sauvegarder la stabilité financière. Il faut, en effet, qu'elles puissent accéder rapidement à des informations exactes, d'abord pour détecter suffisamment tôt les points vulnérables, en vue d'une action préventive, et ensuite pour évaluer l'étendue et l'intensité des tensions quand elles apparaissent. La création de l'Eurosystème fournit l'occasion de rationaliser et de renforcer les mécanismes existants. De nouveaux efforts seront cependant nécessaires pour améliorer le fonctionnement des arrangements en vigueur, surtout en ce qui concerne la communication et la coopération entre les autorités de contrôle des divers secteurs au niveau international, leur collaboration avec les banques centrales et la convergence des pratiques de contrôle.

La décentralisation pourrait être source de difficultés ...

... dans les cas d'intense activité transfrontière

Il est essentiel d'harmoniser les cadres juridiques ...

... et de renforcer la coopération entre autorités de contrôle

Il est difficile de prévoir comment évoluera le système de sauvegarde de la stabilité financière. Le résultat dépendra en grande partie du rythme de l'intégration financière, du fonctionnement des arrangements au cas où ils seraient mis à l'épreuve et de la situation politique générale. Le partage actuel entre centralisation et décentralisation représente un cas unique. Néanmoins, à mesure que l'on s'approchera de l'objectif encore lointain du véritable marché unique, l'action des forces sous-jacentes devrait faire pencher la balance dans le sens de la centralisation ou de l'harmonisation, selon des modalités et une chronologie qui restent cependant imprécises.

VIII. Conclusion

L'impression générale donnée par l'économie mondiale est qu'elle se trouve à un point critique mais que l'avenir manque de direction. Les récents résultats économiques, supérieurs aux anticipations dans de nombreuses parties du monde, ont naturellement conduit les instituts publics et privés à revoir en hausse leurs prévisions de croissance. Pour beaucoup d'entre eux, les perspectives économiques apparaissent meilleures qu'elles ne l'ont jamais été depuis le début des années 80. Une telle projection comporte, certes, une part de pure extrapolation; néanmoins, les avancées de la technologie et la poursuite de la déréglementation incitent également à envisager une expansion rapide et la persistance d'une faible inflation. En fait, comme de tels changements structurels se propagent de plus en plus à l'échelle du globe, le remarquable succès enregistré par les États-Unis ces dernières années semble appelé à se généraliser. Ainsi, une phase prolongée de forte expansion dans une économie mondiale davantage guidée par le marché n'est absolument pas à exclure.

Cependant, même si cette vision à plus long terme est acceptée, les décideurs doivent néanmoins s'attendre à un parcours heurté. À l'image des épisodes antérieurs de changement structurel et des espoirs qu'ils ont fait naître, la dernière décennie a été caractérisée par une expansion rapide du crédit dans de nombreuses économies et par un goût du risque de plus en plus grand chez les prêteurs. Sur les marchés financiers, la concentration s'est accentuée alors que la liquidité a parfois baissé de manière notable. Ces développements impliquent non seulement que l'économie mondiale est peut-être davantage exposée à des chocs macroéconomiques, mais aussi que la dynamique des marchés face à de tels chocs peut s'avérer moins prévisible que dans un passé plus réglementé. Enfin, il convient également de se demander si, dans le cadre d'un système financier mondialisé, les autorités disposeront de tous les instruments requis, à la fois pour prévenir les problèmes et pour les gérer s'ils apparaissent. Cette tâche n'est jamais facile, car les apports de liquidités, qui peuvent être nécessaires pour aider à gérer une crise, peuvent aussi, en favorisant des comportements imprudents, conduire directement à la suivante.

Au niveau macroéconomique, les principales vulnérabilités sont bien connues, à commencer par l'éventualité d'une poussée d'inflation dans les pays les plus avancés dans le cycle. C'est cependant aux interactions possibles entre ces vulnérabilités qu'il convient peut-être d'accorder davantage d'attention. Dans nombre de pays, les cours des actions paraissent encore élevés par rapport à leurs niveaux historiques, même si l'on fait abstraction de celles de l'«ère nouvelle» dont on pourrait penser qu'elles relèvent de nouveaux critères d'évaluation. La vigueur du dollar EU semble également aller au-delà de ce qui est

compatible avec la stabilisation des ratios d'endettement extérieur à long terme. Comme les flux internationaux de capitaux ont été de plus en plus guidés ces dernières années par les rendements anticipés sur actions, la possibilité d'un ajustement simultané sur les deux marchés peut sembler plus grande que ne l'indiquent les corrélations historiques. Il en résulterait probablement un ralentissement de la demande dû aux effets de richesse, alors même que l'inflation s'accélérait en réponse aux tensions internes et externes. Quant à savoir si ce ralentissement serait utile, en ce sens qu'il compenserait les tensions inflationnistes, cela dépendrait beaucoup, bien entendu, de l'ampleur et du caractère ordonné de l'ajustement des patrimoines. En toute logique, on ne peut exclure ni un atterrissage brutal ni un atterrissage en douceur. Enfin, en présence d'un environnement macroéconomique aussi incertain, on pourrait également attendre des sorties de capitaux des économies émergentes. Celles qui enregistrent actuellement un excédent des paiements courants et d'importantes réserves de change pourraient n'en être guère affectées, mais toutes ne bénéficient pas en ce moment d'une position extérieure aussi confortable.

Il convient également de prêter attention à la dynamique de marché, qui conditionne la réaction du système financier mondial à un resserrement prolongé des taux directeurs. Le plus souvent, les relèvements de ces taux ont été jugés utiles pour soutenir la croissance économique en contenant l'inflation. La croissance a constitué un élément positif pour les cours des actions et les marges de crédit, le faible niveau de l'inflation ayant pu, pour sa part, freiner la hausse des taux obligataires. Pourtant, si subitement les autorités donnaient l'impression d'être «distancées», tout pourrait fort bien s'inverser et produire des effets récessifs. En outre, les mouvements des cours des actions pourraient être amplifiés à l'excès par divers facteurs: recours accru à l'effet de levier ainsi qu'aux emprunts sur nantissement destinés à l'achat de titres, stratégies d'assurance des portefeuilles et rôle grandissant des plus-values dans le secteur de haute technologie comme points de repère en matière de profits. Il s'agit là d'éléments étroitement imbriqués qui peuvent tous avoir des conséquences dommageables. De même, les marchés de taux pourraient réagir de manière atypique, compte tenu de l'évolution des références sur les marchés des États-Unis et d'Europe et de la réticence de plus en plus grande des principaux intervenants à s'engager dans une fonction de teneur de marché.

Comment ces divers développements pourraient, séparément ou ensemble, affecter la solidité de telle ou telle institution financière demeure aussi sans réponse. La poursuite de la déréglementation, l'intensification de la concurrence, l'évolution technologique et la recherche croissante de valeur pour l'actionnaire peuvent avoir contribué à favoriser des comportements et des imbrications, dont on ne saura qu'ils étaient imprudents que lors de l'apparition du prochain retournement. Cela étant, il convient aussi de noter que les marchés financiers se sont montrés récemment des plus volatils sans entraîner de telles répercussions et que des volumes considérables de transactions ont été traités sans le moindre signe de tension.

Que peuvent faire les décideurs pour que l'économie mondiale recueille à terme les bénéfices d'une efficience accrue au niveau de la production et des structures financières? Quelle que soit la réponse, certaines suggestions étant

d'ailleurs proposées ci-après, force est de reconnaître que l'efficience n'est pas tout. L'équité et la façon dont elle est perçue sont aussi des éléments à prendre en considération. Ainsi, les questions concernant la répartition du revenu, l'allègement de la dette et les politiques protectionnistes dans les pays industriels, à l'égard en particulier des importations de produits agricoles et de textile en provenance des marchés émergents, doivent faire l'objet désormais d'une attention plus approfondie. La recherche de l'efficience, surtout dans le développement des systèmes financiers, doit aussi tenir compte de considérations de sécurité et de stabilité. Les coûts économiques que peuvent entraîner des crises financières sporadiques doivent toujours être évalués en regard des avantages que procure la libéralisation des marchés des capitaux. Si des mesures appropriées ne permettent pas de trouver un bon équilibre entre ces objectifs concurrents, un abandon brutal et regrettable d'une approche fondée sur le marché, au profit de solutions moins souhaitables, ne saurait être exclu.

Déséquilibres et stabilité des prix

L'incertitude entourant l'avenir économique rend inévitablement plus complexe la formulation de la politique monétaire. Les connaissances sont limitées à la fois sur la structure de l'économie et sur les délais avec lesquels la politique monétaire agit sur les objectifs fondamentaux. Les données font fréquemment l'objet de révisions, de même que les sentiments qui président souvent aux décisions en matière de dépenses. Si la théorie suggère que les autorités doivent avoir comme souci constant de faire de leur mieux, puis de réviser systématiquement leur jugement en fonction d'informations nouvelles, cette stratégie a également ses insuffisances. En particulier, si l'incertitude est générale, elle peut engendrer des délais de réaction excessifs, ce qui accroît le risque d'interventions ultérieures plus marquées aux effets déstabilisateurs. En fait, de tels retards pourraient même amener à douter de la détermination des autorités à l'égard de leurs objectifs déclarés. En outre, une stratégie fondée uniquement sur des anticipations moyennes pourrait conduire à un manque de préparation dans le cas de résultats extrêmes. Dans les circonstances actuelles, caractérisées par l'existence de nombreux déséquilibres, une telle carence apparaîtrait lourde de conséquences.

Tout le monde ou presque reconnaît que la demande intérieure aux États-Unis progresse à un rythme insoutenable et potentiellement inflationniste et que c'est également le cas, à un degré moindre cependant, dans certains autres pays anglophones. Considérant le débat actuel en faveur d'une orientation budgétaire en sens inverse aux États-Unis, on ne peut que se féliciter de la récente tendance à un resserrement monétaire, même si les prix de quelques actifs apparaissent très exposés. Si la politique monétaire venait à faire machine arrière aux premiers signes d'une baisse des cours des actions, le risque d'aléa moral serait grand. En tout état de cause, si nous sommes vraiment entrés dans une «ère nouvelle», l'éventualité d'une réaction marquée et prolongée sur les marchés des actions devrait être très faible. Si nous ne le sommes pas, alors on peut penser que plus tôt la bulle se dégonflera, mieux cela vaudra.

Cela ne veut pas dire pour autant qu'une réaction notable du marché des actions, ou des marchés financiers d'une manière plus générale, ne devrait pas

amener les autorités à agir de façon mesurée. Un mouvement désinflationniste peut aller à la fois trop loin et trop vite. Ce danger n'est pas négligeable aux États-Unis ni dans plusieurs autres pays avancés dans le cycle. Après une période de taux d'épargne faibles et d'investissements considérables dans le logement et les biens durables, il serait très facile de différer maintenant les dépenses envisagées. Mais s'il devient évident que certains investissements ne procureront jamais le rendement escompté, il faudra que les investisseurs mal avisés en paient le prix sans délai, afin de réduire les capacités et de restaurer rapidement la rentabilité à long terme. C'est peut-être là le principal enseignement de l'expérience de la dernière décennie au Japon.

Un autre domaine fait plus ou moins l'unanimité: le rythme d'expansion trop faible de la dépense privée au Japon. La question à résoudre est la suivante: comment faire pour qu'elle s'accélère? L'intention des autorités japonaises d'utiliser la politique budgétaire de manière anticyclique est louable, mais cela aurait pu être fait de façon plus efficace. Le recours d'abord timide à cette solution, ponctué de menaces de retours en arrière parfois mises à exécution, a ébranlé la confiance du secteur privé dans une reprise proche et durable de l'activité. En outre, plus les dépenses augmentaient, plus leur efficacité diminuait, donnant aux contribuables l'impression de dettes accrues pour des résultats insuffisants. Si l'alourdissement de la dette publique au Japon ne peut que limiter les possibilités futures de stimulation budgétaire, un rééquilibrage des dépenses pourrait cependant s'avérer des plus bénéfiques. En réduisant le surinvestissement dans le secteur public (trois fois la moyenne du G10) et en intensifiant les dépenses en faveur d'un régime de prévoyance sociale encore insuffisant, il pourrait être possible de maintenir la confiance nécessaire. De telles mesures pourraient également accroître la mobilité de la main-d'œuvre à un moment où cela serait hautement souhaitable. Alors que d'anciennes industries souffrent toujours de surinvestissement, l'expansion dans d'autres domaines doit être encouragée par la déréglementation et une action d'accompagnement des pouvoirs publics.

Quant à savoir s'il y a encore place pour une politique monétaire expansionniste, à présent que les taux nominaux à court terme ont atteint effectivement le niveau zéro, la question reste un sujet de controverses tant au Japon qu'ailleurs. Il existe deux courants de pensée à cet égard. Le premier suggère que la Banque du Japon ait recours à des procédures «exceptionnelles» pour augmenter directement les prix des actifs et renforcer considérablement les liquidités dans le système bancaire, sous forme, par exemple, d'interventions en yens non stérilisées et d'achats massifs d'obligations d'État. L'institut d'émission s'est montré fortement opposé à de telles initiatives, qui lui paraissent d'une efficacité tout au plus limitée et pourraient même gêner un relèvement des taux, nécessaire en cas de reprise. Son opposition se fonde également sur des craintes légitimes concernant l'indépendance à long terme de la banque centrale. Le second courant de pensée considère les avantages que procurerait l'adoption d'un nouveau régime monétaire à objectif d'inflation ou de niveau des prix. Le raisonnement qui le sous-tend est le suivant: bien que les taux d'intérêt nominaux soient limités au seuil zéro, des taux réels négatifs sont néanmoins possibles si l'on parvient, d'une façon ou d'une autre, à susciter des anticipations d'augmentation

des prix. Les partisans d'un nouveau régime monétaire estiment que les anticipations d'inflation s'orienteraient alors à la hausse, l'objectif de niveau des prix attirant d'autant plus l'attention que la baisse antérieure aura été longue. Les adversaires de cette conception, dont la Banque du Japon, soutiennent qu'une modification spontanée des anticipations ne se produirait tout simplement pas, faute de moyens crédibles pour agir sur la stagnation économique sous-jacente.

Un dernier point qui devrait pratiquement faire l'unanimité est que, à défaut d'autres problèmes immédiats, les réformes structurelles constituent le défi majeur pour l'Europe continentale. En effet, on ne peut constater ni même entrevoir de gros déséquilibres macroéconomiques comme ceux auxquels les États-Unis et le Japon sont de plus en plus confrontés. Pour l'ensemble de la région, les soldes des paiements courants ne sont pas un problème. Les actions, dont les cours se sont littéralement envolés dans de nombreux pays, ne représentent encore qu'une proportion modeste (bien que croissante) du patrimoine des ménages. En outre, si la faiblesse persistante de l'euro est certes de nature à faire naître des tensions inflationnistes, une politique monétaire vigilante devrait suffire à dissiper l'essentiel des inquiétudes. Une orientation budgétaire restrictive pourrait être également recommandée, en particulier dans les économies européennes de moindre dimension qui se trouvent au maximum de leurs capacités, mais, dans la plupart des cas, elles appliquent déjà depuis quelque temps une politique de rigueur. À l'évidence, toutes ces prescriptions macroéconomiques visant à tenir un cap présupposent que l'expansion actuelle en Europe ne soit pas remise en cause par des bouleversements ailleurs.

L'enthousiasme pour des réformes structurelles en Europe a été manifestement conforté par l'entrée en vigueur de l'euro, présentant un mélange d'incitations et de menaces. La monnaie unique pourrait engendrer des gains d'efficacité considérables sur les marchés des produits, pour autant que d'autres réformes le permettent. À l'inverse, l'incapacité de mettre en œuvre des réformes sur le marché du travail, en vue de réagir plus rapidement aux signaux du marché, pourrait conduire à une augmentation du chômage, compte tenu des chocs asymétriques dans une zone à monnaie unique. Des efforts importants ont déjà été accomplis, comme l'atteste le récent recul du chômage dans l'UE, d'une ampleur inhabituelle à un stade précoce de reprise, mais les enseignements fournis par les États-Unis et par les «meilleurs exemples» en Europe montrent que des progrès sont encore possibles. Les chefs de gouvernement, réunis dernièrement à Lisbonne, se sont engagés à mettre activement en œuvre des réformes structurelles mais, comme toujours, le plus difficile sera de concrétiser cet engagement au niveau national.

L'évolution des principaux cours de change a généralement contribué à la stabilisation conjoncturelle ces dernières années. Récemment, toutefois, la vigueur du yen et la faiblesse persistante de l'euro ont été moins en ligne avec les objectifs internes, ce qui a conduit à s'interroger sur les mesures à prendre à cet égard, en dehors d'une action sur les taux directeurs. Pour l'instant, il semble qu'il n'y ait pas grand chose à faire, mais les circonstances pourraient fort bien changer. L'inconvénient d'interventions unilatérales des autorités japonaises vient de ce que leur fonction de signal a une crédibilité limitée puisqu'on ne peut

abaisser des taux qui se trouvent déjà à zéro (même si des mesures «non conventionnelles» restent possibles). Des interventions bilatérales à participation européenne ont également été écartées jusqu'à présent, bien qu'elles puissent être utiles à première vue dans des conditions de marché favorables. Cette attitude pourrait être due au fait qu'en Europe les interventions risquent alors d'être interprétées comme un affaiblissement de l'engagement de la nouvelle banque centrale à l'égard de la stabilité des prix intérieurs. Quant à des interventions multilatérales, associant aussi les États-Unis, elles pourraient être perçues comme les prémices d'un système mondial de change contrôlé, qui ne paraît guère susciter d'enthousiasme actuellement auprès des autorités.

Au-delà de ces considérations, la difficulté la plus sérieuse pourrait venir d'un retournement brutal du dollar. Son incidence désinflationniste serait évidemment malvenue au Japon, mais beaucoup moins en Europe, où le risque d'inflation s'accroît. Même là, toutefois, des problèmes pourraient se poser si l'euro venait à connaître une reprise trop marquée et trop rapide. Étant donné que sa dépréciation récente était largement inattendue et que la dynamique pourrait s'inverser, cette possibilité ne doit pas être exclue. Bien entendu, si l'euro devait se redresser fortement par suite d'un regain d'optimisme au sujet des réformes structurelles en Europe, doublé d'un accroissement des dépenses de consommation et d'investissement, les dangers menaçant l'expansion actuelle s'en trouveraient sensiblement atténués. Il semble que ce soit là une bonne raison supplémentaire de poursuivre dans la voie des réformes.

Les questions de cours de change apparaissent encore plus pressantes pour les marchés émergents, qui sont relativement plus ouverts et davantage sujets à des renversements des mouvements de capitaux en fonction du sentiment des investisseurs. Pour l'instant, les perspectives d'amélioration des résultats économiques en Asie, en Amérique latine et en Europe orientale ont encouragé les entrées de capitaux, sous forme d'investissements directs en particulier. Le risque n'en demeure pas moins que des chocs d'origine externe ou des défaillances des politiques internes n'inversent soudainement le cours de ces flux. Les déficits des paiements courants et les problèmes budgétaires structurels constituent des sujets d'inquiétude en Amérique latine, tandis qu'en Asie la forte dépendance à l'égard du secteur de la technologie et la lenteur des progrès dans la restructuration des entreprises et des banques peuvent comporter des dangers. Même si la plupart des marchés émergents sont en principe dotés d'un régime de change flottant, il est tout aussi vrai que nombre d'entre eux, tout spécialement en Asie, ont procédé à des interventions massives pour enrayer la perte de compétitivité résultant de l'appréciation de leur monnaie. Une telle politique, présentée comme compatible avec la nécessité de constituer des réserves, est préférable au contrôle des capitaux, solution qui, contre toute attente, n'a guère suscité d'intérêt à ce jour. Elle pourrait néanmoins conduire à une création de crédit excessive et, par là même, à une perte de compétitivité. Plus insidieux peut-être est le danger que les emprunteurs ne retombent dans une logique de cours de change fixe et ne soient de nouveau incités à s'endetter en devises à moindre coût. Si cette éventualité peut paraître improbable à la lumière des crises récentes, on est cependant surpris de constater que les expériences, même les plus douloureuses, sont bien vite oubliées.

Certaines économies émergentes ont manifesté plus clairement leur préférence pour un changement de politique. L'an dernier, par exemple, l'Afrique du Sud, le Brésil, la Pologne et la République tchèque ont tous annoncé l'adoption d'un objectif d'inflation, rejoignant ainsi les pays industriels qui assignent à leur politique une cible d'inflation préalablement annoncée dans le cadre d'un régime de change flottant. Quels que soient les aspects positifs d'un tel cadre opérationnel dans les pays industriels, le poids respectif des avantages et des inconvénients peut se révéler quelque peu différent ailleurs.

Parmi les avantages d'une telle politique pour les marchés émergents, on peut citer sa meilleure transparence. Il se peut, par exemple, que les décideurs soient moins l'objet de critiques les accusant d'obéir à des intérêts personnels lorsqu'ils fixent les taux d'intérêt et les cours de change. Un autre avantage résiderait dans la possibilité d'ancrer les anticipations d'inflation dans des pays qui, comme c'est le cas pour une grande partie de l'Amérique latine, présentent des antécédents particulièrement médiocres dans ce domaine. Toutefois, le ciblage de l'inflation comporte également pour les économies émergentes un certain nombre d'inconvénients: outils de prévision insuffisants (notamment pour l'inflation), données peu fiables et changements structurels. En outre, beaucoup de marchés émergents, en Asie tout récemment, se sont montrés vulnérables aux bulles spéculatives, difficiles à gérer en régime d'objectif d'inflation. Enfin, les produits alimentaires et les importations entrant pour une large part dans la consommation courante, et la déréglementation des prix ayant souvent un effet variable et diffus, un profond décalage peut apparaître entre l'indice général et la référence que la banque centrale estime pouvoir vraiment contrôler.

En somme, le choix auquel se trouvent confrontés les marchés émergents est une forme extrême du compromis recherché par les pays industriels qui poursuivent un objectif d'inflation. S'ils se fixent des objectifs trop ambitieux, et ne les atteignent pas, ils perdent leur crédibilité. À l'inverse, s'ils s'assignent un but plus réaliste, ils peuvent être taxés de manque d'ambition et leur politique ne bénéficie au départ d'aucune crédibilité. Il en va ainsi pour tous les choix: ce qui est bien pour les uns ne convient pas nécessairement aux autres. Chaque pays doit tenir compte de sa situation et de son histoire pour adopter la solution la meilleure. Quant à la nécessité de suivre des politiques budgétaires saines, elle ne fait aucun doute. L'expérience nous enseigne que, faute d'un tel soutien, toute orientation visant à maîtriser l'inflation est vouée à l'échec.

Changement structurel et prévention de l'instabilité financière dans le monde

Durant les années 30, les faillites financières avaient sérieusement amplifié le ralentissement économique dans de nombreux pays industriels et entraîné un durcissement marqué de la réglementation régissant l'activité financière. La période de l'après-guerre a été le théâtre d'une libéralisation progressive, à mesure que les difficultés antérieures s'estompaient dans les mémoires et que les avantages potentiels liés à des marchés plus libres apparaissaient évidents. Toutefois, la répétition de crises financières au cours des trois dernières décennies, tant dans les pays industriels que dans les économies émergentes, a

de nouveau focalisé l'attention sur trois questions. Comment éviter les crises? Comment mieux les gérer? Comment les résoudre, notamment par une réduction de l'endettement? Pour chacune de ces questions, les progrès ont été substantiels mais restent minimes par rapport à l'ampleur de la tâche à accomplir. Sur certains aspects, aucun consensus international n'a encore été trouvé autour de politiques raisonnables. De plus, dans presque tous les cas, les difficultés pratiques liées à la mise en application des propositions convenues demeurent considérables.

Les mesures visant à prévenir les crises financières prennent de plus en plus en compte les interactions, aux effets insidieux, entre insuffisances microéconomiques et phénomènes macroéconomiques. Ces problèmes peuvent se manifester de trois façons: extrême volatilité à court terme des prix sur certains marchés, distorsions des prix à moyen terme, engendrant parfois des bulles spéculatives et des flux de capitaux excessifs, et contagion entre marchés et entre pays sans rapport avec les données fondamentales. La prévention doit alors se concentrer sur chacun des trois piliers qui soutiennent les systèmes financiers nationaux et internationaux: solidité des institutions financières, bon fonctionnement des marchés et fiabilité des infrastructures, telles que procédures juridiques et judiciaires, systèmes de paiement et de règlement ainsi que normes comptables. Pour chacun de ces piliers, trois autres éléments, de nature incitative cette fois, peuvent contribuer à favoriser des comportements prudents. Au départ figure obligatoirement la gouvernance interne, fondée essentiellement sur l'intérêt de l'établissement et la préservation du capital privé. À cela s'ajoutent un contrôle et une surveillance adéquats. Enfin, malgré les limites qu'elle comporte parfois, la discipline de marché doit avoir un rôle de plus en plus marquant à jouer dans un monde davantage soumis à la loi du marché. Avec trois problèmes, trois piliers et trois thérapies correspondantes, rien d'étonnant qu'il reste tant à faire.

Œuvrer pour des institutions financières saines, en particulier les banques, est un préalable essentiel à la stabilité financière. Les crises, que ce soit dans les économies émergentes ou dans les pays industriels, sont encore dues le plus souvent à des institutions financières qui prennent des positions excessives quand les temps paraissent propices, puis se désengagent brutalement. La gouvernance gagnerait d'abord à ce que les établissements s'attachent davantage aux taux de rendement ajustés en fonction des risques, lorsqu'il s'agit en particulier de la rémunération des opérateurs et responsables du crédit. Sans cet ajustement capital, la recherche constante de valeur pour l'actionnaire pourrait devenir une stratégie fort dangereuse. Il conviendrait également d'examiner plus attentivement la manière dont les filets de sécurité officiels peuvent encourager des comportements imprudents, surtout par la confiance accordée à des organismes censés bénéficier d'une garantie de l'État. La formidable expansion qu'ils ont connue récemment aux États-Unis renforce les préoccupations que suscite depuis longtemps une implication semblable de l'État dans l'activité bancaire tant au Japon qu'en Europe continentale.

Les propositions avancées par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire pour améliorer l'accord de 1988 sur les fonds propres, qui sera amendé pour tenir compte du processus de consultation clos récemment, relieront plus étroitement les exigences minimales de fonds propres, pour les banques utilisant

des systèmes de notation élaborés, à leurs évaluations internes du risque de crédit. Une telle relation est clairement souhaitable, à condition, bien entendu, que ces évaluations ne soient pas faussées d'une manière ou d'une autre. Les établissements autorisés à recourir à cette méthodologie seront donc soumis à des normes et lignes directrices, en vue de garantir l'intégrité du processus et des résultats de leur système de notation. L'approche standardisée proposée aux banques peu familiarisées avec ces techniques laisse peut-être espérer moins d'avantages mais peut aussi comporter moins de risques. À l'évidence, il importe qu'elle soit bien conçue, vu qu'elle s'appliquera probablement à la grande majorité des établissements des marchés émergents.

Le nouvel accord proposé reconnaît également que les autorités de contrôle ont un rôle important à jouer pour garantir une évaluation adéquate des besoins de fonds propres et faire en sorte que les exigences soient cohérentes et comparables d'un établissement à l'autre. Sur ce dernier point, il pourrait être possible d'accorder plus de place qu'actuellement à des règles simples de préprovisionnement. Le Comité de Bâle a souligné que la discipline de marché pourrait, en outre, inciter les institutions financières à suivre des comportements prudents. Si les marges de crédit et les cours des actions assurent traditionnellement cette fonction, on pourrait envisager d'y associer la dette subordonnée. Une condition nécessaire, mais non suffisante, de l'application de la discipline de marché est que les intervenants disposent de suffisamment d'informations fiables pour étayer leurs jugements. Veiller à la communication de telles informations, assorties d'explications claires des principes comptables sur lesquels elles se fondent, devrait rester au premier rang des priorités.

De toute évidence, l'une des difficultés que pose la discipline de marché, c'est qu'elle pourrait être sujette, comme les notations internes, à des vagues d'optimisme et de pessimisme. Étant donné que de tels phénomènes peuvent avoir des répercussions systémiques, le secteur public devrait accorder une attention beaucoup plus soutenue à l'évolution de la situation ainsi qu'à l'élaboration de procédures d'analyse permettant d'évaluer le risque systémique. D'ailleurs, l'utilisation de techniques de simulation de crise pour compléter ces prévisions ne peut qu'être riche d'enseignements. Il conviendrait de déterminer si ce genre d'analyse doit être conduit principalement par les autorités de contrôle ou par d'autres instances (habituellement les banques centrales) chargées de la responsabilité globale de la stabilité systémique, ou bien conjointement, pour garantir que cette fonction importante ne soit pas tout simplement oubliée. La participation des banques centrales à cette tâche peut se justifier par la complémentarité entre leur approche «descendante» et l'approche «ascendante» plus communément suivie par la communauté prudentielle. Un fait simple mais significatif mérite d'être souligné à cet égard: de nombreuses recommandations en faveur de comportements prudents peuvent avoir des conséquences indésirables si beaucoup d'établissements modifient simultanément leur attitude dans le même sens. La théorie macroéconomique fournit des exemples de tels sophismes de composition.

Si la solidité des institutions demeure une composante capitale de la stabilité financière, en particulier dans les économies émergentes, les événements de l'automne 1998 ont aussi souligné l'importance croissante qui s'attache à un bon

fonctionnement des marchés financiers. Il faut, en effet, que ces derniers puissent prendre le relais du crédit bancaire lorsqu'il se tarit et vice-versa. Cet argument explique en grande partie l'intérêt récent de nombreuses économies émergentes à se doter de marchés liquides d'obligations d'État. À terme, de tels titres pourraient servir de références aux émissions du secteur privé. Dans plusieurs pays industriels, les pouvoirs publics sont aussi confrontés à des problèmes de fonctionnement des marchés, étant donné que les excédents croissants du secteur public réduisent l'encours des obligations disponibles, ce qui, en période de tensions, peut rendre la gestion des risques encore plus difficile.

Même s'il est dans l'intérêt général de disposer de marchés financiers plus accomplis, il convient de reconnaître que ces marchés ne fonctionnent pas toujours de manière aussi efficiente qu'on le souhaiterait. L'une des solutions, compte tenu de l'intérêt des divers intervenants, passe par une plus grande transparence. Si ceux-ci étaient mieux informés sur la situation financière et l'exposition de leurs contreparties, ils seraient sans doute moins enclins à se désengager en présence d'incertitudes. Dans le même ordre d'idées, si les prêteurs connaissaient de façon plus précise le profil d'endettement des emprunteurs souverains, ils seraient peut-être moins sujets à des craintes brutales les poussant à se désengager. Diverses initiatives sont en cours pour améliorer la transparence sur ces deux aspects (chapitre Activités de la Banque) et il conviendrait de poursuivre résolument dans ce sens.

En ce qui concerne la contribution des autorités de surveillance à un fonctionnement plus efficace des marchés, il convient de noter que l'atomicité de ces derniers tend à diminuer, ce qui les expose davantage à des comportements grégaires, surtout en période de tensions. Plusieurs éléments expliquent probablement cette évolution: concentration accrue des acteurs; recours à des dispositifs communs de gestion des risques et de réglementation; ciblage plus fréquent de références indiciaires et autres; exploitation des mêmes informations en temps réel. Il est moins évident, cependant, de voir ce que les autorités pourraient faire à l'égard de ces tendances structurelles. Enfin, se pose la question la plus fondamentale d'entre toutes: pourquoi les marchés sont-ils portés à surréagir et ne parviennent-ils pas, en fait, à se discipliner? Dans un monde idéal, ceux qui poussent les prix à s'écarter de leurs niveaux d'«équilibre» sont vite perdants dès qu'ils retrouvent leur valeur moyenne. Or, dans la réalité, ce n'est souvent pas le cas. Comme de tels phénomènes ont toujours existé, il est possible que des dysfonctionnements de cette nature soient simplement l'un des coûts à payer pour récolter les fruits d'un système économique fondé sur le marché.

Le troisième pilier du bon fonctionnement d'un système financier est constitué par son infrastructure, notamment les systèmes de paiement et de règlement, les cadres juridique et judiciaire et les normes comptables. Dans le domaine des systèmes de paiement, des efforts importants ont été accomplis depuis la fin des années 80. L'an passé, le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, établi à Bâle, a publié, aux fins de consultation, un document intitulé *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique*. Il s'agit surtout, à présent, d'affiner ces principes à la lumière des commentaires reçus et de veiller à ce qu'ils soient appliqués avec succès sur tous

les grands marchés financiers. Étant donné que, pour les seuls pays industriels, ces systèmes traitent actuellement quelque \$6 000 milliards de transactions par jour, il faut absolument que leur fonctionnement soit parfait. S'agissant de l'infrastructure juridique, son rôle capital est apparu pleinement dans les implications pratiques d'un droit de propriété inadéquat en Russie et dans d'autres économies en transition. La crise survenue dans l'Est asiatique a également révélé certaines lacunes juridiques, qui n'ont été qu'en partie corrigées. En outre, dans de nombreux pays, les lois existantes doivent être appliquées de manière plus rapide et beaucoup moins arbitraire qu'actuellement. Enfin, des progrès significatifs ont été enregistrés pour s'accorder sur un ensemble de normes comptables à l'échelle mondiale. Cette tâche essentielle doit être poursuivie, achevée et suivie d'effets.

Gestion et résolution des crises financières

Même s'il est possible d'atténuer les effets des crises financières par une action préventive, celles-ci ne disparaîtront jamais complètement. La meilleure façon de gérer une crise, en vue d'en limiter les coûts macroéconomiques et sociaux, dépend beaucoup de son incidence sur le fonctionnement des marchés. Quoi qu'il en soit, presque toutes les crises financières présentent deux caractéristiques communes: elles provoquent une perte de confiance brutale; elles obligent à évaluer rapidement les besoins de liquidités au sein du système et à trouver comment les satisfaire au mieux. Par contre, leur résolution est une tâche de longue haleine, qui exige souvent une réduction partielle de l'endettement. La gestion et la résolution des crises peuvent revêtir une dimension nationale et internationale et requièrent normalement la contribution des créanciers du secteur privé ainsi que des pouvoirs publics. Toutefois, pour éviter tout aléa moral, les États ne devraient être sollicités qu'en dernier ressort, en présence de signes évidents de défaillances des marchés ou d'externalités.

Il ne faudrait pas non plus supposer automatiquement que de telles défaillances sont dans l'ordre des choses. Les marchés financiers privés, de plus en plus étroitement imbriqués, sont tout aussi capables de désamorcer les crises que de les propager. Ainsi, à l'automne 1998, de nombreux emprunteurs ont eu des difficultés à se procurer des fonds auprès des marchés des titres à court terme et des dérivés; cependant, les marchés interbancaires ont alors enregistré une expansion considérable et joué un rôle capital en redistribuant le crédit à ceux qui en avaient besoin. Les opérateurs privés, en particulier les gros intervenants dont le comportement peut affecter l'ensemble du système, ont tendance à intégrer ces externalités (d'ailleurs, comme cela s'est passé avec LTCM, ils pourraient être encouragés à le faire), ce qui devrait les amener à des comportements plus stabilisateurs. Cela ne veut pas dire, bien entendu, qu'une participation explicite du secteur public ne sera jamais nécessaire, mais ce dernier doit se réserver le droit d'en juger. Cette faculté doit s'appliquer non seulement aux concours d'urgence aux banques mais aussi, et surtout, à d'éventuels soutiens à un marché confronté brutalement à des problèmes de liquidité pour une raison imprévue.

La nature de la contribution du secteur public doit également être fonction de deux aspects des marchés financiers modernes: leur dimension internationale

et la vitesse de propagation des changements. Sur ce dernier point, il sera particulièrement important à l'avenir que les diverses parties concernées disposent de lignes de communication ouvertes et de procédures agréées pour les utiliser. À leur niveau tout au moins, les organismes publics devraient aussi définir clairement leurs domaines de responsabilité respectifs. Cette exigence de clarté, certes nécessaire sur le plan national, y compris au sein de la zone euro, peut s'appliquer à l'échelle internationale. Des institutions financières opérant dans un pays donné peuvent fort bien avoir des racines ailleurs, de sorte que la responsabilité du contrôle incombe alors à l'autorité du pays d'«origine». En outre, il n'est pas exclu que les besoins de liquidités portent sur une monnaie étrangère, ce qui confère au problème une dimension supplémentaire. En pareil cas, même si la banque centrale est disposée à accroître la liquidité pour l'ensemble du système, et à réduire ainsi les taux d'intérêt, cela ne sera pas d'un grand secours. En fait, une telle politique peut aisément aller à l'encontre du but recherché si elle entraîne une dépréciation de la monnaie locale et, partant, une augmentation du service de la dette.

Ces dernières années, un large débat a eu lieu sur les moyens de fournir des liquidités internationales aux marchés émergents souffrant de tels problèmes. Il n'est pas certain, pourtant, que beaucoup de progrès concrets aient été accomplis sur les deux aspects essentiels. L'un d'eux concerne la manière d'inciter le secteur privé à accorder les ressources nécessaires, sous forme à la fois d'un report d'échéance et d'un octroi d'argent frais, pour aider par exemple à financer un déficit des paiements courants. Ce report peut passer par une suspension de paiements, qui présente l'avantage de mettre tous les créanciers sur un pied d'égalité mais n'est guère de nature à encourager de nouveaux crédits. Une autre possibilité réside dans la persuasion, méthode utilisée récemment dans le cas de la Corée, mais ce genre de pressions finit par ressembler à de la coercition. Un problème de plus en plus présent, en outre, concerne la coordination de tels financements. Étant donné que les emprunteurs des marchés émergents et les prêteurs des pays développés constituent des groupes toujours plus hétérogènes, il devient de plus en plus difficile de savoir si une entité, et laquelle, a autorité pour prendre un engagement et en assurer le respect. C'est pourquoi, plus on parviendra à persuader les émetteurs d'obligations d'inclure des clauses de procédure collective, plus on augmentera les chances de rééchelonnements ordonnés.

Le second point concerne les modalités appropriées de la participation du secteur officiel. Il importe à cet égard de trouver un équilibre entre la fourniture de liquidité par le FMI et l'aléa moral qui en découle. Pour certains, l'accès au FMI devrait normalement porter sur des montants beaucoup plus modestes que ceux qui ont été récemment accordés, et ce dans le cadre d'un nombre plus restreint de facilités. Selon cette approche, fondée essentiellement sur l'application de règles préétablies, seul un accès limité aux ressources publiques est compatible avec la notion de partage des charges, et les modalités de cet accès devraient être connues de tous à l'avance. Les partisans de cette approche ne nieront pas que des cas peuvent se présenter, probablement de portée systémique, pour lesquels le secteur officiel pourrait juger approprié de consentir des prêts beaucoup plus importants. Il faudrait toutefois que, dans de telles situations, le processus

d'approbation soit à la fois plus formel et plus restrictif. Le principal argument que l'on peut opposer à cette thèse est que toutes les crises sont différentes et que les moyens d'y faire face doivent être trouvés très rapidement. Cela plaiderait donc plutôt en faveur d'un plus grand pouvoir d'appréciation pour le FMI. Si les points de vue divergent sur ces questions, il semble qu'on reconnaisse de plus en plus que le financement officiel devrait être lié plus étroitement aux efforts de prévention des crises et qu'il convient de décourager les demandes répétées d'emprunts à long terme auprès du FMI.

La possibilité de résoudre les crises par un processus explicite de réduction de dette suscite autant de controverses. Deux catégories de problèmes retiennent actuellement l'attention: la restructuration bancaire dans beaucoup d'économies émergentes et la réduction de la dette d'un nombre encore plus grand de pays très pauvres et lourdement endettés. Dans les deux cas, deux principes devraient s'appliquer. Premièrement, si la question fondamentale est de savoir qui doit assumer les pertes déjà enregistrées, ce devrait être ceux qui ont une part de responsabilité à cet égard. Les contribuables ne devraient pas supporter des pertes imputables à d'autres, à moins que leur gouvernement ne soit également créancier. Bien entendu, les États et les institutions financières internationales sont les principaux bailleurs de fonds aux pays les plus pauvres et ont donc une responsabilité particulière dans l'allègement du fardeau de leur dette. Deuxièmement, les mesures de résolution des crises doivent s'accompagner d'efforts visant à en empêcher la récurrence. Il ne suffit donc pas que les banques soient restructurées, il faut aussi les rendre efficaces et rentables. Dans le cas de la réduction de la dette souveraine, il est capital de prendre des dispositions pour garantir une bonne gouvernance et promouvoir l'investissement dans les systèmes de santé et d'éducation. Il est possible que, parfois, réduire la dette soit une condition nécessaire à la résolution d'une crise, mais cela n'est certainement pas suffisant pour assurer la prospérité future.

Les enseignements tirés des expériences antérieures sont suffisamment nombreux pour que l'on puisse risquer d'autres suggestions au sujet de la restructuration bancaire. Parmi celles-ci, la plus importante peut-être est qu'il faudrait toujours tenter d'abord les solutions du secteur privé. Même des banques techniquement insolvables peuvent présenter des valeurs intrinsèques intéressantes pour les repreneurs et, parfois, des injections de capitaux, même modestes, peuvent faire une grosse différence. Cependant, les fusions et acquisitions doivent être justifiées par des considérations financières, la taille en soi n'étant pas une garantie de survie. En outre, les banques étrangères devraient être associées à ce processus, car elles apportent leur compétence et leur technologie en même temps que des ressources. De surcroît, un consensus semble se dessiner sur l'idée que l'action du secteur public devrait être déclenchée en fonction de critères clairs pour éviter toute dérive et être guidée par certains principes. L'État devrait intervenir de manière opportune, en offrant une solution globale, non politique, transparente et, surtout, définitive.

Qu'il s'agisse de promouvoir la stabilité financière ou de gérer et résoudre les crises, la formulation de recommandations et l'établissement de normes de bonnes pratiques représentent la tâche la plus facile. L'application de politiques saines est beaucoup plus délicate, en raison de nombreux obstacles: forces

d'inertie; intérêts d'ordre politique ou oligopolistique; carences fréquentes dans les lois et l'exécution des jugements; formation (parfois aussi rémunération) insuffisante des fonctionnaires. Ces influences se font sentir dans tous les pays, mais surtout dans les économies émergentes. Face à ces obstacles, il importe de mettre en place des incitations poussant dans la bonne direction: discipline de marché, surveillance, soutien extérieur technique et financier et, par-dessus tout, prise de conscience que chacun y trouvera son compte. Les avantages procurés par un secteur financier efficient mais sûr valent très largement la somme des efforts qu'il faut peut-être s'imposer pour les obtenir.

Activités de la Banque

La récente série de crises financières, dont l'intensité et le pouvoir de contagion n'avaient pas été prévus, a conféré un nouvel élan aux travaux consacrés à la stabilité financière et aux moyens d'améliorer la gestion des risques, aux niveaux des institutions et des marchés. Les banques centrales ont été à la pointe des efforts et initiatives dans ce sens. La BRI, qui a notamment pour objet de favoriser la coopération entre banques centrales et possède donc une longue expérience dans ce domaine, a constitué un cadre particulièrement bien adapté pour fournir support analytique et soutien logistique aux discussions entre banques centrales et autres autorités de contrôle. La stabilité financière a été au cœur de nombre de ces entretiens. Toutefois, l'importance accrue donnée à ce thème n'a pas détourné l'attention des banques centrales de leur autre tâche essentielle, qui concerne la formulation et la mise en œuvre de la politique monétaire. Compte tenu des diverses interrelations entre stabilité financière et monétaire, ces questions sont restées prioritaires pour les réunions régulières et spéciales organisées et coordonnées par la BRI.

Au cours de la période sous revue, la Banque a aussi participé activement aux travaux de divers groupes chargés de promouvoir une activité financière saine. Cette participation a principalement consisté à assurer le secrétariat des ministres des Finances et gouverneurs (et suppléants) des banques centrales des pays du Groupe des Dix ainsi qu'à jouer un rôle très actif au sein du Forum sur la stabilité financière.

L'attrait de la BRI comme contrepartie des banques centrales dans leurs opérations financières a également été mis en évidence au cours du dernier exercice. La Banque a créé de nouveaux instruments financiers et appliqué une tarification concurrentielle pour répondre aux besoins de plus en plus sophistiqués de sa clientèle en matière de placements. Celle-ci a particulièrement apprécié la sécurité et la liquidité des dépôts auprès de la BRI à l'occasion du passage à l'an 2000. La Banque a aussi continué de jouer son rôle traditionnel d'Agent et de Mandataire pour diverses transactions.

Le présent chapitre passe en revue les principales activités de la Banque au cours de l'exercice écoulé. Les rapports mentionnés ci-après ainsi que les documents de travail et autres publications économiques sont disponibles sur le site Internet de la BRI (www.bis.org) ou, sur demande, en version papier.

1. Contributions directes de la BRI à la coopération monétaire et financière internationale

Comme à l'accoutumée, la Banque a contribué à la coopération entre banques centrales en organisant des réunions régulières entre gouverneurs et hauts

responsables de ces institutions et en assurant le secrétariat des divers comités qui travaillent sous l'égide des gouverneurs des banques centrales des pays du G 10. Les réunions ont été marquées par la participation croissante de banques centrales d'économies émergentes d'importance systémique. Il convient de noter le rôle majeur joué à cet égard par le Bureau de représentation de la BRI pour l'Asie et le Pacifique. L'Institut pour la stabilité financière (ISF), autre création récente, a favorisé la diffusion dans le monde des normes et des meilleures pratiques concourant à une activité financière saine.

Consultations régulières sur des questions monétaires et financières

Dans le contexte des réunions bimestrielles du Conseil d'administration de la BRI, les gouverneurs se répartissent en trois groupes: pays industriels du G 10; groupe élargi aux économies émergentes d'importance systémique; ensemble encore plus vaste de toutes les banques centrales actionnaires de la BRI.

Les *réunions des gouverneurs de banques centrales des principaux pays industriels et marchés émergents* sont essentiellement consacrées à des échanges de vues et d'informations sur la situation de l'économie et des marchés financiers dans le monde ainsi qu'à l'identification des vulnérabilités à moyen terme. Durant la période sous revue, les gouverneurs ont noté avec satisfaction la confirmation d'une croissance plus dynamique et mieux équilibrée, dans un contexte de prix généralement maîtrisés. Toutefois, ils ont aussi exprimé des préoccupations devant l'apparition de profonds déséquilibres intérieurs et extérieurs et examiné les mesures qu'il conviendrait d'adopter en cas de variation brutale des relations de change entre les principales monnaies et/ou de forte correction des prix de certains actifs.

La conjoncture économique et financière tient toujours une place prééminente dans l'ordre du jour des *réunions des gouverneurs des pays du G 10*. Celles-ci ont été consacrées, en outre, à des rapports préparés par les divers comités permanents (voir ci-après); plusieurs de ces documents ont ainsi été approuvés en vue de leur publication. Les discussions ont aussi porté sur les sujets qui suscitent actuellement l'intérêt des banques centrales, notamment la proposition de révision de l'accord de Bâle sur les fonds propres de 1988, les questions concernant la liquidité lors du passage à l'an 2000, de même que la gestion et la prévention des crises financières.

Au cours de l'exercice, les *réunions des gouverneurs de toutes les banques centrales actionnaires de la BRI* ont porté sur l'ensemble des sujets qui retiennent actuellement l'attention des autorités monétaires. Comme il est envisagé d'attribuer un rôle aux notations des agences spécialisées dans les nouvelles réglementations concernant les fonds propres, les gouverneurs ont étudié les conséquences éventuelles d'une telle décision pour le fonctionnement de ces organismes. Parmi les autres questions relatives à la stabilité financière figuraient le risque de perturbations lié aux fonds spéculatifs ainsi que la conception et la gestion des filets de sécurité. Par ailleurs, ce groupe plus vaste a examiné la conduite de la politique monétaire en régime de flottement contrôlé, le renforcement des systèmes financiers asiatiques, l'impact de l'euro sur les marchés des capitaux et les choix de portefeuille, de même que l'importance que prennent l'indépendance, la responsabilité et la

transparence des banques centrales pour la qualité de leur processus de décision.

Parmi les autres réunions organisées régulièrement par la Banque l'an dernier, il faut citer celles du Comité sur l'or et les changes des banques centrales du G 10. Le thème de la première année de l'euro a souvent fait l'objet de débats. Par ailleurs, les économistes des banques centrales des principaux pays industriels se sont retrouvés à la fin de 1999 pour discuter de l'expansion des marchés internationaux et de ses conséquences pour la stabilité monétaire et financière. Une rencontre semblable, tenue au début de l'an 2000 avec les banques centrales des marchés émergents, a été consacrée à la situation de l'économie mondiale.

La Banque a continué de collecter, analyser et diffuser des informations sur les activités et les méthodes des banques centrales. Ces travaux sont effectués sous l'égide du Central Bank Governance Steering Group, composé de gouverneurs de plusieurs économies industrielles et émergentes, et ont pour but de rassembler des éléments factuels de nature comparative afin d'aider les banques centrales à améliorer leur fonctionnement. L'an dernier, l'examen a porté sur la nature et le champ d'application des mandats des banques centrales ainsi que sur l'interconnexion entre autonomie, transparence et responsabilité.

La dimension mondiale de la fonction de coopération assurée par la Banque l'a amenée à mettre sur pied un nombre croissant de réunions regroupant le plus souvent des hauts responsables des banques centrales d'économies émergentes. Pendant la période sous revue, deux sessions de travail régionales se sont tenues hors de Bâle sur des questions de stratégie monétaire. La première, organisée conjointement avec le Banco Central de la República Argentina, était consacrée aux problèmes de politique monétaire en Amérique latine. La seconde, en Asie, a été préparée en collaboration avec la Banque de Corée. En outre, les sous-gouverneurs des banques centrales des grandes économies émergentes se sont rassemblés à Bâle pour analyser en profondeur la gestion de la dette et de la liquidité. Autre initiative importante, les sous-gouverneurs des banques centrales africaines ont tenu leur première séance, consacrée au développement du secteur financier sur le continent.

Rôle des comités permanents dans la promotion de la stabilité financière

Trois comités créés par les banques centrales du G 10 et se réunissant sous l'égide de la BRI ont notablement contribué, pendant le dernier quart de siècle, à la promotion de la stabilité financière. Chacun s'intéresse à un aspect particulier: solidité des établissements (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire), fonctionnement efficient des marchés (Comité sur le système financier mondial) et infrastructures essentielles (Comité sur les systèmes de paiement et de règlement).

Étant donné la complémentarité de leurs approches, ces comités ont été amenés à unir leurs efforts à plusieurs reprises ces dernières années, et plus récemment dans le cadre du Forum sur la stabilité financière. Par ailleurs, le Comité de Bâle et le CSPR, avec la BRI elle-même, ont participé aux consultations en vue de l'élaboration du *Code de bonnes pratiques en matière de transparence pour*

la politique financière et monétaire du FMI, y compris du document d'appui à ce code.

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire

L'an dernier, le CBCB a engagé plusieurs initiatives qui ont mené à la formulation de recommandations sur les questions essentielles du contrôle bancaire et mis en évidence le rôle de programmes prudentiels efficaces dans le système financier mondial. Les travaux liés à la révision de l'accord de Bâle sur les fonds propres de 1988 ont abouti, en juin 1999, à la publication d'un document soumis à consultation qui définit un nouveau dispositif. Cette tâche s'avère être la plus ambitieuse entreprise par le Comité et aussi celle qui mobilise le plus de ressources. Depuis sa mise en œuvre en 1988, l'accord a été adopté dans plus de 130 pays. Les propositions de modification visent à mieux faire correspondre les exigences réglementaires de fonds propres aux risques sous-jacents et à affiner le traitement des récentes innovations financières. La révision a également pour objet de prendre en compte les efforts accomplis pour améliorer la mesure et le contrôle des risques et d'inciter les institutions à poursuivre dans cette voie. Si l'accord s'adresse prioritairement aux grandes banques internationales, ses principes de base devraient pouvoir s'appliquer aux établissements de tous les pays, quel que soit leur degré de complexité et de sophistication.

Le cadre envisagé se fonde sur trois grands piliers complémentaires: normes minimales de fonds propres, pour développer et étendre l'approche standardisée définie dans l'accord de 1988; examen prudentiel de leur application et du processus d'évaluation interne des institutions; recours effectif à la discipline de marché, pour renforcer la communication financière et favoriser des pratiques bancaires saines et solides. En ce qui concerne le premier pilier, le Comité a proposé deux approches principales: une méthode standardisée révisée, sur les bases de l'accord actuel, et une méthode recourant aux systèmes internes d'évaluation du risque de crédit. Il estime que cette démarche constituera une étape importante sur la voie d'une meilleure adéquation entre les fonds propres et les risques sous-jacents.

La publication de ces propositions, parmi d'autres, en juin 1999, a ouvert un large débat interne et un vaste dialogue parmi les autorités de contrôle et la communauté financière. La période de consultation, qui s'est terminée le 31 mars 2000, a suscité plus de 200 commentaires écrits. Ces remarques seront très précieuses pour la poursuite des délibérations du Comité et la rédaction d'un ensemble de propositions détaillées.

Le Comité joue un rôle essentiel dans l'élaboration de normes mondiales pour la réglementation et le contrôle prudentiels. De nombreux pays ont déclaré leur intention d'appliquer les *Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace*, sur lesquels le FMI et la Banque mondiale se fondent aussi pour évaluer l'efficacité du contrôle bancaire dans les divers pays. Le Groupe de liaison du Comité sur les principes fondamentaux, auquel participent, outre les deux institutions de Washington, les autorités de contrôle de maints pays non membres du G 10, contribue largement à leur diffusion. En octobre 1999, le Comité a fait paraître une méthodologie relative aux principes fondamentaux, conçue pour

aider les autorités à évaluer le respect des principes en définissant, pour chacun d'eux, des critères essentiels et complémentaires.

Les autres documents à caractère consultatif ou directif récemment publiés par le Comité portent sur un large éventail de sujets: gouvernance des entreprises (septembre 1999), risque de crédit (juillet 1999), institutions à fort effet de levier (janvier 1999 et janvier 2000), comptabilisation des prêts (juillet 1999), transparence et communication financière (juillet 1999 et janvier 2000) et passage à l'an 2000 (septembre 1999 et mars 2000). Diffusés séparément après leur approbation, ces documents sont aussi intégrés dans le *Compendium* du Comité de Bâle, actualisé au début de chaque année, lorsqu'ils sont de caractère directif.

Ces dernières années, le Comité a largement développé ses liens avec les autorités de contrôle des pays non membres, en vue de renforcer les normes prudentielles sur tous les grands marchés. Avec l'intensification de ces contacts, les avis du Comité ont de plus en plus force de normes, que s'efforcent d'atteindre les autorités de contrôle des pays développés et des économies émergentes. En coopérant avec les autorités hors G10 et en diffusant des informations et des orientations spécifiques sur les questions bancaires importantes, le Comité a contribué à renforcer les systèmes financiers des économies émergentes. De surcroît, il joue un rôle actif dans la formation et l'assistance techniques, et ce, plus récemment, par l'intermédiaire de l'Institut pour la stabilité financière (voir ci-après). Il sert aussi de relais de communication, en mettant à jour et en distribuant régulièrement la «Liste de contacts des autorités de contrôle bancaire» ainsi qu'en parrainant et organisant tous les deux ans la Conférence internationale des autorités de contrôle bancaire (CIACB), instaurée par lui en 1979. La 11^e CIACB se tiendra à Bâle en septembre 2000, à l'invitation conjointe du Comité, de la Banque nationale suisse, de la Commission fédérale des banques de Suisse et de la BRI. Elle aura pour thèmes: i) la révision de l'accord sur les fonds propres et ii) le secteur financier au 21^e siècle. Le nombre de participants à la CIACB a doublé depuis sa création: 300 délégués originaires de 120 pays y sont attendus cette année.

Comité sur le système financier mondial

Au cours de la période sous revue, le CSFM a continué de suivre les marchés internationaux des capitaux, des questions spécifiques liées au fonctionnement du système financier mondial, notamment ses faiblesses, et les économies industrielles et émergentes d'importance systémique.

Les questions spécifiques suivantes ont été traitées par le Comité: déterminants de la liquidité des marchés des titres d'État; dynamique des marchés en période de tensions; transparence des informations fournies aux intervenants; amélioration des statistiques bancaires internationales de la BRI.

En mai 1999, le Comité a publié un rapport sur la liquidité qui présente le résultat de recherches et certaines conséquences à en tirer pour l'action des autorités. Cette publication a été suivie, en octobre 1999, d'un rapport qui formule des recommandations précises sur les moyens d'améliorer la profondeur et la liquidité des marchés des obligations d'État, en agissant dans cinq domaines: stratégies de gestion de la dette; fiscalité; transparence; règles et infrastructure

de négociation; développement des marchés des pensions, contrats à terme et options.

Le Comité a prêté une attention particulière à la dynamique des marchés en période de tensions. Une étude, publiée en octobre 1999, des événements survenus au second semestre de 1998 analyse les causes de la brusque augmentation des primes de risque et de liquidité et la rapidité avec laquelle les marchés se sont stabilisés. Ce rapport passe en revue les raisons qui ont entraîné l'évaporation de la liquidité dans divers compartiments et amplifié les mouvements des prix relatifs des actifs: évaluation inadéquate des risques de contrepartie, qui a permis une utilisation excessive de l'effet de levier par certaines institutions; mimétisme systématique des stratégies de financement, de négoce et de gestion du risque; défaut de prise en compte, par les systèmes de gestion des risques, des répercussions possibles de la liquidité sur la détermination des prix; perspective de court terme favorisée par les systèmes de rémunération; absence de données agrégées sur les positions.

Le Comité a également créé un groupe de travail chargé d'étudier le recours aux simulations de crise dans les grandes institutions financières et d'évaluer l'utilité d'une synthèse de leurs résultats pour les autorités et les intervenants. Le rapport du groupe résume les pratiques en la matière, en examine les limites et prend en compte les difficultés concrètes de l'agrégation des données. Pour poursuivre dans ce sens, le Comité a décidé de préparer une analyse des scénarios employés pour la gestion des risques. Deux autres études ont été mises en œuvre, au début de l'an 2000, sur l'effet potentiel de l'utilisation croissante de sûretés pour la dynamique des marchés et l'incidence des systèmes de courtage électronique.

L'an dernier, le Comité a poursuivi sa coopération avec le FMI dans l'élaboration de normes de communication financière pour les autorités nationales. Après la préparation, en 1998, d'un modèle commun de communication sur les réserves de change, la collaboration a porté sur un document plus détaillé contenant des lignes directrices pour la mise en œuvre de ce modèle dans le cadre de la Norme spéciale de diffusion des données du FMI. De plus, durant l'exercice, le Comité a débattu de questions relatives à la transparence des informations fournies par les intervenants privés. Un groupe de travail rassemblant des autorités internationales de réglementation étudie les moyens d'amener une large gamme d'institutions financières à mieux révéler leur profil de risque.

Enfin, dans le domaine des statistiques bancaires de la BRI, le Comité a envisagé des améliorations et proposé une refonte des données consolidées, pour mettre davantage l'accent sur la notion de risque ultime. Il est également prévu de renforcer la couverture des expositions sur dérivés et des engagements conditionnels.

Comité sur les systèmes de paiement et de règlement

Pendant la période sous revue, le CSPR a poursuivi son action visant à promouvoir des systèmes de paiement et de règlement solides, pour renforcer l'infrastructure des marchés et réduire le risque systémique. Dans cette optique, il a intensifié sa coopération avec d'autres instances internationales, notamment

l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), et associé à ses travaux un nombre croissant de banques centrales hors G 10.

En décembre 1999, le Groupe d'étude du CSPR sur les principes et pratiques des systèmes de paiement, qui réunit un nombre égal de banques centrales du G 10 et hors G 10 ainsi que la Banque mondiale, la BCE et le FMI, a publié, aux fins de consultation, les *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique*. Ce rapport sera rédigé sous sa forme définitive courant 2000, en tenant compte des commentaires reçus des parties concernées.

La création d'un nouveau Groupe d'étude conjoint CSPR/OICV, à la fin de 1999, a constitué un autre grand exemple de coopération. Ce groupe élaborera des recommandations pour les systèmes de règlement des opérations sur titres et définira les exigences minimales auxquelles ces systèmes devraient satisfaire pour réduire le plus possible le risque systémique à l'échelle nationale et internationale. Les recommandations porteront aussi sur les questions soulevées par les règlements transfrontières, en particulier les liens entre systèmes.

Le Groupe de travail conjoint CSPR/OICV sur les transferts temporaires de titres a publié, en juillet 1999, son rapport *Securities Lending Transactions: Market Development and Implications*. Celui-ci dresse une vue d'ensemble de la dynamique du marché, expliquant notamment les causes de ces transferts, et examine les questions juridiques, réglementaires, fiscales et comptables correspondantes. Il analyse aussi les risques encore présents dans ces opérations ainsi que les pratiques et procédures pouvant être adoptées pour gérer ces risques et les réduire.

Le Comité a continué de suivre et d'encourager la mise en œuvre, par le secteur privé, de dispositifs visant à réduire le risque de règlement dans les opérations de change; il a aussi incité les banques centrales du monde entier à adopter des stratégies visant à l'éliminer. En vue de les aider à formuler et appliquer ces stratégies, il a élaboré une «panoplie» de documents sur le sujet, qui a déjà été adressée aux autorités monétaires de plus de 50 pays. De surcroît, il a travaillé en étroite collaboration avec le Comité de Bâle pour mettre au point des lignes directrices à l'intention des autorités de contrôle.

Pour évaluer avec précision les défis posés par les innovations récentes et attendues, le Groupe de travail du CSPR sur les systèmes de paiement de faibles montants mène un examen de ces systèmes, des instruments qu'ils traitent et des questions qu'ils soulèvent pour les autorités. Dans un rapport publié en septembre 1999, il décrit et analyse les tendances actuelles et prévisibles dans l'utilisation de ces instruments. Un second rapport, à paraître au milieu de l'an 2000, étudiera les dispositifs de compensation et de règlement. Dans le domaine de la monnaie électronique, le Comité, par l'intermédiaire de son secrétariat à la BRI, reste attentif à l'évolution mondiale des produits sur cartes et réseaux.

Le Comité a continué de renforcer la coopération avec les banques centrales de pays hors G 10, en particulier celles des économies émergentes. Plusieurs institutions ou groupes régionaux préparent, avec l'appui du secrétariat du Comité, des documents décrivant les systèmes de paiement de leur pays ou zone. Le Comité a également apporté sa contribution aux ateliers et séminaires sur ces questions, mis sur pied par la BRI en collaboration avec les groupes régionaux.

À la suite de sa première réunion hors de Bâle en mai 1999, il a organisé à Hong-Kong un atelier auquel ont participé plus de 26 banques centrales et autorités monétaires de la région Asie-Pacifique et dont le compte rendu a été publié en décembre 1999.

Dans les autres domaines de coopération, le Comité, par l'intermédiaire de son secrétariat, a soutenu activement l'initiative de la Banque mondiale relative à la compensation et au règlement des paiements et des opérations sur titres dans l'hémisphère occidental et lui a apporté son expérience. Il a coopéré, en outre, avec le Groupe des experts informaticiens sur les questions de risque opérationnel et d'authentification électronique; il a participé au Groupe de travail du G 10 sur le renforcement du secteur financier.

Bureau de représentation pour l'Asie et le Pacifique

Depuis son ouverture en juillet 1998, le Bureau de représentation pour l'Asie et le Pacifique, établi dans la Région administrative à statut spécial de Hong-Kong, a effectué de nombreuses activités visant à renforcer l'échange d'informations et la coopération entre les banques centrales de la région ainsi qu'avec les instituts d'émission du monde entier. Ces activités consistent entre autres à: i) réunir les responsables des banques centrales, notamment de la région; ii) contribuer aux travaux de recherche et d'analyse financières et économiques de la Banque dans la zone Asie-Pacifique; iii) promouvoir les relations d'affaires de la BRI avec sa clientèle de banques centrales.

Pendant la période sous revue, le Bureau a apporté un soutien actif à plus d'une douzaine de rencontres dans la région. Les responsables de banques centrales ont examiné, en juin 1999, la gestion des risques dans le placement des réserves internationales. Une réunion spéciale de gouverneurs à Singapour, en janvier 2000, a permis de discuter de la situation financière mondiale et d'étudier la gestion de la dette et de la liquidité au niveau national. En mars, une assemblée d'auditeurs internes a procédé à une étude comparative des changements récents et de l'évolution en cours dans leur domaine.

Le Bureau a aussi mis sur pied des réunions dans la région pour contribuer aux travaux des comités établis à Bâle et a œuvré en étroite collaboration avec les groupes régionaux de banques centrales. En mai 1999, il a organisé, conjointement avec le CSPR, une réunion de ce comité et un atelier régional (voir ci-dessus). En septembre 1999, il a accueilli une assemblée régionale du Conseil conjoint an 2000, qui a passé en revue l'avancement des travaux de mise en conformité pour le changement d'année. Il a aussi aidé à la préparation d'un séminaire sur le risque de crédit regroupant des autorités des marchés financiers. Plusieurs sous-comités du Comité de Bâle ont également tenu séance à Hong-Kong l'an dernier. En outre, le Bureau a abrité, en novembre 1999, une réunion du groupe d'étude du Forum sur la stabilité financière consacrée à l'application des normes. En mars 2000, il a participé à un symposium de l'Executive Meeting of East Asian and Pacific Central Banks, auquel il a fourni un support analytique sur l'évolution des changes et des marchés connexes. Outre la rédaction de documents de travail pour ces réunions, les économistes du Bureau ont mené des recherches sur des sujets d'intérêt pour les banques, notamment de la région. De surcroît, le Bureau a contribué à l'étude du Forum

sur la stabilité financière concernant l'impact des institutions à fort effet de levier sur la dynamique des marchés.

Dans le domaine bancaire, la BRI a décidé d'établir, dans le Bureau de Hong-Kong, une salle des marchés afin de mieux servir les banques centrales de la région. Les opérations devraient y commencer à la fin de l'an 2000.

Institut pour la stabilité financière

L'ISF, initiative commune de la BRI et du Comité de Bâle, a pour mandat de contribuer à l'amélioration des systèmes financiers à travers le monde, en commençant par le renforcement du contrôle prudentiel. Depuis la mise en route de son programme au milieu de 1999, l'ISF s'est consacré au secteur des banques, principal vecteur de l'intermédiation financière dans de nombreuses parties du monde. Son champ d'action sera progressivement élargi à la surveillance en matière de titres et d'assurances.

Pour sa première année, l'ISF a proposé à de hauts responsables du contrôle des séminaires ciblés sur la gestion du risque, les technologies de l'information, le risque opérationnel, la fraude, le contrôle consolidé et la gouvernance des entreprises; il a également organisé des réunions spéciales sur l'adéquation des fonds propres et l'assurance des dépôts. En outre, il a tenu une série de séminaires et ateliers régionaux sur les problèmes et solutions communs en matière de contrôle. Ses programmes, s'appuyant sur les *Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace* et sur la méthodologie correspondante, mettent l'accent à la fois sur les concepts de base et sur les techniques de mise en œuvre. De plus, l'ISF a présenté, en utilisant des sources officielles et de marché, les derniers développements dans ce domaine et les questions clés touchant au contrôle bancaire, pour soutenir les initiatives visant à l'amélioration du contrôle et de la réglementation des activités financières.

Les programmes ont été conçus pour répondre aux besoins des contrôleurs bancaires, tels qu'ils ont été exprimés par 120 pays lors d'une enquête menée par l'ISF au printemps 1999. Depuis, l'ISF a organisé 19 événements avec la participation de 121 pays et une représentation équilibrée de toutes les régions du monde. Plusieurs de ces rencontres ont été préparées en commun avec des groupes régionaux d'autorités de contrôle bancaire. L'Institut a également présenté ses activités lors de conférences des banques régionales de développement et de réunions annuelles de ces groupes régionaux, afin de toucher une audience mondiale et de l'informer régulièrement.

L'ISF coordonne ses activités et collabore avec d'autres organisations offrant des programmes d'assistance aux responsables du contrôle financier. Il travaille ainsi en étroite coopération avec le Toronto International Leadership Centre for Financial Sector Supervision. Des séminaires communs sont prévus avec cet organisme de même qu'avec l'OICV et l'Association internationale des contrôleurs d'assurance.

L'ISF propose une gamme de séminaires et d'études techniques, afin de mieux connaître les besoins des pays visés. Les consultations du FMI au titre de l'article IV et les ateliers de l'ISF sur l'évaluation des avancées montrent clairement que maints problèmes prudentiels nécessitent un traitement plus détaillé. Des progrès notables ont été accomplis, mais beaucoup reste à faire pour mener à

bien, dans un grand nombre de pays, la difficile mise en œuvre de systèmes de contrôle efficaces.

2. Contributions de la BRI à la coopération internationale élargie

Groupe des Dix

Par sa participation à titre d'observateur et par la prestation de services de secrétariat, la BRI a contribué, comme par le passé, aux travaux des ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales du G 10, de leurs suppléants et des groupes de travail constitués sous leur égide. Pendant la période sous revue, le G 10 a concentré son attention sur les améliorations à apporter au fonctionnement des marchés obligataires des économies émergentes et sur les avantages qui pourraient découler d'une modification des conditions contractuelles. Ainsi, pour faire mieux comprendre les conséquences de l'utilisation de clauses de procédure collective dans les émissions souveraines, le G 10 a mené un dialogue avec le secteur privé. Les emprunteurs souverains du G 10 ont également envisagé la possibilité d'inclure de telles clauses dans leurs propres contrats d'émission.

L'une des évolutions qui ont le plus marqué le paysage financier dans de nombreux pays industriels, ces dernières années, a été l'accélération du processus de concentration. Durant la période sous revue, le G 10 a créé un groupe d'étude pour analyser les éléments moteurs de cette évolution et en évaluer les implications générales. Ce groupe est chargé d'examiner plusieurs aspects: processus de restructuration financière; ses causes; ses conséquences pour le risque financier, la conduite de la politique monétaire, la concurrence et les flux de crédit ainsi que pour les systèmes de paiement et de règlement. Le groupe devrait présenter son rapport aux ministres et aux gouverneurs d'ici la fin de l'an 2000.

Forum sur la stabilité financière

Le FSF a été créé en février 1999 par les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales du G 7, afin de promouvoir la stabilité financière internationale par l'intensification des échanges d'informations et de la coopération en matière de contrôle et de surveillance. Il regroupe les autorités nationales compétentes des grandes places mondiales, les institutions financières internationales, les organismes internationaux de contrôle et de réglementation ainsi que les groupes d'experts des banques centrales. Il est présidé, à titre personnel, par Andrew Crockett, Directeur Général de la BRI. Des informations détaillées sur le Forum, de même que les rapports qu'il a approuvés, sont disponibles sur son site Internet (www.fsforum.org). Ce site comporte également un répertoire de l'offre mondiale de formation dans le domaine du contrôle financier, projet conjoint du FMI, de la Banque mondiale et de la BRI.

Lors de sa réunion à Singapour les 25 et 26 mars 2000, le FSF a approuvé les recommandations de ses trois groupes de travail, créés en avril 1999, pour répondre aux préoccupations concernant les institutions à fort effet de levier (IFEL), les mouvements de capitaux et les places franches financières (PFF).

Le groupe de travail sur les IFEL a recommandé un ensemble de mesures destinées à traiter les répercussions, en termes de risque systémique et de

dynamique de marché, des activités de ces institutions (surtout les fonds spéculatifs). Ces mesures portent notamment sur le renforcement des pratiques de gestion des risques par les IFEL et leurs contreparties, l'amélioration de la surveillance réglementaire des entités qui leur fournissent les crédits et la communication d'informations plus étendues de la part des IFEL et de leurs contreparties. Le groupe a également envisagé une réglementation directe des IFEL, qui y échappent actuellement, mais n'a pas formulé, à ce stade, de recommandations dans ce sens. Le Forum a souligné qu'il reconsidérerait cette question si un examen, qui doit être mené d'ici 2001, révélait que la mise en œuvre des recommandations du rapport n'apporte pas de solution convenable aux préoccupations soulevées.

Le groupe de travail sur les mouvements de capitaux a recommandé que les autorités nationales mettent en place un cadre de gestion, pour suivre et évaluer les risques que des mouvements de capitaux amples et volatils peuvent faire courir à leur économie. Des travaux, encouragés par le FSF, sont en cours au sein du FMI et de la Banque mondiale, afin d'élaborer un ensemble de lignes directrices constituant des pratiques saines pour la gestion de la dette et de la liquidité par les États. Le groupe indique dans son rapport des mesures importantes grâce auxquelles les autorités nationales et les organismes internationaux pourraient sensiblement renforcer les procédures de gestion des risques dans les autres secteurs de l'économie, par exemple en remédiant aux lacunes statistiques, en améliorant la transparence et en abolissant les lois et réglementations qui favorisent indirectement les comportements imprudents.

Le groupe de travail sur les PFF a conclu qu'une meilleure application des normes internationales par ces centres, particulièrement en ce qui concerne la réglementation, le contrôle ainsi que la communication et le partage des informations, contribuerait à résoudre les préoccupations soulevées par certains centres. Dans ses recommandations, le groupe définit un processus permettant de juger s'ils se conforment aux normes internationales de contrôle, recense celles dont la mise en œuvre est prioritaire et doit être vérifiée et propose un éventail d'incitations à leur intention. Le Forum a souligné qu'il était urgent de doter ce cadre d'un caractère opérationnel. Le groupe de travail a également classé les PFF à partir d'une enquête menée auprès d'autorités de contrôle et de réglementation, afin de fixer les priorités pour le processus de vérification qu'il recommande.

Le Forum a examiné les meilleurs moyens de faciliter la mise en œuvre des normes internationales pour le renforcement des systèmes financiers, sur la base d'un rapport préparé par un groupe d'étude créé en septembre 1999. Il a approuvé un ensemble de 12 normes particulièrement importantes pour la solidité des systèmes financiers, que les pays devraient s'efforcer d'appliquer en priorité, compte tenu de leur situation. Cet ensemble figurera en bonne place dans le Compendium de normes du Forum, disponible sur le site Internet du FSF, qui regroupe les critères internationalement reconnus comme nécessaires à des systèmes financiers sains.

Le FSF a aussi créé un groupe de travail chargé d'élaborer des lignes directrices internationales sur les dispositifs de garantie des dépôts et entrepris un examen des évolutions dans le secteur de l'assurance. Ses débats ont donné une impulsion aux travaux menés ailleurs, notamment à l'Instance conjointe

regroupant le Comité de Bâle, l'OICV et l'AICA, qui effectue une étude sur la cohérence entre les dispositifs de fonds propres appliqués aux banques, entreprises d'investissement et compagnies d'assurances.

Association internationale des contrôleurs d'assurance

La BRI abrite le Secrétariat de l'AICA depuis sa création en janvier 1998. Cet organisme, qui joue un rôle analogue à celui du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, mais dans le domaine de l'assurance, a pour objectif de contribuer à la stabilité financière mondiale en améliorant la surveillance de ce secteur grâce à des normes concrètes, une assistance mutuelle et des échanges d'informations entre ses membres sur leurs expériences respectives.

L'AICA a publié plusieurs principes, normes et lignes directrices pour la surveillance internationale des assurances: *Insurance Core Principles*, *Insurance Concordat*, *Principles for the Conduct of Insurance Business*, *Guidance on Insurance Regulation and Supervision for Emerging Market Economies*, *Memorandum of Understanding* (un contrat-type) et *Supervisory Standards on Licensing, On-Site Inspections, Derivatives and Asset Management*. En collaboration avec le Comité de Bâle et l'OICV dans le cadre de l'Instance conjointe, l'AICA a aussi élaboré des principes pour le contrôle des conglomérats financiers et participe activement, en outre, au Forum sur la stabilité financière.

L'AICA formule également des normes dans les domaines suivants: exigences de solvabilité (adéquation des fonds propres); comptabilité; réassurance; risques de marché; commerce électronique; transparence; surveillance coordonnée des groupes internationaux d'assurance; prévention de la criminalité financière et des infractions à la réglementation.

L'AICA a mis au point plusieurs programmes de formation ainsi qu'une documentation didactique remise aux contrôleurs d'assurance, pour aider ses membres à appliquer ses normes prudentielles. En 1999, elle a organisé des séminaires thématiques: Asie (Singapour, février), Amérique latine (Argentine, avril), Europe centrale et orientale (Pologne, mai), Afrique (Afrique du Sud, juillet), économies émergentes (Tokyo, septembre) et places franches (Aruba, novembre).

Conseil conjoint an 2000

Créé en avril 1998 par le Comité de Bâle, le CSPR, l'OICV et l'AICA, le Conseil conjoint a pris de nouvelles initiatives, l'an dernier, pour veiller à la coordination des efforts de mise en conformité en vue du passage à l'an 2000, au sein de la communauté des contrôleurs ainsi qu'entre organisations de marché publiques et privées. Au début de 1999, de nets progrès étaient perceptibles dans la préparation de l'infrastructure financière mondiale. Néanmoins, certains risques pour la stabilité des marchés étaient encore jugés importants: incertitudes sur l'état de préparation des entreprises et des marchés; éventualité de défaillance des services collectifs (eau, électricité et télécommunications); possibilités de surréaction du grand public. En conséquence, le Conseil a recentré peu à peu son attention sur les procédures d'atténuation des risques, la communication avec le public et la gestion de la transition.

Le Conseil a intensifié ses communications avec la communauté mondiale des autorités de contrôle en publiant divers documents de politique générale, son

bulletin régulier et des notes d'assistance-conseil ainsi qu'en organisant des réunions. Une deuxième table ronde, tenue en juillet 1999, a permis à des officiels de rang élevé et à des dirigeants du secteur privé d'examiner les stratégies visant à réduire le plus possible les incertitudes et les perturbations sur les marchés pendant le passage à l'an 2000.

Afin d'aider les autorités de marché à se préparer à la période de transition et à cerner les attentes et les stratégies du secteur privé, le Conseil a mis au point une méthode de suivi permettant aux organisations qui le parrainent et aux banques centrales des principaux centres financiers de mieux identifier les éléments critiques et les évolutions.

Conscient qu'une communication internationale efficiente entre autorités de marché jouerait un rôle vital dans le passage sans heurts à l'an 2000, le Conseil a créé, au second semestre 1999, une infrastructure d'échange d'informations (Market Authorities Communication Services – MACS) pour répondre aux besoins des autorités de réglementation. Cette structure a fourni les services suivants: liste de contacts des contrôleurs des principaux marchés; collecte et diffusion d'informations sur le statut opérationnel des éléments clés de ces marchés; organisation de téléconférences. Gérée par le secrétariat du Conseil conjoint à la BRI, elle a facilité, grâce à son site Internet spécifique et à ses installations techniques, les communications entre autorités des marchés du monde entier pendant la période critique. Dans l'ensemble, le Conseil conjoint a favorisé la préparation de ces autorités et leur a fourni un soutien efficace pendant le changement d'année.

3. Autres formes de coopération avec les banques centrales

Coopération avec les groupes régionaux de banques centrales

Les travaux de la BRI et des comités qu'elle abrite ont reflété à la fois l'accélération de la mondialisation et l'intensification de la coopération régionale entre banques centrales dans diverses parties du monde. Pour renforcer l'interaction entre les banques centrales confrontées à des défis économiques, financiers et politiques analogues, la BRI et les comités établis à Bâle ont encore approfondi leurs contacts avec plusieurs groupes régionaux pendant la période sous revue: AMF (Arab Monetary Fund), CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos), EMEAP (Executive Meeting of East Asian and Pacific Central Banks), GCC (Gulf Cooperation Council), SAARC (South Asian Association for Regional Cooperation), SADC (Southern African Development Community) et SEACEN (South-East Asian Central Banks).

Comme les années précédentes, les représentants de la BRI ont été invités à prendre la parole au cours de réunions régionales de gouverneurs et à participer à des ateliers et séminaires de groupes régionaux sur des sujets spécifiques relatifs à la stabilité monétaire et financière. Ces groupes ont aussi aidé la BRI et les comités à diffuser les normes et meilleures pratiques auprès de leurs banques centrales membres, en multipliant les séances conjointes avec les comités établis à Bâle. Enfin, comme on l'a vu, plusieurs réunions parrainées par la BRI ont été organisées dans certaines régions; elles ont

rassemblé les responsables de ces comités et leurs homologues de diverses parties du monde.

En ce qui concerne les besoins de formation des banques centrales dans les pays en transition, la BRI a continué de contribuer activement au fonctionnement de l'Institut multilatéral de Vienne (parrainé par la BERD, la BIRD, la BRI, le FMI, l'OCDE et l'OMC). En étroite collaboration avec l'ISF et divers comités, la BRI a également organisé plusieurs séminaires pour les banques centrales et autres autorités de marché.

Groupe d'experts sur les questions relatives à la banque de données monétaires et économiques

Le nombre de participants à la banque de données de la BRI, gérée par le Groupe d'experts sur les questions relatives à la banque de données monétaires et économiques, s'est accru l'an dernier et compte à présent 23 institutions. Il s'agit des banques centrales des pays du G 10 et de l'UE, y compris la BCE, plus les instituts d'émission d'Australie, de Norvège et de Nouvelle-Zélande. Tout en poursuivant ses efforts pour augmenter la quantité de données macroéconomiques et financières enregistrées et tenues à jour, le groupe s'est attaché, en 1999, aux défis et opportunités du passage à l'an 2000. En outre, à l'instigation d'un comité de coordination composé d'experts en informatique et en activités opérationnelles des banques centrales, un système moderne fondé sur les technologies Internet et offrant un haut niveau de sécurité (Central Bank Information Services – CBIS) a été mis en place pour l'échange de données électroniques avec la BRI. Enfin, en coopération avec les banques centrales et d'autres institutions internationales, le groupe a créé un nouveau modèle de message destiné aux banques centrales pour leurs échanges internationaux de données statistiques (GEMES/CB). Ces innovations permettront d'abandonner les liaisons avec l'ordinateur central de la BRI pour ces échanges, de mettre en place de meilleures facilités de communication pour la transmission de données de masse et d'instaurer une interactivité. Elles devraient aussi ouvrir l'accès à la banque de données des banques centrales des principales économies émergentes.

Groupe des experts informaticiens

Les travaux du groupe se sont concentrés sur les efforts accomplis par les services informatiques des banques centrales pour se préparer au passage à l'an 2000, en prenant en compte les questions techniques et organisationnelles soulevées dans le cadre de l'assistance aux systèmes, surtout en cas d'incident. Le changement d'année s'est déroulé sans heurts et certains enseignements retirés, par exemple dans le domaine des plans d'urgence, s'avéreront probablement très précieux.

Pendant la période sous revue, les experts informaticiens et leur groupe d'étude sur les questions de sécurité se sont employés à mettre au point de saines pratiques pour les banques centrales et à envisager les parades à la menace récurrente des virus informatiques. Ce groupe a aussi examiné les contre-mesures appropriées face aux risques résultant des codes nomades pernicieux et les problèmes de sécurité que peuvent présenter certains composants

logiciels d'usage courant. Il s'est particulièrement intéressé à l'efficacité des communications électroniques et, surtout, aux besoins des banques centrales pour l'échange d'informations dans le cadre d'arrangements extranet. Il s'est notamment penché sur les aspects suivants: expérience des banques centrales dans l'utilisation de plus en plus répandue des technologies Internet; intégration de ces technologies dans l'environnement préexistant; sécurisation des réseaux longue distance par maillage de réseaux privés virtuels grâce à la cryptographie à clé publique.

4. Fonctions d'Agent et de Mandataire (Trustee)

Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux

Durant l'exercice, la Banque a continué de remplir ses fonctions de Mandataire pour les obligations de consolidation 1990–2010 des Emprunts Dawes et Young (pour des informations détaillées, voir le 63^e Rapport annuel de juin 1993). La Deutsche Bundesbank, en tant qu'agent payeur, a notifié à la Banque qu'en 1999 elle avait versé approximativement DM 7,2 millions à titre de remboursement du principal et DM 7,1 millions en paiements d'intérêts. Les valeurs d'encaissement et autres détails ont été publiés par la Bundesschuldenverwaltung (BSV – Administration fédérale allemande de la dette publique) dans le *Bundesanzeiger* (Journal officiel).

S'agissant de l'application de la clause de garantie de change pour l'Emprunt Young par la BSV, la Banque a maintenu ses réserves (précisées dans le 50^e Rapport annuel de juin 1980), qui s'étendent également aux obligations de consolidation 1990–2010. Par ailleurs, la Banque a attiré l'attention sur le fait que l'introduction de l'euro ne modifie en rien ces réserves.

Agent détenteur de sûretés

En vertu de plusieurs contrats, la BRI agit en qualité d'Agent détenteur de sûretés, se chargeant de leur garde et de leur placement pour le compte des porteurs de certaines obligations souveraines en devises émises dans le cadre d'accords de restructuration de la dette extérieure. Les Contrats de nantissement en cours concernent notamment les obligations du Brésil (64^e Rapport annuel de juin 1994), du Pérou (67^e Rapport annuel de juin 1997) et de la Côte-d'Ivoire (68^e Rapport annuel de juin 1998).

5. Assistance financière aux banques centrales

Dans le cadre d'un programme de soutien financier international mis sur pied en faveur du Brésil fin 1998, la Banque a assuré la coordination d'une facilité de crédit d'un montant maximal de \$13,28 milliards destinée au Banco Central do Brasil. Les fonds mis à disposition par la BRI à ce titre ont été octroyés en majeure partie avec la garantie de 19 banques centrales participantes. Une facilité parallèle pouvant atteindre \$1,25 milliard a également été accordée par les autorités monétaires japonaises. Des tirages sur ces deux arrangements ont été effectués en liaison avec des acquisitions brésiliennes dans le cadre d'une facilité de réserve supplémentaire du FMI.

Un premier tirage de \$4,15 milliards a été effectué, le 18 décembre 1998, sur la facilité BRI; il a été partiellement renouvelé le 18 juin 1999, pour un montant de \$2,9 milliards remboursé en totalité le 20 décembre 1999. Un second tirage, de \$4,5 milliards, est intervenu le 9 avril 1999; il a été partiellement renouvelé le 12 octobre 1999, pour un montant de \$3,15 milliards remboursé en totalité le 12 avril 2000. Des montants proportionnels ont été mis à disposition dans chaque cas au titre de la facilité japonaise. Ces deux facilités sont désormais closes.

Dans le cadre de son activité professionnelle normale, la BRI a également octroyé diverses avances à court terme garanties et non garanties à des banques centrales au cours de l'année.

6. Opérations du Département bancaire

Au 31 mars 2000, le bilan s'établissait à 74 836 millions de francs or, ce qui constitue un record pour une fin d'exercice et représente une augmentation de 13% par rapport au montant de 66 237 millions enregistré douze mois auparavant. La légère appréciation globale du dollar EU entre le début et la fin de l'exercice a eu une faible incidence négative (environ 180 millions de francs or) sur le total du bilan.

Le bilan s'est régulièrement accru l'automne dernier, notamment sous l'effet des préoccupations de la clientèle au sujet de la liquidité des marchés financiers à l'approche de l'an 2000; il a atteint un maximum de 87 049 millions de francs or, fin décembre 1999 (chiffre à peine inférieur au record absolu de 89 466 millions enregistré un an auparavant). À mesure que ces préoccupations se sont atténuées, la tendance s'est en grande partie inversée au premier trimestre 2000.

Passif

Au cours de l'exercice écoulé, la BRI a pris des mesures visant à améliorer encore la qualité des services financiers offerts exclusivement aux banques centrales et institutions internationales. La tarification a été rendue sensiblement plus concurrentielle dans certains domaines et un nouveau produit de placement collectif a été proposé à la clientèle. Les souscriptions de Medium-Term Instruments (MTI) en dollars EU ont continué d'augmenter, encourageant la BRI à émettre également des MTI en livres sterling et en euros.

Au 31 mars 2000, les fonds empruntés en or et en monnaies (à l'exclusion des opérations de pension) s'élevaient à 68 724 millions de francs or, contre 60 898 millions à la fin de l'exercice précédent. Les dépôts en or se sont contractés de 373 millions de francs or, à 2 820 millions, représentant 4,1% du total des ressources empruntées, contre 5,2% un an auparavant. En revanche, les dépôts en monnaies ont nettement progressé, de 8 198 millions de francs or. Leur niveau peut varier de façon importante au cours d'un exercice en raison du rôle de refuge joué par la Banque dans des conditions de marché incertaines et dans la mesure où les banques centrales recourent activement à la BRI pour gérer leurs liquidités. Néanmoins, le volume journalier moyen des monnaies empruntées a été supérieur de 3,3% à celui de l'exercice précédent, sous l'effet notamment

de l'expansion globale des réserves de change mondiales ainsi que de la commercialisation plus active, par la BRI, d'une gamme élargie d'instruments financiers.

Les fonds reçus en dollars EU ont progressé de 5 milliards de francs or (13,1%) par comparaison avec la fin de l'exercice 1998/99, ce qui explique l'essentiel de l'accroissement de 8,2 milliards de francs or des monnaies empruntées. Au 31 mars 2000, le dollar EU représentait 65,3% du total des fonds empruntés en monnaies, proportion presque inchangée par rapport à l'exercice précédent (65,9%). Dans le même temps, la part de l'euro a légèrement fléchi, revenant de 20,2% à 19,4%.

Les dépôts des banques centrales ont augmenté, de 54 016 millions à 60 667 millions de francs or, ce qui représente 92,1% du total des fonds empruntés en monnaies à fin mars 2000, contre 93,6% l'exercice précédent. Les apports des autres déposants (essentiellement des institutions internationales) se sont élevés à 5 236 millions de francs or, contre 3 690 millions au 31 mars 1999.

Actif

La BRI conduit ses opérations d'une manière particulièrement prudente pour assurer la sécurité des dépôts qui lui sont confiés; les risques de crédit, de transformation et de change sont rigoureusement suivis. L'un des principaux objectifs de la Banque dans le placement de ses actifs est de préserver un degré élevé de liquidité, afin de répondre efficacement aux besoins imprévus de sa clientèle.

Les placements en monnaies se sont élevés à 71 127 millions de francs or au 31 mars 2000, contre 62 189 millions un an auparavant. Ces avoirs représentent des dépôts auprès d'institutions bénéficiant d'une excellente réputation sur le plan mondial ainsi que des titres à court terme négociables, bons du Trésor notamment. La Banque octroie également des avances à des banques centrales; fin mars 2000, leur encours total s'établissait à 1 941 millions de francs or, correspondant essentiellement à des décaissements dans le cadre de la facilité de crédit multilatérale coordonnée par la BRI en faveur du Banco Central do Brasil et garantie par les banques centrales participantes (partie 5 ci-avant).

Les avoirs en or de la Banque ont fléchi, au cours de l'exercice, de 3 879 millions de francs or à 3 506 millions, sous l'effet de la contraction des dépôts reçus.

Hormis l'encaisse de 192 tonnes d'or, les fonds propres de la Banque sont détenus en grande partie sous forme de titres liquides émis ou garantis par les gouvernements des principaux pays industriels ainsi que par des organismes supranationaux de premier rang.

La Banque utilise également certains produits dérivés, essentiellement à des fins de meilleure gestion de ses fonds propres et de couverture de risques sur ses fonds empruntés (note 8a afférente au bilan).

7. Bénéfice net et répartition

Les comptes du 70^e exercice clos le 31 mars 2000 font ressortir un excédent net de 307 824 257 francs or, contre 303 618 800 francs or pour l'exercice précédent.

Bien que les fonds propres de la Banque se soient renforcés, le produit de leur placement a légèrement fléchi, parce que les rendements d'intérêts, pourtant en progression, ont été en moyenne inférieurs à leur niveau de l'exercice précédent. Le revenu sous-jacent des opérations sur fonds empruntés s'inscrit également en faible repli, par suite du rétrécissement des marges sur l'intermédiation des dépôts, qui a largement contrebalancé l'augmentation des revenus résultant de l'accroissement moyen du bilan. Ces diminutions ont été compensées par des gains comptables substantiels, réalisés alors que certaines banques centrales intensifiaient leur activité de négociation sur leur portefeuille d'instruments BRI dans un environnement de hausse des taux d'intérêt. Toutefois, cette hausse des taux a aussi engendré des pertes en capital matérialisées sur les portefeuilles de placement de la Banque et une moindre contribution de la négociation de titres. Enfin, le Conseil d'administration a encore réduit le montant transféré à la provision pour risques bancaires et autres éventualités par prélèvement sur les bénéfiques.

Le résultat du présent exercice est indiqué après déduction de 68 731 981 francs or au titre des frais d'administration, montant en progression de 3% sur l'exercice précédent. Cette progression s'explique essentiellement par le renforcement de la dotation aux amortissements, dû à l'augmentation des investissements de la Banque en équipements informatiques et autres, en particulier pour son nouveau bâtiment à Bâle. Les frais d'administration avant amortissements se sont accrus de 10% en termes de francs suisses, monnaie dans laquelle est opéré le règlement de la plupart des dépenses de la Banque, par suite de l'expansion de ses activités. La dépréciation du franc suisse a limité à 1% la hausse des frais d'administration avant amortissements.

En application de l'article 51 des Statuts, le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale de répartir le bénéfice net de 307 824 257 francs or de la manière suivante:

- i) affectation d'un montant de 54 658 243 francs or au paiement d'un dividende de 340 francs suisses par action (le dividende dû au titre des 12 000 nouvelles actions émises au cours de la seconde moitié de l'exercice 1999/2000 étant réglé au prorata en fonction de la date de souscription);
- ii) transfert d'un montant de 50 633 203 francs or au Fonds de réserve générale;
- iii) transfert d'un montant de 3 000 000 de francs or au Fonds spécial de réserve de dividendes;
- iv) transfert d'un montant de 199 532 811 francs or, représentant le solde du bénéfice net disponible, au Fonds de réserve libre que le Conseil peut utiliser pour tout objet conforme aux dispositions des Statuts.

Le Conseil d'administration a proposé que le dividende mentionné ci-dessus soit payé le 1^{er} juillet 2000 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 20 juin 2000.

Les comptes de la Banque ont été dûment vérifiés par les services de PricewaterhouseCoopers AG, qui ont confirmé que le bilan et le compte de profits et pertes, y compris les notes afférentes, donnent une présentation sincère et régulière de la situation financière de la Banque au 31 mars 2000 ainsi

que des résultats de ses opérations pour l'exercice clos à cette date. Leur rapport figure immédiatement après les comptes.

8. Augmentation du nombre des banques centrales actionnaires

En vue de renforcer encore la coopération entre banques centrales, le Conseil d'administration a décidé, le 8 novembre 1999, d'inviter le Banco Central de la República Argentina, la Banque centrale européenne, la Bank Indonesia, la Bank Negara Malaysia et la Bank of Thailand à devenir membres de la BRI et à souscrire, pour chaque établissement, 3 000 actions de la troisième tranche du capital de la Banque. Au terme de l'exercice, qui marquait la fin de la période de souscription, toutes ces institutions, à l'exception de la Bank Indonesia, avaient accepté l'offre du Conseil et étaient ainsi devenues membres de la BRI.

La décision du Conseil concernant la sixième émission de la troisième tranche du capital de la Banque a été prise en conformité avec les dispositions des articles 6 et 8(3) des Statuts. Les banques centrales fondatrices représentées au Conseil ont renoncé à leur droit de souscrire, par quotités égales, 55 % au minimum de toute nouvelle émission (soit 8 250 des 15 000 actions émises). Il a été décidé de mettre ces 8 250 actions à la disposition des nouvelles banques centrales actionnaires.

Lors de sa séance de novembre, le Conseil a fixé le prix d'émission jusqu'à la fin de la période de souscription à 5 020 francs or par action, soit 1 475,317 grammes d'or fin. Les actions de la Banque étant libérées à hauteur de 25 %, soit 625 francs or par action, le prix d'émission de 5 020 francs or incluait une prime de 4 395 francs or par action. Il a été laissé aux banques centrales souscrivant des actions le choix de régler le prix d'émission en or ou par paiement, dans une monnaie convertible acceptable par la BRI, de la somme requise pour l'achat du même poids d'or sur le marché à la date de valeur du paiement.

Par suite de la souscription de 12 000 nouvelles actions de la troisième tranche du capital de la Banque avant la clôture de l'exercice, le nombre d'actions émises de la Banque est passé de 517 165 à 529 165 et le montant du capital libéré apparaissant au bilan au 31 mars 2000 a augmenté de 7,5 millions de francs or, pour s'inscrire à 330,7 millions. La prime globale reçue des banques centrales ayant souscrit des actions s'est élevée à 52,7 millions de francs or, dont 750 000 francs or ont été affectés au Fonds de réserve légale et 51 990 000 francs or au Fonds de réserve générale.

9. Modification des Statuts de la Banque

En liaison avec des évolutions récentes concernant les membres de la Banque, son administration et ses immunités, une Assemblée générale extraordinaire s'est tenue le 8 novembre 1999 en vue d'amender les articles 31, 55 et 56 des Statuts. Les changements apportés à l'article 31 entraînent une réduction du nombre minimum de séances du Conseil d'administration à tenir chaque année et permettent expressément que des décisions du Conseil soient prises par voie de téléconférence ou par correspondance. Les modifications de l'article 55 visent à redéfinir les immunités de juridiction et d'exécution de la Banque en fonction

des pratiques généralement suivies en droit international. Enfin, les définitions figurant à l'article 56 ont été adaptées, afin de pouvoir accorder le statut de membre de la BRI à des systèmes transfrontières de banques centrales.

10. Modifications dans la composition du Conseil d'administration

Guy Quaden, Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, a nommé Alfons Verplaetse membre du Conseil d'avril 1999 à février 2000, c'est-à-dire pour la durée restant à courir du mandat de Philippe Wilmès, qui avait décidé antérieurement de renoncer à son siège d'administrateur. En février 2000, M. Quaden a reconduit M. Verplaetse dans ses fonctions pour une nouvelle période de trois ans se terminant le 28 février 2003.

Eddie George, Gouverneur de la Banque d'Angleterre, a prolongé le mandat d'administrateur de Lord Kingsdown pour une nouvelle période de trois ans prenant fin le 6 mai 2002. Sur proposition d'Urban Bäckström, Président du Conseil d'administration, Lord Kingsdown a également été réélu Vice-Président du Conseil jusqu'au 6 mai 2002.

Le 1^{er} septembre 1999, Ernst Welteke a succédé à Hans Tietmeyer comme Président de la Deutsche Bundesbank, devenant ainsi administrateur d'office. Pour remplacer Helmut Schlesinger, qui avait démissionné de son poste de membre du Conseil à la fin d'août 1999, M. Welteke a nommé M. Tietmeyer pour la durée restant à courir du mandat de M. Schlesinger, soit jusqu'à fin décembre 1999. En janvier 2000, M. Tietmeyer a été reconduit dans ses fonctions pour une nouvelle période de trois ans se terminant le 31 décembre 2002.

Antonio Fazio a prolongé le mandat de membre du Conseil de Vincenzo Desario pour une nouvelle période de trois ans prenant fin le 7 novembre 2002.

Deux changements sont intervenus parmi les suppléants des administrateurs d'office. En septembre 1999, Alan Greenspan, Président du Conseil des Gouverneurs du Système de Réserve fédérale, a nommé Edward W. Kelley en remplacement d'Alice M. Rivlin. En novembre 1999, Roger W. Ferguson a succédé à M. Kelley.

La Banque a été peinée d'apprendre le décès de Bernard Clappier, survenu le 25 septembre 1999 à l'âge de 85 ans. M. Clappier, en qualité de Gouverneur de la Banque de France, avait occupé le poste d'administrateur d'office de 1974 à 1979 puis de Vice-Président du Conseil de 1983 à 1985 et de 1989 à 1991.

C'est avec un profond regret que la Banque a pris note du décès de deux anciens membres de sa Haute Direction. Hans Heinrich Mandel, décédé le 31 janvier 2000 à l'âge de 92 ans, avait été Chef du Département bancaire de 1962 à 1972. Frédéric-Édouard Klein, Conseiller juridique de 1974 jusqu'à son départ en retraite en 1986, est décédé le 28 avril 2000, à l'âge de 78 ans.

Bilan et compte de profits et pertes

au 31 mars 2000

Bilan au 31 mars 2000

(en francs or – voir note 2a afférente aux comptes)

1999	Actif	2000
	Or	
2 801 471 476	Détenu en barres	2 265 425 772
1 077 182 612	Dépôts à terme et avances	1 240 342 623
3 878 654 088		3 505 768 395
8 289 300	Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	11 382 465
7 314 049 359	Bons du Trésor	7 853 868 515
	Dépôts à terme et avances en monnaies	
21 413 790 799	À 3 mois au maximum	33 292 191 933
11 009 185 563	À plus de 3 mois	8 561 682 741
32 422 976 362		41 853 874 674
276 014 585	Titres acquis dans le cadre de pensions À 3 mois au maximum	1 268 088 300
	Titres du secteur public et autres titres à terme	
4 658 672 728	À 3 mois au maximum	4 295 857 750
17 509 173 124	À plus de 3 mois	15 844 081 595
22 167 845 852		20 139 939 345
124 693 036	Terrains, immeubles et équipement	120 715 280
44 554 468	Divers	82 028 737
66 237 077 050		74 835 665 711

Après
répartition du bénéfice
net de l'exercice

Avant
répartition du bénéfice
net de l'exercice

1999	Passif	2000	
323 228 125	Capital libéré	330 728 125	330 728 125
2 605 641 703	Réserves	2 658 381 703	2 911 547 717
265 360 020	Compte des différences d'évaluation	191 954 649	191 954 649
	Dépôts (or)		
2 775 616 571	À vue	2 240 270 927	2 240 270 927
233 632 571	À 3 mois au maximum	197 558 564	197 558 564
183 327 484	À plus de 3 mois	382 379 118	382 379 118
3 192 576 626		2 820 208 609	2 820 208 609
	Dépôts (monnaies)		
3 005 634 040	À vue	3 423 192 926	3 423 192 926
51 674 794 423	À 3 mois au maximum	55 284 677 726	55 284 677 726
3 025 353 687	À plus de 3 mois	7 195 784 903	7 195 784 903
57 705 782 150		65 903 655 555	65 903 655 555
	Titres cédés dans le cadre de pensions		
121 452 148	À 3 mois au maximum	103 048 449	103 048 449
1 965 670 119	Divers	2 519 864 364	2 519 864 364
	Compte de profits et pertes	307 824 257	
57 366 159	Dividende payable le 1 ^{er} juillet		54 658 243
66 237 077 050		74 835 665 711	74 835 665 711

Compte de profits et pertes

pour l'exercice clos le 31 mars 2000
(en francs or)

	1999	2000
Intérêts, escomptes et autres produits d'exploitation	4 050 134 509	4 222 389 680
Moins: charges d'intérêts et d'escomptes	3 679 753 312	3 845 833 442
Intérêts nets et autres produits d'exploitation	370 381 197	376 556 238
Moins: frais d'administration		
Conseil d'administration	1 330 121	1 177 264
Direction et personnel	40 819 397	40 619 621
Dépenses de bureau et dépenses diverses	18 596 527	19 363 373
Frais d'administration avant amortissements	60 746 045	61 160 258
Amortissements	6 016 352	7 571 723
	66 762 397	68 731 981
Bénéfice net de l'exercice	303 618 800	307 824 257
<p>Le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale ordinaire de répartir le bénéfice net de l'exercice clos le 31 mars 2000 comme suit, en application de l'article 51 des Statuts:</p>		
Dividende: 340 francs suisses par action sur 517 165 actions (1999: 320 francs suisses)	57 366 159	54 444 185
sur 12 000 actions nouvellement émises (au prorata à compter de la date de valeur de la souscription)	–	214 058
	57 366 159	54 658 243
	246 252 641	253 166 014
Transfert au Fonds de réserve générale	49 250 528	50 633 203
	197 002 113	202 532 811
Transfert au Fonds spécial de réserve de dividendes	3 000 000	3 000 000
	194 002 113	199 532 811
Transfert au Fonds de réserve libre	194 002 113	199 532 811
	–	–

Évolution du capital libéré et des réserves de la Banque

au cours de l'exercice clos le 31 mars 2000
(en francs or)

I. Capital libéré

	Nombre d'actions	Francs or
Actions de 2 500 francs or, libérées de 25%:		
Solde au 31 mars 1999 tel qu'il apparaît au bilan	517 165	323 228 125
Actions émises au cours de l'exercice 1999/2000	12 000	7 500 000
Solde au 31 mars 2000 tel qu'il apparaît au bilan	529 165	330 728 125

II. Évolution des fonds de réserve

	Fonds de réserve légale	Fonds de réserve générale	Fonds spécial de réserve de dividendes	Fonds de réserve libre	Total des fonds de réserve
Soldes au 31 mars 1999, après répartition du bénéfice net de l'exercice 1998/99	32 322 813	1 156 441 190	65 530 055	1 351 347 645	2 605 641 703
À ajouter: affectation de la prime reçue sur l'émission de 12 000 actions nouvelles	750 000	51 990 000	–	–	52 740 000
Soldes au 31 mars 2000 avant répartition du bénéfice net	33 072 813	1 208 431 190	65 530 055	1 351 347 645	2 658 381 703
À ajouter: affectation du bénéfice net au titre de l'exercice 1999/2000	–	50 633 203	3 000 000	199 532 811	253 166 014
Soldes au 31 mars 2000 tels qu'ils apparaissent au bilan	33 072 813	1 259 064 393	68 530 055	1 550 880 456	2 911 547 717

III. Capital libéré et fonds de réserve au 31 mars 2000 (après affectation) représentés par des:

	Capital libéré	Fonds de réserve	Total capital et réserves
Avoirs nets en			
Or	330 728 125	330 985 192	661 713 317
Monnaies	–	2 580 562 525	2 580 562 525
Soldes au 31 mars 2000 tels qu'ils apparaissent au bilan	330 728 125	2 911 547 717	3 242 275 842

Notes afférentes aux comptes

pour l'exercice clos le 31 mars 2000

1. Introduction

La Banque des Règlements Internationaux (BRI) est une institution financière internationale constituée en application des accords de La Haye du 20 janvier 1930. Le siège social de la Banque est situé à Bâle, Suisse. Comme le précise l'article 3 de ses Statuts, la Banque a pour objet de favoriser la coopération des banques centrales, de fournir des facilités additionnelles pour les opérations financières internationales et d'agir comme mandataire (trustee) ou comme agent en ce qui concerne les règlements financiers internationaux. Quarante-neuf banques centrales sont actuellement membres de la Banque et exercent les droits de représentation et de vote aux Assemblées générales en proportion du nombre d'actions de la BRI émises dans leur pays respectif. Le Conseil d'administration de la Banque est composé des gouverneurs des banques centrales d'Allemagne, de Belgique, du Canada, des États-Unis d'Amérique, de France, d'Italie, du Japon, des Pays-Bas, du Royaume-Uni, de Suède et de Suisse ainsi que d'administrateurs nommés de six de ces pays.

Les comptes de l'exercice 1999/2000 sont présentés sous une forme approuvée par le Conseil d'administration, conformément à l'article 49 des Statuts de la Banque.

2. Principales conventions comptables

a) *Unité de compte et conversion des positions en monnaies*

L'unité de compte de la Banque est le franc or, qui équivaut à \$EU 1,941 49... . L'article 4 des Statuts de la Banque définit le franc or (en abrégé FO) comme représentant 0,290 322 58... gramme d'or fin. Les éléments correspondant à des créances en or sont convertis en francs or sur la base de leur poids d'or fin. Les éléments libellés en dollars EU sont convertis en francs or sur la base d'un cours de \$EU 208 l'once d'or fin (ce cours a été établi par le Conseil d'administration de la Banque en 1979 et donne le facteur de conversion de FO 1 = \$EU 1,941 49...). Les éléments exprimés en autres monnaies sont convertis en dollars EU aux cours de change au comptant du marché à la date de clôture du bilan, les soldes en dollars EU obtenus étant ensuite convertis en francs or.

Les différences de change résultant de la conversion des actifs et passifs libellés en monnaies autres que le dollar EU sont portées au compte des différences d'évaluation.

Le solde net résultant des différences de change au titre de la conversion des contrats à terme et contrats d'échange est inclus à l'actif ou au passif sous divers.

b) *Base d'évaluation et détermination du bénéfice*

Sauf indication contraire, les comptes de la Banque sont établis sur la base des coûts d'origine et les produits et charges sont enregistrés selon le principe de la comptabilité d'exercice. Les profits et pertes sont déterminés sur une base mensuelle, convertis en dollars EU aux cours de change au comptant du marché à chaque fin de mois et transcrits en francs or comme précisé précédemment; les bénéfices mensuels ainsi calculés sont additionnés sur l'exercice.

Les profits et pertes résultant de la vente de titres de placement sont portés au compte d'égalisation des ventes de titres, inclus au passif sous divers. Les soldes créditeurs cumulés sur ce compte sont amortis au compte de profits et pertes sur une période correspondant à l'échéance moyenne résiduelle du portefeuille-titres de la Banque; un solde débiteur net en fin d'exercice serait immédiatement imputé au compte de profits et pertes.

c) *Or*

Les éléments d'actif et de passif en or sont indiqués sur la base de leur poids d'or fin.

d) *Bons du Trésor; titres du secteur public et autres titres à terme*

Les bons du Trésor et titres du secteur public et autres titres à terme sont indiqués à leur coût d'acquisition, augmenté éventuellement des intérêts courus et ajusté pour tenir compte de l'amortissement de la prime ou de l'escompte sur la durée de vie résiduelle; les produits d'intérêts et d'escomptes incluent cet amortissement.

e) *Dépôts à terme et avances en monnaies*

Les dépôts à terme et avances sont indiqués à leur valeur de principal, augmentée des intérêts courus.

f) *Titres acquis dans le cadre de pensions*

Les titres acquis dans le cadre de pensions sont indiqués au montant avancé à la contrepartie, augmenté des intérêts courus.

g) *Terrains, immeubles et équipement*

La Banque comptabilise ses dépenses en capital, enregistrées en francs suisses, pour ses terrains, immeubles et équipement ainsi que les amortissements pour les immeubles et équipement sur une base linéaire par rapport à leur durée d'utilisation prévue:

Terrains – aucun amortissement.

Immeubles – 50 ans.

Installations et machines des immeubles – 15 ans.

Équipement en technologies de l'information (TI) – 4 ans.

Autre équipement – 4 à 10 ans.

h) Compte des différences d'évaluation

Le compte des différences d'évaluation recense l'incidence des différences de change telles qu'elles sont décrites précédemment sous a); ces variations d'évaluation concernent essentiellement la partie des fonds propres de la Banque détenue en monnaies autres que le dollar EU.

i) Dépôts

Les dépôts sont des créances comptables sur la Banque et sont indiqués à leur valeur de principal, augmentée des intérêts courus. Certaines créances sont émises avec escompte par rapport à la valeur payable à l'échéance du dépôt; dans ce cas, le traitement comptable est analogue à celui qui s'applique aux titres à échéance fixe détenus par la Banque (voir ci-dessus, point d).

j) Titres cédés dans le cadre de pensions

Les titres cédés dans le cadre de pensions sont indiqués au montant reçu de la contrepartie, augmenté des intérêts courus.

k) Provision pour risques bancaires et autres éventualités

Chaque année, un montant prélevé sur le compte de profits et pertes est affecté par le Conseil d'administration à cette provision, qui est incluse au passif sous divers.

Notes afférentes au bilan

pour l'exercice clos le 31 mars 2000

1. Encaisse-or

Le tableau ci-après montre la composition de l'encaisse-or de la Banque.

Actif	1999	2000
Barres détenues auprès de banques centrales	2 801 471 476	2 265 425 772
Dépôts à terme en or		
À 3 mois au maximum	274 154 547	261 412 650
À plus de 3 mois	803 028 065	978 929 973
	<u>3 878 654 088</u>	<u>3 505 768 395</u>

Au 31 mars 2000, l'encaisse-or appartenant en propre à la Banque s'élève à FO 661,7 millions, équivalant à 192 tonnes d'or fin (1999: FO 662,0 millions; 192 tonnes).

2. Bons du Trésor

La valeur du portefeuille de la Banque est la suivante:

	1999	2000
Valeur comptable	<u>7 314 049 359</u>	<u>7 853 868 515</u>

La valeur de marché, au 31 mars 2000, est de FO 7 854,1 millions (1999: FO 7 319,2 millions).

3. Titres du secteur public et autres titres à terme

La valeur du portefeuille de la Banque est la suivante:

	1999	2000
Valeur comptable	<u>22 167 845 852</u>	<u>20 139 939 345</u>

La valeur de marché, au 31 mars 2000, des titres du secteur public et autres titres à terme est de FO 20 120,0 millions (1999: FO 22 331,4 millions). L'écart positif entre valeur comptable et valeur de marché est couvert par la provision pour risques bancaires et autres éventualités.

4. Terrains, immeubles et équipement

	Terrains et immeubles	Équipement TI et autre	Total
Coût:			
Solde d'ouverture au 1 ^{er} avril 1999	133 888 421	46 802 899	180 691 320
Dépenses d'investissement	10 703 595	6 742 218	17 445 813
Variations de change	-15 013 674	-5 328 015	-20 341 689
Coût au 31 mars 2000	<u>129 578 342</u>	<u>48 217 102</u>	<u>177 795 444</u>
Amortissements:			
Amortissements cumulés			
au 1 ^{er} avril 1999	29 358 673	26 639 611	55 998 284
Dotation aux amortissements			
pour l'exercice actuel	2 048 614	5 523 109	7 571 723
Variations de change	-3 105 119	-3 384 724	-6 489 843
Amortissements cumulés au 31 mars 2000	<u>28 302 168</u>	<u>28 777 996</u>	<u>57 080 164</u>
Valeur comptable nette au 31 mars 2000	<u>101 276 174</u>	<u>19 439 106</u>	<u>120 715 280</u>

Le coût des terrains de la Banque au 31 mars 2000 est de FO 23 769 312 (1999: FO 26 610 450).

5. Capital

Le capital de la Banque est constitué ainsi:

	1999	2000
Capital autorisé:		
600 000 actions, de 2 500 francs or chacune	1 500 000 000	1 500 000 000
Capital émis: 517 165 actions	1 292 912 500	
529 165 actions libérées de 25%	323 228 125	1 322 912 500
		330 728 125

6. Réserves

Les réserves de la Banque, après dotations, sont constituées ainsi:

	1999	2000
Fonds de réserve légale	32 322 813	33 072 813
Fonds de réserve générale	1 156 441 190	1 259 064 393
Fonds spécial de réserve de dividendes	65 530 055	68 530 055
Fonds de réserve libre	<u>1 351 347 645</u>	<u>1 550 880 456</u>
	<u>2 605 641 703</u>	<u>2 911 547 717</u>

Les dotations annuelles aux divers fonds de réserve sont régies par l'article 51 des Statuts de la Banque. Les montants transférés sont indiqués dans le tableau intitulé «Évolution des fonds de réserve».

7. Dépôts

Les dépôts en or placés auprès de la Banque proviennent exclusivement de banques centrales. La composition des dépôts en monnaies placés auprès de la Banque est la suivante:

	1999	2000
Banques centrales		
À vue	2 890 343 276	3 351 789 605
À 3 mois au maximum	48 100 323 078	50 119 848 005
À plus de 3 mois	3 025 353 687	7 195 784 903
Autres déposants		
À vue	115 290 764	71 403 321
À 3 mois au maximum	3 574 471 345	5 164 829 721
	<u>57 705 782 150</u>	<u>65 903 655 555</u>

8. Éléments de hors-bilan

a) Instruments dérivés

Dans le cadre normal de ses activités, la Banque participe à des transactions financières de hors-bilan portant sur contrats de change à terme, contrats d'échange de devises et de taux d'intérêt, contrats de taux à terme, instruments financiers à terme et options. Ces instruments sont utilisés pour couvrir les risques de taux d'intérêt et de change de la Banque sur ses actifs et passifs et pour gérer la durée de ses actifs liquides. Dans l'analyse de ses engagements de hors-bilan, la Banque applique les mêmes critères de crédit que pour tous les autres placements.

Montant du principal notionnel

(en millions de francs or)	1999	2000
Contrats de change:		
Terme et swaps cambistes	10 470,4	9 291,3
Contrats d'échange	2 796,1	2 259,3
Contrats de taux:		
Contrats d'échange	7 222,0	9 842,5
Terme et instruments financiers à terme	5 987,8	15 629,6

Le montant notionnel (ou valeur contractuelle) des divers instruments dérivés reflète le degré d'activité de la Banque sur leurs marchés respectifs mais ne fournit aucune indication sur les risques de crédit ou de marché qu'elle encourt. La valeur de remplacement brute de l'ensemble des contrats faisant ressortir un gain aux prix courants du marché au 31 mars 2000 s'inscrit à FO 354,4 millions (1999: FO 484,1 millions).

b) *Transactions fiduciaires*

Les transactions fiduciaires, bien que réalisées au nom de la Banque, ne sont pas incluses dans le bilan, étant donné qu'elles sont effectuées pour le compte et au risque de sa clientèle.

(en millions de francs or)	1999	2000
Valeur nominale des titres conservés en dépôt	7 167,8	7 093,0
Or détenu sous dossier	671,2	666,1

c) *Système de pensions et Plan d'épargne du personnel*

La Banque dispose d'un Système de pensions et d'un Plan d'épargne. Les deux fonds s'apparentent à des fonds fiduciaires n'ayant pas de personnalité juridique propre. Leurs actifs sont gérés par la Banque au seul profit des membres actuels et anciens du personnel qui participent aux deux dispositifs. Tous les paiements dans le cadre de ces systèmes sont imputés au fonds concerné.

La Banque est tenue de maintenir un ratio de couverture minimal de 105% pour les deux fonds; elle est responsable en dernier ressort de toutes les prestations dues au titre du Système de pensions et du Plan d'épargne. La part des contributions aux fonds incombant à la Banque au titre du service courant est incluse chaque mois dans ses frais d'administration.

Au 31 mars 2000, la valeur de marché des actifs nets du Fonds de pension s'élève à FO 266,7 millions (1999: FO 295,5 millions), soit un ratio de couverture de 125% (1999: 127%) par rapport à la valeur actuarielle annuelle la plus récente des obligations incombant au fonds au 30 septembre 1999. La valeur de marché des actifs nets du Fonds d'épargne s'inscrit à FO 23,8 millions au 31 mars 2000 (1999: FO 25,8 millions), ce qui représente un ratio de couverture de 105% (1999: 109%) par rapport aux exigibilités du système à cette date. Les derniers comptes annuels des Fonds de pension et d'épargne se réfèrent à l'exercice clos le 30 septembre 1999.

Rapport des commissaires-vérificateurs

Rapport des commissaires-vérificateurs
au Conseil d'administration et à l'Assemblée générale
de la Banque des Règlements Internationaux, Bâle

Nous avons vérifié le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que les notes afférentes, de la Banque des Règlements Internationaux. Le bilan et le compte de profits et pertes ont été préparés par la Direction de la Banque en conformité avec les Statuts et les principes d'évaluation décrits dans les notes sous «Principales conventions comptables». Notre responsabilité, au sens des Statuts de la Banque, est de formuler un avis, en toute indépendance, sur le bilan et le compte de profits et pertes fondé sur notre révision et de vous en faire part.

Notre révision a inclus la vérification par sondage de la justification des chiffres du bilan et du compte de profits et pertes et autres indications connexes. Nous avons obtenu toutes les informations et toutes les explications que nous avons demandées pour acquérir l'assurance que le bilan et le compte de profits et pertes ne contiennent pas d'erreur matérielle et nous sommes d'avis que notre révision forme une base adéquate pour notre appréciation.

À notre avis, le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que les notes afférentes, ont été correctement établis et donnent une présentation sincère et régulière de la situation financière de la Banque des Règlements Internationaux au 31 mars 2000 et des résultats de ses opérations pour l'exercice clos à cette date et se trouvent donc en conformité avec les Statuts de la Banque.

PricewaterhouseCoopers AG

Ralph R. Reinertsen

Anthony W. Travis

Bâle, le 27 avril 2000

Synthèse du bilan sur les cinq derniers exercices

(en millions de francs or)

	Exercice clos le 31 mars				
	1996	1997	1998	1999	2000
Or					
<i>Détenu en barres</i>	4 364,2	3 547,3	3 037,1	2 801,5	2 265,4
<i>Dépôts à terme et avances</i>	637,3	956,7	1 122,4	1 077,2	1 240,4
	5 001,5	4 504,0	4 159,5	3 878,7	3 505,8
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	9,8	384,4	7,8	8,3	11,4
Bons du Trésor	4 105,7	2 813,4	1 863,9	7 314,0	7 853,9
Dépôts à terme et avances en monnaies	37 328,1	42 355,1	34 862,2	32 423,0	41 853,9
Titres acquis dans le cadre de pensions	1 652,2	884,2	2 781,0	276,0	1 268,1
Titres du secteur public et autres titres à terme	10 488,1	15 651,1	18 517,1	22 167,9	20 139,9
Terrains, immeubles et équipement	–	–	–	124,7	120,7
Actif divers	32,8	200,8	258,7	44,5	82,0
Actif total	58 618,2	66 793,0	62 450,2	66 237,1	74 835,7
Capital libéré	295,7	323,2	323,2	323,2	330,7
Réserves (après répartition du bénéfice net de l'exercice)					
<i>Fonds de réserve légale</i>	30,1	32,3	32,3	32,3	33,0
<i>Fonds de réserve générale</i>	803,3	974,9	1 016,3	1 156,4	1 259,1
<i>Fonds spécial de réserve de dividendes</i>	56,5	59,5	62,5	65,5	68,5
<i>Fonds de réserve libre</i>	893,6	995,1	1 157,4	1 351,4	1 550,9
	1 783,5	2 061,8	2 268,5	2 605,6	2 911,5
Compte des différences d'évaluation	373,5	351,1	247,2	265,4	192,0
Dépôts					
<i>Or</i>	4 245,0	3 836,4	3 473,7	3 192,6	2 820,2
<i>Monnaies</i>	49 649,2	57 585,6	54 023,6	57 705,8	65 903,7
	53 894,2	61 422,0	57 497,3	60 898,4	68 723,9
Titres cédés dans le cadre de pensions	376,6	674,8	30,7	121,5	103,0
Système de pensions du personnel	283,1	252,6	257,0	–	–
Passif divers	1 558,3	1 658,7	1 773,7	1 965,6	2 519,9
Dividende	53,3	48,8	52,6	57,4	54,7
Passif total	58 618,2	66 793,0	62 450,2	66 237,1	74 835,7

Synthèse du compte de profits et pertes sur les cinq derniers exercices

(en millions de francs or)

Exercice clos le 31 mars	1996	1997	1998	1999	2000
Intérêts nets et autres produits d'exploitation	254,3	263,8	314,9	370,4	376,6
Moins: frais d'administration					
<i>Conseil d'administration</i>	1,5	1,3	1,3	1,3	1,2
<i>Direction et personnel</i>	46,6	42,9	39,4	40,9	40,6
<i>Dépenses de bureau et dépenses diverses</i>	18,3	16,3	15,0	18,6	19,4
<i>Frais d'administration avant amortissements</i>	66,4	60,5	55,7	60,8	61,2
<i>Amortissements</i>	–	–	–	6,0	7,6
	66,4	60,5	55,7	66,8	68,8
Excédent net d'exploitation	187,9	203,3	259,2	303,6	307,8
Moins: montants transférés à la					
<i>Provision pour frais d'administration exceptionnels</i>	3,5	3,0	–	–	–
<i>Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement</i>	3,1	6,0	–	–	–
	6,6	9,0	–	–	–
Bénéfice net de l'exercice	181,3	194,3	259,2	303,6	307,8
Dividende	53,3	48,8	52,6	57,4	54,7
	128,0	145,5	206,6	246,2	253,1
Transfert au Fonds de réserve générale	38,4	41,0	41,3	49,2	50,6
	89,6	104,5	165,3	197,0	202,5
Transfert au Fonds spécial de réserve de dividendes	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
	86,6	101,5	162,3	194,0	199,5
Transfert au Fonds de réserve libre	86,6	101,5	162,3	194,0	199,5
	–	–	–	–	–

Conseil d'administration

Urban Bäckström, Stockholm
Président du Conseil d'administration,
Président de la Banque

Lord Kingsdown, Londres
Vice-Président

Vincenzo Desario, Rome
Antonio Fazio, Rome
Edward A. J. George, Londres
Alan Greenspan, Washington
Hervé Hannoun, Paris
Masaru Hayami, Tokyo
William J. McDonough, New York
Hans Meyer, Zurich
Guy Quaden, Bruxelles
Gordon G. Thiessen, Ottawa
Hans Tietmeyer, Francfort-sur-le-Main
Jean-Claude Trichet, Paris
Alfons Verplaetse, Bruxelles
Nout H. E. M. Wellink, Amsterdam
Ernst Welteke, Francfort-sur-le-Main

Suppléants

Roger W. Ferguson ou
Karen H. Johnson, Washington
Jean-Pierre Patat ou
Marc-Olivier Strauss-Kahn, Paris
Ian Plenderleith ou
Clifford Smout, Londres
Jean-Jacques Rey ou
Jan Smets, Bruxelles
Carlo Santini ou
Stefano Lo Faso, Rome
Jürgen Stark ou
Helmut Schieber, Francfort-sur-le-Main

Haute Direction de la Banque

Andrew Crockett	Directeur Général
André Icard	Directeur Général Adjoint
Gunter D. Baer	Secrétaire Général, Chef de Département
William R. White	Conseiller économique, Chef du Département monétaire et économique
Robert D. Sleeper	Chef du Département bancaire
Marten de Boer	Directeur, Conseiller spécial auprès du Directeur Général
Renato Filosa	Directeur, Département monétaire et économique
Mario Giovanoli	Conseiller juridique, Directeur
Guy Noppen	Directeur, Secrétariat général
Günter Pleines	Chef Adjoint du Département bancaire

