

I. Introduction: des zones d'ombre dans les processus de marché

Le sentiment d'appréhension qui avait gagné la scène économique et financière au cours de la période sous revue s'est révélé injustifié. Sans doute tout n'est-il pas allé pour le mieux. En effet, la crise en Asie a perduré, rappelant à ceux qui étaient directement touchés comme à ceux qui ne l'étaient pas que les forces vives d'un système d'inspiration libérale peuvent être mises en échec par des faiblesses institutionnelles ou autres. L'extension des turbulences à la Russie a moins surpris les observateurs que les violentes répercussions qui ont ébranlé ultérieurement les marchés, à la suite de la dévaluation du rouble et du moratoire sur la dette de ce pays. Le désir d'échapper aux risques de crédit et de transfert a fait chuter les prix de nombreux actifs financiers et provoqué un tarissement de la liquidité sur plusieurs marchés. Dans les principaux centres, de lourdes pertes ont été enregistrées par des banques, fonds spéculatifs et autres institutions financières; l'une d'elles, respectée jusque-là pour la perspicacité de ses stratégies, a même dû être sauvée de la faillite.

Néanmoins, les événements n'ont pas tourné aussi mal que certains le redoutaient. La crise qui a affecté les marchés des capitaux en août et septembre derniers a pu être contenue, grâce à la rapidité des réactions officielles. En outre, les mécanismes fondamentaux ont confirmé leur bonne capacité de fonctionnement, dans un climat de tension pourtant inhabituel. La dévaluation du real brésilien n'a pas entraîné l'effondrement d'autres régimes de change en Amérique latine ou en Asie. Au contraire, l'impression générale qui prévaut au printemps de 1999 est qu'en Asie les marchés financiers se sont stabilisés et que la profonde récession qui avait frappé de nombreuses économies de la région touche à sa fin. Même en Europe orientale, que l'on aurait pu penser vulnérable, les conditions financières sont restées stables dans l'ensemble et les perspectives de croissance ne se sont que légèrement assombries.

Au nombre des éléments qui ont concouru aux bonnes nouvelles de ces quelque douze derniers mois figure la vigueur persistante de l'économie américaine. Les gains réalisés, ou peut-être même anticipés, sur les marchés des actions, conjugués à une offre d'emploi abondante, ont alimenté les dépenses de consommation et apporté une importante contribution à la septième année consécutive de croissance économique. La modération inattendue de l'inflation a joué un rôle majeur, en permettant de maintenir les taux d'intérêt à de faibles niveaux. De plus, l'inflation a été généralement absente en Europe, où la demande globale s'est renforcée sous l'impulsion des dépenses de consommation, ce qui constitue un élément positif compte tenu de l'expansion modeste des exportations et du caractère encore hésitant de la confiance et de l'investissement des entreprises. L'entrée en vigueur de la monnaie unique et l'abaissement des taux d'intérêt dans la plupart des pays ont probablement

concouru à ce résultat. Parmi les grands pays industriels, le Japon est le seul qui n'ait pas progressé.

La période sous revue a aussi été caractérisée, cependant, par la persistance de certaines tendances, dans l'économie réelle comme dans le secteur financier, qui pourraient devenir préoccupantes. La croissance économique a suivi des évolutions divergentes, tant entre les groupes de pays qu'au sein de ces groupes. Des disparités analogues caractérisent les déséquilibres commerciaux. Les cours des produits de base se sont inscrits à leurs plus bas niveaux en termes réels depuis quarante ans et les prix de nombreux produits entrant dans les échanges internationaux ont également baissé. Dans le domaine financier, l'expansion du crédit a encore été étonnamment soutenue dans la plupart des pays industriels, mais elle reste très faible dans les économies handicapées par la fragilité de leur système bancaire. Les cours des actions n'ont cessé de battre des records dans beaucoup de pays industriels et les prix de l'immobilier ont amorcé une reprise. Le dollar EU a généralement fait preuve de fermeté, malgré l'alourdissement de l'endettement extérieur et la rivalité que pourrait représenter l'euro, lancé le 1^{er} janvier 1999, en tant que monnaie de réserve. Enfin, sous l'effet des excès antérieurs et de la récente déréglementation, la restructuration financière s'est encore intensifiée.

Des développements qui apparaissent inhabituels, voire déséquilibrés, ne doivent pas nécessairement être considérés comme peu durables. Ainsi, les avantages que l'on peut attendre des nouvelles technologies, en particulier dans la production de biens et de services financiers, pourraient justifier rationnellement diverses évolutions qu'il semble actuellement difficile d'expliquer. Cependant, un environnement caractérisé par d'importants déséquilibres macroéconomiques et une vaste restructuration financière ne constitue pas pour les décideurs une base de départ favorable; avec des taux d'intérêt très bas et une quasi-stabilité des prix dans de nombreux pays, ils n'ont à présent qu'une marge de manœuvre limitée pour abaisser les taux directeurs en termes réels. Un tel environnement exige, en outre, de continuer à privilégier des mesures visant à renforcer le système financier mondial, qui, depuis les événements de l'automne dernier, apparaît être l'élément le plus vulnérable de nos économies de marché.

Cette Introduction du 69^e Rapport annuel de la BRI se veut essentiellement rétrospective. À l'inverse, la Conclusion est davantage tournée vers l'avenir et axée sur les implications, en termes de politique économique, de l'analyse qui précède. En dernière partie, le chapitre Activités de la Banque décrit l'action accomplie par la BRI elle-même pour contribuer à la stabilité, tant monétaire que financière, au niveau mondial. Les activités de la Banque, qui reposent largement sur les travaux des nombreux comités de responsables officiels se réunissant à Bâle, ont connu récemment une importante expansion, liée à la multiplication des problèmes à résoudre.

Désinflation mondiale et dynamique de crise

Le processus de désinflation mondiale amorcé depuis près de deux décennies s'est intensifié l'an dernier et s'est traduit par une stabilité effective des prix dans de nombreux pays et une baisse marquée des indices dans d'autres. Au sein des

pays industriels (chapitre II), l'inflation est revenue en moyenne aux environs de 1½%, son plus bas niveau depuis les années 50. Parmi les marchés émergents (chapitre III), la plupart des économies d'Asie du Sud-Est ont enregistré une stabilité des prix inhabituelle, compte tenu de la nécessité d'absorber l'impact de la forte dévalorisation de leur monnaie. En République populaire de Chine et à Hong-Kong (région administrative à statut spécial), la stabilité du change a été préservée et les prix internes ont diminué. En Amérique latine, où l'inflation est traditionnellement très élevée, les prix ont également baissé dans certains pays, tandis qu'au Brésil l'incidence inflationniste de la dépréciation du real, au début de 1999, était étonnamment discrète.

Il ne serait toutefois guère judicieux d'extrapoler simplement ces tendances pour en conclure que la déflation à l'échelle mondiale constitue à présent le principal sujet de préoccupation pour la conduite de la politique économique (chapitre IV). La période sous revue a été marquée par une divergence exceptionnelle des résultats économiques entre pays industriels avancés et marchés émergents. Des différences notables ont été également enregistrées parmi les principaux pays industriels. Dans nombre d'entre eux, les écarts dans les résultats d'enquêtes sur le niveau de confiance (élevé) des consommateurs et celui (faible) des entreprises sont même frappants. L'évolution de l'économie et des prix dans le monde sera déterminée dans une large mesure par l'attitude des uns et des autres, selon que, dans ces différentes zones, ceux qui sont à la traîne suivront l'exemple des mieux placés ou que c'est l'inverse qui se produira.

Par rapport au groupe des pays industriels, la plupart des économies émergentes ont vécu dans l'ensemble une année difficile. Dans une grande partie de l'Asie, à l'exception notable de la Chine et de l'Inde, le mieux que l'on puisse dire est que le pire semble passé, mais la fragilité des systèmes bancaires de la région continuera à freiner la croissance. Pour nombre de ces économies, le renversement soudain des entrées de capitaux a nécessité une compression brutale de l'activité afin de réduire les importations. Pour l'instant, l'amélioration considérable des soldes commerciaux en Asie est due en quasi-totalité à ce facteur. Alors que l'Amérique latine et d'autres marchés émergents ont d'abord été relativement épargnés par la crise en Russie, les sorties de capitaux enregistrées par la suite ont eu pour effet d'amener le Brésil et d'autres pays au bord de la récession ou même au-delà. Le Moyen-Orient et l'Afrique, pour leur part, ont été durement touchés, dans le premier cas par la faiblesse des cours du pétrole et, dans le second, par celle d'autres produits de base.

Si, globalement, les pays industriels avancés ont obtenu des résultats relativement satisfaisants, cela n'a pas été vrai pour tous. À l'une des extrémités se trouve le Japon, avec une chute de la production, l'absence de signes probants d'une stabilisation et des baisses assez générales des prix. À l'opposé, les États-Unis, et à un degré moindre les autres pays anglophones, ont bénéficié, en 1998 et au début de 1999, d'une croissance le plus souvent supérieure aux prévisions, alors que, dans le même temps, les salaires et les prix faisaient preuve d'une remarquable stabilité. L'Europe continentale a occupé une position médiane, avec une croissance d'abord soutenue, puis fléchissante, mais de profondes différences d'une économie à l'autre. Le fait que cette performance en demi-teinte se soit accompagnée de préoccupations sur la hausse des coûts

salariaux en Allemagne, où le chômage reste pourtant très élevé, souligne précisément ces divergences.

En présence d'une telle fragilité en Asie du Sud-Est et au Japon, sans que l'on puisse parler de solidité dans la majeure partie de l'Europe continentale, il n'est pas surprenant que les cours des produits de base soient tombés à des niveaux très bas. Rien d'étonnant non plus que, dans l'ensemble, les prix des biens entrant dans les échanges internationaux aient fléchi, eux aussi, puisque de nombreuses industries du monde entier présentaient d'importantes capacités excédentaires. C'était le cas notamment au Japon et en Asie en général, mais aussi aux États-Unis. Alors que, dans ce dernier pays, le taux de chômage n'a cessé de baisser, les niveaux mesurés d'utilisation des capacités dans l'industrie manufacturière ont diminué, contrairement à ce qu'on aurait pu attendre. En présence d'une intensification mondiale de la concurrence, les profits ont également commencé à se contracter, parfois nettement dans certains pays et secteurs. Ailleurs, en Europe continentale en particulier, ils ont été soutenus grâce à la conjonction de divers éléments d'importance variable: expansion salariale modérée, baisse des prix des facteurs, accroissement de la productivité et repli des taux d'intérêt.

Il est intéressant d'analyser les causes de l'augmentation des capacités industrielles dans le monde, car elles pourraient avoir, par des voies diverses, d'autres implications pour les prix. La vigueur de l'investissement s'explique notamment par les avancées technologiques qui ont fait baisser les coûts de l'équipement informatique. Elle est également due à l'adhésion de plus en plus répandue aux lois du marché dans de nombreuses économies émergentes et en transition, conjuguée souvent à une stratégie de développement reposant sur l'investissement direct étranger, une croissance tirée par les exportations et un soutien public à la formation de capital. Une autre raison, cependant, tient au fait que, depuis plus d'une décennie, il y a toujours eu au moins un important centre financier où le coût du capital a été maintenu à un niveau artificiellement bas. Ce processus s'est peut-être amorcé au Japon, à la fin des années 80, lorsque la flambée du marché des actions a provoqué une vive accélération de la formation de capital. Au début de la décennie suivante, aux États-Unis, les taux d'intérêt sont tombés à des niveaux inhabituels, entraînant un recul du dollar et une forte augmentation des capacités de production dans les pays d'Asie dont la monnaie est rattachée à la devise américaine. En outre, alors qu'une bonne partie de cette augmentation était due, sous une forme ou une autre, aux entreprises nippones, on n'a pas observé de réduction correspondante des capacités de production de l'économie japonaise. Enfin, ces dernières années, les taux directeurs au Japon ont également été ramenés à des niveaux très bas, tandis qu'ailleurs les marchés des actions ont enregistré des records de hausse, parallèlement à une vague d'introductions en Bourse ainsi que de fusions et acquisitions.

Ce processus s'est accompagné d'une accélération de l'expansion du crédit et, en corollaire, d'une tendance à un assouplissement des normes de crédit et, plus généralement, à une plus grande prise de risque. Cette évolution a surtout été sensible au Japon et dans d'autres régions d'Asie, où ses conséquences néfastes pour les banques n'apparaissent déjà que trop clairement. Ce comportement se retrouve, cependant, dans les institutions financières d'autres

pays industriels, par suite de l'intensification de la concurrence et de la déréglementation. On en veut pour preuve les abondantes entrées de fonds en Asie au début des années 90, par le biais essentiellement de prêts des banques européennes et japonaises à des marges en général de plus en plus faibles. La véritable flambée des émissions d'obligations à haut risque aux États-Unis et les niveaux sans précédent d'endettement des consommateurs et d'insolvabilité des particuliers en sont d'autres exemples.

Un comportement laxiste ou imprudent de la part des prêteurs recèle de nombreux dangers. Tout d'abord, le crédit est de plus en plus utilisé pour des acquisitions d'actifs financiers dont les prix sont portés à des niveaux irréalistes, alors même que l'augmentation des capacités de production fait baisser la rentabilité des actifs réels sous-jacents. Ensuite, l'attitude accommodante des bailleurs de fonds peut être sujette à des retournements brutaux. Le Mexique et l'Asie ont ainsi enregistré des entrées de fonds abondantes, qui ont été suivies de sorties encore plus massives. L'Asie étant aux prises avec des difficultés, les flux vers l'Amérique latine et la Russie se sont en fait accélérés, avant de s'inverser à la suite du moratoire russe. En conséquence, presque tous les marchés émergents se sont vu refuser l'accès, pratiquement d'un jour à l'autre, à la plupart des sources de crédits internationaux, tandis que les signatures d'entreprises de second rang se trouvaient pénalisées de manière analogue (chapitre VII).

Les événements déclenchés par le moratoire russe ont mis en évidence un troisième risque potentiel d'une expansion rapide du crédit, qui réside dans l'incidence qu'elle exerce sur les marchés financiers à fort effet de levier. La défaillance russe a joué un rôle de catalyseur, en modifiant les règles du jeu pour tous ceux qui comptaient sur un quelconque renflouement. Les primes ont nettement augmenté et la liquidité s'est tarie sur de nombreux marchés secondaires, renforçant ces mouvements de taux. En outre, la solvabilité d'établissements connus pour avoir spéculé activement sur le rétrécissement de ces écarts s'est trouvée brutalement remise en question. Aussitôt, des appels de marge ont été exigés, contraignant à liquider tout ce qui paraissait vendable dans ces circonstances et répercutant ainsi les turbulences sur les titres de première qualité. Les estimations des risques de marché fondées sur la volatilité historique ont dépassé les seuils désirés, donnant lieu à des tentatives généralisées pour réduire l'exposition à ces risques, ce qui n'a fait qu'aggraver les perturbations (chapitre V). Ces tendances ont encore été amplifiées lorsque de nombreux investisseurs, constatant la faillite de leurs procédures de gestion du risque, se sont repliés vers la sécurité et la liquidité. Avant que le calme ne revienne enfin, les prix avaient affiché, dans beaucoup de marchés, des variations intrajournalières plusieurs fois supérieures à la normale. En octobre, le cours yen/dollar a augmenté de près de 7% sur une seule journée, les emprunteurs pratiquant l'effet de levier et lourdement endettés en yens ayant été forcés de liquider leurs positions (chapitre VI).

Dans un tel contexte, on aurait pu redouter que l'incapacité du Brésil, au début de 1999, de maintenir le rattachement du real au dollar ne provoque une nouvelle phase de turbulences sur les monnaies et les marchés. En fait, au moment de la mise sous presse, il apparaît que les répercussions ont été bien contenues, peut-être parce que la dévaluation avait été largement anticipée et que

beaucoup d'opérateurs avaient déjà réduit leurs positions. Les capitaux reprenaient même la direction de nombreux marchés émergents, mais les différentes catégories de bénéficiaires étaient toutefois l'objet d'une plus grande discrimination. Les cours des actions avaient presque retrouvé leurs niveaux records dans plusieurs pays industriels après les réductions de taux d'intérêt de l'automne dernier, stimulant encore la confiance et les dépenses, et ils commençaient à se redresser en Asie du Sud-Est. La vigueur persistante de l'économie américaine et du dollar, en termes effectifs, a eu aussi des avantages; ces deux éléments ont contribué à renforcer les exportations dans les pays où la demande intérieure restait relativement faible. Au Japon, les investisseurs sont devenus moins sceptiques sur l'efficacité du programme gouvernemental de restructuration et de recapitalisation du système bancaire, et les cours des actions ont augmenté de manière substantielle. Il reste à voir, bien entendu, si ce nouvel optimisme met un terme définitif à la crise ou s'il ne s'agit là que d'une pause.

Gestion et prévention des crises

En présence d'un tel environnement, il n'est pas surprenant que les taux officiels se soient inscrits en baisse presque partout. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, ils ont été réduits à cause des préoccupations concernant la stabilité financière internationale et en prévision d'une contraction des dépenses. En Europe continentale, à mesure que les pressions désinflationnistes s'intensifiaient et que les marchés prenaient confiance dans la mise en œuvre de l'euro, les taux courts ont convergé sans problème à de faibles niveaux; la Banque centrale européenne a abaissé ses taux en avril 1999. Fait sans précédent au Japon, les taux au jour le jour ont été effectivement ramenés à zéro et la Banque du Japon a fortement intensifié ses achats de titres du secteur privé. Dans les différents marchés émergents, les autorités ont généralement réagi aux crises de manière identique, souvent sous l'influence de programmes du FMI. Si les taux ont dû être relevés, dans un premier temps, pour restaurer la confiance des marchés des capitaux, ils ont ensuite été réduits lorsque cet objectif a été atteint. En fait, ils se situent à présent, dans de nombreux pays d'Asie, au-dessous de leurs niveaux antérieurs à la crise et ont également commencé à fléchir en Amérique latine.

Pour gérer les crises, d'autres instruments, traditionnels ou parfois moins conventionnels, ont été également utilisés. Parmi les premiers, le resserrement budgétaire a été général mais, au Brésil, les mesures prises ont été insuffisantes pour réduire le déficit croissant et le régime de change n'a pu être maintenu. Auparavant, les autorités avaient réagi à l'affaiblissement de la confiance en intensifiant les émissions de titres à court terme et de dette interne indexée sur le dollar (comparable aux tesobonos mexicains); cette stratégie s'est finalement avérée coûteuse puisque la dévaluation a quand même eu lieu. Dans de nombreux pays d'Asie, tout comme pour l'action sur les taux d'intérêt, la politique budgétaire a d'abord été durcie puis assouplie, malgré les préoccupations suscitées par l'élévation des ratios d'endettement due à la nécessité de restructurer le système bancaire. En Chine, les dépenses publiques d'infrastructure ont nettement augmenté pour soutenir la demande intérieure.

Parmi les réactions moins conventionnelles figurent l'émission, par le gouvernement japonais, de coupons pour stimuler les dépenses des ménages ainsi que l'octroi de garanties de crédit en faveur des petites et moyennes entreprises. Autre exemple: l'acquisition directe d'actions par la Hong Kong Monetary Authority, qui a justifié cette initiative par la nécessité de faire échec aux spéculateurs cherchant à déstabiliser le marché financier local. Une autre illustration a été l'imposition par la Malaisie, en septembre dernier, de contrôles sur les sorties de fonds, tandis que l'Argentine a averti qu'elle remplacerait le peso par le dollar plutôt que de voir sa monnaie dévaluée. Enfin, le montage du FMI en faveur du Brésil a revêtu un caractère inhabituel, en ce sens qu'il a été complété par une aide financière bilatérale de \$14,5 milliards mise sur pied avant la crise. Cette seconde ligne de défense a été établie par les banques centrales de dix-neuf pays et organisée pour l'essentiel sous l'égide de la BRI.

Compte tenu des coûts et des difficultés liés à la gestion des crises, il n'est pas surprenant que leur prévention ait fait l'objet d'une attention particulière l'an passé. L'une des instances de travail a été le groupe Willard, comité informel réunissant de hauts responsables de pays industriels et de marchés émergents. Ses trois groupes de travail ont formulé diverses recommandations concrètes pour accroître la transparence et la responsabilité dans les secteurs public et privé, déterminer les moyens de renforcer les systèmes financiers nationaux et trouver des solutions pour associer plus étroitement le secteur privé à la gestion et à la résolution des crises. Ces efforts ont complété les travaux effectués dans des forums plus officiels, tels que celui des suppléants du G 10 et les divers comités d'experts nationaux qui se réunissent à la BRI (chapitre Activités de la Banque).

Les discussions de l'an dernier ont été encourageantes, en ce sens que les participants de marchés émergents susceptibles d'être directement concernés par leurs résultats ont été de plus en plus consultés et y ont apporté leur propre contribution. C'est, en fait, le seul moyen de conférer une autorité morale à un processus de décision collectif, en l'absence d'une véritable législation internationale. Les développements récents ont eu également ceci d'encourageant que les recommandations présentées sont généralement pragmatiques et réalistes, car elles se fondent sur des réformes graduelles plutôt que sur des solutions globales. Comme les nations tiennent jalousement à préserver leur souveraineté, les propositions visant à instaurer une banque centrale mondiale, un prêteur international en dernier ressort, une instance de réglementation au niveau mondial ou une cour internationale des faillites ne paraissent guère réalisables dans un avenir proche. Conséquence importante de cette approche pragmatique, les travaux requis pour mettre en œuvre de multiples réformes modestes, mais raisonnables, exigeront beaucoup d'efforts, considération reprise dans la Conclusion du présent Rapport annuel.

S'il reste sans doute beaucoup à faire pour accroître la résistance du monde financier aux crises, des actions ont au moins été entreprises. Dans le domaine de la transparence, des progrès significatifs ont d'ores et déjà été accomplis. Si les statistiques BRI jusque-là disponibles donnaient une image relativement exacte et actuelle du niveau d'endettement des pays d'Asie, elles ont déjà fait l'objet d'une première série d'améliorations. Dans le même ordre d'idées, l'accord sur

un ensemble de normes visant à rendre publiques les réserves de change nationales, y compris les créances de hors-bilan, représente un progrès salubre par rapport aux informations partielles communiquées précédemment. Enfin, il convient de noter que diverses initiatives officielles ont été lancées pour mieux connaître les activités des institutions financières à fort effet de levier et ceux qui financent ces opérations. Un groupe de travail constitué par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a diffusé, en janvier dernier, deux rapports concernant l'implication des banques dans ces activités. Les récents événements en Asie et ceux qui sont liés à la crise russe ont révélé des signes parfois inquiétants de la complexité des interactions entre marchés et institutions financières ainsi que de la rapidité avec laquelle un type de risque peut, du fait de l'ampleur des effets de levier, se transformer en un risque d'une autre nature.

En ce qui concerne le renforcement des systèmes financiers nationaux, l'initiative la plus importante de ces dernières années a peut-être été l'accord sur un ensemble de Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace. Cette approche consistant à s'accorder sur des normes internationales de saines pratiques a déjà été largement reprise, en particulier par les responsables de la surveillance des marchés des titres et des compagnies d'assurances. L'an passé, des démarches analogues ont été effectuées dans les domaines des paiements et règlements, de la transparence dans la mise en œuvre des politiques monétaires et financières ainsi que de la gouvernance d'entreprise. La mise à jour de l'accord de 1988 sur les fonds propres, proposée par le Comité de Bâle, fournira une autre référence utile à la communauté bancaire internationale. Les révisions prévues marqueront une nouvelle étape dans le recours à la discipline de marché pour compléter le contrôle prudentiel traditionnel et à l'utilisation accrue des modèles internes de risque pour le calcul des exigences de fonds propres.

Compte tenu de l'ampleur des flux de capitaux qu'il génère, le secteur privé devra nécessairement prendre une part plus grande et plus directe à la gestion et à la résolution des crises. Nombre de recommandations formulées par les suppléants du G 10 après la crise mexicaine de 1995 ont été réitérées depuis, mais elles ne se sont pas encore concrétisées. Néanmoins, plusieurs développements récents méritent d'être signalés. La gestion des crises de la Corée et du Brésil a mis en évidence les efforts accomplis pour assurer le renouvellement concerté, mais volontaire, des lignes de crédit de banques commerciales. L'insistance du Club de Paris à faire inclure les obligations internationales, parallèlement aux prêts bancaires, dans la restructuration de la dette du Pakistan a constitué également un précédent notable. Enfin, comme les créanciers ont subi en 1998 leurs pertes les plus lourdes depuis la crise d'endettement des années 80, ils ont pris davantage conscience des risques auxquels ils sont exposés. S'il convient de saluer ces divers développements dans la mesure où ils permettront de réduire les entrées de fonds excessives dans les marchés émergents, il est à craindre, dans le même temps, qu'ils n'incitent encore plus à effectuer, de manière préventive, des retraits de capitaux privés qui s'y trouvent déjà. En d'autres termes, il importera d'agir judicieusement dans ce domaine, compte tenu des difficultés auxquelles restent confrontés de nombreux emprunteurs d'économies émergentes pour accéder aux marchés internationaux des capitaux.