



BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

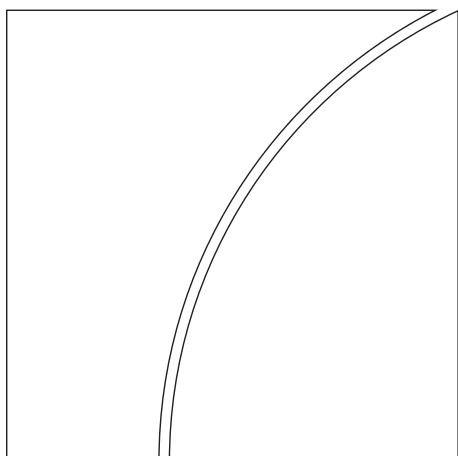
71^e Rapport annuel

1^{er} avril 2000–31 mars 2001

Bâle, 11 juin 2001



BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX



71^e Rapport annuel

1^{er} avril 2000–31 mars 2001

Bâle, 11 juin 2001

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

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

Mél: publications@bis.org

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

© *Banque des Règlements Internationaux, 2001. Tous droits réservés. De courts extraits peuvent être reproduits ou traduits sous réserve que la source en soit citée.*

ISSN 1021-2493

ISBN 92-9131-243-6

Également publié en allemand, anglais, espagnol (été 2001) et italien.

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

Table des matières

	Page
Lettre introductive	1
I. Introduction: retournement de situation?	3
Sentiment des marchés, prix des actifs et évolution macroéconomique	5
Le problème de la fragilité financière	9
II. Évolution dans les pays industriels	11
Faits saillants	11
Dynamisme de l'économie au premier semestre 2000	12
Ralentissement au second semestre	14
Inflation: comportement récent	18
Productivité et perspectives de l'économie mondiale	22
Soldes financiers, épargne et endettement	26
Commerce mondial et soldes extérieurs	31
III. Évolution dans les économies émergentes	37
Faits saillants	37
Marchés des capitaux et flux de financements	39
Asie	42
<i>Croissance et secteur extérieur</i>	42
<i>Secteur bancaire: prêts et résultats</i>	43
<i>Enjeux de la politique budgétaire</i>	45
<i>Dépendance des économies asiatiques à l'égard des exportations de haute technologie</i>	47
<i>Perspectives à court terme</i>	48
Amérique latine	49
<i>Croissance et secteur extérieur</i>	49
<i>Évolution du dosage des politiques macroéconomiques</i>	50
<i>Récession en Argentine</i>	51
<i>Privatisations et restructurations bancaires</i>	52
Afrique	53
Moyen-Orient	54
Europe centrale et orientale	55
<i>Croissance et secteur extérieur</i>	55
<i>Inflation, politiques macroéconomiques et chômage</i>	55
Crise en Turquie	58
Le processus inflationniste dans les économies émergentes	59
<i>Principaux aspects de la baisse récente de l'inflation</i>	59
<i>Facteurs de désinflation</i>	61
<i>Maîtriser l'inflation</i>	63

IV. Politique monétaire dans les pays industriels avancés ...	67
Faits saillants	67
États-Unis	68
Japon	71
Zone euro	73
Pays à objectif d'inflation	75
Repenser la conduite de la politique monétaire	79
<i>Choix des indicateurs</i>	80
<i>Communication avec les marchés financiers</i>	82
<i>Choix tactiques de la politique monétaire</i>	84
 V. Marchés des changes	 87
Faits saillants	87
Dollar, yen et euro	87
<i>Principaux développements et perspectives à long terme</i>	87
<i>Origines des fluctuations de change</i>	91
<i>Interventions sur le marché euro/dollar</i>	96
Autres marchés des changes	97
<i>Monnaies européennes</i>	97
<i>Monnaies des autres pays industriels</i>	98
<i>Monnaies des économies émergentes</i>	99
Liquidité des marchés	104
<i>Changements structurels</i>	105
 VI. Marchés des capitaux	 108
Faits saillants	108
Marchés des actions	109
<i>Bulles des prix des actifs ou tendances fondamentales</i>	109
<i>Informations et cours des actions</i>	111
<i>La Bourse de Tokyo et les banques japonaises</i>	113
<i>Implications pour l'économie réelle</i>	114
Marchés des titres à revenu fixe	116
<i>Tarifification du risque de crédit et réaction des emprunteurs</i>	116
<i>Cycles du crédit en 1990 et 2000</i>	122
Financements extérieurs des marchés émergents	123
Fonctionnement des marchés	127
 VII. Cycles et système financier	 131
Faits saillants	131
Cycles financiers	131
<i>Crédit et prix des actifs</i>	132
<i>Comportement cyclique des institutions et marchés</i>	136
Les mécanismes de l'amplification financière	138
<i>Évaluation du risque dans le temps</i>	139
<i>Motivations</i>	140
<i>Conventions comptables et réglementation</i>	141
Options pour les autorités	143
<i>Réglementation et surveillance prudentielles</i>	144
<i>Politique monétaire</i>	148

VIII. Conclusion: le passé récent comme prologue?	151
Politiques en faveur de la stabilité macroéconomique et de la croissance	153
Politiques en faveur de la stabilité financière	159
Coopération dans la recherche de la stabilité financière	164
<hr/>	
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>	167
<i>Rôle des comités permanents dans la promotion de la stabilité financière</i> ...	169
<i>Comité de Bâle sur le contrôle bancaire</i>	169
<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>	173
<i>Institut pour la stabilité financière</i>	174
Contributions de la BRI à la coopération internationale élargie	175
<i>Groupe des Dix</i>	175
<i>Forum sur la stabilité financière</i>	175
<i>Association internationale des contrôleurs d'assurance</i>	177
Autres formes de coopération avec les banques centrales	178
<i>Coopération sur les questions statistiques</i>	178
<i>Coopération avec les groupes régionaux de banques centrales</i>	178
<i>Coordination de l'assistance et de la formation techniques</i>	179
<i>Groupe des experts informaticiens</i>	179
Fonctions d'Agent et de Mandataire (Trustee)	179
<i>Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux</i>	179
<i>Agent détenteur de sûretés</i>	180
Opérations du Département bancaire	180
<i>Passif</i>	180
<i>Actif</i>	181
Bénéfice net et répartition	182
Modification des Statuts de la Banque	183
<i>Reprise des actions en mains privées</i>	183
<i>Autres questions</i>	184
Modifications dans la composition du Conseil d'administration	184
Bilan et compte de profits et pertes au 31 mars 2001	187
Conseil d'administration	202
Haute Direction de la Banque	203

Les chapitres du présent Rapport ont été mis sous presse entre le 14 et le 22 mai 2001.

Liste des graphiques (*) et tableaux

	Page
Évolution dans les pays industriels	
Contributions à la croissance du PIB*	12
Taux d'intérêt réel, solde budgétaire structurel et écart de PIB*	13
Administrations publiques: endettement*	14
Pétrole: prix, production et demande*	15
Inflation et écart de PIB*	19
Part du travail dans le revenu et inflation*	21
Entreprises: évolution de la productivité du travail	22
États-Unis: contribution à l'amélioration de la productivité du travail dans le secteur des entreprises non agricoles	24
États-Unis: taux d'intérêt réels et ratio bénéfices/cours*	26
Solde financier net par secteur*	27
Épargne privée nette*	28
Évolution du taux d'épargne des ménages	29
États-Unis: endettement du secteur privé*	30
États-Unis et Japon: évolution comparative	31
Commerce mondial: volume et prix	32
Part du commerce extérieur	32
Trois principales zones économiques: balance des paiements	33
Relation entre épargne et investissement (estimations)	33
Taux d'intérêt réel et déséquilibre des paiements courants*	34
Solde des paiements courants des principaux groupes de pays	35
Évolution dans les économies émergentes	
Croissance, inflation et solde des paiements courants	38
PIB: prévision de croissance pour 2001*	39
Cours des actions et prime de risque sur obligations*	40
Corrélation entre l'évolution de l'indice Nasdaq et celle des cours des actions	40
Économies émergentes: entrées nettes de capitaux privés	41
Demande intérieure (DI) et exportations nettes (EN)	42
Crédit intérieur et emprunts à l'étranger*	44
Solde budgétaire et dette publique	46
Économies d'Asie: exportations de biens de haute technologie	47
Économies d'Asie: secteur de haute technologie*	48
Amérique latine: commerce, exportations pétrolières et croissance en 2000	49
Europe centrale et Russie: marchés financiers*	56
Inflation et croissance du PIB*	60
Inflation: principaux déterminants*	61
Solde budgétaire et créances des banques centrales*	62
Inflation: principales composantes*	65
Politique monétaire dans les pays industriels avancés	
États-Unis: indicateurs économiques*	69
Japon: indicateurs économiques*	72

Zone euro: indicateurs économiques*	74
Pays à objectif d'inflation: inflation et taux directeur*	76
Pays à objectif d'inflation: cours de change*	78
États-Unis: prime de risque et récession*	81
Indices boursiers et anticipations de taux d'intérêt à 3 mois*	84
Périodicité des comités monétaires et lissage des taux directeurs	85

Marchés des changes

Dollar, yen et euro: cours de change effectif nominal*	88
Dollar, yen et euro: cours de change, volatilité implicite et risque de retournement*	89
Investissement international aux États-Unis, au Japon et dans la zone euro: encours et revenu, en termes nets*	90
Réserves officielles en devises	91
Écarts des prévisions de croissance entre les trois grandes économies*	92
Flux cumulés d'investissement de portefeuille entre les trois grandes économies*	93
Fusions-acquisitions et cours de change euro/dollar*	94
Réaction du cours euro/dollar aux nouvelles concernant la zone euro*	94
Cours de change et écart de taux d'intérêt*	95
Distribution des probabilités du cours du dollar par rapport à l'euro*	96
Cours de certaines monnaies européennes contre euro*	97
Prix des produits de base, différentiels de croissance et de taux d'intérêt et cours de change*	99
Cours de change sur les marchés émergents*	100
Économies émergentes: marchés des actions, cours de change et exportations de produits de haute technologie	101
Attitude des investisseurs envers le risque et liquidité*	102
Transactions et volatilité sur certains marchés émergents*	103
Économies émergentes: volatilité de cours de change et de taux d'intérêt	104
Activité sur les marchés des changes	105
Transactions de change: composition par monnaie	106
Volatilité des principaux marchés des changes	106

Marchés des capitaux

Indices boursiers*	110
Valeurs technologiques: cours et bénéfices	111
États-Unis: effet d'annonce de l'information financière*	112
Émissions d'actions*	114
Confiance des consommateurs: influences du marché boursier et du chômage	115
Contrats d'échange de taux: courbes des rendements*	116
Obligations d'État et d'entreprise: écart de rendement*	117
Titres de dette: émissions nettes*	118
Titres de dette internationaux: émissions brutes*	119
Sociétés de télécommunications: financements internationaux*	120
Papier commercial aux États-Unis: marges*	121
Facteurs de tarification du risque de crédit*	122
Économies émergentes: influence du Nasdaq sur les marchés des actions*	124
Pays en développement: financements internationaux*	125
Positions extérieures des banques vis-à-vis des pays en développement*	126
Créances consolidées des banques déclarantes BRI sur les pays en développement*	126
Fonds spéculatifs: collecte et liquidité de marché*	128
Contrats d'échange de taux*	129

Cycles et système financier

Cycles du crédit et tensions financières*	133
Cycles du crédit et des prix des actifs	134
Crédit et prix de l'immobilier d'entreprise*	135
Émetteurs à haut risque: prime et accès aux financements*	136
Banques: rentabilité et dotations aux provisions*	137
Grandes banques: rentabilité en 1999 et 2000	138
Notation du crédit: évolution autour de la crise asiatique*	140
Banques: corrélation entre fonds propres/provisions et cycle conjoncturel*	141
Banques: ratios de fonds propres*	142

Conventions utilisées dans le Rapport

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

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

71^e Rapport annuel

*soumis à l'Assemblée générale ordinaire
de la Banque des Règlements Internationaux
tenue à Bâle le 11 juin 2001*

Mesdames, Messieurs,

J'ai le plaisir de vous soumettre le soixante et onzième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice clos le 31 mars 2001.

Le bénéfice net de l'exercice s'élève à 271,7 millions de francs or, contre 307,8 millions de francs or au titre du précédent exercice. Les résultats détaillés de l'exercice 2000/01 figurent dans la section Bénéfice net et répartition, page 182.

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 48,6 millions de francs or au paiement d'un dividende de 360 francs suisses par action.

Le Conseil recommande, en outre, de transférer 44,6 millions de francs or au Fonds de réserve générale, 3,0 millions de francs or au Fonds spécial de réserve de dividendes et le reliquat, soit 175,5 millions de francs or, au Fonds de réserve libre.

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 2000/01 sera payable aux actionnaires le 1^{er} juillet 2001.

Bâle, 22 mai 2001

ANDREW CROCKETT
Directeur Général

I. Introduction: retournement de situation?

La période sous revue a été dominée par le ralentissement marqué de l'activité aux États-Unis à partir du second semestre 2000. Attendu, et même souhaité, depuis longtemps, ce phénomène frappe néanmoins par sa soudaineté, qui mérite attention pour plusieurs raisons. Il semble avoir clos, ou tout au moins interrompu pour un temps, une décennie d'expansion mondiale bienvenue mais trop largement tirée par l'économie américaine (chapitre II). Il s'est accompagné d'une pause dans la reprise au Japon ainsi que d'un tassement de la croissance dans de nombreuses économies émergentes (chapitre III) et, à un degré nettement moindre cependant, en Europe. Il a, en outre, profondément déçu les espoirs de ceux qui pensaient qu'une «nouvelle économie», fondée sur les technologies de l'information, avait définitivement mis fin aux variations cycliques des stocks et à la volatilité de l'investissement.

On s'est empressé d'avancer les explications habituelles. Les prix pétroliers étaient montés en flèche, freinant la dépense dans de nombreuses économies émergentes plus encore que dans le monde industriel. Les taux d'intérêt à court terme avaient été relevés dans tous les grands pays industriels, soit pour contrer des tensions inflationnistes naissantes, soit, comme au Japon, parce que des signes de reprise permettaient de revenir à une orientation monétaire plus habituelle. Les marchés des capitaux, eux aussi, étaient tenus pour responsables puisque, partout, les indices boursiers de la nouvelle économie s'étaient fortement repliés après leurs sommets de mars 2000. Les conditions de crédit, également, s'étaient durcies à travers le monde, de manière inégale mais inexorable durant l'année, surtout pour les signatures de moins bonne qualité. Dans de telles circonstances, une décélération de la dépense apparaissait naturelle, voire salutaire, dans les économies tournant à pleine capacité, tout comme l'était une inversion du resserrement monétaire dans les pays les plus touchés par le ralentissement. Au vu de l'histoire économique de l'après-guerre, tout cela pouvait sembler normal.

Pourtant, la question se posait, dans le même temps, de savoir si des forces moins habituelles n'étaient pas en jeu. Pour certains observateurs, la phase d'expansion s'apparenterait, à plusieurs égards, aux cycles antérieurs à la Première Guerre mondiale, rapprochement inédit mais peut-être pas dénué de fondement, étant donné l'incessant courant de déréglementation financière et de mondialisation qui a caractérisé les dernières décennies. Comme pour les autres révolutions technologiques – canaux, chemin de fer, électricité et automobile –, celle-ci a été marquée par une accumulation massive de capital, surtout dans les technologies de l'information et les télécommunications. L'envolée boursière qui lui était associée la confortait en

généralisant une offre abondante de capital-risque à bon marché. En outre, avec une inflation faible ou en repli, dans l'ensemble, les taux d'intérêt réels demeuraient relativement bas. Si ces tendances étaient particulièrement évidentes aux États-Unis, elles se manifestaient également, à des degrés divers, dans d'autres pays. En faisant prendre conscience d'une vulnérabilité généralisée, au cas où les retombées ne seraient pas à la hauteur des espérances, elles ont aussi probablement influé sur la décision de nombreuses banques centrales d'abaisser les taux d'intérêt dans le sillage de la détente, d'une vigueur inhabituelle, amorcée en janvier 2001 par la Réserve fédérale (chapitre IV).

Les dernières années de la phase d'expansion ont, en outre, été favorisées par le bon comportement global des prix, qui s'est confirmé tout au long de la période sous revue. Dans un large éventail d'économies émergentes et industrielles, l'inflation sous-jacente a réagi de manière exceptionnellement modérée aux tensions découlant des faibles taux de chômage, des dépréciations de change et du renchérissement du pétrole. Cette modération s'explique en partie par l'accroissement des capacités de production, notamment pour les biens manufacturés, consécutif à une longue phase d'investissements massifs; d'autres éléments, cependant, sont intervenus, comme la déréglementation des marchés des produits, la mondialisation des échanges de biens et services, la discipline budgétaire et la crédibilité croissante des banques centrales par rapport à leur objectif de stabilité des prix. Tous ces éléments conjugués ont créé un «marché d'acheteurs», ce qui a permis d'atténuer l'inflation et de la maintenir à un bas niveau.

Dans un tel contexte, il fallait que d'autres mécanismes absorbent des chocs tels que le renchérissement du pétrole pour éviter une érosion des bénéfices. C'est ce qui s'est effectivement produit pendant l'essentiel de la période sous revue. Aux États-Unis comme dans la majeure partie de l'Europe et au Japon, les hausses des salaires nominaux ont été singulièrement modestes, grâce à un meilleur fonctionnement du marché du travail dans les deux premiers cas et, dans l'archipel nippon, en raison de l'insécurité de l'emploi et de la dégradation de la situation. De surcroît, un cercle vertueux est apparu dans l'économie mondiale, la modération des prix se répercutant sur les salaires. Enfin, aux États-Unis surtout, l'amélioration sensible de la productivité du travail depuis quelques années a contribué à contenir les prix sans entamer les profits. Les perspectives de bénéfices se sont néanmoins gravement détériorées dans de nombreux pays ces derniers trimestres, la nouvelle économie étant partout durement touchée. Les marchés financiers s'en sont fortement ressentis, ce qui a rejailli alors sur l'ensemble de l'activité.

Le processus de mondialisation a également été marqué, récemment, par la facilité avec laquelle les flux de capitaux ont répondu aux larges écarts entre les taux d'épargne domestiques. Aux États-Unis, le taux de l'épargne privée nette est tombé au-dessous de -6% du PIB l'an passé (soit une baisse de 12 points de pourcentage depuis 1992), alors qu'il s'est élevé à près de 9% au Japon. Si les soldes budgétaires respectifs ont réduit cet écart, les importants déséquilibres courants qui subsistaient ont été financés par des apports massifs de fonds aux États-Unis sous la forme, de plus en plus, d'achats

d'actions et d'investissements directs. Sur un plan plus large, la même divergence se retrouve entre les économies asiatiques et européennes à forte épargne et l'hémisphère occidental. Là encore, les investissements directs étrangers, surtout en Amérique latine, ont assuré une bonne part du financement des déficits courants correspondants.

Les entrées de capitaux aux États-Unis et dans les pays partageant la même situation ont en partie répondu à un souci de diversification et à des perspectives de rendements supérieurs à la moyenne. Accessoirement, toutefois, elles ont apporté un soutien appuyé au dollar EU (chapitre V), ce qui a contribué à juguler les tensions inflationnistes. La vigueur persistante du dollar, même après les signes patents de ralentissement de l'économie américaine, peut indiquer que, dans l'esprit des opérateurs, il s'agissait d'une simple pause et que le potentiel de croissance de la nouvelle économie finirait par prévaloir. Il est possible aussi que les incertitudes grandissantes sur les perspectives de l'économie mondiale aient conforté la valeur refuge de cette monnaie de réserve, en raison surtout de l'impression de solidité donnée par le système bancaire et la situation budgétaire aux États-Unis. Il reste à savoir si ces hypothèses et impressions seront validées par le temps.

Tous les pays tributaires de financements extérieurs n'ont pas eu la partie aussi belle. Entre autres raisons, les dépassements budgétaires chroniques en Argentine et les problèmes structurels du secteur bancaire en Turquie ont mis à rude épreuve les taux d'intérêt et les cours de change et engendré, dans le dernier pays, une vive dépréciation de la monnaie. Fin avril, les signes de contagion se trouvaient cependant assez limités. Non seulement les effets de levier étaient moindres que lors des crises précédentes mais, en outre, les opérateurs se sont montrés de plus en plus aptes à différencier les risques de crédit (chapitre VI). L'abandon du régime de change à parité glissante, dans de nombreux pays, en faveur d'un flottement administré y a sans doute également contribué.

Durant la période sous revue, diverses initiatives ont été prises pour renforcer l'architecture financière internationale. De nombreuses économies émergentes s'emploient à améliorer leur infrastructure financière et leurs systèmes de paiement, en s'inspirant généralement des meilleures pratiques agréées au niveau international. En outre, les autorités ont prêté davantage attention à l'intensification de la concurrence et au processus de consolidation dans le secteur financier des pays industriels. Il est de plus en plus reconnu que, tout au long de l'histoire, les mutations financières rapides et l'expansion correspondante du crédit engendrent des difficultés (chapitre VII). Il convient de se féliciter que des responsables évaluent périodiquement ces sources de fragilité, même si l'élimination des crises financières récurrentes n'en est pas pour autant garantie.

Sentiment des marchés, prix des actifs et évolution macroéconomique

Alors que les chocs généralisés et les interdépendances dans les sphères réelle et financière ont imprimé plus nettement leur marque sur l'économie mondiale, le contexte psychologique propre à chaque grande région est resté

déterminant. L'évolution la plus spectaculaire s'est produite aux États-Unis: la croissance du PIB s'est accélérée, pour atteindre près de 6% au premier semestre 2000, sous l'effet de dépenses de consommation élevées et d'une nouvelle progression marquée de l'investissement en capital fixe des entreprises. Ces deux développements ont résulté, pour une bonne part, du dynamisme antérieur des marchés des actions, qui a accru le patrimoine des ménages et abaissé les coûts de financement des entreprises. Ils ont aussi été favorisés par un large accès au crédit auprès de sources plus diversifiées, souvent à l'étranger. Le tout a été conforté par un sentiment de bien-être, né de la conviction que les nouvelles technologies de l'information et de la communication avaient donné une impulsion durable à l'expansion de la productivité et des bénéfices.

Au fil de l'année, des signes d'accumulation des risques sont toutefois apparus. Le Nasdaq s'est mis à chuter sans discontinuer, suivi, à des degrés moindres, par d'autres indices boursiers. Il en est résulté une baisse, en termes nominaux, du patrimoine des ménages aux États-Unis en 2000, pour la première fois de l'après-guerre. À l'inverse, leurs passifs et leurs charges au titre du service de la dette ont pratiquement atteint des niveaux records, en pourcentage du revenu net disponible, tandis que leur taux d'épargne devenait de plus en plus négatif. Bien que le niveau d'endettement des sociétés ait reflué par rapport aux maxima historiques, la situation des petites entreprises s'est détériorée. Les banques ont nettement durci leurs critères de prêt, les financements obligataires sont devenus pour un temps quasiment inaccessibles aux signatures de qualité inférieure et les fabricants d'équipements technologiques ont restreint leurs crédits fournisseurs.

La demande finale aux États-Unis s'est fortement contractée au quatrième trimestre, toutes composantes confondues, et la confiance des consommateurs a sérieusement fléchi. Les bénéfices constatés ont chuté et les avertissements sur résultats se sont multipliés. En outre, il se confirmait que des facteurs ponctuels pouvaient avoir gonflé les bénéfices publiés ou dilué la valeur des actifs boursiers: la hausse des actions avait poussé à suspendre les contributions aux fonds de pension; le recours croissant aux options d'achat d'actions avait entraîné des économies d'impôts pour les entreprises et comportait un risque de dilution du capital; les rachats d'entreprises par échange d'actions, à des prix correspondant à des ratios cours/bénéfices excessifs, avaient encore affaibli la valeur détenue par les actionnaires de l'acquéreur. Malgré tout, des indicateurs économiques plus favorables ont conforté, par la suite, l'opinion de ceux qui considéraient que le tassement de l'activité ne serait que temporaire. La diminution des stocks au premier trimestre 2001, notamment, a été beaucoup plus forte que prévu. De surcroît, les dépenses de consommation ont fait preuve d'une résistance étonnante, compte tenu des annonces de suppressions d'emplois et de la baisse persistante de la confiance des consommateurs.

Le retournement soudain de la situation économique aux États-Unis a provoqué un changement brutal d'orientation monétaire. Dans l'ensemble, le processus d'assouplissement, comme le resserrement qui l'avait précédé, traduisait le désir de modérer l'amplitude du cycle conjoncturel, tout en

poursuivant l'objectif de stabilité des prix intérieurs. Toutefois, étant donné le rôle croissant des prix des actifs financiers aux États-Unis et leur interrelation avec la confiance des agents économiques, la Réserve fédérale était placée devant des choix délicats. Il importait plus que jamais, en particulier, que la baisse des taux n'apparaisse ni trop faible ni trop forte. Le risque était, dans le premier cas, de ne pas parvenir à stimuler la demande et, dans le second, de susciter sur les marchés soit une vague d'euphorie, soit, au contraire, un courant de panique, s'ils venaient à penser que la Réserve fédérale disposait d'éléments que, eux, ne possédaient pas. En l'occurrence, le premier abaissement majeur des taux, en janvier, s'est traduit par un assouplissement marqué des conditions de crédit, que les réductions ultérieures ont contribué à prolonger. Par bonheur, l'autre risque – un réveil de l'inflation – ne s'est pas matérialisé avec l'ampleur qu'auraient pu laisser présager la hausse antérieure des prix énergétiques et celle, plus récente, des coûts unitaires de main-d'œuvre.

L'économie nippone est restée déprimée dans l'ensemble, mais a suivi, d'un trimestre à l'autre, un schéma analogue à celui des États-Unis, à cette différence près que si la foi dans les nouvelles technologies entretenait un optimisme foncier aux États-Unis, malgré le ralentissement du second semestre 2000, il n'en était pas de même au Japon. Le pays a continué de subir les conséquences de l'éclatement de la bulle économique dix ans plus tôt: excédent de capacités industrielles et faiblesse des bénéfices, dévalorisation des actifs et fragilité persistante du secteur financier. De plus, étant donné l'incapacité chronique des autorités à traiter ces problèmes avec détermination, la déception générale suscitée par la situation du moment se doublait du sentiment qu'il était sans doute vain d'espérer une amélioration.

La production industrielle du Japon s'est, en fait, redressée quelque temps au premier semestre 2000, sous l'effet de la reprise aux États-Unis et en Asie, entraînant une augmentation des profits et de l'investissement, surtout dans l'informatique. À mesure que le stimulant extérieur s'essouffait et que les effets décalés du raffermissement du yen se faisaient sentir, les perspectives se sont toutefois assombries. Les consommateurs, quant à eux, sont restés dans l'expectative. Mal remis de lourdes pertes en patrimoine et préoccupés par la situation des systèmes de retraite par répartition, ils étaient davantage enclins à épargner qu'à dépenser, se sentant menacés dans leurs revenus et leur emploi par la lenteur des restructurations industrielles. La baisse des prix de détail, due en partie à une évolution favorable de l'offre, peut avoir favorisé leur attentisme.

Pour leur part, les responsables des politiques macroéconomiques ont mis à profit la faible marge de manœuvre dont ils disposaient encore. La Banque du Japon a brièvement interrompu sa politique de taux zéro durant l'été, quand la conjoncture a semblé s'améliorer, mais l'a ensuite restaurée de fait en assignant un objectif quantitatif explicite aux réserves excédentaires des banques. Dans le même temps, elle annonçait qu'elle maintiendrait cette orientation jusqu'à ce que les prix à la consommation aient fini de baisser. Cet engagement devait aider à prolonger la diminution spectaculaire et salutaire des taux longs au second semestre. La politique budgétaire a également

contribué à soutenir l'activité, mais ce soutien s'est progressivement affaibli à mesure que les investissements déficitaires et les garanties financières de l'État paraissaient constituer à terme un fardeau pour le contribuable.

L'espoir de voir la croissance lente aux États-Unis et au Japon compensée par une accélération ailleurs ne s'est qu'en partie réalisé. Comme les États-Unis, les autres grands pays anglophones, proches de la surchauffe au premier semestre, ont ensuite connu pour la plupart une vive décélération, accompagnée de réductions des taux. Seul le Royaume-Uni a été épargné, mais, là encore, les perspectives ont finalement justifié un abaissement des taux directeurs.

Dans la zone euro non plus, la croissance n'a pas été à la hauteur des espérances, mais le ralentissement a été moins sensible. L'Europe continentale a bénéficié d'une demande intérieure assez soutenue, résultant d'un regain de confiance des consommateurs devant la hausse exceptionnellement rapide de l'emploi, et a semblé un temps préservée. Pourtant, le cours de l'euro n'est pas parvenu à inverser totalement deux années de repli. À cela s'est ajouté le renchérissement du pétrole. Ces deux facteurs ont contribué à pousser le taux d'inflation au-dessus de l'objectif de stabilité des prix de la BCE. Quand, vers la fin de la période sous revue, les indicateurs ont signalé une décélération de la croissance et une légère amélioration des perspectives d'inflation, l'Eurosystème s'est décidé à procéder à un assouplissement prudent de sa politique. En fait, les résultats récents de la discipline budgétaire ont même permis, dans plusieurs pays européens, d'alléger la fiscalité. Répondant à l'origine à des considérations structurelles, ces mesures sont venues à point nommé soutenir les perspectives de croissance grâce à leurs effets sur la demande.

Les économies émergentes ont enregistré une croissance moyenne de 6% en 2000. L'expansion a concerné la totalité des grandes régions et l'ensemble, ou presque, des principales économies. Des signes de tensions sont progressivement apparus, cependant, et les indices boursiers ont généralement chuté dans le sillage du Nasdaq. Les exportations se sont en outre ralenties, mais cette tendance a été en partie compensée, dans certains pays, par le renforcement de la demande intérieure.

La demande d'exportations de produits électroniques s'est inscrite partout en forte baisse, mais l'Est asiatique a été le plus durement touché. Les répercussions sur les cours de change ont toutefois été bien moindres qu'en 1997 pour diverses raisons: tendance à privilégier le flottement de la monnaie, soldes commerciaux généralement positifs, niveau élevé des réserves et dépendance nettement réduite à l'égard des capitaux à court terme. Économies encore relativement fermées, la Chine et l'Inde ont été moins affectées, mais elles sont restées confrontées à des difficultés internes dues à une étatisation toujours bien présente et aux problèmes budgétaires correspondants. En Amérique latine, l'incapacité persistante de l'Argentine à maîtriser le déficit de ses finances publiques a fait douter de son aptitude à assurer le service de sa dette et amené à envisager la nécessité d'une restructuration. En conséquence, les primes ont dépassé un moment 1 000 points de base sur ses obligations et se sont mises à augmenter pour

d'autres emprunteurs souverains. Ailleurs dans la région, l'accélération de la croissance a commencé à générer des tensions inflationnistes, sans commune mesure avec les excès passés, mais qui n'en ont pas moins incité plusieurs banques centrales à durcir leur orientation monétaire. De surcroît, à l'exception des producteurs de pétrole, les pays d'Amérique latine et d'Europe centrale ont suscité une inquiétude grandissante, en raison de la persistance d'amples déficits commerciaux et de leur vulnérabilité si la confiance des investisseurs étrangers venait à faillir.

Le problème de la fragilité financière

La récurrence des crises au cours des deux dernières décennies montre, à l'évidence, que les problèmes affectant le système financier peuvent engendrer des perturbations macroéconomiques et en amplifier considérablement les coûts. Les carences apparaissent à divers niveaux: établissements financiers, fonctionnement des marchés et spécificités du système financier mondial. Il n'est pas surprenant que les gouvernements, désireux d'assurer l'égalité des conditions concurrentielles et d'éviter les effets de contagion, s'emploient activement depuis quelques années à discerner les fragilités financières et à y remédier. L'apparition de doutes sur la viabilité de la croissance économique mondiale a conféré à ces efforts une dimension nouvelle.

Certaines des fragilités financières mises en lumière pendant la période sous revue ne datent pas d'hier. Au premier rang, l'incapacité de mobiliser la volonté nécessaire à une restructuration énergique des entreprises et établissements de crédit japonais. En fait, laisser fusionner de grandes banques sans exiger leur réorganisation revenait à maintenir le statu quo. Dans le même ordre d'idées, l'extension du régime d'assurance des dépôts et les tentatives réitérées des autorités pour enrayer la baisse des actions peuvent avoir incité les établissements à ne pas agir eux-mêmes avec détermination. Ces carences plus générales n'ont pu être totalement compensées par l'amélioration du contrôle des institutions financières et la proposition de nouvelles normes comptables plus contraignantes. Ailleurs dans l'Est asiatique, le réaménagement du secteur financier a généralement progressé mais demeure souvent trop timide et trop lent. Dans l'ensemble, les systèmes bancaires n'ont toujours pas recouvré leur rentabilité et la croissance du crédit est restée limitée. L'Europe centrale et l'Amérique latine se sont ouvertes de plus en plus aux banques étrangères. Si cette tendance revêt un côté positif, puisque cet apport en capitaux, technologies et compétences devrait être un facteur de stabilisation, elle apparaît préoccupante dans certains pays, car les établissements étrangers pourraient n'être guère enclins, ni suffisamment préparés, à accorder des prêts aux petites entreprises locales.

Parmi les autres inquiétudes qui se sont fait jour pendant la période examinée, quelques-unes sont moins tangibles. Il est à craindre que les banques de certains pays plus avancés dans le cycle conjoncturel, en dépit de bénéfiques et de fonds propres confortables, ne se retrouvent exposées à des risques de crédit plus élevés. Le bas niveau des provisions pour pertes sur prêts rend ces soupçons légitimes. L'ampleur des crédits consortiaux aux

sociétés de télécommunications a également donné matière à préoccupation, surtout en Europe, devant l'éloignement des perspectives de remboursement rapide par réalisation d'actifs, introduction en Bourse ou émission d'obligations. La difficulté de certains emprunteurs à renouveler leur encours de papier commercial n'a pas contribué, non plus, à calmer les esprits, car elle pourrait prélude à des tirages sur les facilités de crédit négociées antérieurement. Dans ces deux cas, la rapidité surprenante du déclassement de plusieurs sociétés jusque-là bien notées a renforcé les appréhensions.

Face notamment à ces évolutions, les banques de nombreux pays industriels ont uniformément durci leurs conditions de crédit, et les primes de risque se sont généralement élargies sur les marchés des capitaux. Le fait nouveau, cependant, est que les préoccupations entourant la qualité du crédit des établissements financiers ne semblent avoir affecté ni le fonctionnement ni la liquidité des marchés. L'explication réside en partie dans la prudence accrue des principaux opérateurs à l'égard des grands risques.

Les efforts de longue haleine visant à consolider le système financier ont été poursuivis avec détermination. Il convient de saluer, en particulier, l'action du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire qui, en étroite coopération avec les autorités prudentielles des marchés émergents et le secteur privé, a mis au point un accord sur les fonds propres établissant une plus grande différenciation en fonction du risque. Le chapitre Activités de la Banque décrit en détail ces travaux de même que les contributions des autres groupes et comités établis à Bâle. Des progrès ont été accomplis dans le même sens, sous l'égide du Forum sur la stabilité financière, pour élaborer des normes dans ce domaine ainsi que des recommandations concernant les problèmes posés par les institutions à fort effet de levier, les places franches financières et les mouvements internationaux de capitaux. C'est toutefois au niveau de la mise en œuvre des normes internationales que les avancées les plus marquantes ont été réalisées, le FMI et la Banque mondiale ayant nettement mis l'accent sur leur application concrète dans les économies émergentes et les pays industriels. Certes, la prise de conscience des problèmes ne constitue qu'un pas vers leur solution, mais il s'agit d'un pas important.

Des progrès ont aussi été enregistrés dans le domaine de la dette souveraine, avec l'aplanissement des divergences de vues sur les procédures de gestion et de résolution des crises de liquidité et d'endettement. Ces questions sont d'ailleurs redevenues d'actualité avec le soutien récent du FMI à l'Argentine et à la Turquie. Les exemples n'ont pas manqué non plus pour montrer qu'il pourrait être plus facile que prévu de mener à bien les opérations de restructuration de la dette souveraine, au moins pour les petits pays, si les clauses de sortie et de procédure collective dans les contrats obligataires étaient plus volontiers mises en œuvre. De surcroît, comme les perspectives d'un règlement ordonné des crises avec une forte participation du secteur privé se trouvent sensiblement améliorées, ces expériences ont pu aider à faire pencher la balance, ne serait-ce que légèrement, en faveur d'une approche moins interventionniste.

II. Évolution dans les pays industriels

Faits saillants

La situation macroéconomique des pays industriels s'est profondément modifiée au cours de l'an 2000. Après une forte expansion au premier semestre, la croissance de la production aux États-Unis s'est nettement ralentie par suite d'une correction des stocks et d'une diminution des investissements de haute technologie. Le ralentissement s'est rapidement propagé à d'autres pays et régions, notamment aux économies émergentes d'Asie tributaires des exportations de matériel électronique. Au Japon, la production a fléchi sous l'effet de la stagnation des ventes à l'étranger et de la faiblesse de la demande intérieure. La zone euro a mieux résisté, grâce à des entreprises moins endettées et à un système bancaire plus solide. À ce stade, cependant, les perspectives à court terme de l'économie mondiale sont des plus incertaines. La nature des gains de productivité aux États-Unis constitue à cet égard un facteur structurel déterminant. Si la vive accélération de la productivité du travail, ces dernières années, traduit une amélioration structurelle susceptible de s'étendre à d'autres pays et de dynamiser les profits, alors les chances que ce ralentissement soit bref et de faible ampleur s'en trouveront augmentées.

Une bonne surprise, l'an dernier, est venue de l'inflation, qui est restée modérée, en dépit d'une forte croissance économique au premier semestre et du renchérissement du pétrole. Elle avait généralement été inférieure aux prévisions tout au long des années 90, malgré les pressions accrues de la demande et la diminution du chômage. Même si les politiques de stabilité monétaire ont joué un rôle prépondérant en contribuant à ancrer les anticipations d'inflation, d'autres facteurs temporaires, mais susceptibles de s'inverser, ont également influé sur l'évolution des prix.

La nouvelle aggravation de certains déséquilibres financiers dans les grandes économies soulève plusieurs questions. Aux États-Unis, la désépargne du secteur privé a atteint plus de 6% du PIB, grossissant ainsi le déficit des paiements courants et mettant en cause la capacité du secteur privé de maîtriser l'accumulation de dettes correspondante. Au Japon, les préoccupations se sont concentrées sur le secteur public, plusieurs années d'augmentation constante du déficit aboutissant à un endettement supérieur à 120% du PIB. Parallèlement, l'incertitude persistante au sujet de la solidité du système bancaire et l'accroissement de l'excédent d'épargne net du secteur privé expliquent en partie pourquoi la progression de la demande intérieure est demeurée si faible. Dans la zone euro, en revanche, les soldes financiers des secteurs public et privé ont graduellement convergé vers l'équilibre.

Il convient de noter, en outre, que les taux d'investissement et d'épargne nationaux semblent peu à peu diverger, surtout en Europe. Ce constat pourrait

signifier que les marchés internationaux des capitaux se sont moins attachés aux déséquilibres extérieurs en tant que tels qu'à l'affectation des ressources par pays en fonction de la rentabilité attendue.

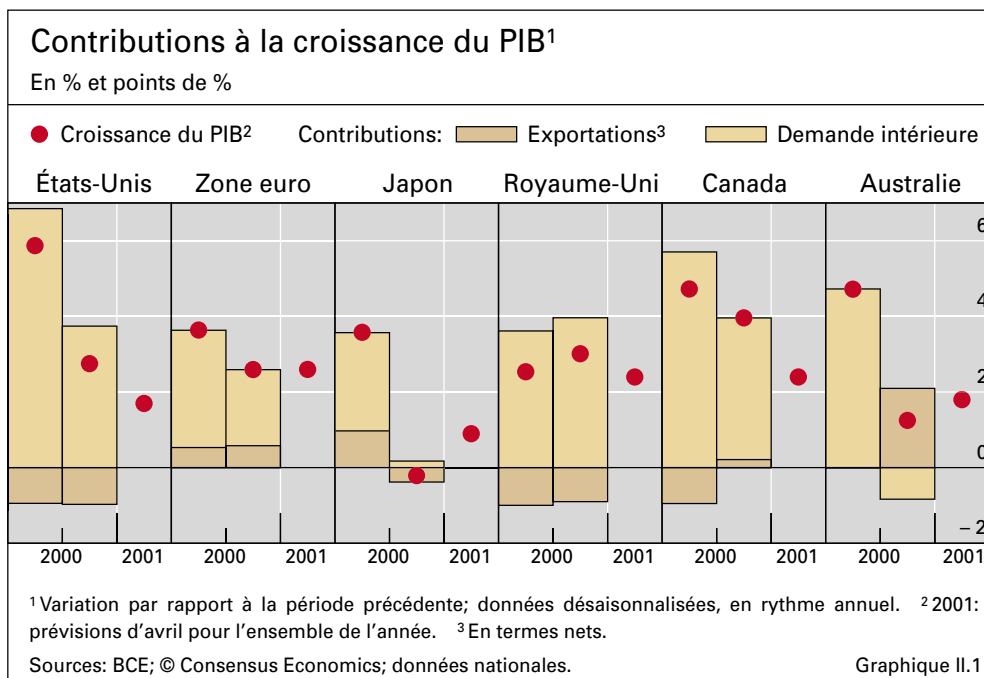
Dynamisme de l'économie au premier semestre 2000

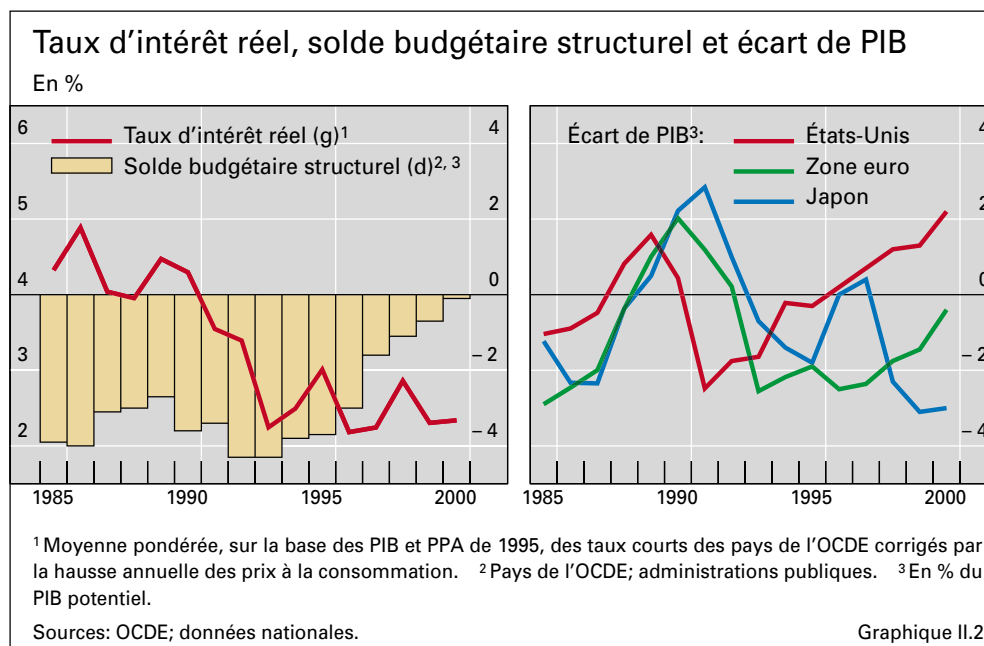
Stimulée par une demande intérieure vigoureuse, notamment aux États-Unis et dans d'autres pays anglophones, la production des pays industriels a progressé, en rythme annuel, de près de 5% au premier semestre 2000 (graphique II.1). Il s'agit là du taux le plus élevé depuis la fin de la décennie 80. Comme les années précédentes, l'accroissement de la demande américaine a essentiellement été tiré par la consommation, grâce à une forte hausse des revenus due à l'évolution favorable du marché du travail et à d'importants gains de patrimoine. Conséquence du faible coût du capital et des perspectives de hauts rendements, l'expansion de l'investissement s'est également avérée substantielle. Il en a été de même au Canada, tandis qu'en Australie la consommation et la construction résidentielle ont littéralement bondi, en prévision de la modification de la fiscalité indirecte le 1^{er} juillet. Au Royaume-Uni, la croissance a été plus modérée, mais suffisamment soutenue néanmoins pour gonfler le décalage, positif, entre le PIB effectif et son potentiel estimé. Les dépenses des ménages, favorisées par les créations d'emplois, ont été la composante la plus dynamique de la demande. L'investissement des entreprises, en revanche, s'est inscrit en repli, après sa vigueur de l'année précédente.

Forte croissance tirée par la demande américaine

La zone euro, également, a enregistré une forte croissance au premier semestre 2000. Même si son taux annuel moyen (3½%) a été nettement inférieur à celui des États-Unis, il représente une amélioration notable par rapport aux années 90. Grâce à un cours de change compétitif et à une situation mondiale favorable, les exportations nettes ont apporté une contribution positive, tout en stimulant les dépenses d'investissement. En outre, dans le contexte d'une

Croissance soutenue également en Europe continentale





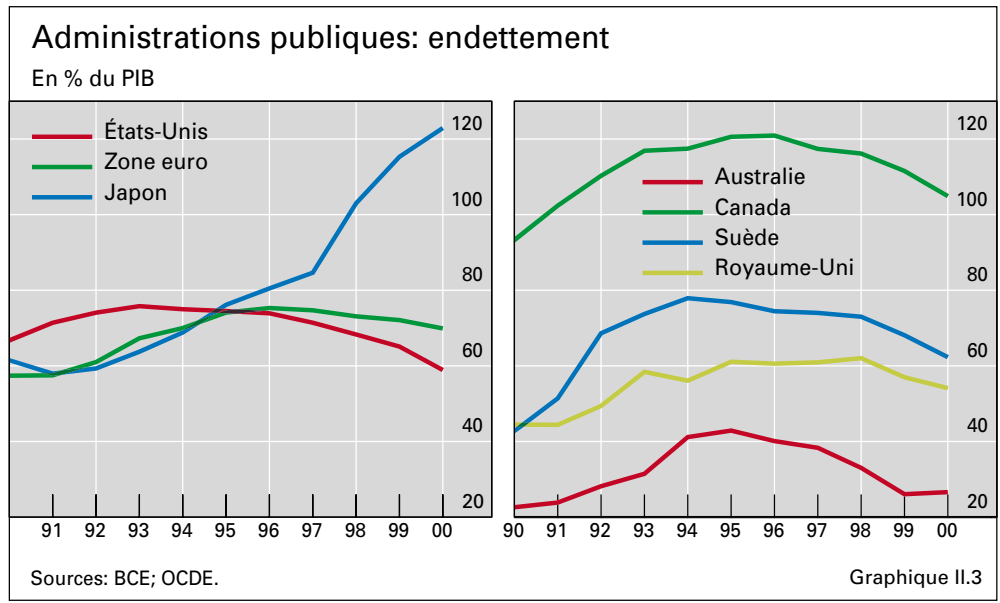
augmentation de l'emploi supérieure à 2% en rythme annuel et d'un recul concomitant du chômage, la consommation privée a aussi constitué un facteur positif. D'autres pays européens ont bénéficié d'une expansion soutenue; c'est le cas de la Suisse, notamment, avec un taux proche de 4%, les investissements des entreprises s'étant montrés particulièrement dynamiques. En Suède, l'incidence des mesures de relance budgétaire et la situation favorable du marché du travail ont permis d'enregistrer une croissance élevée. En Norvège, le redémarrage amorcé mi-1999 s'est confirmé, sous l'effet essentiellement des exportations nettes et de l'amélioration des termes de l'échange due à l'augmentation des prix du pétrole. Pourtant, avec une économie avoisinant (ou peut-être même dépassant) son niveau de plein emploi, la banque centrale a dû resserrer sa politique monétaire pour contenir les tensions inflationnistes.

Le Japon a renoué avec la croissance, après une période de récession en 1998, puis de stagnation l'année suivante. À la faveur de la bonne santé de l'économie américaine et de la forte reprise dans les pays émergents d'Asie, les exportations nettes ont contribué, à hauteur de 1%, à l'augmentation du PIB. La progression des bénéfices des entreprises a stimulé, en outre, leurs dépenses en capital fixe, notamment dans les équipements de haute technologie. L'investissement public s'est également renforcé, sous l'effet des mesures de relance adoptées vers la fin de 1999. Malgré la mise en place de mécanismes de garantie publique pour les prêts aux petites et moyennes entreprises, le crédit au secteur privé a continué de se contracter. De plus, les incertitudes persistantes au sujet des perspectives de l'emploi, conjuguées aux préoccupations concernant l'avenir des retraites, de la sécurité sociale et de l'assurance maladie, ont freiné les dépenses des ménages.

L'assainissement budgétaire et le niveau relativement bas des taux d'intérêt réels dans la plupart des pays industriels ont favorisé la croissance (graphique II.2). En dépit d'un resserrement monétaire dans les trois principales zones économiques, les taux courts sont restés peu élevés en termes réels, eu

Retour à la
croissance
au Japon

Croissance
soutenue par
le dosage
des politiques
économiques ...



égard surtout à la vigueur de la demande. Les taux longs réels n'ont été que faiblement supérieurs et se sont même inscrits en baisse durant l'année. La politique de rigueur budgétaire et le repli consécutif des ratios d'endettement public y ont certainement contribué et ont aidé à diriger l'investissement vers le secteur privé. Aux États-Unis, l'amélioration progressive du solde budgétaire a conduit à une diminution du ratio dette publique/PIB (graphique II.3). Dans la zone euro, les recettes publiques ont bénéficié du renforcement de la croissance et de rentrées exceptionnelles (en liaison, notamment, avec la vente des licences UMTS). Ces divers éléments se sont traduits par une situation budgétaire relativement équilibrée et conforme au Pacte de stabilité et de croissance, l'écart de PIB ayant été comblé, de sorte que plusieurs grands pays ont pu poursuivre leur programme de réforme des finances publiques et alléger les taux d'imposition. La réduction de la dette a également compté parmi les principales mesures d'ordre budgétaire prises par le Royaume-Uni, le Canada, l'Australie et la Suède. Au Japon, en revanche, le ratio de la dette publique n'a cessé de s'accroître et, si les taux d'intérêt sont restés bas, c'est essentiellement parce que l'épargne privée a été importante et la politique monétaire accommodante.

Les conditions favorables régnant sur les marchés des actifs et du crédit ont également joué un rôle dans le dynamisme de l'activité, notamment aux États-Unis, mais aussi au Canada, en Australie, aux Pays-Bas et en Suède. Dans tous ces pays, les gains de patrimoine ainsi que la faiblesse des taux d'intérêt nominaux ont permis aux ménages de s'endetter davantage pour financer leurs achats de biens durables et de logements.

... ainsi que par les conditions favorables sur les marchés financiers

Ralentissement au second semestre

Des signes de ralentissement sensible sont apparus au second semestre 2000 (graphique II.1). Aux États-Unis, une forte décélération s'est produite, la croissance revenant à seulement 1% au dernier trimestre. Plusieurs facteurs ont contribué à ce renversement de tendance. Premièrement, par comparaison

Ralentissement marqué aux États-Unis en raison de la hausse des prix du pétrole ...

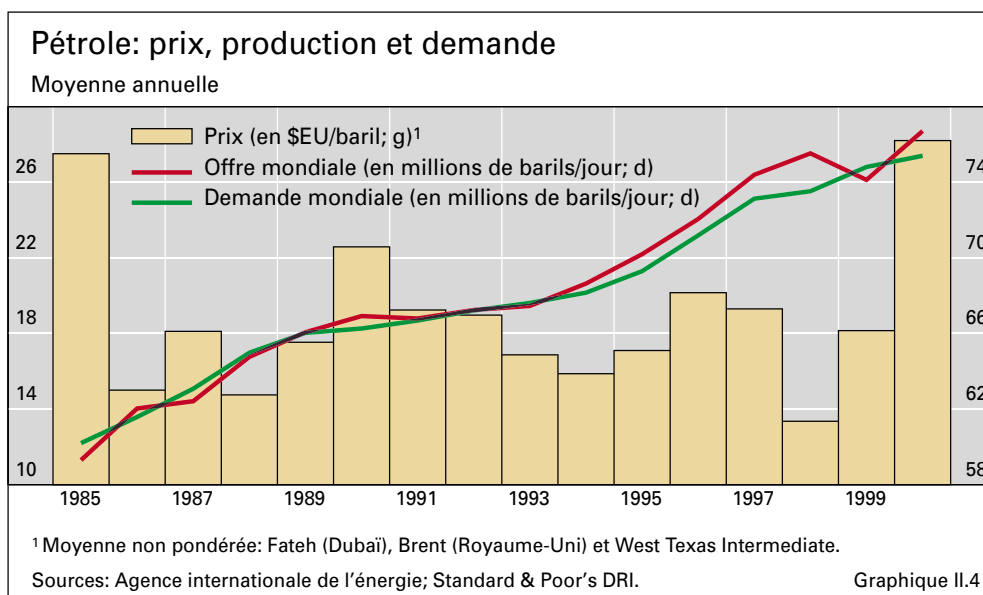
avec leurs creux de 1998, les prix du pétrole ont triplé, ce qui représente un «prélèvement obligatoire» équivalant à 1½% du PIB. Les raisons d'un tel renchérissement sont loin d'être évidentes. En effet, comme le montre le graphique II.4, l'offre mondiale de pétrole a été supérieure à la demande en 2000, par suite de la décision prise par les pays de l'OPEP d'augmenter leurs quotas de production. L'une des explications pourrait être que, après dix ans de faiblesse ou de recul de l'investissement dans le secteur énergétique, la capacité limitée de raffinage des États-Unis aurait entraîné des pénuries de pétrole léger sur le marché nord-américain. En outre, la conjonction de plusieurs facteurs peut avoir ajouté un élément de spéculation dans le prix du brut sur le marché: bas niveau des stocks, rareté des capacités de production excédentaires en dehors de l'Arabie Saoudite, flambée du prix du gaz naturel et anticipations de poursuite d'une croissance rapide aux États-Unis.

... du resserrement des conditions de crédit ...

Deuxièmement, le resserrement progressif de la politique monétaire depuis mi-1999 et le fait que le cycle économique des États-Unis donnait de plus en plus l'impression de plafonner ont entraîné une détérioration notable de la situation sur les marchés des capitaux et du crédit aux entreprises. Comme l'examine le chapitre VI, les cours des actions américaines se sont fortement repliés par rapport à leurs records de mars 2000, provoquant des pertes de patrimoine pour les ménages et une vive augmentation du coût du financement par actions. De plus, le durcissement sensible des critères d'octroi de crédit des banques est venu s'ajouter aux effets de l'élargissement des primes de risque sur les obligations d'entreprise.

... et de facteurs cumulatifs

Troisièmement, l'élément le plus important peut-être est que divers facteurs ont amplifié le ralentissement, après que l'économie américaine eut atteint son point d'inflexion. La demande de véhicules automobiles a chuté et les entreprises détenant des stocks excédentaires ont réduit leurs commandes. De plus, à mesure que les perspectives de bénéfices s'assombrissaient et que des signes de surcapacités apparaissaient, les sociétés ont révisé en baisse leurs programmes d'investissement, notamment en ordinateurs et



autres équipements de haute technologie; après neuf années d'expansion ininterrompue, les dépenses d'équipement ont même diminué au dernier trimestre 2000. En outre, les pertes de patrimoine, conjuguées à la multiplication des annonces de licenciements, ont sérieusement affecté la confiance des consommateurs et freiné la progression des dépenses des ménages.

Si la rapide détérioration de la situation économique aux États-Unis a surpris, il en a été de même pour l'ampleur et la simultanéité du ralentissement observé ailleurs. Dans certains pays, la dégradation a pu être mise sur le compte de facteurs locaux (tels que, en Australie, le tassement de l'investissement dans l'immobilier résidentiel, à la suite de l'introduction d'une taxe sur les biens et services) ou de liens commerciaux étroits avec le secteur américain de la haute technologie (comme pour les économies émergentes d'Asie: chapitre III). Dans la plupart des autres cas, pourtant, l'évolution au second semestre 2000 a montré que les canaux de propagation entre pays ont largement dépassé le cadre des relations commerciales directes.

Le ralentissement s'étend à d'autres pays ...

Le Canada a constitué un exemple frappant à cet égard. La décélération de la production au second semestre a été due apparemment au ralentissement de la demande intérieure, qui a même régressé au quatrième trimestre lorsque les entreprises ont réduit leurs stocks et leurs dépenses d'équipement. Cependant, des canaux de propagation directs mais moins visibles ont également joué un rôle. Ainsi, la hausse de l'excédent commercial s'explique essentiellement par la baisse des importations. En outre, la contraction des commandes et de la production a surtout été sensible pour les entreprises spécialisées dans la fourniture de composants aux secteurs américains (automobile et télécommunications) les plus touchés par le ralentissement.

... dont le Canada ...

Le Japon, dont le PIB a diminué au second semestre, a présenté des caractéristiques analogues. Le fléchissement des exportations aux autres pays asiatiques et aux États-Unis explique en partie le repli de l'excédent commercial. Toutefois, l'accélération des importations en volume, dans un contexte d'affaiblissement de la demande intérieure, a constitué un élément encore plus déterminant. Le tassement des dépenses des ménages a joué dans le même sens, mais le principal facteur de la détérioration de la demande intérieure a été le recul de l'investissement public. Si l'investissement des entreprises a continué de progresser jusqu'à la fin de l'année 2000, la dernière enquête *Tankan* de la Banque du Japon indique une sérieuse dégradation de la confiance des chefs d'entreprise et de leurs anticipations concernant la demande ainsi que de grosses compressions des programmes d'équipement; celles-ci pourraient encore être amplifiées par une moindre capacité, ou une plus grande réticence, des banques à accorder des prêts. Avec la multiplication des faillites, elles ont vu, en effet, le volume de leurs prêts non productifs recommencer à gonfler, tandis que leur marge de manœuvre en matière d'annulation de créances diminuait à mesure que les plus-values latentes sur leurs portefeuilles d'actions se transformaient en moins-values. Pour restaurer la capacité de prêt des banques, les autorités ont proposé un programme visant à les encourager à se défaire des crédits accordés à des entreprises en

... le Japon ...

faillite ou sur le point de l'être. Elles ont également suggéré de créer un nouvel organisme chargé de racheter jusqu'à 25% des actions détenues par les banques.

... ainsi que
la zone euro

La zone euro a aussi souffert d'un refroidissement sensible au second semestre, moins marqué toutefois qu'aux États-Unis et au Japon, et d'une ampleur très différente d'un pays à l'autre. Du fait de sa dépendance à l'égard des exportations de produits manufacturés et d'un recul patent de la consommation privée, l'Allemagne a vu l'accroissement de son PIB revenir de 4% au premier semestre à 2% au second. La confiance des chefs d'entreprise a également fléchi. En France, en revanche, l'activité économique s'est renforcée au fil des mois, la confiance des consommateurs restant élevée et les investissements des entreprises s'accéléralent. Dans ces deux pays, les chefs d'entreprise ont été confrontés à une détérioration des perspectives de croissance et à un durcissement des conditions d'emprunt après le ralentissement mondial du secteur de la haute technologie, avec un repli des actions du secteur européen des télécommunications dans le sillage des valeurs informatiques américaines. Les entreprises allemandes, davantage engagées dans l'acquisition de sociétés américaines, ont cependant été plus exposées à des pertes potentielles sur le chiffre d'affaires de leurs filiales.

Résistance de
la zone euro

Plusieurs facteurs expliquent la résistance de la zone euro par rapport aux États-Unis et au Japon. Premièrement, avec une demande intérieure vigoureuse, un endettement des entreprises maîtrisé et un secteur financier solide, la zone euro était mieux armée que le Japon pour résister à des chocs extérieurs défavorables. Deuxièmement, par comparaison avec ce pays, elle réalise moins d'échanges commerciaux avec les États-Unis et les économies émergentes d'Asie, sans compter qu'elle a probablement tiré profit du développement persistant du commerce et des flux de capitaux au sein de la zone. Troisièmement, alors que la correction boursière a été encore plus prononcée qu'aux États-Unis, elle a eu des répercussions modérées sur les dépenses des ménages et l'investissement: la proportion des ménages détenant des actions est nettement moindre et les entreprises comptent davantage sur les bénéfices non distribués et sur les banques pour financer leurs investissements. Ces différences en termes d'effets de richesse aident à comprendre pourquoi la confiance des consommateurs est restée élevée dans la zone euro. Enfin, la plupart des États membres dépendent moins de la production d'équipements de haute technologie que les États-Unis et les économies émergentes d'Asie, et n'ont enregistré qu'une faible augmentation des investissements dans les technologies de l'information. Par conséquent, à l'exception des équipements et services de télécommunications, la zone euro a été moins exposée à une éventuelle révision en baisse du stock de capital et de l'endettement des entreprises.

Évolution dans
d'autres pays

Les autres pays européens, également, n'ont subi qu'un ralentissement modéré. Malgré des signes d'affaiblissement vers la fin de 2000 et une proportion relativement élevée de ses échanges commerciaux avec les États-Unis, le Royaume-Uni a vu, en fait, sa croissance augmenter au second semestre, grâce surtout à la vigueur des dépenses des ménages et à une politique budgétaire expansionniste. En Suisse, la bonne tenue des dépenses

des ménages et la performance exceptionnelle du marché du travail ont également limité la contagion du ralentissement. La Suède a enregistré un tassement un peu plus marqué, car elle dispose d'un secteur des technologies de l'information relativement important et est davantage tributaire des exportations vers les États-Unis. En outre, plus de la moitié des ménages suédois détiennent des actions, ce qui en fait l'un des pays européens les plus exposés aux fluctuations boursières.

Inflation: comportement récent

Malgré la croissance rapide de la production et le renchérissement du pétrole, les pays industriels n'ont connu en 2000 qu'une accentuation modérée des tensions inflationnistes. L'indice des prix à la consommation est monté à 2¼%, mais l'inflation sous-jacente est restée quasiment inchangée et l'augmentation du déflateur du PIB, indicateur d'inflation le plus large, ne s'est établie qu'à 1¼%. Légèrement supérieur aux résultats de 1999, ce chiffre demeure bien inférieur à la moyenne des années 90. Aux États-Unis, l'inflation s'est inscrite un peu au-dessus de la moyenne des autres pays, tandis que, dans la zone euro, la dépréciation du change a amplifié l'effet de la hausse des prix du pétrole. Dans certains autres pays, la fiscalité indirecte a occasionné de fortes augmentations ponctuelles des prix. À l'inverse, au Royaume-Uni, l'inflation s'est située en deçà de l'objectif pendant la majeure partie de l'année. Au Japon, les prix ont continué de baisser, contribuant ainsi à la divergence des taux d'inflation entre les pays industriels observée depuis 1997.

Tensions
inflationnistes
modérées
en 2000

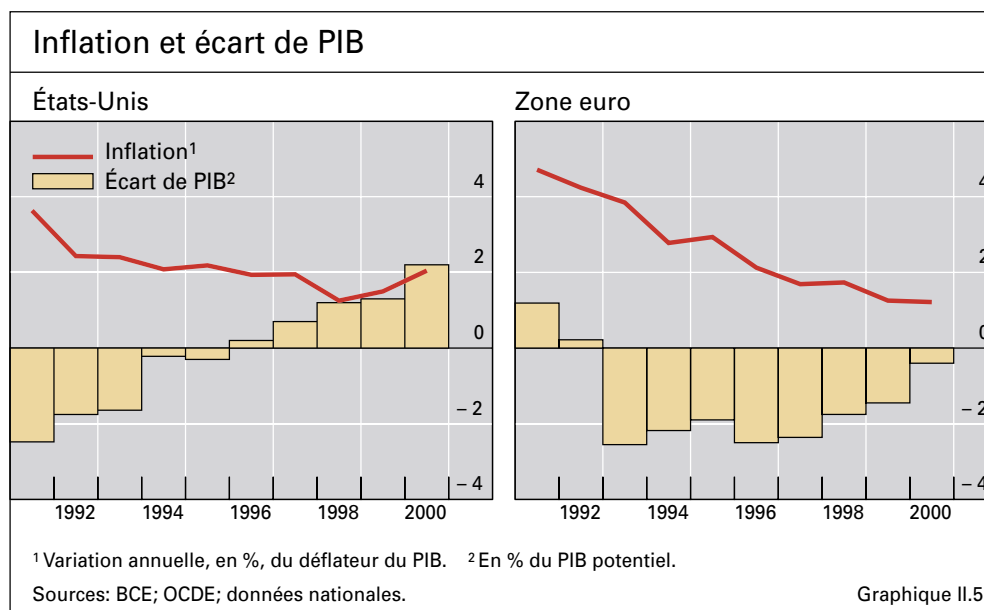
Le comportement favorable de l'inflation, l'an dernier, s'inscrit dans le prolongement d'une tendance, vérifiée tout au long des années 90, à une surestimation des prévisions de prix. En fait, le phénomène a revêtu un caractère atypique, en ce sens que l'inflation a continué à baisser dans un contexte d'expansion généralisée de l'activité et d'augmentation des tensions sur les marchés du travail (graphique II.5).

Le faible niveau de
l'inflation dans les
années 90 peut être
attribué à ...

Outre le rôle joué par les politiques monétaires, dont l'objectif primordial est la stabilité des prix, les explications des résultats récents en matière d'inflation peuvent être classées en trois grandes catégories. Première catégorie: certains facteurs affectant le processus inflationniste ont changé de façon *permanente*, de sorte que les modèles traditionnellement utilisés par les économistes pour prévoir l'inflation ne sont plus applicables. Catégorie diamétralement opposée: les modèles traditionnels restent valables, à condition de tenir compte des divers chocs d'offre *temporaires*, et éventuellement réversibles. Troisième catégorie, à mi-chemin entre les deux autres: les modèles traditionnels conservent leur validité, mais certains déterminants essentiels ont changé et entraîné des modifications prolongées (bien que non permanentes) dans l'évolution de l'inflation.

La première catégorie d'explications participe notamment de l'idée que l'influence accrue des forces du marché a amélioré, et améliore encore, l'arbitrage entre croissance et inflation. Dans un cadre moins réglementé, les courbes de la demande auxquelles sont confrontées les entreprises sont sans doute plus élastiques, ce qui les encourage ou les contraint à réduire leurs

... l'influence
accrue des forces
du marché ...



marges et, parallèlement, à intensifier leurs efforts pour abaisser les coûts. Dans le même ordre d'idées, les avancées dans le commerce électronique et la transmission des données pourraient être à l'origine de modifications du jeu de la concurrence. En fait, les fonctions d'offre sont aussi devenues plus sensibles aux variations des prix, ce qui comporte des implications durables pour leur détermination. En outre, il apparaît de plus en plus que divers changements structurels ont contribué à faire fléchir l'inflation et vont continuer dans ce sens. Ainsi, la déréglementation et les privatisations ont entraîné des baisses de prix considérables dans le secteur européen des sociétés de services d'intérêt public (notamment télécommunications et énergie). Par ailleurs, la création d'un marché unique doté d'une monnaie commune a progressivement avivé la concurrence au sein de la zone euro. De même, au Japon, l'inflation négative est souvent attribuée aux effets des restructurations et de la déréglementation ainsi qu'à l'innovation technologique et à une plus grande ouverture aux importations.

Dans la deuxième catégorie d'explications, certains avancent que le modèle traditionnel de la courbe de Phillips retrace assez bien l'évolution de l'inflation, si l'on prend en considération la forte baisse des prix des matières premières durant les années 90. D'autres insistent sur la nécessité de tenir compte de chocs supplémentaires, même temporaires, au niveau des prix ou de l'offre. Il s'agit, en particulier, de la chute des prix des ordinateurs et, pour les États-Unis pendant presque toute la dernière décennie, de la hausse modérée du coût des soins médicaux et de la correction du biais qui surestimait la mesure de l'inflation. Quelle que soit l'importance réelle de ces facteurs, il faut en conclure notamment que les chocs bénéfiques sur l'inflation ne sont que transitoires et peuvent parfaitement s'inverser. D'ailleurs, le renchérissement du pétrole depuis 1998 montre bien à quel point les avantages de chocs d'offre favorables, mais temporaires, sont appelés à se payer un jour. De même, certaines modifications du comportement des salaires, analysées ci-après, peuvent n'être que momentanées et réversibles.

... et à celle de facteurs plus temporaires

Cela contraste avec le point de vue diamétralement opposé des tenants de la «nouvelle économie», selon lequel une faible inflation reflète un changement de comportement plus profond et plus durable en matière de fixation des salaires et des prix.

Pour simplifier, les explications entrant dans la troisième catégorie attribuent la faible inflation des années 90 au recul du taux de chômage structurel (NAIRU ou taux de chômage non accélérateur de l'inflation) constaté dans plusieurs pays. La principale différence par rapport à la deuxième catégorie d'arguments tient au fait que la modification du NAIRU est jugée permanente. Le modèle d'inflation traditionnel reste valable et la réduction de l'inflation n'intervient que si le taux de chômage effectif n'a pas encore atteint le nouveau NAIRU moins élevé. Les reculs du NAIRU sont souvent attribués à une influence plus grande des forces du marché. Le fonctionnement des marchés du travail s'est nettement amélioré dans les pays anglophones et, plus récemment, dans certains pays d'Europe continentale. Aux États-Unis comme au Royaume-Uni, le taux de chômage est tombé en deçà du niveau considéré auparavant comme le seuil d'une accentuation des tensions salariales. De même, l'amélioration impressionnante de la situation de l'emploi et le repli du chômage dans les pays d'Europe continentale ne se sont accompagnés à ce jour que d'une légère augmentation de ces tensions.

D'autres explications des modifications possibles des déterminants de l'inflation se fondent sur la façon dont les technologies de l'information ont affecté les relations traditionnelles entre agents économiques. L'exemple invoqué le plus souvent à cet égard est l'accélération des gains de productivité aux États-Unis et dans quelques autres pays durant les années 90 (voir ci-après). De la même façon que pour la baisse du NAIRU, des gains de productivité accrus et durables ne réduisent l'inflation que dans la mesure où la demande au sein de l'économie n'a pas atteint le nouveau niveau, plus élevé, du potentiel de production. En outre, cette explication suppose que les anticipations de rémunérations n'augmentent pas de manière excessive et ne fassent pas progresser la demande plus vite que la production, comme cela s'est passé aux États-Unis début 2000.

Selon une dernière série d'hypothèses, l'évolution de l'inflation dépend de son niveau effectif. Plus précisément, dans un contexte de faible inflation et de politique monétaire axée sur la stabilité des prix, les anticipations sont généralement mieux ancrées, ce qui pèse sur l'inflation. De ce point de vue, si les entreprises sont moins en mesure d'augmenter leurs prix au-delà du taux d'inflation attendu et que les coûts se répercutent moins sur les prix, cela résulte principalement du caractère moins tenace de l'inflation effective. Ainsi, pendant les périodes de faible inflation, salariés et entreprises ne tiennent pas pleinement compte, dans la détermination des salaires et prix futurs, des hausses temporaires de l'inflation courante. De même, les variations de change sont davantage considérées comme momentanées et réversibles, de sorte que leur incidence sur les prix intérieurs devient moins importante. L'expérience du Canada de 1991 à 1993, de l'Italie, du Royaume-Uni et de la Suède après la crise du mécanisme de change européen de 1992, ainsi que de l'Australie au lendemain de la crise asiatique puis l'année dernière, donne à

Parmi les autres explications figurent la baisse du NAIRU ...

... l'accélération des gains de productivité ...

... et un contexte de faible inflation

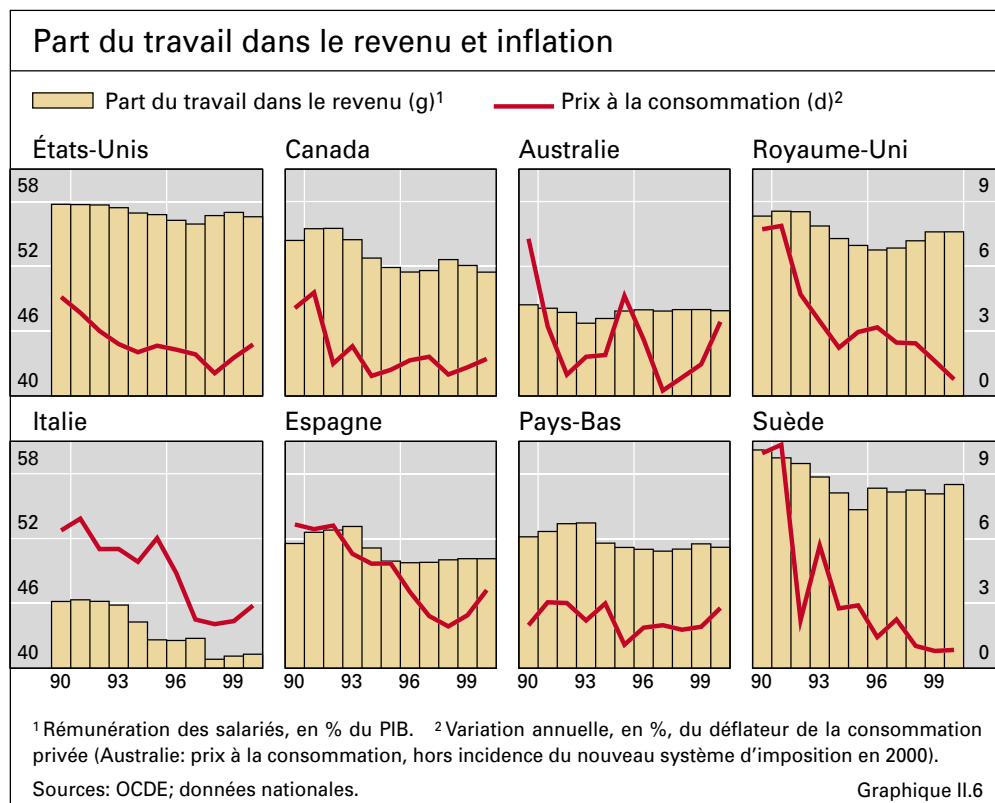
penser que cette influence est effectivement moins sensible depuis une dizaine d'années.

Pas d'explication unique ...

Ces explications montrent que l'évolution favorable de l'inflation dans les années 90 ne saurait être attribuée à une cause unique. Elle résulterait plutôt d'un ensemble de facteurs et de leur interaction. Pour de nombreux observateurs, il faut y voir essentiellement la perte de pouvoir des entreprises en matière de fixation des prix (et l'amenuisement de leurs marges) sur des marchés nationaux et internationaux de plus en plus concurrentiels. Si c'était là le seul changement, l'inflation faible et stable se serait cependant accompagnée d'une augmentation de la part du travail dans le revenu. Or, elle n'a pas varié ou a diminué pendant la majeure partie de la dernière décennie (graphique II.6). En fait, il est frappant de constater que, pour tous les pays considérés, le taux d'inflation et la part des salaires présentent une corrélation positive marquée.

... mais les modifications des rapports de force influencent la réaction aux chocs

La baisse tendancielle de la part du travail dans le revenu pourrait s'expliquer par les modifications des rapports de force sur les marchés des produits ainsi que du travail. Les vendeurs, en effet, n'y ont plus la position dominante qu'ils occupaient dans les années 70 et 80. Comme précisé précédemment, les entreprises (ou vendeurs) ne possèdent plus le même pouvoir de fixation des prix des produits. Parallèlement, les salariés ont perdu une bonne partie de leur pouvoir sur les marchés du travail, et ce pour plusieurs raisons: suppression ou assouplissement de certaines réglementations et restrictions, diminution du nombre de travailleurs syndiqués et, dans certains cas, niveau élevé du chômage. Dans un tel contexte, des chocs défavorables (comme un renchérissement des



importations) n'auraient qu'un impact modéré sur l'inflation, étant donné que les entreprises ne peuvent pas répercuter l'alourdissement des coûts et qu'elles ont le pouvoir de s'opposer aux revendications des salariés. De même, une augmentation autonome des gains de productivité engendrera principalement une baisse des prix et, partant, une hausse des salaires réels sans aucun ajustement de la croissance des salaires nominaux.

Productivité et perspectives de l'économie mondiale

Si les bons chiffres de l'inflation enregistrés aux États-Unis et dans les autres pays industriels confèrent une marge de manœuvre accrue aux politiques économiques expansionnistes, l'évolution récente de la productivité influe aussi sur la gravité et la durée de la phase actuelle de ralentissement. Trois questions paraissent essentielles. Les gains de productivité se sont-ils amplifiés ailleurs qu'aux États-Unis? Dans quelle mesure leur accélération dans ce pays a-t-elle été tirée par les investissements dans les technologies de l'information et la situation particulière du secteur des technologies avancées? Enfin, quelle est la part des facteurs cycliques dans l'explosion récente de la productivité du travail?

Questions liées
aux gains de
productivité

En ce qui concerne les autres nations industrielles, l'Australie est la seule où la productivité du travail a augmenté davantage qu'aux États-Unis de 1996 à 1999 (tableau II.1). C'est aussi, en dehors des États-Unis, le seul pays où la progression de la productivité du travail s'est accélérée au cours de cette période, par rapport à la première moitié de la décennie et aux années 80. Il convient de noter également que, dans ces deux pays, l'amélioration est

Gains de
productivité
aux États-Unis
et en Australie

Entreprises: évolution de la productivité du travail									
	Production par heure	dont:		Production par heure	dont:		Production par heure	dont:	
		Capital ¹	PM ²		Capital ¹	PM ²		Capital ¹	PM ²
	1996-99			1990-95			1981-89		
taux annuel, en % et points de %									
Australie	3,1	1,0	2,1	1,8	0,6	1,2	1,5	0,5	1,0
États-Unis	2,3	0,5	1,8	1,0	0,2	0,8	1,3	0,2	1,1
Allemagne	2,1	1,0	1,1	2,2	1,2	1,0	...	...	...
Japon	2,1	1,2	0,9	2,9	1,6	1,3	3,1	1,1	2,0
Suisse	1,9	1,0	0,9	0,7	1,2	-0,5	...	...	...
Suède	1,7	0,6	1,1	2,1	0,9	1,2	1,5	0,6	0,9
France	1,6	0,5	1,1	2,3	1,4	0,9	3,4	1,1	2,3
Royaume-Uni	1,5	0,5	1,0	1,8	0,6	1,2	3,4	0,5	2,9
Norvège	1,4	0,3	1,1	3,2	0,7	2,5	1,4	0,9	0,5
Canada	0,9	0,6	0,3	1,4	1,1	0,3	1,4	1,3	0,1
Danemark	0,9	0,6	0,3	3,7	1,3	2,4	2,5	...	...
Italie	0,7	0,8	-0,1	2,7	1,4	1,3	2,3	0,9	1,4
Pays-Bas	0,4	-0,2	0,6	2,9	0,9	2,0	3,4	...	...
Espagne	0,4	0,3	0,1	2,6	2,0	0,5	3,9	...	...

¹ Renforcement de l'intensité en capital. ² Productivité multifactorielle.
Source: *US Federal Reserve Bulletin*, octobre 2000 (sur la base de données OCDE).

Tableau II.1

essentiellement imputable au rythme apparemment accru du progrès technique, mesuré par les gains de la productivité multifactorielle (c'est-à-dire l'expansion de la production qui ne peut être attribuée à une augmentation de la quantité de travail et de capital), de sorte qu'elle devrait durer plus longtemps. Bien que son calcul dépende en partie des données utilisées (voir ci-après), la contribution du renforcement de l'intensité en capital (qui représente l'accroissement du stock de capital par travailleur) apparaît plus modeste.

Dans tous les pays de la zone euro figurant dans le tableau, l'amélioration de la productivité du travail a été moindre pendant la deuxième moitié de la décennie 90. La baisse est plus prononcée dans ceux qui ont le mieux réussi à améliorer le fonctionnement de leur marché du travail et à promouvoir l'emploi (Espagne, France, Italie et Pays-Bas). En France, les créations de postes semblent avoir été favorisées par la diminution des cotisations sociales pour la main-d'œuvre peu qualifiée. L'Espagne, l'Italie et les Pays-Bas ont réduit le coût des licenciements, jusque-là prohibitif, et facilité l'embauche de travailleurs temporaires et à temps partiel. Si ces mesures ont eu des effets salutaires, il en est résulté, en contrepartie, une augmentation marquée de l'intensité de main-d'œuvre dans la production et une baisse concomitante de l'amélioration de la productivité du travail. Les pays nordiques sont à inclure dans cette catégorie, alors que l'évolution en Suisse est plus difficile à interpréter. Ce pays est parvenu à faire revenir son taux de chômage, qui dépassait 5%, à moins de 2% en l'espace de trois ans seulement. Cependant, contrairement à ce qui s'est passé dans la zone euro, l'amélioration de la productivité du travail s'est amplifiée par rapport à la période 1990-95.

En dehors de l'effet de ces réformes des marchés du travail, la faiblesse de l'amélioration de la productivité du travail et multifactorielle dans la zone euro, par comparaison avec les États-Unis, peut s'expliquer par l'impact inégal de la révolution des technologies de l'information. Les États-Unis ont beaucoup plus profité de la production et de l'utilisation d'équipements de haute technologie que les pays de la zone euro. En outre, les avantages découlant de l'innovation ont, à l'évidence, été amplifiés par l'intensité de la concurrence sur le marché américain. En Europe, au contraire, les secteurs produisant des matériels et logiciels informatiques de même que l'emploi de biens de haute technologie en sont à un stade moins avancé et la concurrence y est moins développée. Néanmoins, en poursuivant la libéralisation de leurs marchés des produits et du travail et en reproduisant les processus d'innovation ayant cours aux États-Unis, les pays européens pourraient escompter des gains de productivité accrus à moyen terme.

Au Royaume-Uni et au Canada, la productivité du travail s'est détériorée, peut-être parce que les effets de la déréglementation l'ont emporté sur ceux de l'augmentation des dépenses d'investissement. Les gains de productivité se sont aussi ralentis au Japon, tant pendant les années 90 que par rapport à la décennie précédente. Au vu de l'atonie de la production depuis dix ans, ce phénomène n'est pas franchement surprenant. Pourtant, le fléchissement de la productivité du travail est essentiellement imputable au rythme apparemment moins soutenu des progrès technologiques (ou de la progression de la productivité

Gains de productivité moindres en Europe, mais meilleur fonctionnement des marchés du travail

La révolution des technologies de l'information

Gains de productivité dans d'autres pays

multifactorielle) et pourrait donc être appelé à durer. En revanche, la contribution du renforcement de l'intensité en capital est demeurée à peu près stable.

L'aspect essentiel de la deuxième question (rôle des technologies de l'information et des investissements dans ce secteur aux États-Unis) est que l'augmentation de la contribution du renforcement de l'intensité en capital, durant la seconde moitié de la décennie 90, est entièrement imputable aux investissements dans les technologies de l'information (tableau II.2). L'apport des autres investissements du secteur privé (structures et équipements) est resté stable à un niveau bien moindre que sur la période 1974–90. La contribution accrue du progrès technologique semble avoir été à peu près également répartie entre producteurs et utilisateurs. Parmi ces derniers, des gains de productivité particulièrement élevés ont été enregistrés dans le commerce de gros et de détail ainsi que dans le secteur financier. Inversement, ils ont diminué dans les transports et télécommunications de même que dans la fabrication de biens non durables.

La troisième interrogation, qui porte sur la place de la composante cyclique dans les gains de productivité, est peut-être la plus importante pour les perspectives à court terme de l'économie américaine. Malheureusement, elle est aussi la plus délicate. Nombre d'observateurs estiment que la croissance potentielle des États-Unis se serait accrue, pour se situer autour de 3,5–4%, contre 2–2,5% durant les années 80 et la première moitié de la décennie suivante. Comme la population active augmente d'un peu plus de 1% par an, il faudrait que l'amélioration de la productivité du travail continue de progresser à un rythme de 2,5–3%, taux qui n'a été atteint que vers la fin de la période 1995–2000. Or, pour le maintenir, il faudrait que les dépenses en capital continuent de croître à la cadence élevée enregistrée jusqu'au milieu de l'an dernier. Si le taux de croissance potentiel a vraiment été porté aux alentours de 4%, les bénéfices et les cours des actions n'en auront qu'une meilleure assise. Si la consommation des ménages venait par suite à se

Rôle des technologies de l'information et des investissements dans ce secteur aux États-Unis

Où se situe la croissance potentielle des États-Unis?

États-Unis: contribution à l'amélioration de la productivité du travail dans le secteur des entreprises non agricoles			
	1996–99	1991–95	1974–90
	taux annuel, en % et points de %		
Productivité du travail	2,6	1,5	1,4
Renforcement de l'intensité en capital	1,1	0,6	0,8
Technologies de l'information ¹	1,0	0,5	0,4
Autres formes de capital	0,1	0,1	0,4
Qualité du travail	0,3	0,4	0,2
Productivité multifactorielle	1,2	0,5	0,3
Secteurs haute technologie ²	0,7	0,3	0,2
Autres secteurs	0,5	0,2	0,1
Calculs des auteurs à partir de données du Bureau of Labor Statistics et du Bureau of Economic Analysis.			
¹ Matériel, logiciel et équipement de communication. ² Ordinateurs et semi-conducteurs.			
Source: S.D.Oliner et D.E.Sichel, «The resurgence of growth in the late 1990s: Is information technology the story?», <i>Journal of Economic Perspectives</i> , automne 2000. Tableau II.2			

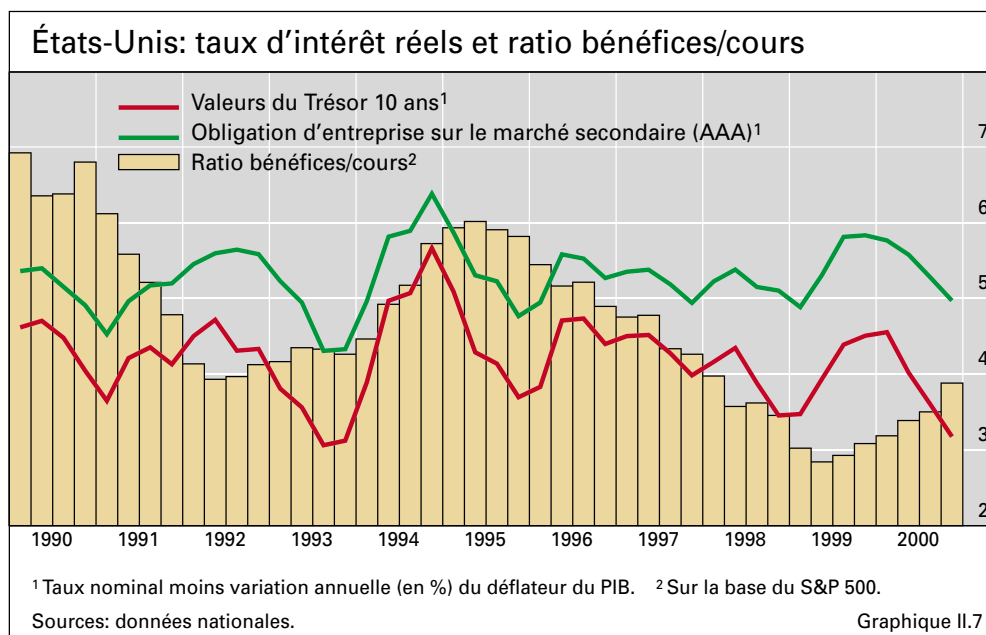
raffermir, le ralentissement actuel de l'activité aux États-Unis serait passager et se limiterait peut-être essentiellement à un ajustement des stocks. En revanche, si l'estimation précédente sur l'augmentation à long terme de la production et de la productivité est trop optimiste, il est vraisemblable que les anticipations actuelles sur la croissance des bénéfices le sont tout autant. Dans un tel scénario, la consommation comme les dépenses d'investissement resteraient déprimées et pourraient même encore diminuer.

Estimations de
la composante
cyclique

Les évaluations de la composante permanente ou tendancielle de l'amélioration de la productivité du travail, effectuées à partir des observations récentes, souffrent d'un autre problème: la possibilité que la productivité du travail n'ait été dynamisée que pour un temps par une demande conjoncturelle élevée. Ce problème apparaît clairement dans les estimations actuelles, fort différentes selon les hypothèses formulées et les méthodes utilisées. D'après des estimations du US Council of Economic Advisors, l'amélioration de la productivité du travail en 1995–2000 serait presque entièrement structurelle, ce qui justifierait les évaluations les plus optimistes sur la croissance potentielle. Par contre, quelques instituts privés en attribuent entre un tiers et la moitié aux facteurs cycliques. Les indicateurs économiques les plus récents iraient dans le sens d'une composante cyclique relativement importante. L'évolution des taux d'utilisation des capacités industrielles confère un certain crédit à la thèse selon laquelle l'investissement (en particulier dans les équipements de haute technologie) pourrait se tasser, ce qui retirerait un élément de soutien à l'expansion de la productivité du travail observée jusqu'à présent. Durant ces trois dernières années, au cours desquelles la production industrielle a progressé de 5–6% l'an, le taux d'utilisation des capacités est resté inférieur à sa moyenne à long terme; il a chuté au second semestre 2000 lorsque l'activité s'est ralentie. De plus, les difficultés de financement récentes de nombreuses sociétés naissantes de la haute technologie pourraient avoir comme conséquences, outre une contribution moindre au renforcement de l'intensité en capital, des effets négatifs sur la productivité du travail en ralentissant les progrès technologiques. Les dernières données sur ces gains de productivité justifient une certaine inquiétude. Si les gains de la productivité horaire sont restés de l'ordre de 4½% lorsque l'économie s'est affaiblie l'an dernier, ils ont en fait diminué au premier trimestre 2001. Néanmoins, étant donné la rapidité de la décélération et les contraintes pour l'ajustement de l'emploi, même dans une économie dotée d'un marché du travail souple, les tout derniers chiffres ne donnent qu'une mesure partielle et imparfaite des tendances de la productivité à long terme.

Indicateurs des
marchés financiers

Les indicateurs actuels des marchés financiers aux États-Unis semblent montrer que les investisseurs – à tort ou à raison – se sont ralliés à l'idée d'une croissance potentielle proche de 4% (graphique II.7). Depuis la correction à la baisse des ratios cours/bénéfices amorcée au début de l'an dernier, la rentabilité implicite des actions suggérerait un taux de croissance à long terme de l'ordre de 3½%, guère moins que l'estimation généralement donnée. Ce constat laisse penser que les investisseurs en actions regardent la récente révision en baisse des projections de gains comme un phénomène temporaire. Les taux longs réels posent davantage de problèmes pour se représenter la



croissance à long terme, car le résultat ne dépend pas seulement du taux nominal considéré mais aussi de la mesure des anticipations d'inflation.

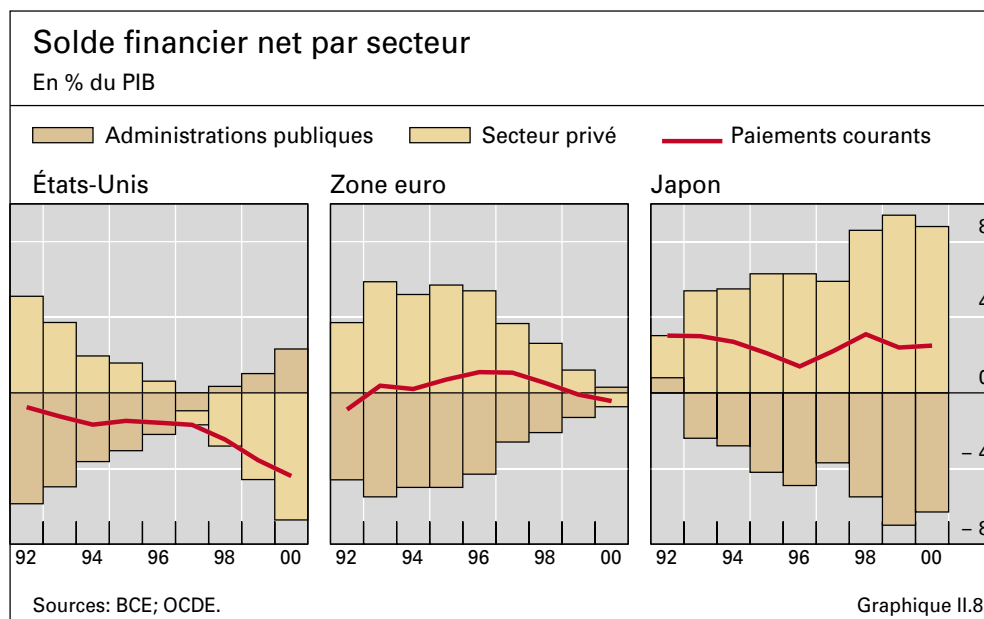
Soldes financiers, épargne et endettement

Le ralentissement de l'économie américaine au second semestre 2000 a conduit à se demander si certains excès et fragilités masqués par l'expansion rapide des années précédentes n'allaient pas apparaître en pleine lumière. Cette question doit être appréhendée sous des angles différents. L'un d'eux part de l'observation que l'épargne nette (épargne moins investissement) du secteur privé est tombée à $-6\frac{1}{2}\%$ du PIB l'an passé (graphiques II.8 et II.9), alors qu'elle avait été constamment positive pendant la décennie 80 et au début de la suivante. Même si ce déficit a été aisément financé par l'épargne publique et étrangère, il n'est pas exclu que des problèmes se manifestent. Historiquement, les années durant lesquelles l'épargne nette du secteur privé s'est repliée sensiblement en deçà de sa moyenne à long terme (et où l'expansion du crédit à ce secteur a été particulièrement vive; chapitre VII) ont généralement prélué à un freinage prononcé de la croissance du PIB (graphique II.9). Ce constat s'est vérifié au Danemark et en Norvège à partir de 1986, au Royaume-Uni, en Australie et en Finlande à la fin des années 80 et au Japon après 1990. En outre, dans certains autres pays industriels où l'épargne nette du secteur privé a été, l'an dernier, sensiblement inférieure à sa moyenne à long terme (Irlande, Pays-Bas et Espagne), les craintes de surchauffe et de déséquilibres financiers se sont aussi progressivement renforcées.

Le déséquilibre financier du secteur privé aux États-Unis est aussi remarquable par la rapidité avec laquelle il est apparu: près de 12 points de PIB depuis 1992. Le gonflement correspondant de l'endettement (graphique II.10) et la crainte qu'un accroissement moindre du revenu nominal et des liquidités n'aboutisse à des difficultés du service de la dette ont contribué, parmi

Phases de baisse sensible de l'épargne nette du secteur privé

Resserrement du crédit



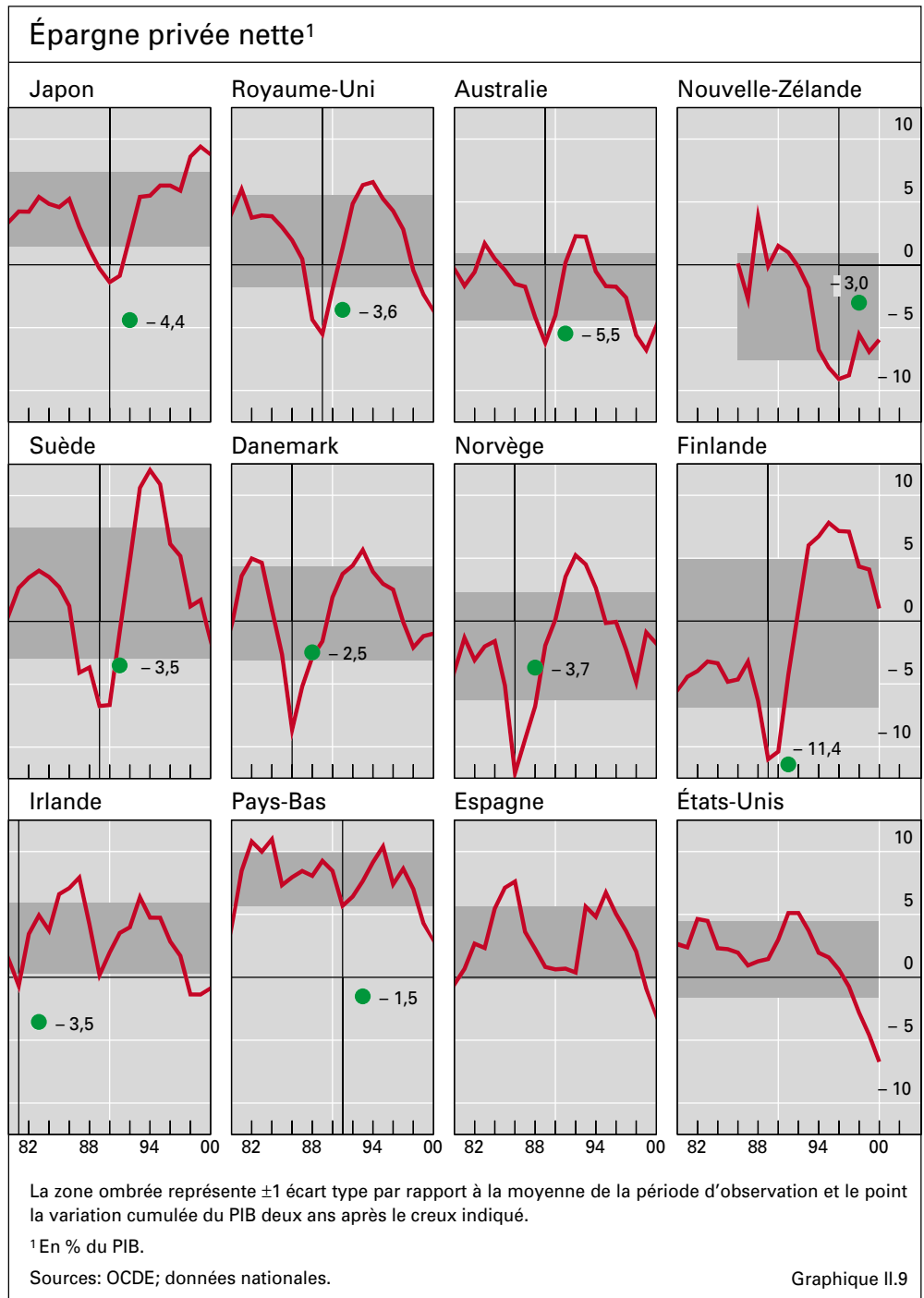
d'autres facteurs, au durcissement des conditions d'emprunt. Le pourcentage des banques ayant appliqué des normes plus strictes l'an passé est le plus élevé depuis la récession de 1990–91. Au surplus, à la fin de l'année, les primes de risque sur les obligations d'entreprise étaient plus importantes qu'à l'apogée de la crise de 1998 (chapitre VI). L'ampleur des avancées technologiques liées à la nouvelle économie, conjuguée à l'aggravation de l'endettement, a pu nourrir l'inquiétude des créanciers obligataires au sujet de la solvabilité d'emprunteurs très bien notés jusque-là. Les sociétés qui ont investi massivement dans des équipements de haute technologie se trouvent confrontées à des perspectives de profits incertaines et ne dégageront sans doute pas des recettes stables. En outre, dans un premier temps, leurs amortissements vont s'alourdir considérablement, voire brutalement, si les nouvelles technologies rendent leur stock de capital obsolète.

Épargne nationale

À l'évidence, l'évolution en termes nets de l'épargne privée et de l'endettement dans les principales économies doit être interprétée par rapport à l'évolution globale de l'épargne et de l'investissement ainsi que de leur composition par secteur. Premièrement, la part de l'épargne nationale dans le PIB des États-Unis est demeurée relativement stable pendant les années 90. Compte tenu du comportement traditionnellement procyclique de l'épargne et de la progression rapide des revenus, cette stabilité apparente pourrait masquer une détérioration sous-jacente. Il apparaît néanmoins que cette dégradation est essentiellement imputable au dynamisme des dépenses d'investissement. Cette situation contraste fortement avec ce qui s'est passé au Japon, où les incertitudes sur l'avenir ont maintenu l'épargne privée à un niveau assez élevé et empêché le taux d'épargne global de baisser autant que celui de l'investissement. La zone euro se situe dans une autre configuration, puisque les taux d'épargne et d'investissement globaux ont peu varié au cours de la dernière décennie.

Baisse généralisée de l'épargne des ménages

Deuxièmement, la baisse de l'épargne privée (et l'aggravation correspondante des déséquilibres financiers et de l'endettement) a, dans l'ensemble, été plus prononcée chez les ménages (tableau II.3). Depuis son



maximum de 1992, le taux d'épargne des ménages a fléchi de près de 9 points de pourcentage aux États-Unis et davantage encore au Canada, en Finlande et en Suède. L'endettement des ménages américains rapporté au PIB s'est accru plus fortement que celui des entreprises. Une évolution similaire s'est produite aux Pays-Bas et en Australie ainsi que, dans une moindre mesure, en Italie et au Canada. Malgré tout, la décreue des taux hypothécaires dans maints pays a aidé à limiter le coût du service de cet endettement plus élevé. De surcroît, l'endettement des ménages s'est stabilisé ou a diminué par rapport à leur patrimoine, même si, dans certains cas, cette situation peut s'être modifiée en raison de la chute récente des cours des actions.

Évolution du taux d'épargne des ménages								
	en % et points de %							
	Canada	Suède	Finlande	États-Unis	Italie	Nouvelle-Zélande	Danemark	Royaume-Uni
Maximum décennie 90 (année)	13,2 (1991)	11,5 (1993)	10,0 (1992)	8,7 (1992)	18,7 (1991)	5,5 (1991)	11,2 (1990)	11,4 (1992)
2000	3,2	2,0	0,7	-0,1	10,4	-1,9	4,2	4,4
Variation ¹	-10,0	-9,5	- 9,3	-8,8	-8,3	-7,4	-7,0	-7,0
<i>Endettement/ PIB²</i>	16,2	-4,7	-15,8	18,2	14,3	...	8,2	16,4
	Australie	Pays-Bas	Japon	Belgique	Allemagne	Espagne	Suisse	France
Maximum décennie 90 (année)	9,3 (1990)	14,9 (1995)	15,4 (1991)	18,4 (1992)	13,1 (1991)	14,4 (1993)	10,8 (1993)	16,2 (1997)
2000	3,1	9,4	11,1	14,3	9,8	11,6	8,1	15,8
Variation ¹	- 6,2	-5,5	- 4,3	-4,1	-3,3	-2,8	-2,7	-0,4
<i>Endettement/ PIB²</i>	30,0	22,4	12,6	13,5	18,8	16,0	...	-0,2

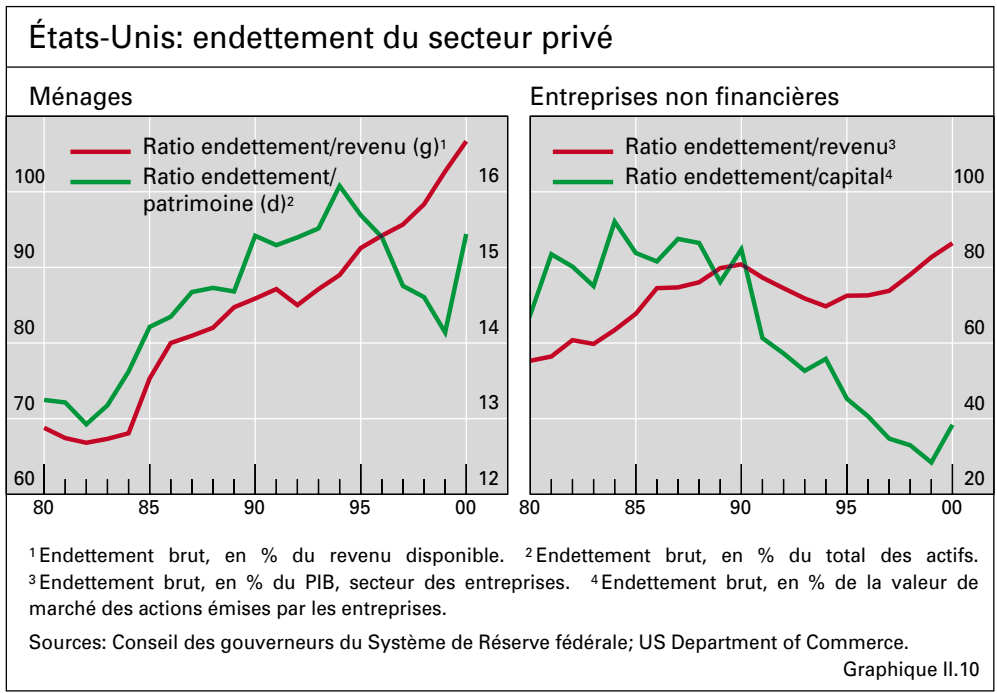
¹Du maximum de la décennie 90 à 2000. ²Variation du ratio endettement des ménages/PIB, de 1981-90 (Finlande: 1992; Danemark et Pays-Bas: 1995; Royaume-Uni: 1987; Australie: 1988; Allemagne: 1991) jusqu'à l'observation la plus récente.
Sources: OCDE; données nationales. Tableau II.3

Augmentation
de l'endettement
des sociétés
américaines

Troisièmement, alors que le ratio endettement/valeur ajoutée des sociétés américaines a été porté à un record absolu, le ratio endettement/capital s'est sensiblement replié durant la dernière décennie, en dépit d'importants rachats d'actions financés par l'emprunt (graphique II.10). Dans l'hypothèse d'un investissement excessif et de cours des actions allant au-delà des perspectives de profits, ce dernier ratio donnerait, bien sûr, une fausse image de la situation. Cependant, sur la base des valeurs comptables et non du marché, il apparaît inférieur, l'an passé, à sa moyenne à long terme. De plus, les ratios des paiements d'intérêts nets aux recettes financières et aux actifs circulants n'ont guère varié pendant les années 90. Néanmoins, une décomposition des indicateurs d'endettement et de liquidité en fonction de la taille des entreprises montre clairement que les petites sont devenues plus vulnérables; en effet, elles risquent davantage que les grandes d'être «étranglées» sur les marchés financiers, en particulier si elles n'ont pas d'antécédents à faire valoir en matière de profits.

La comparaison
avec le Japon
de la fin des
années 80 révèle
des similitudes ...

Il est intéressant de comparer l'évolution aux États-Unis depuis le milieu des années 90 et celle du Japon pendant la seconde moitié de la décennie 80. Comme le montre le tableau II.4, s'il existe des analogies, des différences significatives apparaissent également. Dans les deux cas, la croissance moyenne du PIB a augmenté par rapport aux cinq ans précédents et les gains de productivité ainsi que le rythme des progrès technologiques se sont intensifiés. De même, le poids des investissements en équipements productifs dans le PIB s'est accru, le renforcement de l'intensité en capital contribuant de façon notable à l'amélioration de la productivité du travail. Il est probable que,



dans ces deux pays, le bond de l'investissement soit dû à l'élévation de son taux de rentabilité attendu dans un environnement caractérisé par un faible coût du capital. Les taux longs réels sont restés stables ou ont fléchi pendant la phase d'expansion et, si la hausse des ratios cours/bénéfices (ou l'érosion implicite de la prime des actions) est aussi prise en compte, il est vraisemblable que le coût du capital a été très bas. Dans les deux pays, l'inflation a baissé en dépit de l'accélération de la croissance, la progression des gains de productivité et l'appréciation de la monnaie ayant freiné la dérive des coûts; le solde budgétaire s'est amélioré et l'épargne nette du secteur privé a diminué.

S'agissant des différences, la croissance, en moyenne annuelle, de la masse monétaire au sens large a dépassé celle du PIB nominal, en période de haute conjoncture, de façon plus nette au Japon (4,1 points) qu'aux États-Unis (2,6 points). En outre, les liquidités supplémentaires ont davantage stimulé les prix des actifs au Japon, notamment pour l'immobilier mais aussi pour les actions. De même, l'augmentation de l'endettement du secteur privé a été plus marquée au Japon et, comme la majeure partie de l'expansion correspondante du crédit sur la période 1986-90 est imputable aux prêts bancaires, les banques nippones ont plus accru leur exposition au risque que leurs homologues américaines entre 1996 et 2000. Cela est particulièrement vrai lorsqu'on considère la répartition par secteur des prêts, les concours accordés par les banques au Japon étant étroitement corrélés à la hausse spéculative des prix de l'immobilier. Aux États-Unis, en revanche, la progression du crédit bancaire s'explique essentiellement par les prêts aux producteurs de biens et services.

Une autre différence essentielle concerne l'évolution de la balance des paiements. Alors que l'excédent des transactions courantes et les sorties nettes de capitaux du Japon ont augmenté entre 1986 et 1990, l'expansion aux États-Unis s'est accompagnée d'un alourdissement du déficit courant et a

... mais aussi des différences ...

... notamment au niveau de la balance des paiements

États-Unis et Japon: évolution comparative					
	États-Unis		Japon		
	1991–95	1996–2000	1981–85	1986–90	1991–95
PIB en volume ¹	2,4	4,3	3,3	4,9	1,4
Productivité du travail ¹	1,4	2,7	2,3	3,4	0,8
Prix à la consommation ¹	3,1	2,5	2,8	1,3	1,4
Investissement non résidentiel/PIB ²	10,4	12,5	15,7	17,9	16,7
Taux d'intérêt réel ³	4,2	4,1	4,8	4,2	3,6
Ratio cours/bénéfices ⁴	17,5	32,4 ⁵	35,2	69,5 ⁵	86,5
Importation/PIB ²	11,1	13,2	12,5	8,1	7,5
Prix immobilier résidentiel ⁶	113	147	131	190	172
Cours des actions ⁶	187	452 ⁵	211	563 ⁵	314
Cours de change effectif nominal ⁶	99	122	129	154	208
Épargne privée nette/PIB ²	3,5	-2,8	4,7	1,6	3,7
Solde budgétaire/PIB ²	-4,5	0,1	-2,8	1,3	-1,1
Paiements courants/PIB ²	-1,0	-2,7	1,8	2,8	2,6
Entrées nettes de capitaux/PIB ^{2, 7}	0,1	3,3	-1,3	-3,6	-0,9
Taux d'épargne des ménages ²	7,2	3,1	22,0	17,6	14,0
Endettement ménages/PIB ⁸	67	74	47	61	63
Endettement entreprises/PIB ⁸	69	73	99	131	132
Masse monétaire au sens large ¹	1,8	8,7	8,3	10,4	2,1

¹ Variation annuelle moyenne, en %. ² Moyenne sur la période, en %. ³ Taux nominal dix ans moins taux annuel d'inflation (déflateur de la consommation privée), moyenne sur la période. ⁴ Fin de période. ⁵ Maximum de la dernière année. ⁶ Indice (États-Unis: 1990 = 100; Japon: 1980 = 100), fin de période. ⁷ Flux nets d'IDE et de portefeuille. ⁸ Fin de période, en %.

Sources: OCDE; données nationales; BRI. Tableau II.4

nécessité davantage de capitaux étrangers. S'il n'est probablement pas soutenable à long terme, le déséquilibre extérieur peut avoir été bénéfique, en ce sens que les entreprises américaines ont été soumises à une pression constante – sur le plan interne et à l'échelle internationale – pour améliorer leurs bénéfices et leur rentabilité. Les entreprises japonaises, aussi, ont été exposées à la concurrence, émanant en particulier des autres pays d'Asie. Néanmoins, leur priorité a consisté à rechercher à l'étranger des possibilités d'investissement intéressantes.

La baisse du taux d'investissement au Japon entre 1991 et 1995 pourrait indiquer que le boum de l'investissement, qui a porté aussi bien sur les machines que sur les structures, est allé trop loin et que la correction du stock de capital d'une durée de vie relativement longue demande du temps et des sacrifices. À l'inverse, l'expansion de l'investissement aux États-Unis a été essentiellement confinée aux équipements de haute technologie à durée de vie relativement courte; par conséquent, les excès éventuels pourront être résorbés plus promptement, même si les pertes des investisseurs et des créanciers risquent d'être lourdes.

Commerce mondial et soldes extérieurs

À la faveur de l'accélération de la croissance mondiale, dont le rythme n'a jamais été aussi élevé depuis plus de quinze ans, le commerce international s'est accru (en volume) de 13½% par rapport à 1999 (tableau II.5). Sa part dans

Ajustement du stock de capital

Commerce mondial: volume et prix				
	1991-97	1998	1999	2000
	variation annuelle, en %			
Volume	7,1	4,6	5,6	13,4
Prix (en dollars EU)	0,2	- 6,1	-1,5	-0,3
Produits manufacturés	0,1	- 1,7	-2,0	-6,2
Pétrole	-2,5	-32,1	37,5	56,9
Autres produits de base	1,8	-14,7	-7,1	1,8
Termes de l'échange				
Pays industriels	0,3	1,7	0,1	-3,4
Économies émergentes	-0,7	- 7,1	5,0	6,4

Source: FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*. Tableau II.5

la production mondiale a donc continué d'augmenter, prolongeant une tendance qui ne s'est jamais démentie depuis la dernière guerre. Dans une large mesure, elle reflète les changements affectant les processus de production des entreprises (tableau II.6). Sous l'effet de l'intensification de la concurrence sur le marché mondial des biens, ainsi que des efforts des entreprises pour récolter les bénéfices d'économies d'échelle dans leurs usines, les processus de production sont de plus en plus désagrégés, sur le plan à la fois vertical et horizontal. Chacun d'eux incorpore dorénavant un nombre croissant d'étapes intermédiaires, qui sont dispersées sur plusieurs pays et contribuent ainsi à accroître la part de ces pays dans les échanges. Grâce aux avancées technologiques et à la baisse du coût des télécommunications, davantage de services entrent également dans le champ du commerce international, ce qui concourt aussi à l'élargissement de la part du commerce extérieur. Néanmoins, et de façon assez paradoxale, la part mesurée des services dans les échanges mondiaux est demeurée remarquablement stable.

Expansion marquée du commerce mondial et de la part des échanges dans la production

Malgré le gonflement de plus en plus rapide du volume des échanges, la baisse des prix internationaux (exprimés en dollars ou DTS) des produits

Part du commerce extérieur ¹				
	1981-90	1995	1999	2000
	en % du PIB			
États-Unis	7,9	11,6	13,9	14,8
Zone euro	11,9	14,3	17,6	19,0
Japon	7,1	8,4	9,1	9,9
Royaume-Uni	22,9	28,5	33,9	35,9
Canada	23,7	35,9	43,7	46,3
Australie	13,3	18,4	20,5	21,6
Suède	28,4	37,1	45,0	47,7
Suisse	28,8	33,1	39,2	41,4
<i>Services/total des échanges</i>	<i>21,5</i>	<i>20,4</i>	<i>21,2</i>	<i>19,9</i>

¹ Moyenne des exportations et importations de biens et services, définition de la comptabilité nationale (en termes réels).
Sources: OCDE; données nationales. Tableau II.6

Trois principales zones économiques: balance des paiements									
	Paiements courants			Flux nets d'IDE et de portefeuille			Solde global ¹		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000	1998	1999	2000
	en milliards de dollars EU								
États-Unis	-217	-331	-435	174	338	487	- 43	7	52
Zone euro	35	- 7	- 32	-218	-166	-144	-183	-173	-176
Japon	120	109	118	- 63	- 36	- 60	57	73	58

¹ Somme des deux postes précédents.
Sources: BCE; données nationales. Tableau II.7

Poursuite de la baisse des prix des produits

manufacturés observée tout au long de la décennie 90 s'est poursuivie l'an dernier, confirmant ainsi l'amenuisement du pouvoir de fixation des prix des entreprises sur le marché mondial des biens. Du fait de la flambée des prix du pétrole et de la remontée des cours des autres matières premières, les termes de l'échange des pays industriels se sont dégradés. Inversement, l'évolution des prix du commerce extérieur a sensiblement stimulé, en termes réels, les recettes des pays exportateurs de pétrole et de métaux.

Détérioration du solde extérieur de la zone euro

S'agissant de l'évolution des soldes extérieurs, l'un des faits les plus surprenants de ces dernières années est la détérioration de la balance des paiements courants de la zone euro qui, d'un excédent d'environ \$70 milliards en 1997, est devenue déficitaire de plus de \$30 milliards en 2000 (tableau II.7). Au cours de la période 1997-99, où l'accroissement de la demande était relativement faible dans la zone euro, l'augmentation des importations (en termes nominaux et réels) a été de loin supérieure à celle des exportations. L'an passé, en outre, alors que la dépréciation de l'euro a contribué notablement à stimuler les ventes à l'étranger, la valeur des importations s'est accrue encore plus rapidement sous les effets conjugués du renchérissement du pétrole et de la baisse du cours de change. L'Italie entre approximativement pour un tiers dans cette dégradation depuis 1997, en raison de pertes substantielles de parts de marché à l'exportation et d'une assez forte dépendance à l'égard du pétrole importé, l'Allemagne et l'Espagne représentant quelque 20% dans chaque cas. Pour l'Allemagne, les mauvais résultats sont dus essentiellement à l'alourdissement du déficit des soldes des

Relation entre épargne et investissement (estimations) ¹				
	α	β	R ²	$\Sigma Bdp/P$
1980-1989	10,5**	0,58**	0,62	2,3
1990-1995	9,3**	0,56**	0,68	2,0
1996-2000	17,2**	0,19*	0,08	3,6
2000	21,9**	0,01	-0,05	4,9

¹ La relation est estimée, sur 22 pays industriels, par l'équation $I/P = \alpha + \beta(E/P)$ où I/P et E/P représentent respectivement l'investissement global et l'épargne globale par rapport au PIB moyen sur les années indiquées dans la première colonne. $\Sigma Bdp/P$ est le ratio moyen balance des paiements/PIB, calculé sans tenir compte du signe; * et ** indiquent respectivement les niveaux de signification de 90% et 99%. Tableau II.8

services et des investissements, tandis que l'accroissement du déficit commercial de l'Espagne résulte d'une expansion exceptionnelle des importations.

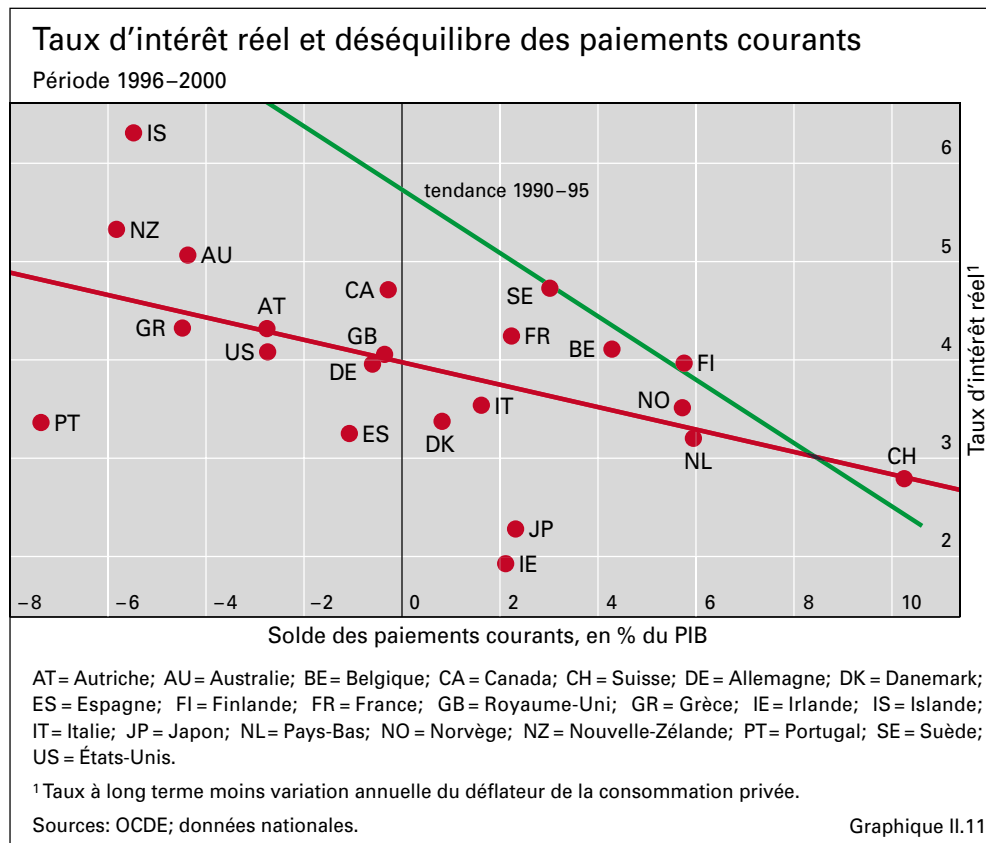
Le Royaume-Uni a également enregistré une détérioration marquée de ses paiements courants (2¼% en termes de PIB depuis 1997), imputable pour l'essentiel au gonflement du déficit commercial. À l'inverse, le solde courant du Canada et de la Norvège s'est respectivement amélioré de 3½% et de 8¼% du PIB. Dans ce dernier cas, cette performance est principalement due au renchérissement du pétrole, le Canada, pour sa part, ayant bénéficié d'une forte expansion de la demande aux États-Unis, d'une évolution favorable des termes de l'échange et d'une diminution de ses paiements d'intérêts nets.

Il est intéressant, et même étonnant, de constater que la relation historique entre les taux nationaux d'investissement et d'épargne paraît s'être modifiée ces dernières années. Ainsi que le montre la baisse des coefficients de régression estimés, tombés d'environ 0,6 pendant les années 80 et au début de la décennie suivante à seulement 0,2 pour la seconde moitié des années 90 (tableau II.8), les ratios d'investissement se sont progressivement démarqués des ratios d'épargne. Comme cette évolution a eu sa contrepartie dans l'aggravation sans précédent des déséquilibres des paiements courants, il convient de s'interroger sur ses causes.

L'une des raisons possibles de ce phénomène serait que, à mesure que les déficits budgétaires se sont réduits, les marchés sont devenus moins soucieux des déséquilibres extérieurs. Deuxièmement, si la marche vers l'union monétaire en Europe a sensiblement renforcé les échanges au sein de

Le relâchement de la corrélation, au niveau des pays, entre épargne et investissement ...

... peut être la conséquence de l'union monétaire ...



Solde des paiements courants des principaux groupes de pays					
	1997	1998	1999	2000	Variation 1997–2000
	en milliards de dollars EU				
Pays industriels	78	–33	–198	–298	–376
Pays émergents d'Asie	26	114	112	88	62
Amérique latine	–67	–90	– 56	– 48	19
Moyen-Orient et Afrique	– 2	–49	– 9	58	60
Économies en transition	–24	–28	– 2	27	51
Total	11	–86	–153	–173	–184

Source: FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*. Tableau II.9

la région, elle s'est accompagnée d'une aggravation notable des déséquilibres des transactions courantes des pays membres. Ceux-ci expliquent pour près de moitié, en effet, la dégradation globale constatée entre 1990–95 et 1996–2000.

... de marchés
des capitaux plus
accommodants ...

Une troisième explication, liée à la précédente, est que l'évolution des paiements courants aurait été induite ou facilitée par l'expansion spectaculaire des flux transfrontières d'investissement et de portefeuille. Cela vaut tout particulièrement pour les mouvements de capitaux à l'intérieur de la zone euro, mais aussi entre les trois grandes zones économiques du monde. Comme le montre le tableau II.7, les entrées nettes aux États-Unis au titre de l'investissement direct étranger et des flux de portefeuille à long terme se sont accrues parallèlement à l'aggravation du déséquilibre des transactions courantes au cours des trois dernières années. Le solde global du Japon a aussi été relativement stable, tandis que le déficit de la zone euro a progressivement diminué, malgré la détérioration des paiements courants. L'hypothèse selon laquelle les marchés internationaux des capitaux accepteraient mieux des déséquilibres épargne/investissement est corroborée par le fait que la sensibilité des taux d'intérêt réels aux déséquilibres des paiements courants paraît s'être atténuée pendant les années 90 (graphique II.11). En d'autres termes, il semble que les différentiels de taux d'intérêt réels ou de taux de rentabilité escomptés, nécessaires pour acheminer l'excédent d'épargne vers les pays à déficit courant présentant des possibilités d'investissement intéressantes, se soient réduits par rapport aux périodes antérieures.

... ou d'une
augmentation de
l'écart statistique
mondial

Il existe néanmoins une quatrième possibilité: la rupture apparente de la relation entre épargne et investissement pourrait être la principale conséquence d'erreurs de mesure dans les statistiques mondiales des balances des paiements. L'émergence d'un ample déficit dans le solde agrégé des paiements remonte, à tout le moins, au début des années 80. Il est particulièrement important depuis 1997, puisque seulement la moitié environ de la détérioration du solde total des pays industriels est la contrepartie d'une amélioration ailleurs (tableau II.9). Cependant, l'expérience montre également que, au fur et à mesure que les données deviennent plus complètes et qu'un nombre croissant de pays déclarent leurs transactions externes, l'écart

a tendance à se rétrécir par rapport aux prévisions et estimations initiales. Par conséquent, l'accentuation de l'écart ressortant du tableau pourrait se révéler exagérée, ce qui signifierait que le solde extérieur global des pays industriels est peut-être relativement meilleur que ne l'indiquent les données actuelles, mais aussi que la relation récente entre investissement et épargne dans le monde correspond davantage aux schémas antérieurs.

III. Évolution dans les économies émergentes

Faits saillants

La plupart des économies émergentes ont enregistré de bons résultats macroéconomiques l'an passé, bien qu'elles aient été progressivement touchées par le ralentissement dans les pays industriels. L'expansion globale, à son plus haut niveau depuis quatre ans, a été particulièrement vive dans les pays d'Europe centrale et orientale (Peco) ainsi qu'en Amérique latine (tableau III.1). Les progrès d'ensemble se sont accompagnés d'une remarquable convergence des taux de croissance dans les Peco où, pour la première fois depuis leur changement de régime, ils ont tous été positifs.

L'avancement des réformes structurelles, en revanche, a fortement varié selon les cas. En Amérique latine, le renforcement du secteur bancaire s'est poursuivi grâce à des fusions, des privatisations et une présence accrue des banques étrangères. De nouveaux processus législatifs ont cherché à améliorer la viabilité de la politique budgétaire, mais ils n'ont pas encore été mis à l'épreuve. En Europe centrale et orientale, seuls quelques pays ont pu réduire le chômage structurel, tandis que la récente crise turque a démontré, une fois encore, que la faiblesse du secteur bancaire peut entamer la confiance dans les politiques macroéconomiques. En Asie, des mesures ont été prises pour remédier à certaines carences structurelles dévoilées par la crise de 1997-98. Le ralentissement mondial en cours permettra d'en vérifier l'efficacité.

L'excédent total des paiements courants a progressé, avec toutefois de fortes disparités interrégionales. En Afrique, l'amélioration est essentiellement attribuable à l'augmentation des prix pétroliers ainsi qu'au renchérissement des matières premières hors pétrole. En Amérique latine aussi, les exportateurs de pétrole ont bénéficié de la hausse des prix, mais cette évolution masque une aggravation des déficits courants due à une vive poussée de la demande intérieure. Le dynamisme des exportations vers l'Europe occidentale a atténué le déficit extérieur dans la plupart des pays d'Europe centrale, malgré l'alourdissement de la facture pétrolière. Dans leur majorité, les économies asiatiques, en revanche, ont vu leur excédent extérieur diminuer, en raison non seulement d'une importante consommation d'énergie, mais aussi d'une moindre progression des recettes d'exportations en fin d'année.

Malgré l'accélération de la croissance et la hausse des prix pétroliers, l'inflation a fléchi, s'inscrivant juste au-dessus de 6% en moyenne. En Asie, elle est, à moins de 2%, plus basse que dans les pays industriels. Les pays d'Amérique latine ont, quant à eux, confirmé les résultats impressionnants obtenus dans la seconde moitié des années 90. La maîtrise de l'inflation est

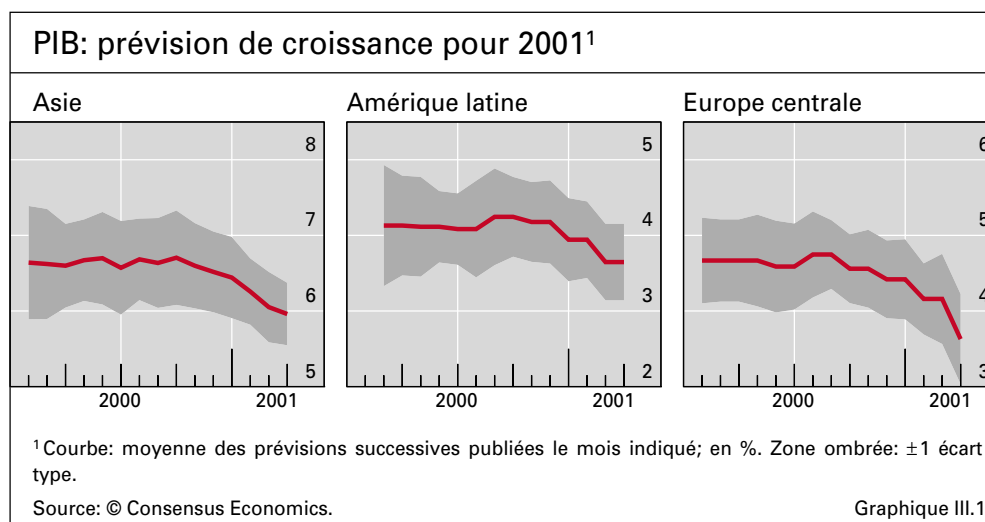
l'un des succès les plus remarquables des économies émergentes ces dernières années (section finale du chapitre). Elle résulte essentiellement du renforcement de la discipline budgétaire, de l'adoption de politiques monétaires axées en priorité sur la stabilité des prix ainsi que de mesures structurelles visant à intensifier la concurrence nationale et internationale. En outre, une dynamique vertueuse s'est installée quand les prix ont commencé à s'assagir, permettant de consolider les acquis et de poursuivre la

Croissance, inflation et solde des paiements courants									
	PIB réel			Prix à la consommation			Solde des paiements courants		
	1993-98	1999	2000	1993-98	1999	2000	Moyenne 1993-98	1999	2000
	variation annuelle, en %						en % du PIB		
Asie ¹	7,5	6,1	7,0	9,6	2,2	1,9	0,5	4,1	2,9
Chine	10,5	7,1	8,0	11,9	-1,4	0,3	1,6	1,6	1,5
Hong-Kong	3,2	3,1	10,5	6,7	-4,0	-3,6	-0,4 ²	5,2 ²	4,7 ²
Inde	6,4	6,6	6,0	7,6 ³	3,5 ³	5,3 ³	-1,1	-0,6	-1,0
Corée	4,7	10,9	8,8	5,4	0,8	2,3	-0,1	6,0	2,4
Singapour	8,0	5,4	10,0	1,7	0,5	1,5	17,1	25,3	23,6
Taiwan	6,0	5,6	6,0	2,7	0,2	1,3	2,7	2,9	3,0
Indonésie	3,2	-0,1	4,8	15,4	20,5	3,7	-1,8	4,1	7,2
Malaysia	6,3	5,8	8,5	3,7	2,7	1,5	-3,4	15,9	9,2
Philippines	3,6	3,4	4,0	8,0	6,7	4,3	-3,5	10,3	12,4
Thaïlande	3,2	4,2	4,3	5,6	0,3	1,5	-3,6	10,2	7,6
Amérique latine ¹	3,6	0,2	4,4	73,4	9,1	6,7	-3,1	-3,1	-2,1
Argentine	4,5	-3,0	-0,5	3,2	-1,2	-0,9	-3,6	-4,4	-3,3
Brésil	3,5	0,8	4,5	213,4	4,9	6,0	-2,6	-4,7	-4,2
Chili	6,9	-1,1	5,4	8,5	3,4	3,8	-4,5	-0,1	-1,4
Colombie	3,7	-4,3	2,8	21,1	11,2	9,5	-5,0	-0,0	0,2
Mexique	2,7	3,7	6,9	19,9	16,6	7,9	-3,5	-2,9	-3,1
Pérou	5,9	1,4	3,6	17,7	3,5	3,8	-6,2	-3,5	-3,0
Venezuela	1,1	-6,8	2,8	56,1	23,6	16,2	2,6	3,6	11,1
Europe centrale ¹	4,2	3,1	4,0	20,6	6,5	8,7	-2,6	-5,9	-5,4
Hongrie	2,4	4,5	5,2	20,9	10,0	9,8	-5,6	-4,3	-3,3
Pologne	5,6	4,1	4,1	24,1	7,3	10,1	-1,2	-7,5	-6,2
République tchèque	1,6	-0,8	3,1	11,2	2,1	3,9	-3,6	-3,0	-4,8
Russie	-5,6	5,4	8,3	151,9	85,7	20,8	2,2	13,5	19,0
Turquie	4,7	-5,0	6,1	84,8	64,9	54,9	-0,9	-0,7	-4,8
Arabie Saoudite	1,0	0,4	4,1	1,2	-1,6	-0,8	-5,8	0,3	10,1
Afrique	3,0	2,5	3,0	19,7	5,7	4,2	-11,1 ⁴	-12,1 ⁴	0,8 ⁴
Afrique du Sud	2,5	1,9	3,2	8,3	5,2	5,3	-0,8	-0,5	-0,4
Zone CFA	3,4	2,4	2,6	9,2	1,4	1,8	-6,0	-5,3	-4,5
<i>Pour mémoire:</i>									
<i>Pays G7</i>	2,6	2,9	3,8	2,1	1,3	2,3	-0,0	-1,1	-1,6

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; OCDE; données nationales; estimations BRI.

Tableau III.1



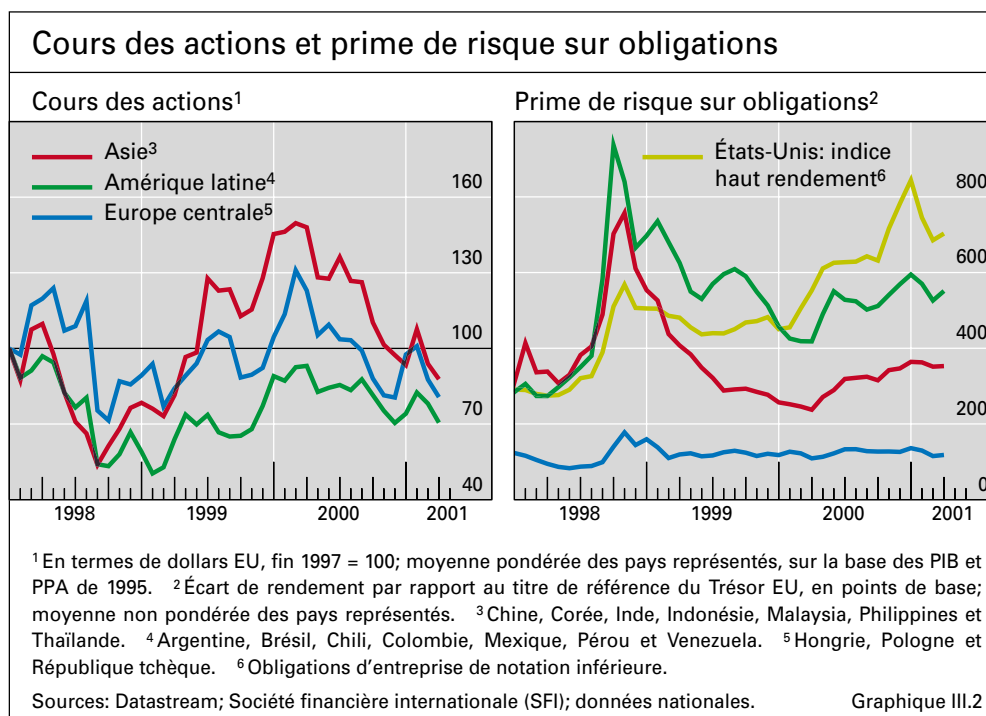
désinflation. La maîtrise de l'inflation reste néanmoins une tâche ardue dans la plupart des cas.

Au fil des mois, le ralentissement touchant les pays industriels s'est fait de plus en plus sentir. Il apparaît à présent que la chute des cours des actions en début d'année annonçait un renversement du cycle mondial dans l'électronique. En fin d'année, la croissance a nettement faibli dans les pays les plus tributaires d'exportations de tels produits et les perspectives à court terme ont été revues à la baisse dans la plupart des économies émergentes (graphique III.1). L'horizon est particulièrement incertain en Argentine, en Indonésie et en Turquie, en raison d'une confiance réduite dans les politiques suivies. À court terme, la croissance dépend non seulement de l'exposition à l'évolution des échanges mondiaux, mais aussi des conditions financières internationales. Alors que le renversement du cycle de l'électronique a exercé des effets très marqués dans les économies émergentes d'Asie, les pays d'Amérique latine sont plus sensibles aux développements sur les marchés internationaux des capitaux, étant donné l'ampleur de leurs déficits courants et de leurs besoins de financements externes. Du fait de leur moindre dépendance envers les entrées de capitaux et de la destination géographique de leurs exportations, les perspectives des pays d'Afrique et des Peco sont surtout déterminées par la croissance en Europe occidentale.

Marchés des capitaux et flux de financements

L'an dernier, les économies émergentes ont généralement obtenu des résultats satisfaisants, malgré des conditions financières souvent changeantes et défavorables. La chute des cours des actions sur les grandes places, en mars 2000, s'est rapidement fait sentir sur les marchés boursiers émergents (graphique III.2). À l'exception majeure de la Chine, les marchés asiatiques ont été durement touchés: beaucoup ont vu dans le repli de l'indice Nasdaq le signal d'une contraction de la demande de produits électroniques et, partant, des recettes d'exportations des pays spécialisés dans ce secteur (tableau III.2).

Détérioration
des conditions
financières en
cours d'année ...



Ça et là, les préoccupations suscitées par la lenteur des réformes dans le secteur financier et les entreprises ont accentué la baisse des actions, notamment en fin d'année, lorsque plusieurs pays ont enregistré des sorties nettes au titre de l'investissement de portefeuille.

L'évolution des marchés du crédit dans les pays industriels a également influencé les conditions appliquées aux économies émergentes. Au printemps et en fin d'année, les primes de risque sur les emprunts souverains se sont fortement accrues, surtout pour les pays caractérisés par une dette extérieure importante, des problèmes budgétaires ou un secteur bancaire fragile (chapitre VI). Elles ont toutefois moins augmenté, en général, que les primes sur obligations d'entreprise à rendement élevé, les investisseurs jugeant le risque de défaillance bien inférieur. Les revirements du sentiment du marché ont aussi pesé sur les flux de capitaux nets (tableau III.3). Le durcissement des conditions financières au quatrième trimestre a freiné les émissions obligataires et, plus encore, les entrées nettes de fonds placés en actions.

... et entrées nettes de capitaux inférieures aux niveaux antérieurs à la crise ...

	Corée	Hong-Kong	Malaysia	Singapour	Taiwan	Thaïlande
1995-1996	0,16	0,32	0,05	0,11	0,05	0,19
1999-2000	0,45	0,55	0,25	0,40	0,27	0,32
	Afrique du Sud	Argentine	Brésil	Chili	Mexique	Pologne
1995-1996	0,02	0,06	0,01	-0,08	0,07	0,18
1999-2000	0,36	0,23	0,44	0,23	0,38	0,34

¹ Cours en monnaie nationale; corrélation calculée sur deux ans à partir de séries hebdomadaires.

Sources: SFI; données nationales. Tableau III.2

Économies émergentes: entrées nettes de capitaux privés				
	1997	1998	1999	2000
	en milliards de dollars EU			
Par instrument				
Investissement direct étranger	145	151	150	144
Investissement de portefeuille	43	1	22	25
Divers	-68	-99	-102	-136
Par région				
Asie	13	-47	1	- 2
Amérique latine	68	62	40	39
Afrique	17	11	13	9
Europe centrale et orientale	3	19	13	3
Divers	19	8	4	- 16
Total	120	53	70	33
<i>Pour mémoire: variation des réserves¹</i>	-62	-35	- 86	-120

¹ Un signe moins indique un accroissement.
Source: FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*. Tableau III.3

Comme l'investissement direct étranger (IDE) a également diminué, les entrées nettes de capitaux privés sont tombées, en 2000, à des niveaux beaucoup plus bas qu'avant la crise asiatique.

... surtout en termes d'endettement

Certains observateurs ont attribué la contraction de l'endettement à une volonté de désengagement des créanciers après la série de crises des années 90. Une interprétation plus favorable est néanmoins concevable. Sur les deux dernières années, les taux d'intérêt nationaux ont diminué, le régime de change flottant s'est généralisé et des réformes ont progressivement accru l'offre de financements internes. En conséquence, les emprunteurs émergents ont peu à peu délaissé les marchés internationaux pour des ressources domestiques en monnaie locale. Des modifications structurelles de l'offre de crédit sont également intervenues. Les banques internationales ont, notamment, renforcé leur présence en acquérant des institutions locales, ce qui a entraîné une diminution des prêts transfrontières. Enfin, en Asie, l'accumulation d'excédents courants confortables a permis de reconstituer les réserves de change et de réduire l'endettement extérieur à court terme.

Répartition régionale quasiment inchangée

Pour les capitaux privés, la répartition régionale des mouvements nets a peu varié l'an dernier. Les flux vers l'Asie sont encore pratiquement nuls, principalement à cause d'une intensification des remboursements de dettes. L'IDE a également diminué, car la baisse des entrées en Asie du Sud-Est a largement contrebalancé la hausse en Chine (consécutives à l'adhésion prochaine à l'OMC) et en Corée (liée à la libéralisation des opérations en capital). En Amérique latine, les apports nets sont restés stables, tandis qu'en Europe centrale et orientale comme en Afrique ils se sont contractés par rapport à l'année précédente. Bien qu'en léger recul, l'IDE demeure la source de financement la plus régulière pour les économies émergentes. Sa distribution n'a guère changé et marque toujours une forte concentration: cinq pays (Argentine, Brésil, Chine – y compris Hong-Kong –, Mexique et

Corée) ont drainé les deux tiers du total, alors que l’Afrique (50 pays) en a reçu moins de 5%.

Asie

Croissance et secteur extérieur

En 2000, la croissance a été vive en Asie, dépassant généralement les attentes. Elle a atteint 7% en moyenne, avec des taux particulièrement élevés en Corée, à Hong-Kong et à Singapour, en dépit du renchérissement du pétrole, qui a sans doute amputé de ½–1% le revenu réel dans les pays importateurs. Même l’Indonésie et les Philippines affichent une progression significative, malgré les incertitudes politiques et les troubles sociaux. Les sources de la croissance varient selon les pays (tableau III.4). En Chine et en Inde, deux grandes économies relativement fermées, la demande intérieure est restée le moteur essentiel. En *Chine*, l’activité a été stimulée par des mesures budgétaires et une politique monétaire accommodante. Les investissements publics ont augmenté et la consommation a été encouragée de diverses manières (relèvement des salaires du secteur public, introduction d’une taxe sur les revenus d’intérêts). Cependant, l’anticipation d’une compression des effectifs et d’une diminution des avantages sociaux dans les entreprises d’État a incité les ménages à renforcer leur épargne de précaution. L’investissement privé ne s’est accru que modérément, malgré la progression de l’IDE.

En *Inde*, la croissance s’est quelque peu ralentie, en raison des intempéries qui ont pénalisé le secteur agricole et du tassement des services. Elle a aussi été affectée par la hausse des prix pétroliers et un séisme de forte amplitude. Le dynamisme des exportations, qui ont connu leur plus vive progression depuis 1997, a partiellement compensé la modération de la demande intérieure et soutenu la roupie, affaiblie par l’alourdissement de la facture pétrolière. Les autorités monétaires ont tenté de stopper la dépréciation, en relevant les taux d’intérêt et en mobilisant les

Reprise
supérieure
aux attentes ...

... y compris en
Chine

Ralentissement
en Inde

Demande intérieure (DI) et exportations nettes (EN)										
	Contribution, en points de %, à la croissance du PIB									
	Chine		Corée		Inde		Indonésie		Hong-Kong	
	DI	EN	DI	EN	DI	EN	DI	EN	DI	EN
1994–98	8,6	1,3	0,5	3,9	7,2	-0,4	3,1	-0,5	3,5	-1,1
1999	7,4	-0,3	11,9	-1,0	6,1	0,3	-2,7	3,0	-5,0	8,1
2000	7,5	0,5	5,3	3,5	5,1	0,6	4,7	0,1	9,3	1,2
	Malaysia		Philippines		Singapour		Thaïlande		Taiwan	
	DI	EN	DI	EN	DI	EN	DI	EN	DI	EN
	1994–98	1,9	3,9	5,0	-1,4	4,5	3,0	-2,0	3,8	6,3	-0,2
1999	1,7	4,1	0,3	3,0	4,3	1,6	2,9	1,3	1,9	3,5
2000	12,6	-4,0	-1,7	5,6	8,9	0,9	3,8	0,5	4,3	1,7

Sources: JP Morgan, *World Financial Markets*; données nationales.

Tableau III.4

dépôts spéciaux des ressortissants non résidents. En outre, le gouvernement a durci la politique budgétaire et avancé son programme de privatisation (qui comporte notamment un désengagement du capital des banques publiques).

Ailleurs, la demande intérieure se substitue aux exportations ...

Dans les économies d'Asie plus ouvertes, le ralentissement des exportations renforce progressivement le rôle moteur de la demande intérieure dans la croissance. Cette évolution a été particulièrement sensible dans les pays exportateurs d'électronique (Malaysia et Singapour), mais aussi à Hong-Kong, en Indonésie et en Thaïlande. Elle a été spectaculaire à *Taiwan*, pays pourtant assez épargné par la crise de 1997-98. La chute du Nasdaq a entraîné un effondrement des cours des actions et le marasme a été aggravé par les problèmes politiques. L'attention s'est alors tournée vers les banques: comme leurs crédits étaient garantis par des actions, leurs créances douteuses ont atteint un taux record, alors que leurs bénéfices fléchissaient en raison de capacités excédentaires. De surcroît, la contraction de la demande de produits électroniques en fin d'année a brutalement déprimé l'activité.

... sauf en Corée et aux Philippines

Malgré le poids du secteur de l'électronique, la contribution des exportations nettes à la croissance a augmenté aux Philippines et en *Corée*. Dans ce dernier pays, toutefois, il faut y voir l'effet d'une modification de la demande intérieure, dont la dépendance envers les exportations s'est réduite, plutôt que d'une accélération des exportations. Aux *Philippines*, la demande intérieure a régressé, en raison principalement d'une contraction de l'investissement des entreprises, due à une perte de confiance des résidents et à une baisse de l'investissement de portefeuille étranger.

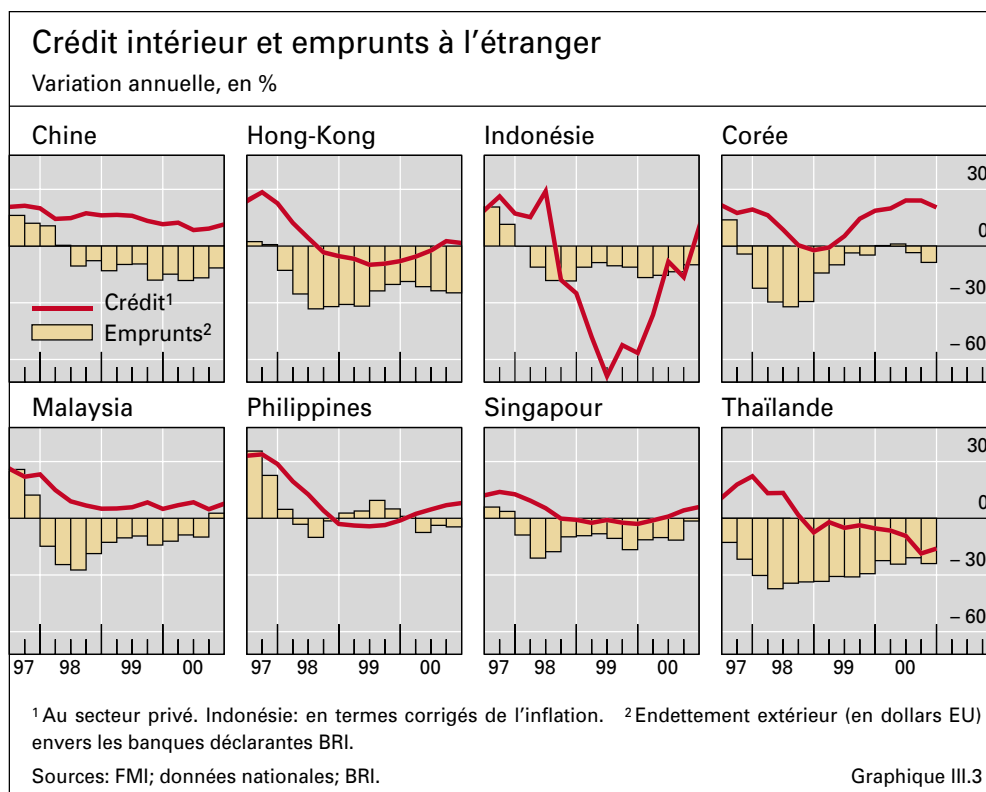
Politiques monétaires accommodantes

Le renforcement de la demande intérieure, l'an dernier, a généralement été soutenu par des politiques monétaires accommodantes. Comme, en outre, de nombreux pays ont opté pour un régime de change à flottement contrôlé, le resserrement des taux d'intérêt dans les pays industriels a eu relativement peu d'effet sur les taux asiatiques. En l'absence de tensions inflationnistes, la Chine, la Malaysia, Singapour et la Thaïlande ont maintenu des taux bas. Face à la vigueur de la croissance et à une poussée d'inflation, la Corée a relevé ses taux, mais de manière modérée, afin de ménager les entreprises, jugées fragiles. En Inde, en Indonésie et aux Philippines, les hausses ont été plus substantielles, en raison de pressions sur la monnaie.

Secteur bancaire: prêts et résultats

Atonie prolongée du crédit, sauf en Corée

En dépit de politiques monétaires accommodantes, l'accroissement du crédit bancaire est resté faible ou négatif. Il en a toujours été ainsi depuis la crise, sauf en Corée (graphique III.3). Dans ce pays, les investissements se situent à un niveau relativement élevé et, à partir de mi-1999, les emprunteurs ont délaissé les financements par émission de papier commercial et d'obligations; le développement du crédit s'explique aussi par l'intervention des autorités: l'État a étendu ses garanties pour les prêts aux petites et moyennes entreprises et procédé à une recapitalisation rapide des banques. Pour plusieurs autres pays, les données récentes indiqueraient un redémarrage des concours bancaires aux entreprises.



Il est toujours difficile de déterminer si une telle atonie s'explique par une raréfaction du crédit (les banques ne prêtent pas, non en raison d'un manque de projets rentables, mais faute de capitaux), par de médiocres perspectives de profits ou par l'insuffisance de la demande. En Asie, la restructuration bancaire a progressé lentement mais régulièrement. Fermetures, fusions, nationalisations temporaires ou cessions à des groupes étrangers semblent avoir rendu les systèmes bancaires plus sains qu'avant la crise, même si leur note de crédit ne s'est vraiment améliorée qu'en Corée et en Malaisie. Tout comme la reprise économique a permis à certains emprunteurs d'assurer à nouveau le service de leur dette, les sociétés de gestion d'actifs créées avec des capitaux publics pour absorber les prêts non productifs ont largement contribué à assainir la situation en Corée, Indonésie et Malaisie. Pour relancer le crédit bancaire, la Thaïlande a récemment opté pour une solution similaire. Dans tous les pays d'Asie, les autorités ont également adopté des mesures pour renforcer le contrôle bancaire ainsi que de nouvelles règles pour interdire les prêts à des parties apparentées ou liées.

Néanmoins, plusieurs facteurs ont empêché une restructuration en profondeur. La chute des cours des actions a limité la capacité de lever des capitaux. Des prêts restructurés sont redevenus non productifs et menacent donc de ponctionner les fonds propres, ce qui incite à la prudence au moment où l'activité fléchit. De plus, malgré les progrès réalisés, les institutions en difficulté sont encore nombreuses et d'autres n'ont pas effectué les modifications opérationnelles qui permettraient une reconstitution durable des bénéficiaires. Ces éléments expliquent peut-être pourquoi les banques de certains pays n'ont pas pu accroître leurs concours.

Avancée de la réforme du secteur bancaire ...

... malgré des faiblesses persistantes

Meilleure perception des risques

Divers éléments indiquent, par ailleurs, que la faible croissance du crédit s'explique moins par l'incapacité des banques à prêter que par leur évaluation du risque de crédit et des perspectives de rendement. D'abord, les concours aux entreprises n'ont que timidement repris, même à Hong-Kong et Singapour où les institutions sont pourtant assez solides. Ensuite, les banques d'Asie sont très actives sur le marché des prêts hypothécaires et leurs marges ont diminué sur les crédits consortiaux aux meilleures signatures. Cela souligne que, pour certains établissements au moins, les ressources ne constituent pas un frein lorsque la rémunération attendue compense les risques.

Contraction de la demande de crédit

Deux facteurs indiquent également une contraction de la demande de crédit. Premièrement, de nombreuses entreprises ont souhaité réduire leur endettement, tandis que d'autres n'ont simplement pas eu à emprunter. À la veille de la crise, plusieurs pays enregistraient des ratios investissement/PIB voisins de 40%, les dépenses d'équipement des entreprises dépassant largement leur capacité d'autofinancement. Après la crise, la progression des ventes s'est appuyée sur les capacités non utilisées, et les investissements sont donc restés minimes, malgré l'amélioration des trésoreries. Disposant d'un excédent financier, les entreprises n'avaient guère besoin de concours externes. Deuxièmement, la nature de la croissance a limité la demande de prêts, car les secteurs fortement dépendants du crédit bancaire n'étaient pas sortis de la récession. Le bâtiment, en particulier, restait déprimé par l'offre excédentaire de bureaux et les taux d'occupation très faibles dans les grandes métropoles. Les secteurs exportateurs ont, eux, connu une vive expansion, mais ils font moins appel aux concours bancaires.

Enjeux de la politique budgétaire

L'expansion de la dette pose des problèmes ...

Le budget des économies d'Asie était généralement excédentaire, ou très légèrement déficitaire, avant la crise de 1997. Mais celle-ci a été suivie de mesures de stimulation de la demande intérieure, d'importantes dépenses pour la recapitalisation des systèmes bancaires et d'une érosion des recettes fiscales due à la récession, qui ont souvent engendré de larges déficits en 2000 et alourdi la dette publique (tableau III.5). Comme les engagements conditionnels des États étaient également élevés et que la charge d'intérêts représentait déjà une part significative des dépenses publiques, les déficits accumulés récemment ont créé une dynamique de la dette, qui constitue une source de vulnérabilité grandissante pour la région.

... en Chine ...

Ces trois dernières années, la Chine a stimulé sa croissance par voie budgétaire, ce qui s'est traduit par une augmentation régulière du déficit, passé de moins de 1% du PIB en 1996 à près de 3% en 2000. Si la dette publique est restée modérée par comparaison internationale, son poids effectif s'est sensiblement accru en raison d'opérations hors budget et de dépenses réalisées ou programmées dans le cadre du traitement des prêts non productifs. Les engagements au titre des systèmes de retraite et de sécurité sociale sont vraisemblablement importants, eux aussi.

... et plus encore en Inde ...

En Inde, le déficit fédéral, demeuré proche de 5% du PIB, met en évidence la fragilité budgétaire. Avec les larges déficits des États de la fédération, le besoin de financement global a approché 10%, portant ainsi la dette des

Solde budgétaire et dette publique									
	Solde nominal			Paiements d'intérêts			Dette publique		
	1996	1999	2000	1996	1999	2000	1996	1999	2000
	en % du PIB								
Asie									
Chine	-0,9	- 2,2	-2,9	0,7	0,8	0,8	7,3	12,7	14,6
Hong-Kong	2,2	0,8	-0,9	-	-	-	-	-	-
Inde	-4,9	- 5,4	-5,1	4,3	4,6	4,6	49,4	52,2	53,0
Corée	0,1	- 4,6	1,0	0,5	2,3	2,4	11,9	22,3	23,1
Singapour	14,7	10,3	11,4	-	-	-	74,0	88,5	84,5
Taiwan	-1,8	1,0	-0,3	1,4	1,5	2,0	26,4	27,5	29,8
Indonésie	1,1	- 1,6	-3,2	2,0	3,8	5,7	27,3	105,7	106,9
Malaysia	0,7	- 3,2	-5,8	2,7	2,6	2,7	35,3	37,3	37,0
Philippines	0,3	- 3,5	-3,9	3,4	3,4	4,0	53,2	59,2	64,9
Thaïlande	0,7	- 2,6	-2,2	0,2	1,2	1,2	16,3	42,4	54,4
Amérique latine									
Argentine	-2,2	- 2,6	-2,4	1,7	2,9	3,4	35,7	43,0	46,0
Brésil	-5,9	-10,3	-4,5	5,8	13,6	8,1	33,3	49,4	49,5
Chili	2,3	- 1,5	0,2	0,6	0,4	0,5	28,1	29,4	31,1
Colombie	-3,7	- 5,8	-6,9	1,9	3,3	4,5	14,4	29,4	36,8
Mexique	-0,2	- 1,6	-1,3	3,7	3,2	3,3	31,1	25,7	23,5
Pérou	-1,3	- 3,2	-3,2	2,4	2,1	2,2	45,2	37,5	35,6
Venezuela	0,7	- 2,3	-1,8	5,0	2,6	2,5	33,8	29,8	...

Comme la définition du secteur public varie selon les pays, il convient d'en tenir compte dans les comparaisons. Hong-Kong et Indonésie: année budgétaire; Inde: gouvernement fédéral uniquement.

Sources: FMI; Institute of International Finance; données nationales; estimations BRI.

Tableau III.5

administrations publiques à plus de 60% du PIB, voire davantage si l'on inclut les engagements conditionnels du secteur financier et des entreprises nationalisées. Bien que le gouvernement ait progressivement renoncé à monétiser le déficit, le poids de la dette s'est traduit par des taux d'intérêt réels relativement élevés, ce qui en a alourdi le service, tout en exerçant un effet d'éviction sur l'investissement privé. Conscient qu'un assainissement s'imposait, le gouvernement a introduit un projet de loi de responsabilité budgétaire pour ramener le déficit fédéral à 2% du PIB dans les cinq années à venir et le ratio de dette publique à moins de 50% en dix ans.

Dans les autres pays d'Asie, le problème de la viabilité budgétaire commence également à se poser. Aux Philippines, où le manque de discipline en la matière n'est pas récent, la dette atteignait 65% du PIB fin 2000, l'un des taux les plus élevés de la région. Le déficit avait déjà doublé par rapport au budget initial, l'année précédente, ce qui avait largement contribué à une perte de confiance des investisseurs et à des pressions sur le cours de change. L'Indonésie, plus encore, s'est rapidement approchée de la limite acceptable, si l'on considère la vitesse de progression de la dette publique et sa forte composante en devises; ces deux dernières années, l'État a assuré le paiement des intérêts et des amortissements grâce à des concours officiels et à des cessions d'actifs. Voisine de 55% du PIB, la dette publique de la Thaïlande reste

... aux Philippines et en Indonésie

gérable, mais les récents projets de redynamisation du secteur financier pourraient vite dégrader ce ratio, à moins que des mesures ne soient prises pour améliorer le solde primaire.

Dépendance des économies asiatiques à l'égard des exportations de haute technologie

Essoufflement de la demande et chute des prix

Le secteur de la haute technologie prend une place prépondérante dans les exportations de plusieurs économies d'Asie (tableau III.6). Ses exportations vers les États-Unis ont quadruplé dans la décennie passée. D'après certaines mesures, l'électronique est, pour les deux tiers, à l'origine de l'augmentation de la production industrielle de la région, ces dernières années. En 2000, cependant, l'Asie a été largement affectée par la baisse de la demande mondiale dans ce secteur (graphique III.4) et du prix de vente des composants (par exemple, le prix de référence – mémoire RAM dynamique – a diminué de près des deux tiers). Le recul de la demande pour divers produits de haute technologie s'est poursuivi jusqu'au début de 2001, et le niveau des commandes comme les commentaires des groupes industriels annoncent une nouvelle chute.

L'incidence sur la demande finale dépend de la valeur ajoutée locale

Il convient de noter que les chiffres des exportations figurant dans le tableau peuvent donner une image déformée de l'importance globale, pour l'Asie, des exportations de haute technologie ainsi que du degré de vulnérabilité des diverses économies au retournement conjoncturel en cours. Premièrement, le secteur est presque intégralement contrôlé, dans certains pays, par des capitaux étrangers. Ainsi, en dehors de pressions à la baisse sur les salaires, la chute des prix peut très bien n'avoir qu'un effet limité sur les économies locales. Deuxièmement, en raison des interrelations entre sites de production, l'essentiel des échanges intrarégionaux correspond à des transferts de composants. De ce fait, les risques de contagion sont accrus et la part de valeur ajoutée locale dans les exportations (et donc l'impact sur la demande finale locale) varie notablement d'un pays à l'autre. Pour la Corée, par exemple, les importations de haute technologie représentaient en 1999

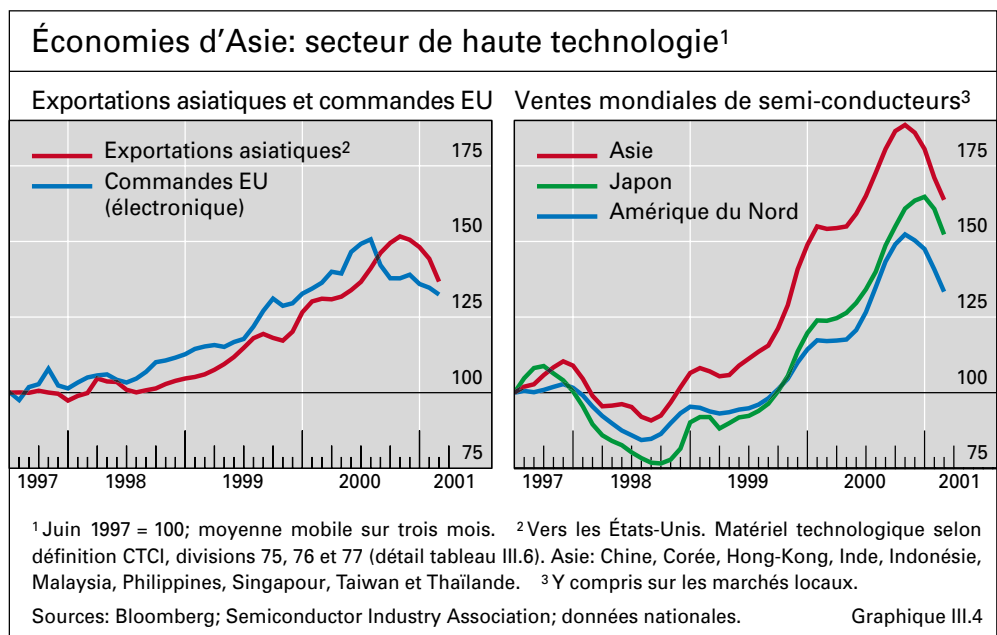
Économies d'Asie: exportations de biens de haute technologie											
	En % du total des exportations (vers les pays OCDE uniquement)									Importations EU: variation (en %) sur 12 mois à	
	CN	HK	ID	KR	MY	PH	SG	TH	TW	Juin 00	Fév. 01
Ordinateurs ¹	6	7	2	13	19	22	54	16	28	8	-6
Télécommunications ²	7	4	5	6	15	6	5	7	4	43	1
Composants ³	8	18	2	23	24	33	17	11	17	22	-2
Total	20	30	9	41	58	60	77	34	50	19	0

CN = Chine; HK = Hong-Kong; ID = Indonésie; KR = Corée; MY = Malaysia; PH = Philippines; SG = Singapour; TH = Thaïlande; TW = Taiwan.

¹ Classification type pour le commerce international (CTCI), division 75: machines de bureau ou pour le traitement automatique de l'information. ² CTCI, division 76: appareils et équipement de télécommunications et pour l'enregistrement et la reproduction du son. ³ CTCI, division 77: machines, appareils et outils électriques non classés dans les autres divisions ainsi que leurs pièces détachées électriques.

Sources: OCDE; données nationales.

Tableau III.6



plus de 60% des exportations; un tiers de ces achats, composants principalement, venait d'autres économies émergentes d'Asie. La part de valeur ajoutée locale n'excède peut-être pas 20% pour les Philippines; faible en Malaysia et en Thaïlande également, elle est relativement élevée à Singapour et Taiwan.

Malgré ces réserves, le poids toujours plus important de la haute technologie dans les économies d'Asie a probablement élevé leur taux de croissance tendanciel et amplifié les cycles conjoncturels. Le cycle de ces produits technologiques, notamment électroniques, est nettement plus volatil que celui des biens manufacturés traditionnels. Par conséquent, en cas de ralentissement prononcé de l'économie mondiale, la demande de matériel informatique pourrait encore baisser, car les entreprises différeraient la modernisation de leur équipement. Aux États-Unis, en effet, on constate une corrélation de plus en plus étroite entre marge brute d'autofinancement et dépenses informatiques.

Perspectives à court terme

À l'exception de la Chine et de l'Inde, l'Asie semble plus vulnérable à l'affaiblissement actuel de la croissance mondiale que la majorité des autres économies émergentes. D'une part, divers pays (comme l'indique l'analyse précédente) sont très exposés à la contraction de la demande de produits électroniques. D'autre part, l'ensemble des exportations sera affecté par le ralentissement de l'économie américaine et l'atonie des perspectives japonaises. Enfin, il reste à démontrer que les institutions financières et les entreprises, dont les structures et bilans ont pourtant fait l'objet de réformes, seront aptes à surmonter un retournement conjoncturel.

Devant des perspectives de croissance moins favorables, une baisse des taux dans les pays industriels et, parfois, une atténuation des tensions inflationnistes, plusieurs économies ont desserré leur politique monétaire

Implications pour le cycle conjoncturel en Asie

Conjoncture mondiale moins favorable

Stimulation de la demande intérieure

début 2001. En Chine, tout en intensifiant sa relance budgétaire, le gouvernement a mis en œuvre un programme de libéralisation des taux d'intérêt ainsi que des marchés des capitaux et annoncé son intention d'assouplir progressivement le régime de change. La Malaisie et Taiwan ont prévu d'augmenter fortement les dépenses publiques, tandis qu'en Inde le dernier budget proposait une libéralisation plus poussée du cadre institutionnel de l'investissement et de nouvelles réformes pour stimuler la croissance.

Amérique latine

Croissance et secteur extérieur

Après la grave récession de 1998–99, les économies d'Amérique latine ont nettement rebondi en 2000. Dans la plupart, le PIB réel a progressé de plus de 4%, tandis que l'inflation est restée stable, en deçà de 10%. La quasi-totalité des pays de cette région ont enregistré une croissance positive, les deux plus grands – Brésil et Mexique – faisant partie du groupe de tête. La principale exception à cette tendance favorable a été l'Argentine, dont la production a de nouveau reculé. Les soldes extérieurs se sont modestement améliorés. Dans l'ensemble, la croissance a été plus forte au premier semestre, alors qu'au second le ralentissement économique aux États-Unis a commencé à peser sur les exportations. De plus, la volatilité accrue sur les marchés financiers mondiaux et le regain d'inquiétude suscité par la persistance de certaines fragilités budgétaires ont freiné les entrées de capitaux. À cela s'est ajoutée, en fin d'année, la crainte que des facteurs politiques n'affectent les résultats économiques de l'Argentine, de la Colombie, du Pérou et du Venezuela.

Malgré le bond de plus de 20% en valeur des exportations latino-américaines en 2000, la croissance a été tirée par la demande intérieure dans

Rebond de la
croissance l'an
dernier ...

Amérique latine: commerce, exportations pétrolières et croissance en 2000						
	Solde des paiements courants ¹	Exportations pétrolières nettes ¹	Contribution à la croissance ²		Termes de l'échange ³	Degré d'ouverture ⁴
			Exportations pétrolières nettes	Autres exportations nettes		
Argentine	- 9,4	3,6	0,5	0,7	6	22
Brésil	-24,6	-6,0	-0,5	0,6	-7	24
Chili	- 1,0	-1,9	-1,3	1,0	2	61
Colombie	0,1	4,3	1,0	-0,3	16	35
Équateur	1,4	2,4	6,7	-5,3	14	77
Mexique	-17,7	16,4	1,3	-1,9	3	64
Pérou	- 1,6	-0,7	-0,6	0,9	-1	34
Venezuela	13,4	26,4	9,8	2,6	44	47
Total	-39,7	44,5	1,0	-0,1	3	41

¹En milliards de dollars EU. ²Du PIB nominal, en points de %. ³Marchandises uniquement; variation annuelle, en %. ⁴Somme des exportations et importations de biens et services, en % du PIB.

Sources: Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes; JP Morgan; données nationales; estimations BRI.

Tableau III.7

la plupart des pays (tableau III.7). L'évolution des termes de l'échange a eu tendance à favoriser les exportateurs de pétrole, étant donné que les prix de la majeure partie des produits agricoles ont stagné ou baissé et que seuls ceux des métaux (cuivre notamment) ont sensiblement monté. Les exportations de pétrole ont également joué un rôle clé, le déficit courant de la région étant ramené à 2% du PIB, contre 3% en 1999.

... essentiellement dû à la demande intérieure et aux exportations de pétrole

Les économies d'Amérique latine étant encore relativement fermées (hormis le Chili, l'Équateur et le Mexique), le principal instrument de réactivation de la croissance ne pouvait être que la demande intérieure. Or, en 2000, ses composantes se sont diversement comportées: l'investissement ne s'est renforcé qu'au Mexique et, à partir d'un bas niveau, en Colombie. Ailleurs, la consommation privée a progressé plus rapidement que le PIB réel, ce qui a provoqué une vive accélération des importations. De surcroît, l'atonie de l'investissement intérieur s'est accompagnée d'un repli des entrées d'investissements directs étrangers, en particulier en Argentine et au Chili. Dans un tel contexte, la vigueur de la consommation et des achats à l'étranger, conjuguée au récent tassement de la demande extérieure, a suscité des interrogations sur la viabilité de l'expansion en Amérique latine, même si les conditions d'emprunt à l'étranger demeurent favorables.

Faiblesse persistante de l'investissement

Évolution du dosage des politiques macroéconomiques

Face au ralentissement de l'activité et aux turbulences sur les marchés financiers en 1998-99, les économies d'Amérique latine avaient resserré leurs politiques monétaire et budgétaire et, dans certains cas, adopté un régime de change plus souple. Avec l'amélioration de l'environnement extérieur début 2000, l'accent a été mis sur la poursuite de la réduction des déficits budgétaires, associée à un assouplissement des conditions monétaires internes. Plusieurs pays ont cherché, en outre, à accroître leur compétitivité au moyen de réformes structurelles.

Modification du dosage des politiques en 2000

En 2000, le climat sur les marchés internationaux des capitaux a été globalement favorable à l'Amérique latine. Selon les estimations, les entrées nettes de capitaux privés ont été à peu près stables, à environ \$40 milliards, ce qui a couvert l'essentiel du déficit courant. Néanmoins, ces flux ont été volatils et concentrés sur le Brésil et le Mexique. De surcroît, une importante proportion des émissions obligataires a pris la forme de conversions de dette en titres assortis d'échéances supérieures. Les primes de risque sur obligations d'État à long terme se sont creusées en moyenne pendant l'année, traduisant les préoccupations propres à chaque pays.

Conditions favorables sur les marchés des capitaux

L'allègement de la contrainte de liquidité extérieure a permis à la plupart des pays d'opter pour la détente monétaire en 2000. Au *Brésil*, la banque centrale a ramené son taux de référence de 19%, fin 1999, à 16½% en juillet puis à 15¼% en décembre. Cette mesure a vivement stimulé le crédit au secteur privé, la situation financière des ménages s'étant améliorée avec le rebond de la croissance et la hausse significative de l'emploi. Début 2001, l'institut d'émission a amputé son taux directeur de 50 points de base supplémentaires; par la suite, il l'a relevé de 100 points au total, entre fin mars et mi-avril, en raison de l'affaiblissement du real et de l'apparition de

Détente monétaire ...

pressions de la demande. Les taux d'intérêt ont également été diminués en *Colombie* et, au second semestre 2000, au *Chili*, tandis qu'au *Pérou* les autorités ont abaissé le niveau des réserves obligatoires. En revanche, le *Mexique* a été contraint de durcir sa politique monétaire en cours d'année, afin d'empêcher une surchauffe de la demande intérieure.

... et amélioration
budgétaire

L'an dernier, la situation budgétaire s'est améliorée dans la majeure partie de l'Amérique latine, à l'exception notable de l'Argentine. Le redressement conjoncturel et, dans les pays exportateurs de pétrole, les rentrées pétrolières substantielles ont gonflé les recettes publiques. Nombre d'économies de la région ont également bénéficié d'une diminution du coût du service de leur dette; ainsi, au Brésil, cette baisse a représenté 5% du PIB. En moyenne, les déficits budgétaires ont été ramenés à 2,8% du PIB, contre près de 4% en 1999, les principaux progrès étant réalisés par le Brésil et le Chili.

Adoption
de lois de
responsabilité
budgétaire ...

Malgré l'embellie budgétaire, les préoccupations sur la viabilité à long terme des finances publiques ont perduré dans de nombreux pays. Pour y faire face, le *Brésil* a voté une loi de responsabilité budgétaire, qui impose à chaque échelon des pouvoirs publics de préserver l'équilibre entre recettes et dépenses courantes, de limiter les frais de personnel et de contenir le ratio endettement/recettes courantes dans une fourchette prédéfinie. L'*Argentine* et le *Pérou* ont adopté des lois analogues pour faire cadrer l'augmentation des dépenses avec la croissance économique et instaurer un fonds de stabilisation budgétaire. À travers de telles contraintes, ces dispositions visent à accroître la crédibilité des finances publiques, tout comme l'adoption du principe d'indépendance de la banque centrale et la fixation d'objectifs d'inflation (ou d'un ancrage très rigide de la monnaie) sont destinées à rehausser la crédibilité de la politique monétaire.

... qui doivent
être appliquées
de manière
rigoureuse

Au Brésil, la loi budgétaire, étayée par des programmes politiques cohérents et de solides résultats macroéconomiques, a fait bonne impression sur les investisseurs. En revanche, en Argentine, l'entrée en vigueur de la loi de solvabilité budgétaire a été différée à 2005, ce qui porte atteinte à la crédibilité de la discipline financière (voir ci-après). En ce qui concerne le Chili, les investisseurs n'ont guère été convaincus par l'adoption de mesures budgétaires discrétionnaires au second semestre 2000.

Récession en Argentine

Nécessité d'une
réforme budgétaire
en Argentine ...

L'absence de reprise en Argentine tranche sur les bons résultats macroéconomiques de la région. Même si ce pays a subi une succession de chocs extérieurs ces dernières années, son instabilité politique contribue, à l'évidence, au report des décisions d'investissement et à une certaine méfiance des consommateurs. Le niveau excessif des dépenses publiques, en particulier, n'a cessé d'exercer des tensions sur les taux d'intérêt, ce qui a gonflé le coût du service de la dette mais affecté aussi les recettes fiscales. De plus, la révision des objectifs budgétaires à court terme a différé l'application de la disposition prévoyant un budget équilibré dans la loi de solvabilité budgétaire, pourtant essentielle pour alléger le fardeau fiscal et rétablir la compétitivité des entreprises locales soumises aux contraintes du régime de caisse d'émission.

Faute d'un engagement politique, notamment au niveau des provinces, pour s'attaquer résolument aux problèmes budgétaires, les marchés n'ont pas repris confiance après l'accord passé avec le FMI en décembre 2000. En mars 2001, les primes de risque sur obligations se sont de nouveau élargies et les taux d'intérêt internes ont brusquement remonté, montrant ainsi que les marchés jugeaient le risque de crédit élevé. En avril 2001, les coefficients de liquidité des banques ont été modifiés, ce qui a immédiatement facilité les emprunts publics en devises. À plus long terme, cependant, les perceptions du risque de crédit dépendent du cadre général de la politique économique, notamment de la discipline budgétaire, ainsi que des perspectives de croissance et de la solidité du système bancaire.

... mais le soutien politique fait défaut

Privatisations et restructurations bancaires

Des progrès considérables ont été accomplis en matière de privatisations, dont le produit est estimé à environ \$15 milliards en 2000 pour la région, le Brésil se situant en première position. Ce sont les grands groupes et établissements bancaires espagnols qui ont été les principaux acquéreurs. En outre, l'accent a été mis sur la déréglementation et l'encouragement de la concurrence dans l'énergie, les services d'intérêt collectif, les télécommunications et les transports, avec notamment l'octroi de concessions au secteur privé pour répondre à des besoins d'infrastructure. Même si le rythme des privatisations est appelé à se ralentir, le potentiel pour de nouvelles acquisitions reste important.

Progrès des privatisations

Les carences de l'intermédiation financière font depuis longtemps obstacle à l'investissement privé en Amérique latine. Pour y remédier, l'Argentine et le Pérou ont encouragé la concentration des banques, tandis que le Brésil et le Mexique ont lancé de vastes programmes de privatisation. En outre, l'Amérique latine s'est ouverte aux banques étrangères. La part de ces dernières dans le total des actifs bancaires de la région a ainsi été portée à 40% en 2000, contre 10% environ au milieu des années 90. Par leurs apports de capital, de savoir-faire et de technologie, ces établissements étrangers ont renforcé la solidité et la stabilité des systèmes bancaires locaux.

Rôle accru des banques étrangères ...

En dépit de la présence accrue des banques étrangères et de la détente monétaire, le crédit bancaire s'est contracté en termes réels, sauf au Brésil, au Chili et au Venezuela. Cette situation s'explique notamment par les réticences apparentes de ces établissements à prêter au secteur public ainsi qu'aux petites et moyennes entreprises, passant pour présenter des risques et offrir des garanties insuffisantes. En outre, les privatisations ont entraîné la fermeture de nombreuses succursales dont les responsables possédaient une bonne connaissance de la clientèle locale. Il se peut aussi que les banques latino-américaines, obligées de se restructurer pour répondre à l'intensification de la concurrence, soient devenues plus prudentes dans leur octroi de prêts. Ainsi, au Mexique, le crédit bancaire au secteur privé, par rapport au PIB, a diminué de moitié depuis 1994, même si quelque \$76 milliards de fonds publics ont été consacrés à l'assainissement des bilans des banques. En revanche, les crédits fournisseurs et financements non bancaires s'y sont fortement développés, si bien que la production, les exportations et les achats de biens de consommation durables par les ménages n'ont pas souffert. Les

... mais nouvelle contraction des prêts bancaires en termes réels

banques petites et moyennes (environ 300 au total pour l'Argentine, le Brésil et le Mexique) se sont également révélées vulnérables. Au Pérou, plusieurs ont fait faillite l'an dernier. En raison de l'intensification de la concurrence, d'autres risquent de voir leur existence menacée, sauf à recentrer leur stratégie commerciale sur certains créneaux.

Afrique

Accélération de la croissance

Soutenue par la progression du revenu réel dans les pays exportateurs de pétrole et par un redressement des prix des produits de base (hors pétrole), l'activité économique s'est améliorée l'année dernière en Afrique. Cependant, à 3%, la croissance moyenne est restée inférieure à celle des autres régions. Une fois de plus, à cause de son faible degré d'intégration dans l'économie mondiale et de l'absence de diversification de ses exportations, ce continent n'a pu profiter de l'essor des échanges mondiaux. Alors que l'envolée des prix du pétrole a stimulé l'activité en Afrique du Nord et de l'Ouest, la majeure partie de l'Afrique subsaharienne a souffert d'une nette dégradation des termes de l'échange et de l'augmentation considérable de son déficit courant. Néanmoins, les pays bénéficiant d'un dosage de politiques plus sain et d'une meilleure infrastructure, comme le Botswana et la Tanzanie, sont parvenus à une croissance plus élevée. En revanche, dans les économies aux prises avec des conflits internes (République démocratique du Congo et Zimbabwe) ou des conditions météorologiques défavorables (Kenya), l'expansion s'est ralentie.

Aggravation de l'inflation et des déséquilibres extérieurs

Les tensions inflationnistes se sont accentuées dans plusieurs pays, sous l'effet du renchérissement du pétrole et d'une dérive budgétaire. Ainsi, au Ghana et au Zimbabwe, l'inflation s'est accrue en rythme annuel, passant respectivement à 25% et plus de 50%, sous l'effet de la détérioration marquée du solde budgétaire. En revanche, dans la zone CFA, la hausse des prix a avoisiné 2% et, dans certains cas, la déflation est même apparue. Dans de nombreuses économies, l'aggravation du déséquilibre budgétaire semble avoir fragilisé davantage les comptes extérieurs, exacerbant les besoins de financement externe.

Reprise de la croissance en Afrique du Sud, mais persistance d'un chômage élevé

En *Afrique du Sud*, la croissance a repris l'année dernière, parallèlement à une amélioration de la productivité et de la situation budgétaire. Le redressement des résultats économiques s'est traduit par un faible déficit courant, un rétablissement des entrées nettes de capitaux et, après la chute du rand, le retour de la stabilité sur le marché des changes. Toutefois, la baisse continue du taux d'emploi dans le secteur formel reste préoccupante. L'économie se trouve donc toujours confrontée à un défi: diminuer les salaires réels pour favoriser les créations d'emplois ainsi que l'investissement des entreprises, fondements incontournables d'un relèvement durable du niveau de vie.

Pour l'avenir, la priorité absolue de la quasi-totalité des pays d'Afrique consiste à trouver des solutions visant à renforcer l'épargne et l'investissement. Les insuffisances de la gouvernance demeurent le principal obstacle dans ces deux domaines. Par conséquent, des efforts importants doivent être accomplis

pour mettre en place des politiques macroéconomiques saines et rétablir la confiance dans l'État de droit. Il est capital, en outre, d'édifier une infrastructure financière qui contribue à restaurer la confiance et à orienter l'épargne locale et étrangère vers les secteurs appropriés. Malgré des tentatives d'ouverture du système financier, l'État conserve largement sa mainmise sur les banques et le cadre réglementaire et législatif reste inadapté. De plus, l'incertitude politique croissante, qui porte atteinte au crédit des politiques budgétaires et monétaires, compromet les perspectives d'investissement. Pour ces diverses raisons, les entrées nettes de capitaux en Afrique ne représentent qu'une très faible proportion de l'ensemble des flux financiers en direction des économies émergentes. En fait, ces dernières années, nombre de pays africains ont enregistré des sorties nettes. Les difficultés d'accès aux marchés des pays industrialisés, qui entravent les possibilités de diversification des exportations, ont constitué un frein supplémentaire. En 2000, l'Union européenne a commencé à lever les restrictions pesant sur les exportations de produits agricoles africains et a exhorté les autres pays à faire de même.

Dynamiser l'investissement est essentiel pour favoriser la croissance

Moyen-Orient

Au Moyen-Orient, sous l'impulsion de la hausse des prix pétroliers et de l'augmentation de la production de pétrole, la croissance moyenne du PIB a été portée à près de 5%, son maximum depuis une dizaine d'années. L'excédent de la balance des paiements des principaux exportateurs de pétrole a ainsi atteint en moyenne 15% du PIB. Toutefois, comme les recettes supplémentaires ont essentiellement servi à rembourser des dettes ou à consolider le solde budgétaire, l'inflation est restée peu élevée, sauf en *Iran* et au *Yémen*. Pour être moins sensibles à la volatilité des prix du pétrole, les grands exportateurs, à l'exemple de l'*Arabie Saoudite*, ont entrepris des réformes destinées à renforcer leurs autres secteurs productifs, tout en cherchant à stabiliser les cours du brut par un ajustement de l'offre à la demande prévisionnelle.

Les recettes tirées du pétrole stimulent la croissance des pays exportateurs

Dans les pays moins tributaires des exportations de pétrole, la croissance a légèrement ralenti par rapport à 1999. Ainsi, en *Égypte*, une crise de liquidité dans le secteur bancaire et la diminution de l'expansion du crédit qui en a résulté ont freiné la production au début de l'année dernière. De plus, après les importants changements structurels du milieu de la décennie 90, il semble que le processus de réformes marque le pas depuis quelque temps. En *Jordanie* et en *Syrie*, la croissance s'est légèrement améliorée en 2000 et l'inflation est restée faible. Comme en *Égypte*, pourtant, les réformes des échanges et de l'investissement étranger paraissent s'être interrompues. En *Israël*, par contre, la croissance moyenne est passée à 6%. Toutefois, du fait de sa dépendance à l'égard des exportations de produits de haute technologie, ce pays a été l'un des premiers à ressentir les effets du retournement dans l'électronique mondiale. D'un autre côté, étant donné que l'inflation est nettement inférieure à l'objectif fixé par la banque centrale et que le déficit budgétaire des administrations publiques a été ramené à moins

Léger ralentissement dans la plupart des autres économies

de 1% du PIB, les contraintes des politiques économiques sont devenues moins rigoureuses.

Europe centrale et orientale

Croissance et secteur extérieur

Croissance positive dans toutes les économies en transition

Pour la première fois depuis 1988, le PIB réel de toutes les économies européennes en transition et des ex-républiques soviétiques a progressé. La croissance moyenne a ainsi atteint près de 6% et les taux ont convergé dans l'ensemble de la région. Ce sont les exportateurs de pétrole et de gaz (notamment la Russie) qui bénéficient de l'amélioration la plus marquée, alors que certaines des ex-républiques soviétiques pauvres en ressources et repliées sur elles-mêmes enregistrent une expansion relativement faible. D'une manière générale, la consommation a augmenté moins rapidement que le PIB, tandis que l'investissement s'est sensiblement renforcé en Hongrie, République tchèque, Russie et Ukraine.

Croissance tirée par les exportations et le pétrole

En 2000, la croissance a été essentiellement alimentée par l'extérieur, grâce à l'essor enregistré par l'Union européenne et à la flambée des prix du pétrole. Les soldes courants se sont notablement améliorés, la Russie faisant état d'un fort excédent et la plupart des autres pays en transition ayant réduit leur déficit. Les économies en transition ont profité de l'accroissement de leurs recettes d'exportations pour régler la facture en hausse de leurs importations, mais également pour constituer des réserves et abaisser leur endettement extérieur.

Forte reprise en Russie, due cependant à des facteurs transitoires

En *Russie*, le cours de change effectif réel s'est fortement apprécié, tout en demeurant inférieur d'environ 30% à son niveau antérieur à la crise, ce qui a stimulé la production dans les secteurs tournés vers l'exportation ou soumis à la concurrence des importations. L'amélioration de la rentabilité de ces secteurs a renforcé, à son tour, l'investissement; en effet, comme les marchés financiers russes restent sous-développés, les entreprises ne peuvent compter que sur l'autofinancement. Contrepartie négative de la croissance de l'activité, les réformes structurelles, destinées en particulier à assainir la fiscalité et l'administration publique, ont été de nouveau repoussées. De plus, le fléchissement de l'expansion industrielle et la montée de l'inflation au premier trimestre 2001 indiquent que les effets positifs des prix élevés de l'énergie et de la dévaluation du rouble commencent à s'estomper. L'avenir économique de la Russie reste donc largement tributaire de l'évolution de ces prix et de la compétitivité extérieure.

Inflation, politiques macroéconomiques et chômage

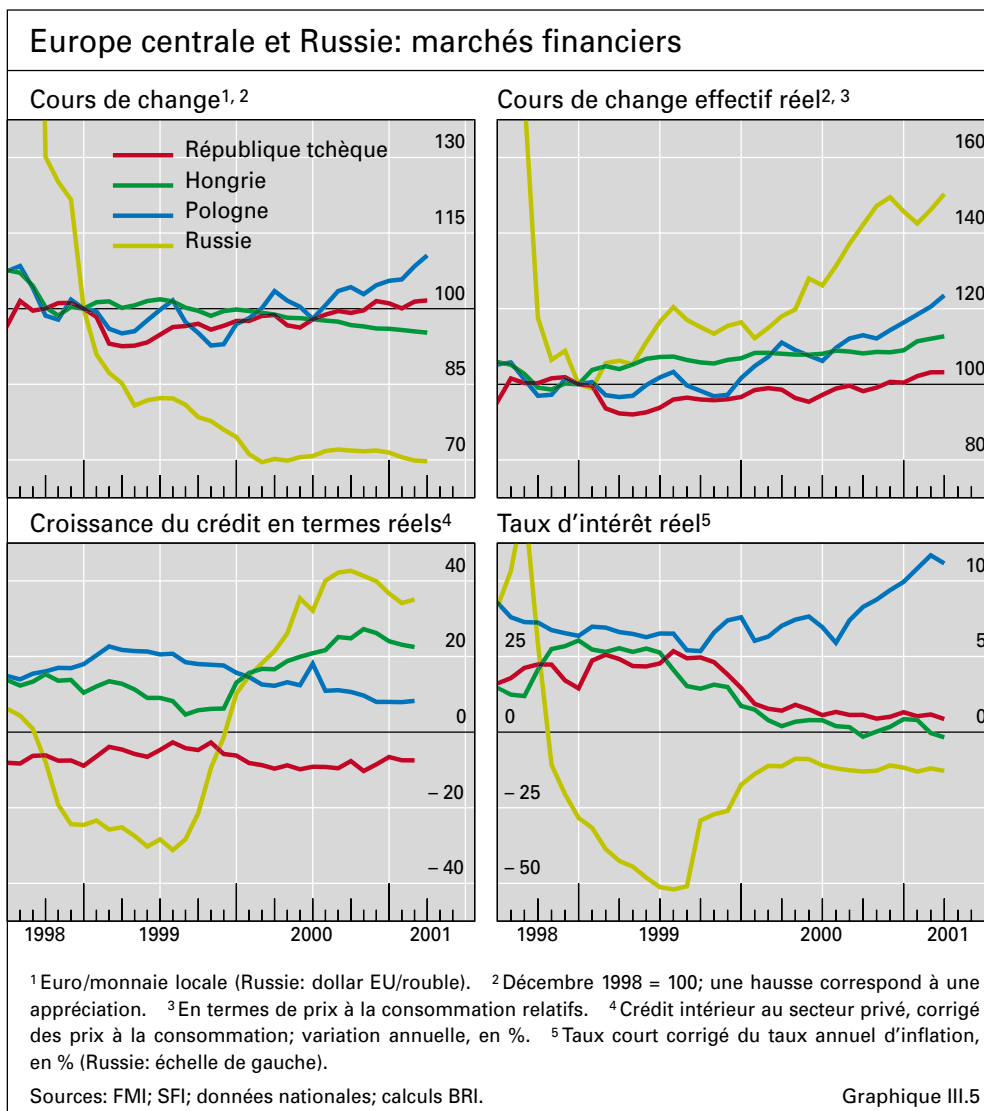
Accélération de l'inflation

L'inflation s'est accélérée dans toute la région, sauf en Russie, en raison surtout de la cherté du pétrole et du gaz. Les coûts se sont également ressentis des ajustements de la TVA, des droits d'accise ainsi que des prix administrés. La plupart des services d'intérêt collectif restant la propriété de l'État, le relèvement de ces prix administrés a été jugé nécessaire pour réduire les déficits du secteur public et rendre plus efficiente l'allocation des ressources, malgré des effets inflationnistes à court terme. En Russie, par contre, le

renchérissement de l'énergie au niveau mondial a permis aux autorités de reporter l'ajustement des prix administrés au début de 2001, ce qui a représenté une subvention implicite aux utilisateurs d'énergie, secteur industriel en particulier.

Grâce au dynamisme de l'activité, les politiques macroéconomiques de la région ont été recentrées pour faire face à d'éventuels signes de surchauffe. En début d'année, la Pologne et la République tchèque ont bénéficié d'abondantes entrées de capitaux, qui ont favorisé l'appréciation du cours de change nominal et ont été l'une des raisons de la mise en flottage du zloty en avril 2000 (graphique III.5). Avec la hausse considérable de la facture des importations de pétrole et le raffermissement de la demande intérieure, les déficits commerciaux se sont creusés ou sont demeurés élevés. Face à cette situation, la banque centrale de Pologne a relevé les taux d'intérêt de 250 points de base entre janvier et août 2000. Elle s'est montrée réticente, en outre, à les abaisser ultérieurement, dans le souci notamment de préserver sa crédibilité, étant donné que ses objectifs d'inflation n'avaient pu être atteints deux années de suite. Au surplus, comme elle jugeait la politique budgétaire

Interaction entre
taux d'intérêt et
cours de change



trop expansionniste, elle n'a réduit les taux qu'après l'annonce d'un budget relativement rigoureux pour 2001. À l'inverse, les autorités de la *République tchèque* n'ont pas modifié les taux nominaux, car, d'une part, le renforcement de la couronne a éloigné la menace inflationniste et, d'autre part, ce pays ne s'est pas encore complètement remis de la longue récession de 1997–99. En *Hongrie*, la banque centrale a augmenté ses taux au jour le jour en octobre, face à des signes de poussée inflationniste. Elle a précisé qu'elle aurait préféré laisser le forint s'apprécier en élargissant la bande de fluctuation de change, compte tenu de l'excellente compétitivité du secteur manufacturier; cependant, le gouvernement était d'avis qu'un tel élargissement serait prématuré et risquait de freiner la progression des exportations.

Expansion de la demande de monnaie en Russie

En Russie, les recettes pétrolières abondantes et les tensions sur le rouble ont permis à la banque centrale de se procurer plus de \$16 milliards de réserves en 2000, ce qui s'est traduit par une expansion de 60% de la base monétaire. Les conséquences inflationnistes possibles de cette expansion ont été atténuées par une recrudescence de la demande de monnaie, mais ses implications ont été potentiellement graves pour la stabilité des banques; en effet, les taux d'intérêt réels sont restés négatifs et le secteur bancaire ne dispose pas des compétences nécessaires pour accorder d'importants volumes de prêts dans le respect des règles prudentielles.

Progression des recettes ainsi que des dépenses budgétaires

Les politiques budgétaires ont été pour la plupart accommodantes: les États baltes ont réduit sensiblement leur déficit, alors qu'en Hongrie celui-ci n'a quasiment pas varié par rapport à 1999. Celui de la République tchèque s'est creusé, passant à 5% du PIB, en raison du coût du sauvetage de la troisième banque commerciale du pays. De son côté, la Russie a enregistré un important excédent budgétaire en 2000, bien qu'une bonne partie de l'accroissement de ses recettes pétrolières ait servi à combler des arriérés de rémunérations et à relever les salaires et pensions minimaux.

Croissance de l'emploi encore faible

La vigoureuse expansion économique a peu profité aux marchés de l'emploi des économies en transition. La Hongrie et la République tchèque, pourtant, ont réussi à maintenir le chômage sous la barre des 10%, tandis que ce taux s'est inscrit entre 15 et 25% en moyenne dans les autres pays de la région. L'amélioration de la productivité du travail dans l'industrie a avoisiné 15% en moyenne, mais, à l'exception de la Hongrie, elle s'explique essentiellement par des réductions d'effectifs. En Russie, cependant, l'emploi s'est sensiblement redressé et le chômage est descendu de deux points, à 10%. Malgré la progression de 10% des revenus réels, les salaires réels sont restés en deçà de leurs niveaux antérieurs à la crise.

La réforme du marché du travail passe par la déréglementation et une refonte de la fiscalité

Les chiffres relativement satisfaisants de la création d'emplois en Hongrie montrent que, outre le maintien de la stabilité macroéconomique et la capacité d'attirer les investissements étrangers, les principaux ingrédients d'une bonne stratégie pour l'emploi sont la déréglementation du marché du travail et la refonte de la fiscalité. Avec des emplois très protégés dans le secteur formel et des salariés du secteur parallèle échappant souvent à l'impôt, les cotisations sociales des employeurs déclarants ont fréquemment représenté de 15 à 20% du PIB, contre 9% dans les pays d'Europe occidentale. Cette asymétrie de la charge fiscale, conjuguée à la rigidité de la législation correspondante, alourdit

sensiblement le coût et le risque de nouvelles embauches dans le secteur formel. Au surplus, compte tenu de la pression du chômage sur les budgets publics, il importe d'opter pour une politique monétaire relativement restrictive, ce qui éloigne encore la possibilité de recourir à des stratégies de croissance.

Crise en Turquie

Suite à l'adoption d'un plan de lutte contre l'inflation, fin 1999, la croissance s'est accélérée et les marchés financiers ont repris confiance. En 2000, selon les estimations, la production a progressé de 6%, après un recul de 5% l'année précédente. Fin octobre, l'inflation était retombée à 44% (contre une moyenne annuelle de 65% en 1999) et les taux d'intérêt au jour le jour étaient revenus à 26%. Ce plan avait pour objectif premier de ramener l'inflation au-dessous de 10% d'ici 2003, au moyen de réformes structurelles destinées à réduire les dépenses publiques et de l'introduction d'un système de change à parité glissante. Le service de la dette publique avoisinant 14% du PIB fin 1999, ces mesures étaient très sensibles à l'évolution du climat sur les marchés et à tout retard par rapport au rythme présumé des réformes structurelles.

La désinflation passe par des réformes structurelles

Malheureusement, la flambée des prix du pétrole, la vulnérabilité des banques locales, dans un contexte de décrue de l'inflation et des taux d'intérêt, ainsi que les retards accusés par la privatisation des principaux actifs publics ont progressivement détérioré les conditions d'exécution du plan. En outre, l'inflation n'a pas baissé assez rapidement pour éviter une dégradation de la compétitivité internationale, de sorte que le déficit courant s'est creusé à près de 5% du PIB en 2000. Fin novembre, les taux d'intérêt du marché ont donc fortement augmenté et la liquidité s'est tarie sur l'interbancaire, provoquant la faillite d'une banque de moyenne importance. La crise qui a suivi a été résorbée grâce aux \$10 milliards débloqués par le FMI, dans le cadre d'un plan visant à remettre en œuvre les réformes structurelles.

La crise de novembre s'est résorbée rapidement ...

Début 2001, des différends politiques ont de nouveau conduit les investisseurs turcs et étrangers à se demander si le gouvernement bénéficiait d'un crédit suffisant auprès de l'opinion pour mettre en œuvre les mesures nécessaires permettant de restructurer un secteur bancaire précaire et de juguler l'inflation. La dégradation de la confiance des investisseurs s'est traduite par des sorties massives de capitaux et une forte hausse des taux d'intérêt, ce qui a contraint les autorités à abandonner, fin février, leur système de change. En laissant flotter la livre, la banque centrale a pu fournir davantage de liquidités, et la monnaie turque, en même temps que les cours des actions et obligations, s'est stabilisée fin mars à un niveau inférieur de quelque 30 à 40% à celui d'avant la crise.

... mais les fragilités sous-jacentes demeurent

Cette crise a coûté cher et laissé une profonde empreinte sur le secteur public. Même si les exportations de biens et le tourisme sont appelés à bénéficier du repli de la livre, la Turquie pourrait enregistrer un recul de la production en 2001. À brève échéance, il semble que l'inflation devrait s'aggraver nettement, car les modifications de change ont traditionnellement des effets considérables à cet égard dans ce pays. En outre, avec un encours

La crise de février a coûté cher

de dette extérieure à court terme estimé à 14% du PIB fin 2000, le poids du service en monnaie locale a augmenté d'un tiers depuis la dépréciation en février 2001. Enfin, les prêts non productifs des banques commerciales reprises par l'État sur les deux dernières années se chiffrent à \$12 milliards. Pour stabiliser son économie en 2001, le pays doit donc impérativement négocier un accord de report de dette et élaborer un projet crédible de réforme du système bancaire.

Le processus inflationniste dans les économies émergentes

Forte décline de l'inflation dans la deuxième moitié des années 90

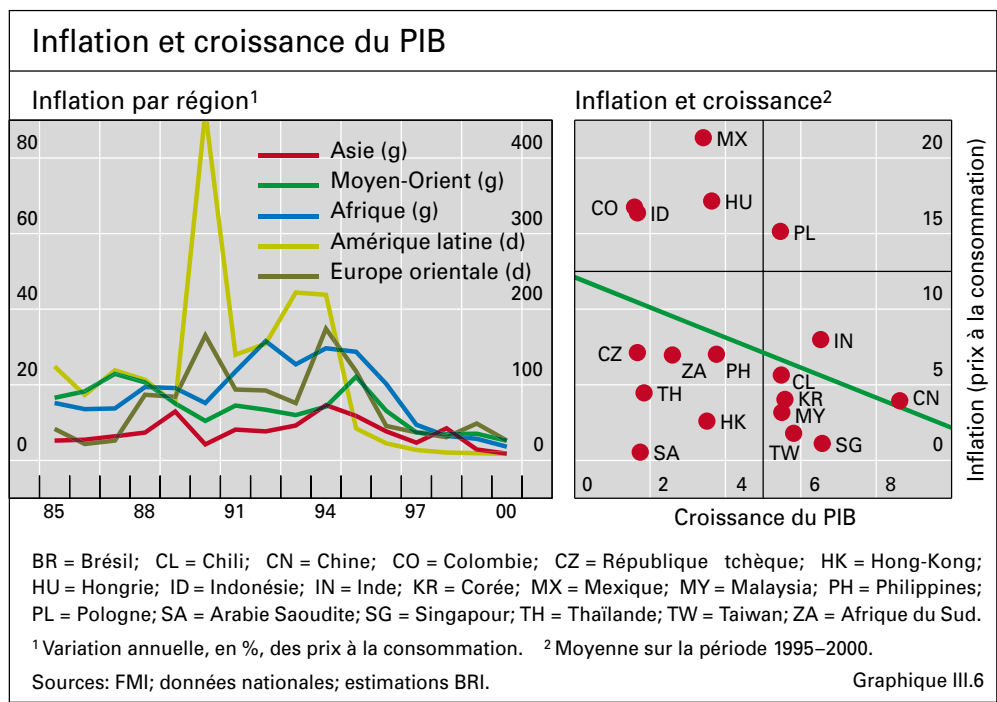
Il convient de porter au crédit de la politique macroéconomique appliquée récemment par les marchés émergents la réussite enregistrée sur le front de l'inflation. Les taux élevés (de l'ordre de 30 à 100%) ont quasiment disparu dans les principales économies et la fourchette intermédiaire (15-30%) ne comprend plus aujourd'hui qu'un petit nombre de pays. En fait, beaucoup atteignent ou avoisinent régulièrement des chiffres comparables à ceux des pays industriels.

Pendant les années 90, de nombreux pays ont profondément modifié leurs structures et politiques, à la suite, souvent, de crises financières. Ce sont les politiques monétaires et de change qui ont été l'objet des mutations les plus marquantes. En outre, l'allègement considérable des déficits budgétaires, la libéralisation des prix, les réformes des marchés et l'accélération de la mondialisation sont autant de facteurs qui ont largement influé sur l'inflation (voir chapitre II pour les analogies avec les pays industriels). Néanmoins, la conduite de la politique monétaire dans un contexte de faible hausse des prix ne va pas sans poser de problèmes: il faut non seulement faire reculer l'inflation, mais aussi l'ancrer à un bas niveau. Sachant que le reflux constaté a renforcé la crédibilité des banques centrales, leur tâche s'en trouvera facilitée.

Principaux aspects de la baisse récente de l'inflation

Un phénomène étendu comportant des avantages à plus long terme

Ce processus de désinflation présente plusieurs aspects intéressants. Tout d'abord, comparé à de brefs épisodes antérieurs, le récent repli a touché davantage de pays (graphique III.6, partie gauche) et s'inscrit dans le cadre de l'évolution mondiale décrite au chapitre II. Deuxièmement, il s'est généralement accompagné d'un recentrage de la politique monétaire sur la stabilité des prix et, dans de nombreux cas, de l'adoption d'un objectif d'inflation. Troisièmement, le coût de la désinflation en termes de production diffère considérablement d'un pays à l'autre et semble corrélé négativement au niveau initial de l'inflation. La comparaison, à l'échelle internationale, de la relation entre croissance et hausse des prix pendant la deuxième moitié des années 90 (graphique III.6, partie droite) n'en suggère pas moins que la maîtrise de l'inflation finit par générer des gains de production durables, bien supérieurs aux coûts temporaires engagés pour obtenir ce résultat. Ce phénomène est particulièrement évident dans les économies d'Asie, qui ont su allier faible inflation et forte croissance durant la majeure partie de la dernière décennie.



Le rythme de la désinflation varie sensiblement d'une région et d'un pays à l'autre. Dans les économies d'Asie, habituellement peu touchées par l'inflation, son niveau est revenu entre 2 et 5 %, voire au-dessous de zéro, dans la deuxième moitié de la décennie 90. La contraction de la production a joué un rôle essentiel à cet égard, en contrebalançant largement les effets de l'alourdissement du déficit budgétaire et de la dépréciation du change. De son côté, l'Amérique latine bénéficie depuis quelques années d'une désinflation particulièrement rapide, à partir de chiffres modérés ou élevés, aboutissant à moins de 5% dans certains pays. En Argentine, les prix sont même en repli depuis deux ans. Le fléchissement de l'inflation dans la région a été précédé par d'importants changements macroéconomiques: adoption de régimes de changes fixes, abandon de l'indexation des salaires et des prix et forte réduction des déficits budgétaires. Plus récemment, plusieurs pays ont délaissé le régime traditionnel de parités fixes ou glissantes en faveur d'une stratégie plus explicite de lutte contre l'inflation, avec notamment la fixation d'un objectif à cet égard.

Désinflation à des rythmes différents

Les pays d'Europe centrale et orientale ont connu un scénario différent durant la majeure partie des années 90. L'inflation y a été influencée, en effet, par le vaste mouvement de libéralisation des prix qui a suivi le passage à l'économie de marché. Si les prix relatifs sont toujours en phase d'ajustement, nombre de ces pays ont néanmoins quitté la zone d'inflation modérée, en stabilisant les salaires et en resserrant leurs politiques budgétaire et monétaire. Dans les grandes économies d'Europe centrale, la lutte contre l'inflation a été motivée par la perspective d'adhésion à l'Union européenne. Dans un registre différent, plusieurs économies en transition indépendantes depuis peu ont opté pour un système de caisse d'émission pour combattre l'inflation. Sur le continent africain également, le repli a été assez général;

Ajustements des prix relatifs dans les économies en transition

ainsi, en Afrique du Sud, la hausse des prix s'est réduite de moitié par rapport au début des années 90.

Facteurs de désinflation

Des écarts de PIB négatifs ont contenu l'inflation

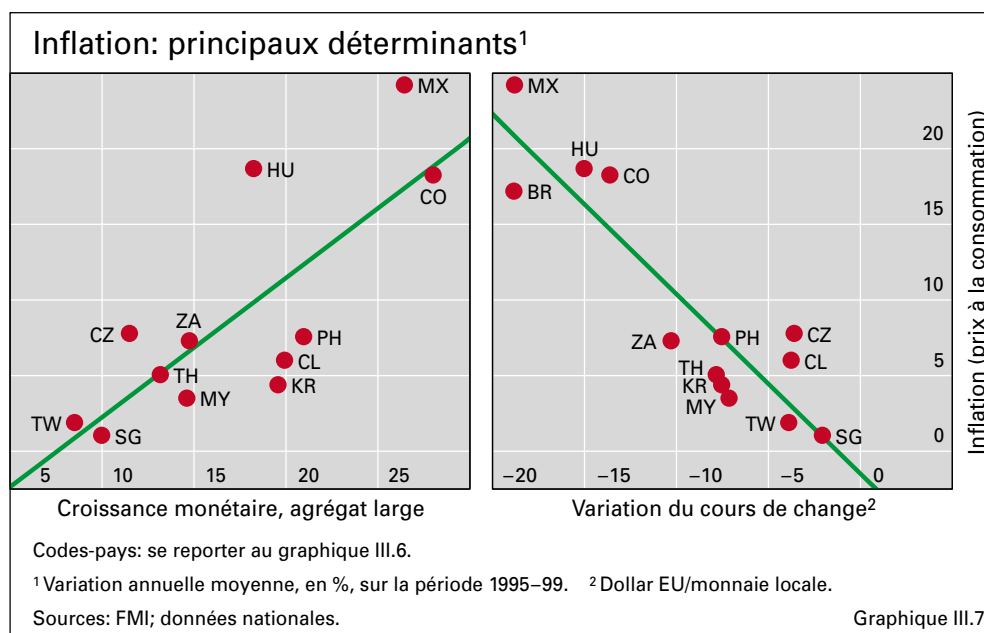
Comment s'explique la désinflation dans les économies émergentes? Le premier facteur réside dans la faiblesse de la demande, la production effective s'étant révélée inférieure à son niveau potentiel dans de nombreux pays durant la deuxième moitié des années 90, et surtout après la crise asiatique de 1997-98. Comme les entreprises sont souvent contraintes de réduire leurs marges en période de ralentissement conjoncturel, cette explication laisse penser que l'inflation pourrait se raviver avec la reprise de la demande.

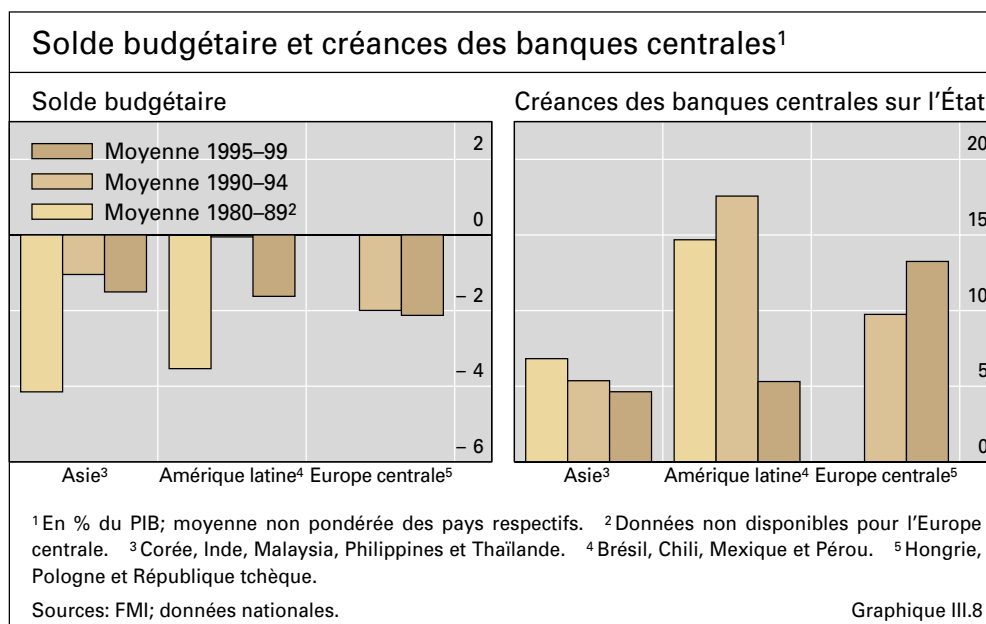
Expansion monétaire moins rapide

Parmi les autres causes plausibles figure le lien entre les chiffres de l'inflation et l'expansion monétaire. Dans les pays à faible hausse des prix, cette expansion a été généralement modeste (graphique III.7). Cependant, les taux annuels de croissance monétaire ont été affectés par une forte volatilité et n'apparaissent pas vraiment conformes au récent recul de l'inflation. Dans de nombreuses économies d'Asie, par exemple, la progression de la masse monétaire au sens large ne s'est pas notablement ralentie ces dernières années, alors que l'inflation a diminué. La raison en est peut-être la demande accrue de monnaie, suite au développement des marchés financiers en Asie, qui peut avoir relevé le seuil de l'expansion monétaire non inflationniste.

Élément moteur: la politique budgétaire

Ce qui semble plus avéré, c'est que le tassement de l'inflation a d'abord été précédé, en général, d'ajustements budgétaires puis de profondes réformes de la fiscalité et des dépenses publiques, parfois assorties d'un programme de stabilisation budgétaire à moyen terme. L'assainissement des finances publiques a été particulièrement net en Amérique latine (graphique III.8), où une forte inflation chronique allait fréquemment de pair avec la monétisation d'importants déficits. Dans toutes les régions, le développement du système financier a eu également tendance à dissocier





l'évolution monétaire des problèmes budgétaires temporaires, en permettant de couvrir sur le marché les besoins de financement publics. Un déficit ramené à un niveau modeste, outre qu'il atténue le penchant inflationniste de la politique budgétaire, peut, s'il résulte d'une réforme de la fiscalité et des dépenses, contribuer à générer des effets positifs au niveau de l'offre.

Les cours de change ont toujours joué un rôle important dans le processus inflationniste des économies émergentes, notamment celles (essentiellement en Amérique latine) qui sont confrontées depuis longtemps à une inflation élevée et à des mouvements de capitaux volatils. Les répercussions des fluctuations de change sur les prix intérieurs dépendent non seulement des conditions concurrentielles dans lesquelles évoluent les entreprises et de la phase du cycle conjoncturel, mais aussi de la nature permanente ou temporaire de ces variations. Dans le passé, de nombreux pays ont adopté des régimes de changes fixes qui faisaient office d'ancrages nominaux pour contenir l'inflation. Les changes fixes ont ainsi contribué à faire baisser l'inflation (ne serait-ce que provisoirement) par rapport à ses hauts niveaux dans beaucoup d'économies d'Amérique latine et d'Europe centrale. Ils ont également permis aux économies de l'Est asiatique de bénéficier d'une inflation faible et stable avant la crise de 1997-98.

Le recours à un ancrage de la monnaie pour lutter contre la hausse des prix n'était pas sans risque. Dans de nombreux pays, la Turquie en étant l'illustration la plus récente, cette méthode a nui à la compétitivité internationale et aggravé le déficit courant, au point de le rendre insoutenable. En raison de la sensibilité des régimes à parité fixe aux attaques contre la monnaie, en cas surtout de fragilité du système bancaire et d'intensification des mouvements de capitaux, une évolution s'est produite en faveur soit d'un change plus souple, soit d'un rattachement rigide. La majorité des pays ont opté pour la première solution. Ceux qui ont choisi la seconde (caisse d'émission ou dollarisation) ont accepté de renoncer ainsi à une grande part

Rôle des régimes de change

Le passage à un régime de change flexible ...

de leur indépendance en termes de politique monétaire. En revanche, ceux qui ont préféré un change flexible ont conservé une place pour la stratégie monétaire. Mais, s'ils ont admis le principe du flottement, ils ont souvent recherché un compromis entre l'objectif de compétitivité internationale et la nécessité de limiter les pressions du change sur les prix intérieurs. À cet effet, ils ont généralement pratiqué des interventions sur le marché des changes et/ou joué sur les taux directeurs.

... a été suivi
d'une dépréciation
modérée ...

Le récent passage aux régimes de changes flexibles ne s'est toutefois pas accompagné d'une montée de l'inflation. Cette absence de réaction n'a pas manqué de surprendre en Amérique latine, étant donné que, traditionnellement, toute dépréciation affectait immédiatement les anticipations d'inflation. Elle s'explique notamment par le fait que cette récente transition, survenue en pleine crise, a aussi coïncidé avec des capacités de production excédentaires et un mouvement mondial de désinflation, compensant en partie son impact direct sur la hausse des prix à la consommation. En outre, comme évoqué précédemment, de nombreux pays sont parvenus à empêcher une dépréciation substantielle de leur monnaie, malgré leur intention déclarée de la laisser flotter (chapitre V).

... et de
répercussions
tempérées

Par ailleurs, il se peut qu'un dosage crédible de politiques monétaire et budgétaire axées sur la stabilité ait eu un effet positif sur les anticipations en matière de salaires et de prix. Le regain de prudence budgétaire en Amérique latine, mentionné ci-dessus, y a été pour beaucoup. Enfin, pendant la dernière décennie, de nombreux pays ont mis en œuvre de vastes réformes structurelles pour accroître la concurrence au niveau national. L'intégration progressive des marchés émergents à l'économie mondiale a constitué à cet égard une évolution particulièrement importante. En conséquence, la capacité pour les entreprises de répercuter le coût des importations sur leurs prix, en cas de baisse de la monnaie, s'est trouvée nettement limitée (chapitre II). À mesure que la nouvelle économie se développera sur les marchés émergents, ces pressions mondiales devraient s'intensifier.

Maîtriser l'inflation

L'analyse qui précède incite à se demander si les faibles niveaux actuels de l'inflation peuvent perdurer. En d'autres termes, les modifications des politiques macroéconomiques ont-elles sensiblement atténué le risque d'un retour à une forte inflation?

Maîtriser l'inflation
sans négliger
les risques
budgétaires

Pour éviter toute rechute, il importe de commencer par éliminer les aspects potentiellement inflationnistes de la politique budgétaire. L'application active de la politique budgétaire pour soutenir la croissance en période de récession doit être suivie de mesures visant à réduire les déficits dès l'amorce de la reprise. L'alourdissement du service de la dette résultant de la recapitalisation coûteuse du secteur bancaire et de l'augmentation correspondante de la dette publique pourrait compromettre la crédibilité de l'orientation budgétaire, surtout dans certaines économies de l'Est asiatique bénéficiant jusque-là d'une situation équilibrée dans ce domaine. De surcroît, la lenteur des privatisations et la résistance politique à des corrections plus substantielles de la fiscalité et des dépenses publiques ont freiné les

réformes budgétaires. Ces facteurs amènent à douter de la viabilité à long terme de l'orientation budgétaire, ce qui porte atteinte à la crédibilité des stratégies mises en œuvre et met en cause la capacité de maintenir une faible inflation.

Une autre question essentielle est de savoir dans quelle mesure le recul de l'inflation a créé une dynamique anti-inflationniste. D'une manière générale, la nécessité d'une indexation des salaires et des prix se fait moins forte à mesure que l'inflation diminue, car il n'est plus nécessaire alors de se prémunir contre une ample hausse des prix. Puisque les anticipations d'inflation s'éloignent également, les augmentations des salaires nominaux reflètent mieux les gains de productivité, ce qui atténue les pressions en faveur d'un rattrapage des salaires. En outre, les producteurs hésitent davantage à répercuter leurs surcoûts temporaires sur les prix. En corollaire, un environnement stable de faible inflation accroît la transparence des mouvements des prix relatifs, ce qui rend les consommateurs plus réactifs aux variations des prix et avive la concurrence entre entreprises. Cet effet est plus ou moins puissant, selon que les agents économiques perçoivent cette baisse de l'inflation comme permanente ou non.

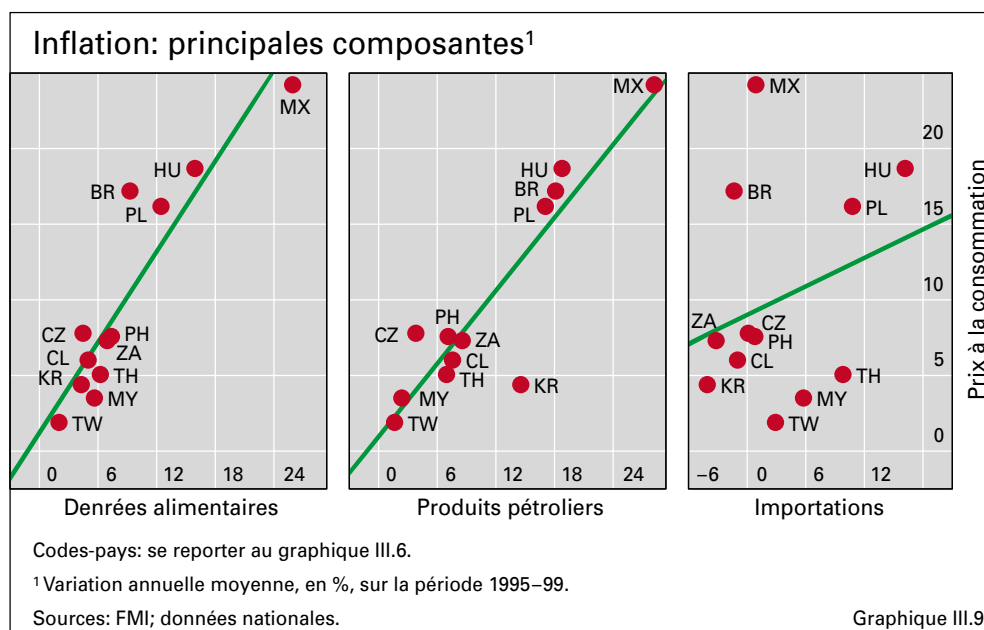
En vue de limiter les risques inflationnistes, certains pays ont récemment adopté un objectif d'inflation, ce qui offre plusieurs avantages. Premièrement, l'engagement de la politique monétaire envers la stabilité des prix est particulièrement important dans les pays habitués aux excès budgétaires et à des carences dans la gestion monétaire. L'objectif d'inflation devrait aider les banques centrales à résister aux pressions politiques et les inciter à assurer la cohérence durable de leur objectif. Deuxièmement, les banques centrales peuvent utiliser la transparence de cet objectif et l'obligation de résultat à cet égard pour promouvoir la communication avec le public, de manière à obtenir son adhésion à leur lutte contre l'inflation et en renforcer ainsi la crédibilité. Troisièmement, une fois la hausse des prix maîtrisée, le caractère prospectif de cette approche permet aux banques centrales de calmer les anticipations d'inflation à long terme. Il s'agit là d'un avantage indéniable car, en particulier pour l'Amérique latine, un recul effectif de l'inflation ne semble pas suffisant pour réduire d'autant les anticipations intégrées dans les taux obligataires nominaux.

Cependant, pour que ces avantages se concrétisent, plusieurs conditions doivent être remplies. Le système financier doit notamment être suffisamment solide pour s'adapter aux modifications des taux d'intérêt par la banque centrale. De plus, il faut que le régime de change soit assez souple pour absorber des chocs exogènes, mais sans être volatil au point de menacer la stabilité des prix. Le risque de conflit entre les objectifs internes et externes est particulièrement élevé dans les pays plus exposés aux chocs extérieurs et présentant, envers l'étranger, un important volume d'engagements non couverts. En outre, fixer un objectif d'inflation implique de bien connaître les variables qui génèrent l'inflation. La modélisation de ce processus constitue une difficulté en soi, en raison du manque de données, de l'extrême volatilité de certaines composantes et d'une connaissance imparfaite du mécanisme de transmission de la politique monétaire.

La crédibilité des politiques est un élément crucial

L'objectif d'inflation peut être bénéfique à long terme ...

... mais ne règle pas tous les problèmes



La capacité de préserver le faible taux d'inflation actuel dépend aussi des facteurs d'offre à court terme. L'inflation a tendance à être plus sensible aux prix des importations (pétrole notamment) que dans les pays industriels, car les économies émergentes sont davantage tributaires des produits achetés à l'étranger. En outre, les cours des denrées alimentaires pâtissent énormément des chocs dans le domaine agricole, ce qui les rend volatils. Les modifications des prix administrés peuvent également peser sur les prix relatifs et sur le niveau moyen d'inflation. Cela a été particulièrement vrai dans les économies en transition, où le vaste mouvement de libéralisation des prix du début des années 90 a immédiatement provoqué une élévation du niveau général des prix et, dans certains cas, une poussée prolongée d'inflation résultant d'une politique monétaire accommodante. Toutefois, les pays qui ont maintenu des prix administrés artificiellement bas font face aujourd'hui à un problème de rattrapage analogue.

Le graphique III.9 compare, pour divers pays, la relation entre les variations des prix des produits alimentaires, du pétrole et des importations, d'une part, et le taux d'inflation pour l'ensemble de l'économie, d'autre part, dans la deuxième moitié des années 90. Il apparaît que, dans plusieurs cas, des chocs d'offre favorables ont largement contribué au reflux récent de l'inflation. Cependant, comme ces facteurs sont réversibles, ils compliquent la tâche des banques centrales à l'égard de la stabilité des prix. Cela pourrait conduire à penser que les composantes volatiles de l'offre sont à exclure de l'objectif d'inflation, mais une telle attitude risque d'accroître la confusion dans l'esprit du public sur la notion de stabilité des prix.

Éviter des objectifs d'inflation irréalistes

Face à une telle complexité, un large consensus s'est fait jour pour que les pays industriels comme les économies émergentes se gardent de vouloir atteindre un objectif d'inflation dans des délais trop brefs. En effet, un objectif irréaliste ou défini dans une fourchette trop étroite exigerait d'amples mouvements des taux d'intérêt, surtout lorsque l'économie est affectée par

des chocs d'offre défavorables. Les économies émergentes doivent apporter un soin tout particulier à cet arbitrage entre la stabilité des prix et celle des taux d'intérêt. Tout échec à l'égard d'un objectif d'inflation explicite peut nuire à la crédibilité des autorités monétaires, mais les modifications de taux d'intérêt qu'impose cet exercice peuvent avoir de graves répercussions sur l'économie, surtout si le système bancaire est fragile.

IV. Politique monétaire dans les pays industriels avancés

Faits saillants

La période sous revue a été caractérisée par un climat d'incertitude et une inflexion majeure de l'orientation monétaire. Dans de nombreux pays, les taux d'intérêt à court terme ont généralement continué à se tendre début 2000, en raison de la vigueur de la croissance et de tensions inflationnistes. En cours d'année, cependant, la perception d'une décélération rapide de l'activité a entraîné un vaste retournement de tendance sur les taux d'intérêt. Au commencement de 2001, comme il apparaissait de plus en plus nettement que divers pays connaissaient un ralentissement marqué, la plupart des banques centrales ont abaissé leurs taux directeurs. Malgré ce changement d'orientation, les taux longs se sont, dans l'ensemble, détendus dans les grands pays industriels, au point d'inverser les courbes des rendements. Des conditions plus normales ont toutefois pu être restaurées après mars 2001.

C'est aux États-Unis que les modifications des conditions économiques et des marchés financiers ont été les plus manifestes. La politique a continué à se durcir au premier semestre 2000, mais la situation s'est retournée début 2001, lorsque des signes d'une chute brutale de l'activité sont apparus. La Réserve fédérale a procédé à deux baisses de taux inattendues entre deux séances régulières du Comité fédéral de l'open market (CFOM), en partie pour redresser la situation sur les marchés financiers, qui influencent sans doute plus le niveau de la demande aux États-Unis que dans les autres pays.

Au Japon, la politique de taux zéro a été abandonnée en août, car la banque centrale estimait que la reprise avait acquis une dynamique propre et que le risque de déflation devenait moins préoccupant. Comme les pressions baissières sur les prix se sont accentuées à l'automne et que l'activité a fortement diminué en fin d'année, elle a également assoupli les conditions monétaires début 2001. L'érosion des cours des actions, progressive mais de grande ampleur, s'avérait particulièrement inquiétante: elle risquait de rejallir sur la stabilité du système financier, puisque rien n'indiquait clairement que la restructuration avait vraiment commencé.

Dans la zone euro, l'inflation, au printemps 2000, est demeurée proche de 2%, limite supérieure de la fourchette de stabilité des prix définie par l'Eurosystème. Elle s'est toutefois accélérée, en été d'abord, puis à l'automne, sous l'effet de la hausse des prix pétroliers et de la dépréciation de l'euro. En réaction, les taux directeurs ont été progressivement relevés. Lorsque ces influences se sont inversées, l'inflation a diminué, mais aucun signe tangible de ralentissement de l'activité n'est apparu jusqu'au début de 2001. Estimant,

sur la base de ses projections, que le taux d'inflation tarderait à revenir à l'intérieur de la fourchette de stabilité, l'Eurosystème a, jusqu'en mai, choisi de ne pas abaisser ses taux.

Dans de nombreux pays à objectif d'inflation explicite, le mouvement des taux d'intérêt s'est également inversé. La première moitié de la période a vu s'achever la phase de resserrement monétaire. La hausse du taux d'inflation enregistrée fin 2000 dans la plupart de ces économies a été attribuée à des facteurs temporaires comme le renchérissement du pétrole; aussi n'a-t-il pas été jugé nécessaire de durcir encore l'orientation de la politique. Début 2001, toutefois, les principales banques centrales concernées ont réduit leurs taux, en raison de la révision en baisse des prévisions de croissance pour le futur proche.

Que l'inflation ait pu être abaissée et maintenue à un faible niveau dans le monde entier, en présence d'une expansion continue des marchés financiers, n'est pas sans conséquences pour les banques centrales. Un problème particulier tient au choix des indicateurs guidant le réglage des taux directeurs. Dans ce domaine, elles ont expérimenté diverses variables représentatives de l'économie réelle et, de plus en plus, des marchés financiers. Par ailleurs, la communication externe joue un rôle croissant et les autorités sont appelées à tenir davantage compte des réactions du marché lorsqu'il s'agit de choisir le moment le plus approprié pour leurs décisions.

États-Unis

La période étudiée a été délicate pour les autorités. Durant les trois premiers trimestres de 2000, les tensions inflationnistes semblaient s'accumuler, alors que les cours des actions et divers autres indicateurs financiers laissaient présager une baisse imminente de la consommation et de l'investissement. En outre, l'incertitude sur les gains de productivité futurs assombrissait les perspectives concernant l'inflation, les profits et la solidité à court terme des marchés des capitaux. Puis, en fin d'année, de nouvelles statistiques ont annoncé un ralentissement spectaculaire de l'activité, dont l'intensité et la durée restaient particulièrement incertaines. Décider du rythme de la détente, alors qu'un rebond inopportun des cours des actions n'était pas exclu, nécessitait de s'en remettre, plus que de coutume, à des appréciations subjectives sur l'économie et la psychologie du marché.

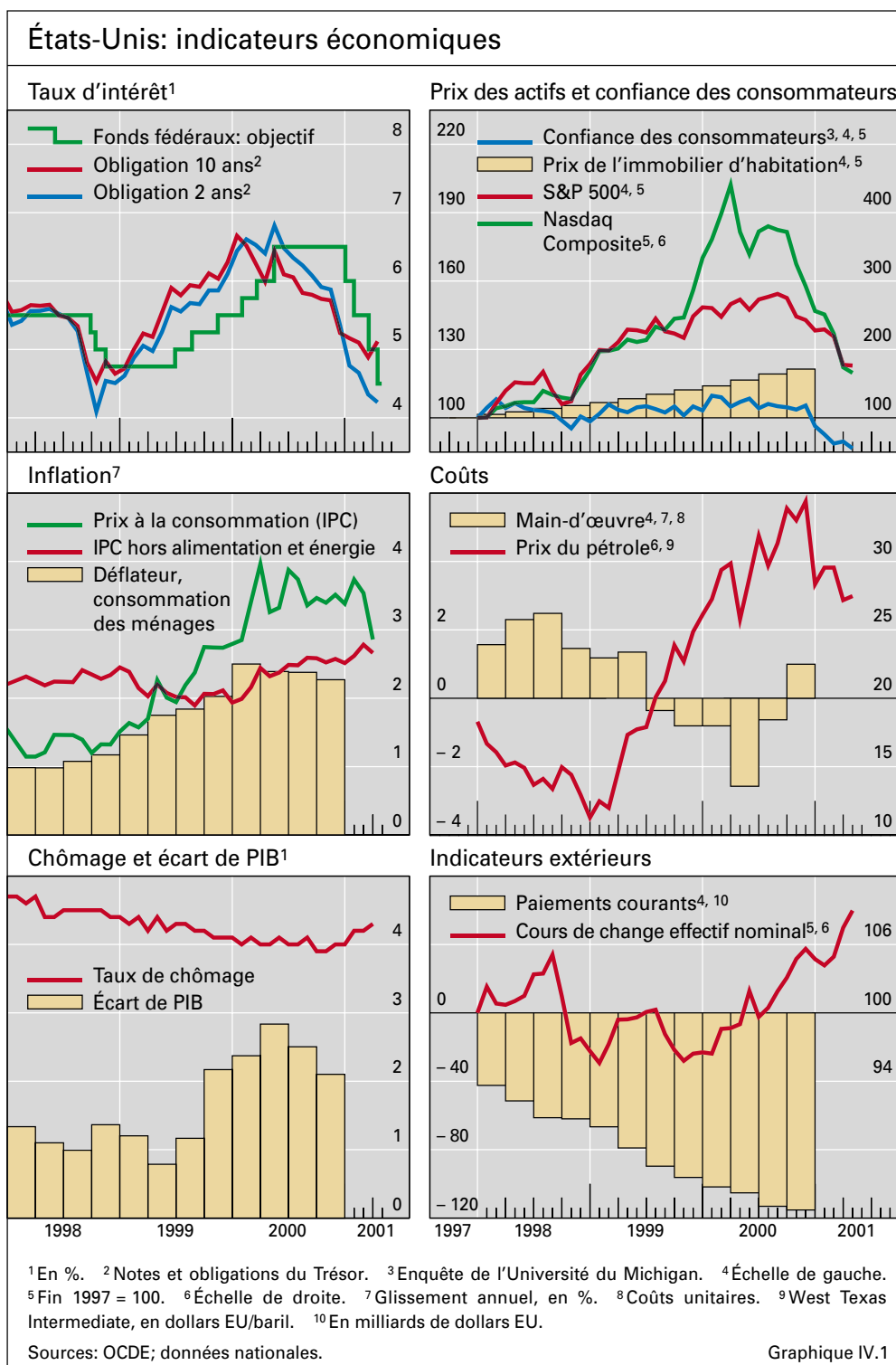
Le début de la période a marqué la dernière phase d'une année de resserrement monétaire par la Réserve fédérale. Le relèvement de 50 points de base de l'objectif des fonds fédéraux en mai 2000, après une augmentation cumulée de 1¼ point depuis juin 1999, s'inscrivait dans une stratégie visant à freiner de façon mesurée l'expansion rapide de la demande globale et ses effets possibles sur l'inflation. À la fin du printemps et en été, les indicateurs avancés laissaient toutefois entrevoir un ralentissement de l'activité. Le CFOM a ainsi été amené à interrompre la hausse de son taux-objectif, tout en conservant un penchant restrictif. Le risque d'une poussée d'inflation est, de fait, demeuré sa préoccupation majeure pendant tout l'automne. D'un côté, les

Tensions
inflationnistes

Resserrement
monétaire jusqu'en
mai 2000 ...

... le risque
d'inflation étant
encore présent
à l'automne

mesures de l'inflation sous-jacente se maintenaient autour de 2%, niveau jugé compatible avec la stabilité des prix, et les signes de ralentissement économique s'accumulaient. De l'autre, le niveau toujours élevé des prix pétroliers justifiait des révisions en hausse des anticipations d'inflation à long terme, tandis que les tensions persistantes sur le marché du travail – qui se traduisaient par une progression des rémunérations et des coûts unitaires de main-d'œuvre – menaçaient d'aviver encore l'inflation sous-jacente.



En décembre, des signes de ralentissement notable de l'économie sont apparus: ample contraction des ventes de détail; accumulation excessive de stocks; érosion marquée du patrimoine des ménages; chute prononcée de la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise. Simultanément, les conditions se sont nettement détériorées sur les marchés des actions et des obligations d'entreprise (chapitre VI).

Signes d'un net
ralentissement
fin 2000

Le CFOM, qui avait abandonné son penchant restrictif en décembre pour tenir compte du risque accru de décélération économique, a abaissé les taux le 3 janvier 2001. Le choix de la date (entre deux séances) et l'ampleur de la détente (deux fois plus importante que d'ordinaire) ont surpris les marchés: les cours des actions sont montés en flèche, tandis que ceux des obligations à long terme chutaient. Cette décision inattendue avait probablement pour but de démontrer la rapidité de réaction des autorités et, par là, de renforcer la confiance des consommateurs et des opérateurs. Après une nouvelle réduction de 50 points de base du taux des fonds fédéraux lors de la réunion du CFOM de fin janvier, et au vu de l'amélioration constante de la situation des marchés financiers (à l'exception des cours des actions), il semblait possible d'éviter un ralentissement économique prolongé. Mi-février, la Réserve fédérale prévoyait, en tenant compte des effets de l'assouplissement monétaire déjà intervenu, que le taux annuel de croissance ne descendrait guère, en 2001, au-dessous de sa trajectoire à long terme estimée et que l'inflation (fondée sur l'indice des dépenses de consommation des ménages) se situerait autour de 2%. Au fil du temps, toutefois, les signes d'une détérioration plus durable et plus grave se sont accumulés. Le CFOM a encore abaissé les taux de 50 points de base, une première fois lors de sa réunion de mars, puis le 18 avril, après une consultation entre deux séances, et à nouveau le 15 mai. Le taux des fonds fédéraux a ainsi été réduit de 250 points de base au total sur les cinq premiers mois de l'année, fait sans précédent depuis la guerre. Alors que l'écart entre taux longs et courts avait eu tendance à diminuer en 2000, le processus s'est inversé début 2001, suite à l'assouplissement de la politique monétaire; ainsi, le rendement de l'obligation du Trésor à 10 ans s'est tendu, augmentant de 56 points de base entre le 23 mars et le 20 avril.

Réduction-surprise
des taux début
2001 ...

... vite suivie de
quatre autres
baisses

L'évolution de la politique monétaire des États-Unis au cours des derniers trimestres a alimenté, comme les années précédentes, un débat concernant une éventuelle augmentation du niveau soutenable des gains de productivité (voir ci-après la section sur les indicateurs de la politique monétaire). Durant la phase de resserrement, la Réserve fédérale avait été soucieuse d'obtenir des estimations exactes de l'écart de PIB pour évaluer les conséquences inflationnistes d'une forte demande globale. En revanche, lorsque, au quatrième trimestre 2000, les cours des actions ont continué de baisser et que la croissance s'est nettement ralentie, les autorités et les marchés se sont un moment interrogés sur les perspectives à court terme des gains de productivité. Ils ont privilégié un scénario de gains durables avec des retombées positives sur les bénéficiaires, les cours des actions et les dépenses. Dans ce schéma, certains déséquilibres constatés dans l'économie américaine seraient donc plus viables qu'on aurait pu le croire (chapitre II). Néanmoins, si le maintien de gains de productivité élevés devait impliquer une diminution

Persistance de
l'incertitude sur
les gains de
productivité

des horaires de travail, de l'emploi et du revenu des ménages, la confiance des consommateurs risquerait de s'en ressentir.

Japon

Face à la croissance notable du PIB et à l'augmentation de la production industrielle au printemps 2000, la Banque du Japon s'est trouvée devant un choix délicat. Devait-elle abandonner la politique de taux zéro adoptée un an auparavant et, dans ce cas, à quel moment? Son Conseil de politique monétaire était de plus en plus persuadé que la diminution constante des prix à la consommation reflétait essentiellement une évolution de l'offre, notamment sous l'effet de la déréglementation et de la modification des circuits de distribution, et qu'en outre l'incidence baissière de la faiblesse de la demande semblait s'atténuer. Alors que le rythme annuel du recul des prix (hors produits frais) était demeuré à 0,3% au printemps et que des signes de reprise apparaissaient, le taux-objectif du jour le jour était relevé à 0,25% en août. Même si ce geste représentait un léger resserrement, la Banque du Japon faisait valoir que les conditions monétaires conservaient globalement un caractère incitatif.

Durant l'automne et l'hiver, toutefois, l'activité a de nouveau fléchi et la baisse sous-jacente des prix à la consommation s'est accélérée. Les rendements obligataires longs, restés stables pendant la majeure partie de l'année, sont revenus de 1,8% en octobre à 1,7% en décembre et ont touché 1,1% début mars 2001. Cette diminution laisse penser que les marchés financiers anticipaient une poursuite du ralentissement conjoncturel. En outre, il apparaissait de plus en plus clairement que l'encours des prêts non productifs n'avait pas été véritablement réduit puisqu'il se reconstituait au fur et à mesure des annulations de créances.

Ces développements ont eu deux causes principales. Premièrement, la forte baisse des exportations vers les pays d'Asie, essentiellement due à l'impact du ralentissement américain sur ces économies, a entraîné une diminution de la production industrielle au premier trimestre 2001. Deuxièmement, la nouvelle érosion de la capacité de prêt des banques, provoquée par la chute des cours des actions depuis le printemps 2000, a entravé la reprise naissante. En effet, les banques ne pouvaient plus guère, comme par le passé, compenser, dans leurs résultats, leurs pertes sur prêts par des plus-values sur actions, dont les cours (mesurés par l'indice Nikkei) s'inscrivaient, au printemps 2001, à leurs plus bas niveaux depuis quinze ans.

Compte tenu de cette dégradation de la situation économique et de la probabilité croissante d'une récession aux États-Unis, la Banque du Japon a adopté, début février 2001, des mesures supplémentaires de soutien à l'économie. Pour accroître l'offre de liquidités, elle a institué une facilité d'avances sur titres permettant aux banques d'emprunter, à leur initiative, au taux d'escompte officiel, ramené de 0,5% à 0,35%. Ce geste a eu pour résultat de plafonner le taux au jour le jour sur le marché interbancaire. Puis, le même mois, l'objectif du jour le jour a été réduit à 0,15% et le taux officiel d'escompte à 0,25%. La reprise semblant interrompue, la banque centrale a pris, en mars,

Baisse des prix
mais relèvement
des taux

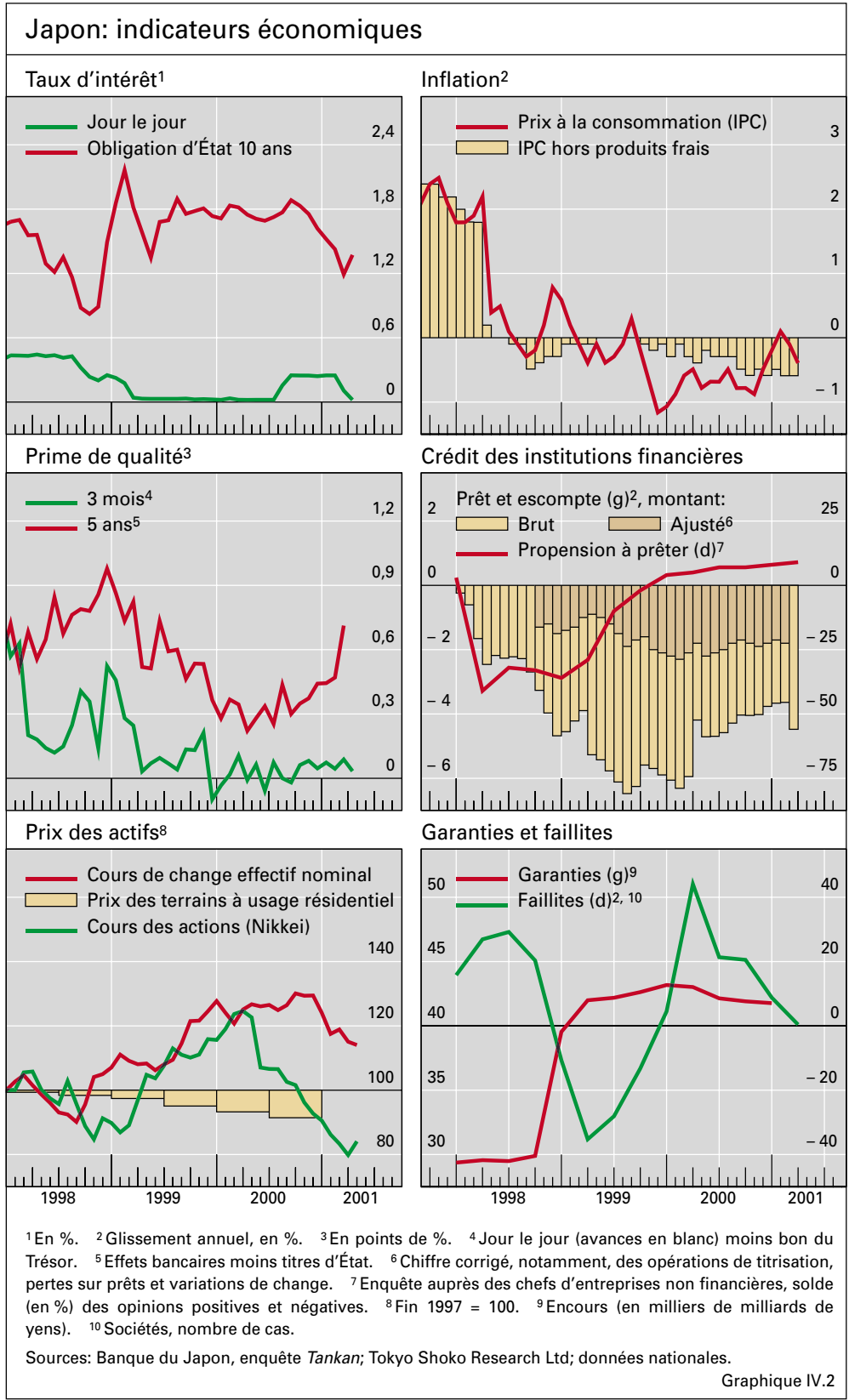
Fléchissement
de l'activité ...

... sous l'effet du
ralentissement aux
États-Unis et de la
chute des cours
des actions

Assouplissement
monétaire en
février ...

... et en mars

de nouvelles initiatives. Elle a modifié son objectif opérationnel, délaissant le jour le jour pour cibler l'encours des comptes courants détenus sur ses livres par les établissements de crédit, et a porté ce volume de ¥4 000 milliards à ¥5 000 milliards, de sorte que le jour le jour est revenu à près de 0,05%.



En même temps que les inflexions d'orientation décidées en mars, la Banque du Japon a annoncé un «ciblage de l'IPC», consistant à maintenir la nouvelle politique jusqu'à ce que la baisse des prix à la consommation soit enrayerée, sans doute pour convaincre l'opinion que les taux d'intérêt resteraient longtemps très faibles et induire ainsi une détente sur l'ensemble de la courbe des rendements. Si la banque centrale japonaise est demeurée réservée au sujet de l'instauration d'un objectif explicite d'inflation à moyen terme, cette annonce soulignait cependant qu'elle veillait de plus en plus à éviter une nouvelle diminution des prix.

Détente par
accroissement
des liquidités

Avec un jour le jour pratiquement à zéro, la banque centrale n'avait plus de marge de manœuvre sur les taux. Elle estimait peu probable, en outre, qu'une augmentation des liquidités en circulation puisse soutenir l'activité, étant donné la fragilité du système financier et des entreprises. En particulier, un gonflement de la base monétaire par des achats massifs d'obligations d'État n'était guère de nature à inciter les banques à accroître leurs prêts, en raison du mauvais état de leurs bilans et de la faiblesse de la demande de crédits. Au surplus, une baisse du yen par des achats de devises, pour stimuler les exportations, pourrait placer certaines sociétés dans l'incapacité de répercuter le renchérissement des importations du fait de l'apathie de la demande intérieure. Une dépréciation de la monnaie risquerait donc de laminer les marges bénéficiaires dans quelques secteurs, de freiner ainsi l'activité et de créer des problèmes pour les autres économies d'Asie.

Importance des
réformes

La politique monétaire ayant une efficacité restreinte et la politique budgétaire étant entravée par le gonflement rapide de la dette publique ces dernières années, le retour de la croissance semble lié de plus en plus à des réformes axées sur un assainissement général des bilans des établissements financiers et des entreprises. Le succès d'une telle stratégie paraît, en outre, conditionné par un accroissement durable de la rentabilité des activités bancaires de base. Or, si le faible niveau des taux d'intérêt est de nature à favoriser la demande, il a aussi pour effet de réduire les incitations à restructurer, puisque les prêts non productifs peuvent être refinancés à un coût minime. C'est pourquoi il est d'autant plus important de compléter la politique de taux faibles par des incitations à faire aboutir les réformes structurelles.

Zone euro

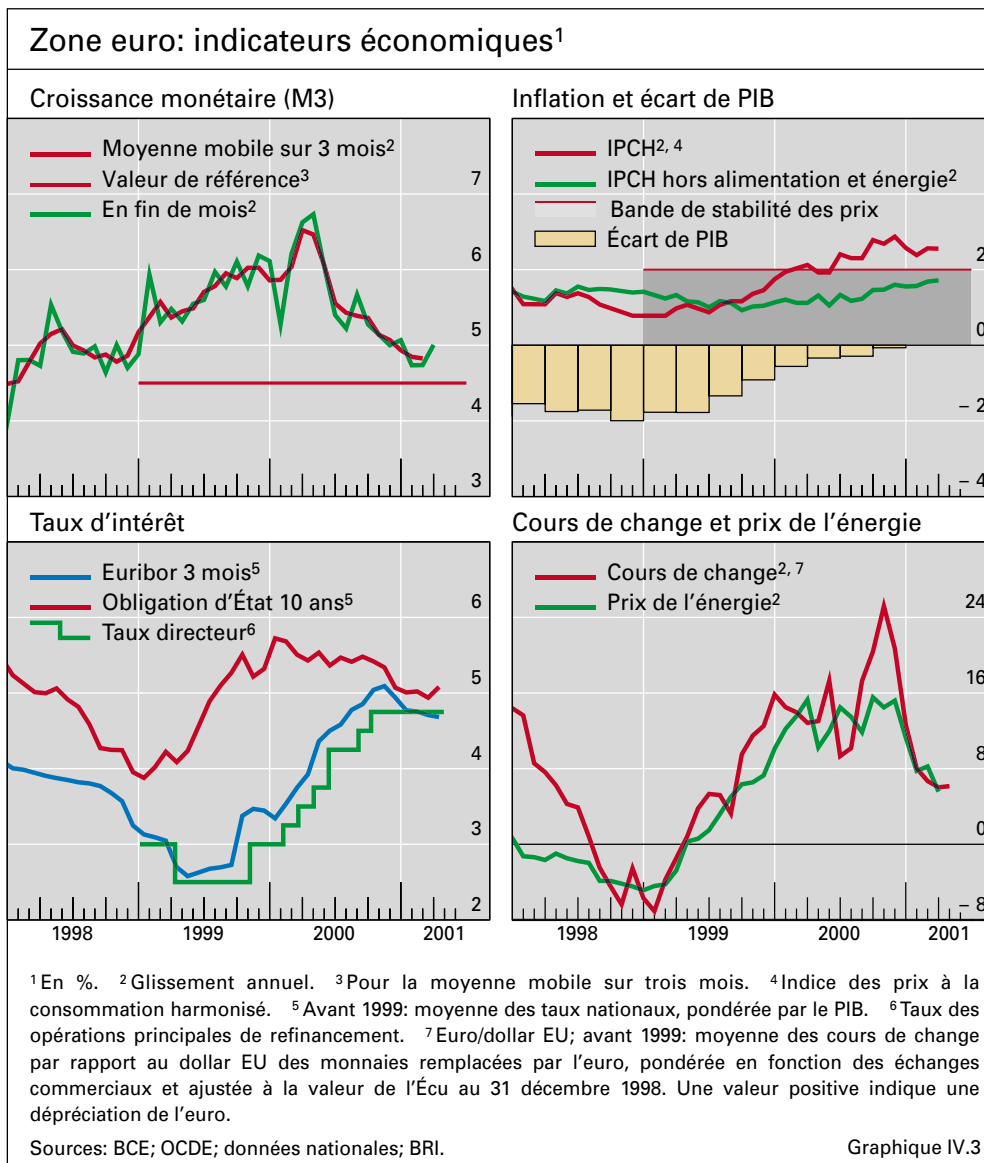
L'environnement monétaire a également été délicat l'an dernier dans la zone euro, où les perspectives d'inflation ont encore évolué rapidement. Jusqu'à l'automne 2000, le principal défi, pour la BCE, a été d'empêcher la poussée d'inflation liée à l'énergie d'entrer dans les rémunérations contractuelles et d'exercer des effets secondaires. Elle s'est donc essentiellement attachée à savoir dans quelle mesure le ralentissement touchant les États-Unis, et l'économie mondiale en général, freinerait l'activité et réduirait les tensions sur les prix dans la zone euro. La situation était, en outre, rendue plus complexe par l'affaiblissement de l'euro, susceptible de s'accélérer. Si le change ne

L'affaiblissement
de l'euro ajoute
à la complexité

constitue pas un objectif de la politique monétaire, il influence les tensions inflationnistes par une action directe sur les prix des importations et indirectement, le cas échéant, à travers les anticipations d'inflation (chapitre V).

Début 2000, la BCE a poursuivi sa politique de resserrement progressif amorcée fin 1999. L'inflation mesurée par la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), qui avait touché un minimum de 0,8% en janvier 1999, n'a cessé d'augmenter par la suite, culminant à 2,9% en novembre 2000. Cette accélération s'explique essentiellement par l'envolée des prix pétroliers et la dépréciation de 16% de l'euro entre janvier 1999 et décembre 2000. Elle s'est accompagnée d'une vive hausse des prix des importations: 22% sur les douze mois se terminant en septembre 2000. Bien que l'inflation sous-jacente (mesurée par l'IPCH hors alimentation et énergie) soit demeurée très sage, le taux des opérations principales de refinancement a été relevé par étapes, de 3,0%, début 2000, à 4,75%, à l'automne. Pendant quelques mois, le Conseil des gouverneurs a conservé une attitude prudente, malgré le fort ralentissement de l'économie américaine et les signes

Hausse de l'inflation due aux prix pétroliers et à la dépréciation de l'euro



d'atténuation des tensions inflationnistes dans la zone euro. Devant la modération salariale et la révision en baisse des perspectives de croissance, la BCE a réduit ses taux en mai 2001.

Déterminants
de la politique
monétaire

Plusieurs facteurs peuvent expliquer l'attitude de l'Eurosystème. En définissant le cadre opérationnel de sa politique, le Conseil des gouverneurs avait déclaré qu'un franchissement temporaire du seuil de 2% ne devrait pas être considéré comme incompatible avec la stabilité des prix. Il a pu toutefois estimer qu'il lui fallait réagir, même modérément, pour que sa crédibilité, qui ne peut se prévaloir d'une longue expérience, ne soit pas entamée. En outre, la croissance de M3 – premier pilier du dispositif opérationnel de l'Eurosystème – au-delà de la valeur de référence de 4,5% appelait à la prudence. La sensibilité des salaires aux variations des prix et aux tensions sur le marché du travail, traditionnelle dans de nombreuses économies d'Europe continentale, a également joué un rôle. Avec la poursuite de la baisse du chômage dans la zone euro (de 9,5% en janvier 2000 à 8,6% en décembre), une accélération de l'inflation risquait de renforcer les anticipations de hausse des prix et de se répercuter, dans un second temps, sur le marché du travail.

Risque d'effets
secondaires

En fait, les rendements des obligations à long terme sont demeurés stables autour de 5,5% pendant une grande partie de l'année 2000, puis ont commencé à diminuer, pour s'inscrire à 4,9% à mi-mars 2001. Dans un sens, cette évolution peut s'expliquer par un mimétisme avec les taux longs aux États-Unis, que confirme la tendance haussière affichée ensuite par les rendements obligataires tant dans ce pays qu'en Europe. D'un autre côté, elle pourrait indiquer que la poussée d'inflation n'a pas influencé les anticipations, car la politique de stabilité de l'Eurosystème est restée crédible pour les marchés financiers comme pour le grand public. Cette dernière interprétation semble étayée par l'absence de signes de répercussions, à ce jour, de l'accélération de l'inflation sur les coûts de main-d'œuvre.

Crédibilité de la
politique monétaire

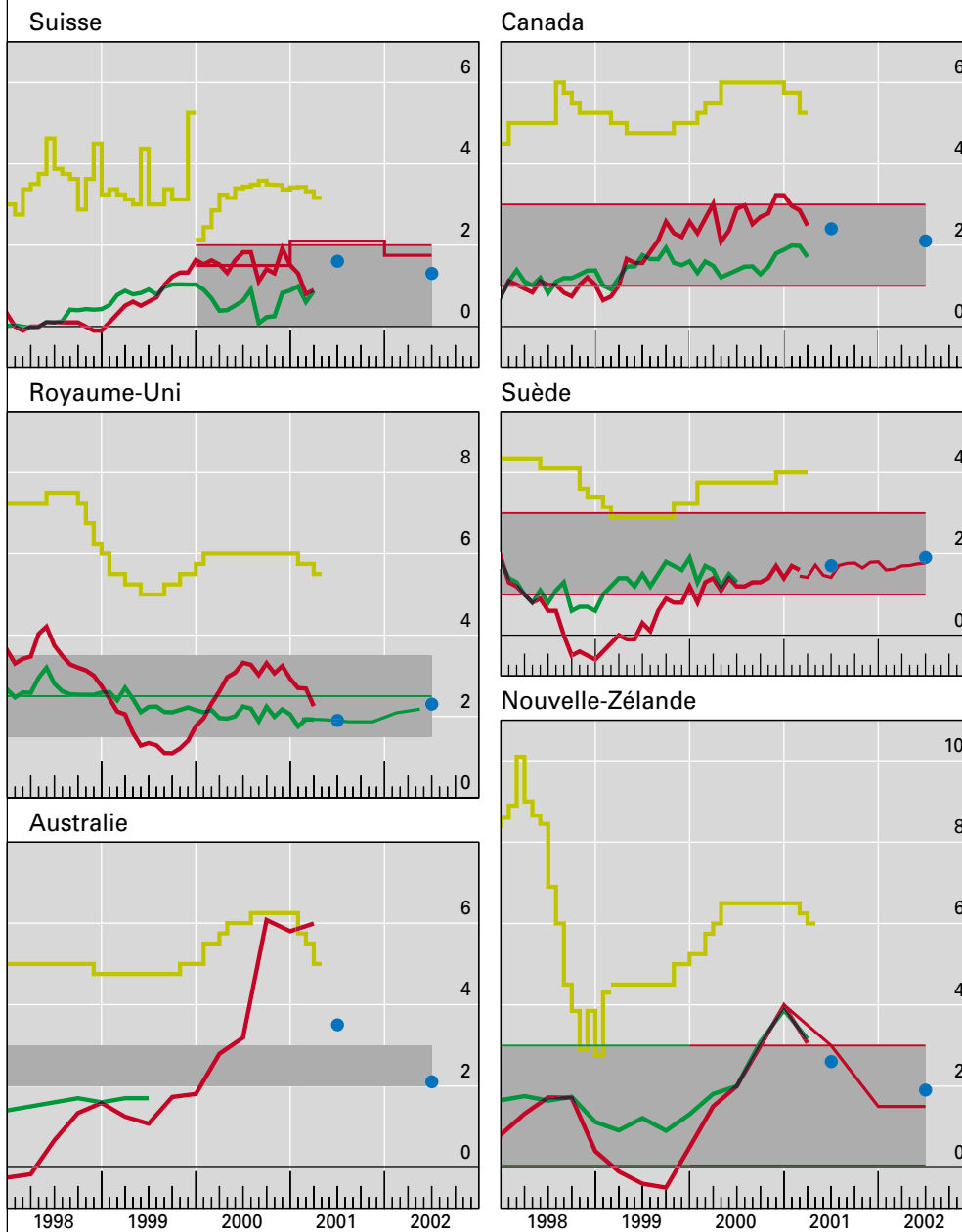
Pays à objectif d'inflation

Dans beaucoup de pays industriels, la politique monétaire repose explicitement sur un objectif quantifié d'inflation. Les banques centrales ont été de plus en plus nombreuses à adopter une telle stratégie, comme l'ont fait l'Islande et la Norvège en mars 2001.

Au premier semestre 2000, les banques centrales de la plupart des pays à objectif d'inflation ont mis en œuvre la dernière étape du resserrement général amorcé en 1999; elles ont ensuite maintenu les taux assez stables jusqu'en fin d'année. La Banque d'Angleterre s'est abstenue pratiquement toute l'année de modifier ses taux directeurs, car, malgré une forte demande intérieure et un marché du travail toujours tendu, l'inflation sous-jacente ne semblait guère devoir augmenter. Début 2001, les taux d'intérêt se sont orientés à la baisse. Les taux directeurs ont été réduits en Australie, au Canada, en Nouvelle-Zélande, au Royaume-Uni et en Suisse, car l'inflation demeurait modérée, tandis que la croissance paraissait appelée à tomber au-dessous de son rythme tendanciel, à cause surtout d'une évolution semblable dans les grands pays industriels.

Pays à objectif d'inflation: inflation et taux directeur¹

— Inflation IPC — Prédiction (banque centrale) Objectif
— Inflation sous-jacente² ● Prédiction (marché)³ — Taux directeur⁴



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 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 (auparavant, pour l'Australie et la Nouvelle-Zélande également). ² Suisse et Canada: IPC hors alimentation et énergie (et taxes pour le Canada); Royaume-Uni: indice des prix de détail hors paiements d'intérêts hypothécaires; Suède: IPC hors taxes, 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 Pour l'année; IPC (Royaume-Uni: inflation sous-jacente), enquêtes d'avril 2001. ⁴ Suisse: Libor 3 mois, la bande-objectif étant de 50 points de base de part et d'autre (avant 2000: taux lombard); Canada: plafond de la fourchette opérationnelle; Royaume-Uni et Suède: taux des prises en pension; Australie: taux des liquidités; Nouvelle-Zélande: taux des liquidités (avant mars 1999: jour le jour).

Sources: © Consensus Economics; données nationales.

Graphique IV.4

Les taux d'intérêt suivent le cycle américain

Durant la période sous revue, comme les deux années précédentes au moins, l'évolution des taux courts dans les pays industriels à objectif d'inflation a reflété celle des fonds fédéraux américains. En fait, la plupart de ces économies se trouvaient au même stade conjoncturel que les États-Unis. Le Canada constitue un bon exemple à cet égard. À partir de novembre 1999, presque toutes les modifications des taux directeurs canadiens ont immédiatement suivi celles du taux des fonds fédéraux. Étant donné que les quatre cinquièmes du commerce du Canada s'effectuent avec les États-Unis et que les deux pays ont des marchés financiers étroitement liés, leurs politiques monétaires présentent une évolution semblable, sans être totalement identique.

Vigueur de la demande globale en 2000

Comme la similitude des cycles de taux le suggère, les banques centrales à objectif d'inflation ont été confrontées à des problèmes communs. Jusqu'à l'automne 2000, elles ont surtout paré au risque de surchauffe, la demande étant estimée supérieure à l'offre. En outre, les marchés du travail apparaissaient tendus, même si les variations généralement modérées des coûts unitaires de main-d'œuvre ne semblaient pas témoigner d'augmentations salariales allant au-delà des gains de productivité. Pour ne pas laisser se développer des tensions inflationnistes sous-jacentes, plusieurs banques centrales ont ainsi poursuivi leur politique restrictive; cela a été le cas au Canada, en mai 2000, avec un relèvement de 50 points de base du principal taux directeur (quatrième resserrement depuis novembre 1999), ainsi qu'en Australie, entre avril et août 2000 (après un durcissement de 75 points de base), et en Nouvelle-Zélande, avec une hausse totale de 75 points de base, en avril et mai. La croissance a également été plus rapide que la moyenne en Suède l'an dernier, mais la Riksbank a estimé pouvoir attendre la fin de l'année pour majorer ses taux.

Questions communes aux banques centrales: incertitudes persistantes sur les gains de productivité ...

La première question qui s'est posée aux autorités était de savoir si les gains de productivité enregistrés aux États-Unis depuis 1995, généralement considérés comme acquis, allaient se concrétiser aussi dans leur économie. L'enjeu était de taille puisque les incertitudes sur la tendance de la productivité du travail compliquaient l'évaluation du potentiel de production ainsi que des tensions inflationnistes et, partant, de l'orientation monétaire appropriée. Dans la plupart des pays à objectif d'inflation, on ne décelait que des gains de productivité limités et relativement récents, qui, de surcroît, semblaient plutôt attribuables à des facteurs conjoncturels. L'Australie constituait l'exception notable, avec des gains très importants pendant toute la décennie. Au Royaume-Uni, néanmoins, des membres du Comité de politique monétaire (CPM) de la Banque d'Angleterre, présumant une amélioration de la productivité à long terme, ont déclaré avoir penché pour un abaissement des taux en 2000. En Suède, la pause dans le resserrement des taux, en 2000, s'explique également par la conviction que le niveau soutenable des gains de productivité était plus élevé, à cause notamment des bons résultats du secteur informatique.

... influence de la hausse des prix pétroliers ...

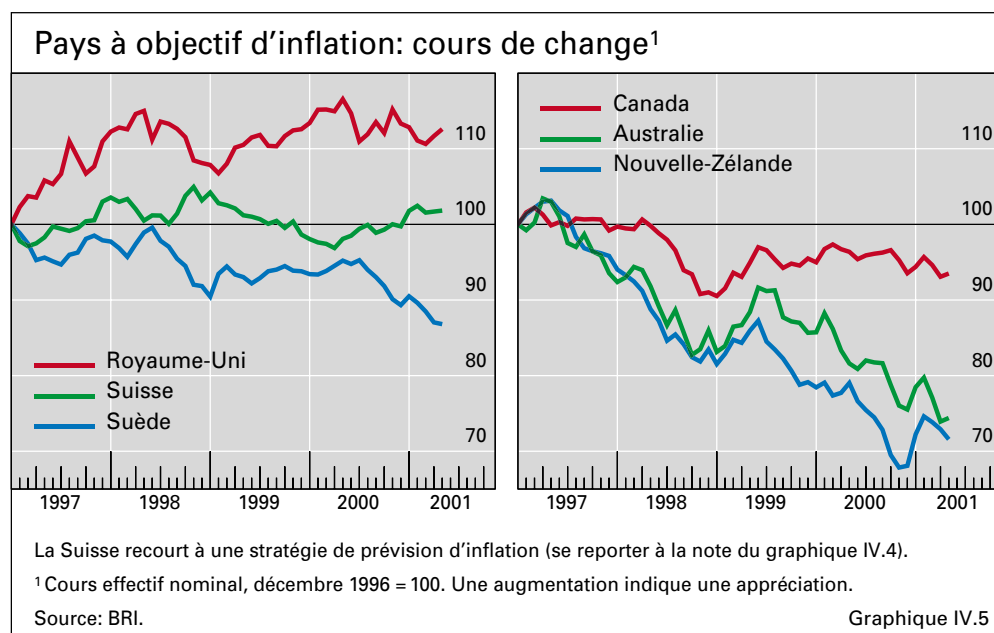
La deuxième question concernait l'attitude à adopter face à la nouvelle envolée des prix pétroliers, après le milieu de l'année, qui a ensuite poussé le taux d'inflation au-delà de l'objectif dans la plupart des pays. Les conditions monétaires n'ont pas été resserrées, le sentiment général étant que le choc pétrolier était temporaire. Plusieurs des banques centrales concernées ont toutefois déclaré que, si elles ne comptaient pas réagir aux effets primaires,

elles pourraient intervenir si les indicateurs signalaient des effets secondaires. La Banque de Réserve d'Australie a maintenu ses taux quand, au troisième trimestre 2000, l'alourdissement de la fiscalité et le renchérissement du pétrole ont nettement ravivé l'inflation. Au Canada, la facture pétrolière n'a guère affecté les anticipations d'inflation à long terme, qui sont demeurées proches du point médian de la fourchette-objectif de la banque centrale. En fin d'année, le recul des prix pétroliers a allégé les tensions inflationnistes dans la majorité des pays, réduisant fortement la probabilité d'effets secondaires.

En troisième lieu, les autorités ont été attentives à l'évolution des cours de change. Pendant la plus grande partie de 2000, l'une des préoccupations majeures au Royaume-Uni concernait le déséquilibre sectoriel croissant causé par la fermeté de la livre par rapport à l'euro; celui-ci se traduisait par des résultats médiocres pour certains secteurs exportateurs, tandis que la demande intérieure augmentait rapidement. Une diminution des taux aurait pu faire baisser la livre, et soutenir ainsi les industries exportatrices, mais elle aurait également stimulé la demande intérieure, déjà trop vigoureuse. Comme les anticipations continuaient de miser sur la réalisation de l'objectif d'inflation, la Banque d'Angleterre a choisi de maintenir à 6% son principal taux directeur.

L'Australie et la Nouvelle-Zélande, dont la monnaie se dépréciait très sensiblement, ont également accordé beaucoup d'attention au cours de change. En fait, l'influence de la dépréciation sur l'orientation de la politique monétaire a été moindre que par le passé. Dans ces deux pays, la banque centrale, estimant que les répercussions des fluctuations de change sur l'inflation s'étaient récemment atténuées, était plutôt portée à attendre pour voir si le taux d'inflation sous-jacente serait affecté. En revanche, la Banque nationale suisse a jugé que ces répercussions restaient importantes. La hausse du franc suisse vis-à-vis de l'euro a opportunément freiné les tensions inflationnistes nées, au premier semestre 2000, de la faiblesse antérieure du cours de change nominal.

... et évolution
surprenante des
cours de change



Révision en baisse
des prévisions de
croissance, début
2001

Durant la seconde moitié de la période sous revue, les perspectives d'inflation se sont améliorées, les prévisions de croissance étant revues en baisse dans la plupart des pays, et ce pour deux raisons principales: le ralentissement prévu de l'activité mondiale et le durcissement antérieur des conditions monétaires. Toutefois, le tassement anticipé était moindre qu'aux États-Unis, comme l'était la probabilité d'un retournement conjoncturel brutal. En effet, les déséquilibres financiers étaient généralement moins évidents, notamment sur les marchés du crédit et des actifs. Certains secteurs faisaient toutefois exception: en Australie, par exemple, les prix des logements ont atteint des sommets et, au Canada, la dette des ménages et des entreprises a frôlé ses maximums historiques, en pourcentage du PIB (chapitre II).

Détente au
Canada ...

... au
Royaume-Uni ...

... et en Australie

Les prévisions de décélération de la croissance et la stabilité de l'inflation sous-jacente ont finalement incité de nombreuses banques centrales à desserrer leurs taux. Au Canada, le ralentissement avait peut-être débuté, sous l'effet notamment de la diminution de la demande en provenance des États-Unis. Un tassement de la consommation et de l'investissement était en outre à redouter, comme dans ce pays. La Banque du Canada a donc commencé à abaisser ses taux en janvier 2001. Au Royaume-Uni, le Comité de politique monétaire, lors de sa séance de janvier, jugeait encore le risque d'une poussée d'inflation aussi important que le danger représenté par l'apparition d'une croissance apathique. Après un recul temporaire de l'inflation à près d'un point de pourcentage au-dessous de l'objectif, la banque centrale a cependant desserré sa politique monétaire, d'abord en février, puis en avril et mai, minorant chaque fois ses taux de 0,25 point. En Australie, où la demande intérieure était déjà faible, le ralentissement du quatrième trimestre aux États-Unis et au Japon a conforté l'idée d'un fléchissement durable de l'activité. La Banque de Réserve a réduit le jour le jour à trois reprises entre février et avril, considérant cette détente compatible avec un retour de l'inflation à l'intérieur de la fourchette-objectif de 2-3% dans les deux années suivantes.

Repenser la conduite de la politique monétaire

La modification qui a le plus marqué l'environnement macroéconomique, ces vingt dernières années, a probablement été le processus mondial de désinflation. S'il ne fait pas de doute que de nombreux facteurs ont contribué à pérenniser une faible inflation (chapters II et III), l'engagement croissant des banques centrales à l'égard de la stabilité des prix s'est avéré déterminant.

Difficulté de
trouver des
indicateurs
fiables

Malgré leur succès dans ce domaine, les banques centrales ont dû, non sans difficultés, trouver des indicateurs fiables pour guider la régulation des taux directeurs. Depuis l'effondrement du système de Bretton Woods et la généralisation de régimes de changes flexibles, la recherche de tels indicateurs constitue une priorité pour des institutions devant conduire une politique monétaire plus active. Dans les années 70, un objectif de croissance de la masse monétaire servait communément à la fois de point d'ancrage nominal explicite aux anticipations et de variable d'information pour fixer l'orientation. Toutefois, dans la plupart des pays, la libéralisation et l'innovation financières

ont fini par affecter la fiabilité des agrégats monétaires comme indicateurs avancés de l'évolution économique. Aujourd'hui, dans les grands pays industrialisés, seul l'Eurosystème accorde toujours un rôle prééminent aux indicateurs monétaires – qui constituent l'un des deux piliers de sa stratégie. Au cours des années 80, les banques centrales ont étendu la gamme des variables d'information sur lesquelles s'appuient leurs décisions, et les indicateurs de l'économie réelle – tels que les mesures des capacités de production sous-jacentes et du PIB potentiel – ont bénéficié d'un regain de faveur. Par la suite, la fixation et la poursuite d'objectifs d'inflation publiés ont permis, dans de nombreux pays, de mettre en œuvre de manière transparente et crédible une stratégie monétaire fondée sur un large éventail d'indicateurs. Néanmoins, la clarification de l'objectif de la politique monétaire a sans doute accru l'urgence de disposer d'indicateurs fiables.

Étant donné la diversité des expériences des banques centrales, il pourrait sembler irréaliste d'imaginer qu'elles puissent utiliser un ensemble commun de tels indicateurs pour conduire leur politique monétaire. Au surplus, le développement des marchés des capitaux, ces dernières années, a élargi la gamme des variables d'information disponibles et, partant, la probabilité de choix différents. Outre ces implications majeures en termes d'options tactiques, le rôle accru des marchés a rendu nettement plus complexe la communication avec le public sur les changements d'orientation.

Choix des indicateurs

Le niveau exceptionnellement bas de l'inflation dans de nombreux pays industriels, depuis le milieu des années 90, a contraint les banques centrales à réexaminer leurs indicateurs traditionnels ainsi que les modèles utilisés pour évaluer les tensions inflationnistes. Le cas le plus frappant est celui des États-Unis, où la croissance a été bien supérieure et le chômage bien inférieur aux tendances habituelles. Comme les banques centrales considèrent généralement que le processus d'inflation suit la courbe de Phillips, le comportement atypique de la production et du chômage par rapport à leur niveau estimé d'équilibre à long terme explique en grande partie pourquoi les prévisions d'inflation sont systématiquement surévaluées depuis quelque temps.

L'incertitude croissante concernant le PIB potentiel constitue l'un des problèmes majeurs. Depuis quelques années, on s'attache à comprendre l'évolution de la productivité globale des facteurs et à voir notamment dans quelle mesure les augmentations de productivité constatées reflètent des facteurs plus structurels que conjoncturels. Il n'est pas toujours admis, cependant, que les estimations du stock de capital et de la population active sont essentielles pour évaluer le PIB potentiel. La mesure du stock de capital, par nature très délicate, l'est encore plus en période de mutations technologiques, car le capital installé peut devenir rapidement obsolète et son exploitation non rentable, ce qui complique l'appréciation du taux d'utilisation des capacités. De même, les variations des taux d'activité et les tendances démographiques peuvent avoir des répercussions sur l'offre effective de main-d'œuvre et, de ce fait, sur les capacités de production. En outre, le calcul du NAIRU, également

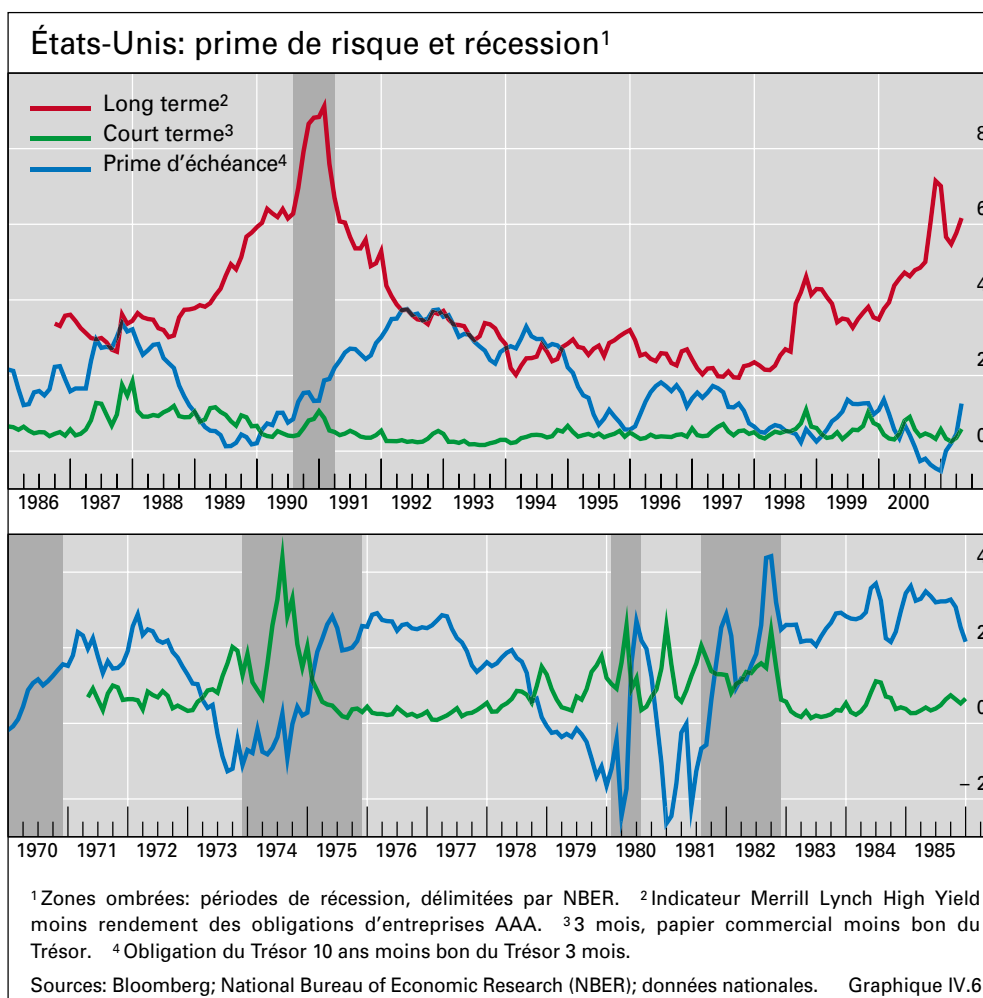
Manque de fiabilité des indicateurs traditionnels ...

... dû en partie à la difficulté de prévoir les gains de productivité

essentiel pour déterminer la contribution de la main-d'œuvre au PIB potentiel, peut être faussé par certaines influences (baisse des prix des produits de base ou appréciation de la monnaie, par exemple), qui réduisent temporairement les tensions sur les prix et les anticipations d'inflation. Ce genre de difficultés conduit de nombreux analystes à recourir à des méthodes purement statistiques pour estimer le PIB potentiel. Si beaucoup de banques centrales ont fait de même, elles hésitent, à juste titre, à fonder leur politique monétaire sur de tels indicateurs, qui ne fournissent aucune information concernant les forces économiques sur lesquelles reposent les estimations.

Étant donné notamment les difficultés que présentent l'interprétation des indicateurs de l'économie réelle et l'importance croissante des marchés financiers dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire, les banques centrales s'appuient de plus en plus sur des indicateurs financiers pour guider leur action. Un premier exemple en est fourni par les diverses primes de risque. Par le passé, la prime d'échéance (écart taux longs-taux courts) annonçait correctement ce que serait l'activité économique dans de nombreux pays. En outre, aux États-Unis, l'écart de taux entre papier commercial et bons du Trésor semblait aussi avoir une valeur prédictive. Or, les variations de ces deux écarts sont étroitement liées aux inflexions de la politique monétaire. Ainsi, une forte diminution de la prime d'échéance,

Supériorité possible
des indicateurs
financiers



conduisant à une inversion de la courbe, est couramment allée de pair avec un relèvement notable des taux directeurs. Comme la plupart des phases de récession, depuis le début des années 70, paraissent avoir été provoquées par un resserrement monétaire face au risque d'inflation, la prime d'échéance était bien de nature à pronostiquer un ralentissement imminent de l'économie.

En corollaire, toutefois, la prime d'échéance ne permet pas de prévoir un ralentissement qui ne serait pas essentiellement induit par la politique monétaire, comme ce fut le cas, à partir de 1990, aux États-Unis. Le fléchissement de l'activité avait alors été annoncé par une forte augmentation de la prime de qualité sur obligations d'entreprise. Cette prime semble même constituer, depuis peu, un bon indicateur de la croissance. Elle est de nature, en effet, à traduire des variations (engendrées parfois par la politique monétaire) des conditions de crédit qui influencent les décisions d'investissement des petites et moyennes entreprises. Elle est sans doute plus précise que les autres écarts de rendement, dans la mesure où ses fluctuations ne sont pas spécifiquement liées à l'orientation monétaire mais reflètent aussi d'autres déterminants du cycle conjoncturel.

Prime de qualité

Les fluctuations du cours de change nominal et la variation des prix des importations qui en découle sont également utilisées, dans de nombreux pays, pour évaluer les tensions inflationnistes. En effet, ces mouvements ont une incidence directe sur l'inflation et influencent la fixation des salaires et l'évolution des prix des produits non soumis à la concurrence internationale. Toutefois, comme indiqué ci-avant et au chapitre II, l'expérience récente donne à penser que les répercussions des fluctuations de change sur l'inflation sont à présent plus limitées ou plus tardives, ce qui pourrait les rendre moins importantes pour la conduite de la politique monétaire.

Cours de change

Enfin, comme on l'a vu précédemment, les agrégats de monnaie ou de crédit jouent un rôle variable depuis trente ans dans la conduite de la politique monétaire. Les banques centrales, à de notables exceptions près, s'interrogent de plus en plus sur la capacité de ces agrégats d'annoncer les fluctuations à court terme de l'inflation et de la production. De surcroît, leur valeur informative semble varier d'un système financier à l'autre. Ainsi, les agrégats monétaires larges seront vraisemblablement plus utiles dans les pays où les banques représentent la principale source de financement externe des investissements. En revanche, dans les pays (États-Unis et Royaume-Uni, par exemple) où les entreprises se financent essentiellement par émission d'actions et de titres de dette, des indicateurs tels que les agrégats larges de crédit, les cours des actions et les primes de risque seront sans doute plus pertinents. Nonobstant ces différences, le suivi d'agrégats de crédit et de monnaie peut encore servir à évaluer les menaces à long terme sur la stabilité financière (chapitre VII).

Agrégats monétaires

Communication avec les marchés financiers

Le développement rapide des marchés financiers n'a pas seulement élargi la gamme des indicateurs potentiels pour la politique monétaire, il a également posé des défis sur le plan de la communication pour les banques centrales. Ainsi, les autorités ont généralement mis l'accent sur la transparence, afin

Annnonce immédiate
des changements
d'orientation

d'éviter que leur action ne surprenne les marchés. Si, dans les années 80, quelques banques centrales, dont la Réserve fédérale américaine et la Banque de Réserve d'Australie, conduisaient leur politique monétaire en guidant le taux au jour le jour vers un objectif non divulgué, aujourd'hui, la plupart annoncent immédiatement le moindre changement. Elles font part aussi plus rapidement de leurs décisions, en précisant leurs raisons. En outre, certaines banques centrales, y compris la BCE et la Banque du Japon l'an passé, ont commencé à publier leurs projections ou prévisions concernant l'inflation et d'autres variables.

L'utilité d'annoncer
d'éventuelles
mesures ...

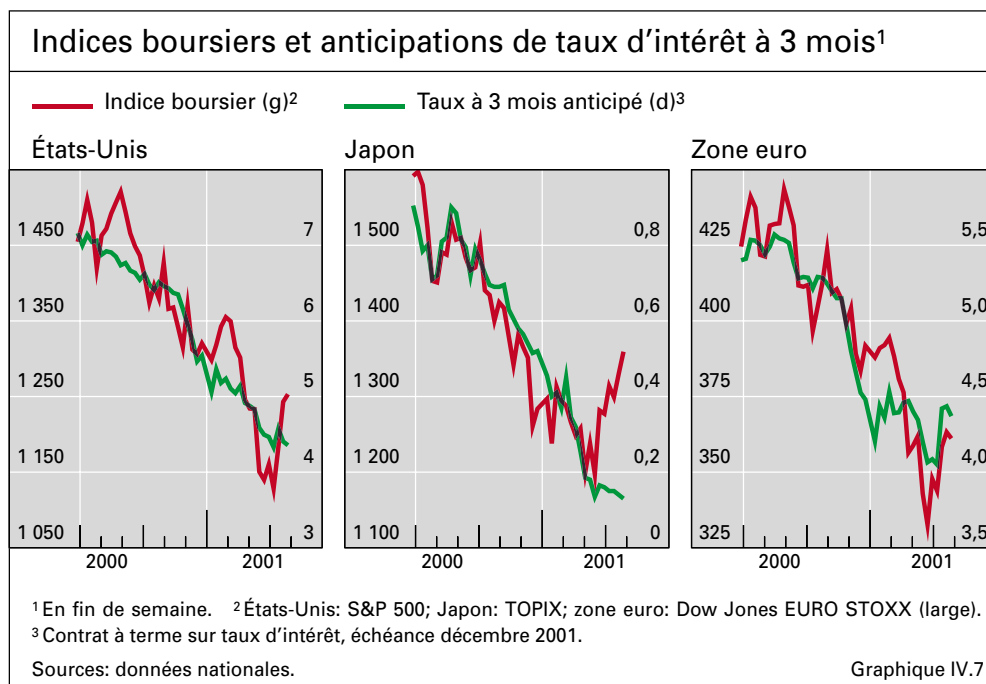
Convient-il néanmoins d'améliorer encore la communication? Les avis divergent sur la question de savoir si les banques centrales doivent préparer les marchés aux mesures qu'elles vont prendre, par exemple en annonçant, comme le CFOM, un «penchant», en indiquant la direction possible de leur prochaine initiative, voire en publiant leurs projections sur l'évolution probable des taux. Cela pourrait permettre aux banques centrales d'influencer les taux longs de manière plus efficace et de renforcer ainsi l'effet des impulsions monétaires sur l'économie. Toutefois, plusieurs éléments portent à croire que la difficulté est plus grande et la démarche moins souhaitable qu'on ne le pensait.

... n'est pas
évidente ...

Premièrement, la tâche des responsables devient beaucoup plus complexe, voire ingérable, s'ils doivent déterminer à la fois le niveau présent des taux directeurs et leur évolution la plus probable, surtout s'ils se réunissent fréquemment. Deuxièmement, il est possible que leurs opinions divergent sur les décisions qu'ils pourraient être amenés à prendre. De nombreuses banques centrales confient la conduite de la politique monétaire à un comité (institutionnel ou non) qui examine la situation de l'économie et les développements vraisemblables à court terme. Un accord est ensuite trouvé sur le niveau des taux d'intérêt à appliquer, soit par consensus, soit par vote. Avec ce dispositif, il serait difficile d'adopter une position ferme sur la trajectoire future des taux. Troisièmement, une banque centrale dont la politique ne confirmerait pas de telles annonces s'exposerait à voir sa crédibilité entamée. Et même si cela se justifiait par de nouvelles informations, les marchés pourraient tout simplement avoir une interprétation différente des événements. Ainsi, en donnant des indications sur les futures inflexions de sa politique, la banque centrale risque de limiter inutilement sa marge de manœuvre ultérieure.

... si ce n'est,
peut-être, dans
des circonstances
exceptionnelles

Ces considérations font penser qu'il n'y aurait guère d'avantages à fournir des indications précises sur les futurs changements d'orientation sauf, peut-être, dans des circonstances exceptionnelles. Ceci pourrait être approprié, par exemple, lorsque les taux sont loin de leur niveau normal, comme ce fut le cas aux États-Unis au début des années 90, où le taux des fonds fédéraux était maintenu à un bas niveau en raison des difficultés du secteur financier. Dans une telle situation, faire revenir les taux à des niveaux plus acceptables sans avertissement préalable risquerait d'accroître la volatilité des marchés. Toutefois, au lieu d'annoncer les inflexions possibles de la politique monétaire, il pourrait être préférable de préciser dans quelles conditions les taux seraient modifiés, en laissant les marchés financiers élaborer leurs propres



anticipations et voir eux-mêmes si ces conditions sont réalisées. C'est la stratégie qu'a suivie la Banque du Japon en déclarant que sa politique de détente, amorcée en mars 2001, se poursuivrait jusqu'à ce que la variation annuelle du niveau des prix devienne nulle ou positive.

Les banques centrales doivent également s'interroger, dans leur stratégie de communication, sur les moyens d'indiquer aux marchés les facteurs qui prédominent dans leurs décisions quand de nombreuses variables se modifient en même temps. Il arrive souvent, par exemple, que les cours des actions baissent lorsque la croissance est sur le point de fléchir, alors que la banque centrale réduit les taux d'intérêt pour prévenir le ralentissement prévu. Les marchés peuvent avoir l'illusion que cette mesure vise à soutenir les prix des actifs, surtout si le ratio richesse/revenu est élevé, si les actions représentent une part importante du patrimoine et si l'économie réelle est un élément clé des perspectives d'inflation. Le graphique IV.7 illustre la portée concrète de ce problème: il montre que, lorsque les marchés des actions des trois grandes économies ont chuté, l'an passé, les anticipations sur le niveau des taux courts ont aussi diminué.

Choix tactiques de la politique monétaire

Le développement des marchés financiers a également des conséquences pour les choix tactiques de la politique monétaire, notamment quand il s'agit de déterminer à quel moment procéder aux changements d'orientation. Comme indiqué ci-avant, les décisions concernant les taux d'intérêt sont souvent prises par un comité de politique monétaire selon un calendrier publié à l'avance. La Banque du Canada a remarqué, l'année dernière, lorsqu'elle a commencé à fixer des dates d'annonces, que cette pratique réduit l'incertitude des opérateurs puisque, sauf circonstances exceptionnelles, ils n'ont pas à se préoccuper de décisions inattendues dans l'intervalle. Toutefois, dans un tel

Annonces à dates fixes

ystème, il convient de s'interroger sur les avantages et inconvénients qu'il y a à modifier la politique monétaire entre deux séances, comme l'a fait la Réserve fédérale aux États-Unis avec ses réductions de taux début janvier et mi-avril 2001. Certes, la nécessité d'une telle action dépend de la fréquence des réunions (les comités en auront sans doute rarement besoin s'ils se réunissent deux fois par mois, tels ceux de la Banque du Japon et de la BCE), mais les banques centrales souhaitent conserver cette possibilité, notamment pour faire face à une tourmente financière risquant d'entraîner des modifications radicales des perspectives économiques.

L'effet de surprise mis en cause

La question est liée à celle, plus vaste, de savoir si les banques centrales devraient éviter de surprendre les marchés financiers. En règle générale, elles devraient agir dans la continuité et faire clairement part de leurs intentions pour ne pas provoquer de surprise. Une inflexion inattendue de la politique monétaire risque de perturber les marchés, si ceux-ci pensent que la banque centrale cache des informations négatives ou qu'elle a perdu le contrôle des événements. Toutefois, il peut arriver que ses intentions diffèrent profondément des anticipations du marché. À l'évidence, une banque centrale ne saurait renoncer à une politique qu'elle juge appropriée pour la simple raison que les intervenants ne l'anticipent pas, mais ce fait peut être pris en compte dans le choix de la tactique. D'un côté, il est parfois bon qu'elle prenne une mesure ferme, même entre deux réunions de comité, afin de clarifier ses intentions et de ne pas paraître l'otage du marché. De l'autre, ce souci de ne pas perturber les opérateurs peut rendre souhaitable l'application progressive d'une modification de taux désirée mais inattendue pour le marché.

Lissage des taux d'intérêt: une pratique avérée ...

Sur le sujet connexe du lissage des taux, la question est de savoir si les banques centrales doivent normalement utiliser cette pratique, qui consiste à opérer par petites touches successives dans la même direction quand elles disposent d'informations nouvelles, au lieu de réagir par un mouvement de

Périodicité des comités monétaires et lissage des taux directeurs				
	Périodicité des comités de politique monétaire ¹	Ampleur des modifications de taux ²	Fréquence moyenne des modifications	Intervalle moyen (en semaines)
		entre deux changements d'orientation		
Australie	mensuelle	3,5	5,6	111
Canada	8 fois par an	2,1	6,7	52
États-Unis	8 fois par an	2,0	6,0	84
Japon ³	bimensuelle	.	.	.
Royaume-Uni	mensuelle	2,0	4,8	65
Suède	mensuelle	1,6	8,5	60
Zone euro	bimensuelle	1,5	3,0	39
<i>Allemagne</i>	<i>bimensuelle</i>	<i>0,4</i>	<i>4,9</i>	<i>20</i>

Taux directeurs: Australie, taux des liquidités (1990–2001); Canada, plafond de la fourchette opérationnelle (1994–2001); États-Unis, objectif des fonds fédéraux (1990–2001); Japon, jour le jour (avances en blanc, 1990–2001); Royaume-Uni, taux des prises en pension (1990–2001); Suède, taux des prises en pension (1994–2001); zone euro, taux des facilités permanentes (1999–2001); Allemagne, taux des prises en pension (1990–98).

¹Pratique actuelle. ²Moyenne des valeurs absolues, en points de %. ³Pas de changement d'orientation de la politique monétaire entre mars 1991 et août 2000.

Tableau IV.1

grande ampleur. Certains éléments montrent qu'elles le font effectivement (tableau IV.1). Toutefois, le phénomène observé pourrait résulter d'une modification progressive de l'opinion de la banque centrale sur la situation de l'économie plutôt que d'une volonté d'ajuster graduellement l'instrument de la politique lui-même.

Un argument en faveur de l'approche graduelle tient au fait qu'une inflexion de la politique monétaire peut exercer une influence accrue sur les variables financières et la demande globale si les marchés s'attendent à la voir se poursuivre. Le lissage peut donc accroître l'efficacité de l'orientation monétaire en permettant à la banque centrale d'atteindre l'effet recherché sur la demande tout en réduisant la volatilité des taux. Un deuxième argument est que le lissage aide les opérateurs à comprendre comment la banque centrale réagit aux informations. Lorsque les taux changent brutalement de direction, les observateurs peuvent avoir plus de mal à discerner le facteur déterminant pour l'orientation globale de la politique monétaire. Troisièmement, dans le même ordre d'idées, le lissage contribue également à éviter une perte de crédibilité de la banque centrale, les marchés pouvant voir dans de fréquents renversements de taux un manque de confiance ou de cohérence dans la conduite de la politique. Il existe toutefois un argument contraire: si la banque centrale surestime la nécessité d'une action progressive, elle risque d'appliquer avec un certain retard les mesures qui s'imposent, ce qui peut alors amplifier les variations de l'inflation et de la production.

Avec le développement des marchés financiers, les autorités peuvent être amenées à tenir compte davantage des conditions qui y règnent pour déterminer le moment qui se prête le mieux à leur action. Ainsi, lorsque la liquidité de marché est limitée (par exemple, en fin d'année ou dans des situations particulières comme le passage à l'an 2000), il est possible qu'une banque centrale s'abstienne de modifier les taux pour éviter une réaction brutale des opérateurs. De même, en cas de turbulences, la banque centrale doit d'abord évaluer tous les aspects, notamment les diverses implications pour l'économie réelle. Si elle opte pour une intervention, celle-ci peut aller d'un soutien de liquidité sélectif à une réduction des taux, comme l'a fait la Réserve fédérale après la chute du marché boursier en 1987 et pendant la période de forte volatilité qui a suivi le moratoire sur la dette russe en 1998. De telles mesures, aussi bénéfiques soient-elles, risquent toutefois d'être interprétées, à tort, comme un soutien des autorités en faveur des prix des actifs, qui ont également tendance à baisser en période de tensions.

... arguments
pour ...

... et contre

Conditions de
marché et moment
des inflexions de
la politique

V. Marchés des changes

Faits saillants

En 2000, les marchés des changes ont été caractérisés par la vigueur persistante du dollar EU à l'égard de la plupart des devises et plus particulièrement de l'euro. La relative stabilité du yen, au niveau étonnamment élevé atteint l'an passé vis-à-vis du dollar, et la faiblesse générale de l'euro ont prolongé les tendances amorcées en 1999. Les derniers trimestres, la dépréciation du yen et une certaine reprise de l'euro ont marqué une inversion partielle de ces schémas antérieurs.

Les fluctuations des principales devises paraissent avoir été surtout influencées par les écarts de croissance anticipés et les flux d'investissement de portefeuille et d'investissement direct étranger (IDE). Les interventions officielles sur les marchés des changes, à l'automne, ont contribué à soutenir l'euro. Le regain d'appréciation du dollar par rapport à cette devise au début de 2001 a été particulièrement surprenant, compte tenu du fort ralentissement inattendu aux États-Unis et de la détente monétaire correspondante. Il a paru témoigner d'anticipations bien ancrées quant aux perspectives d'expansion à moyen terme dans les deux zones économiques. En fait, contrairement au schéma des années 80 et de la majeure partie de la décennie suivante, les écarts de taux d'intérêt semblent avoir essentiellement influé sur les cours par leur incidence sur les anticipations de croissance.

L'ampleur de certaines autres variations de change a été, elle aussi, quelque peu inhabituelle comparée à l'évolution antérieure. Les dollars australien et néo-zélandais sont tombés à des creux historiques, pendant que le dollar canadien se dépréciait sensiblement. Le cours du franc suisse, qui s'est raffermi contre l'euro lorsque celui-ci a fléchi vis-à-vis du dollar EU, a également rompu avec la tradition.

Après une période de relative stabilité en 1999, un certain nombre de monnaies de marchés émergents ont commencé à faiblir par rapport au dollar, dans un contexte de ralentissement de la demande mondiale et de baisse des cours des actions aux États-Unis. Malgré des tensions sporadiques, les marchés des changes ont été calmes dans l'ensemble.

L'activité de change, à l'échelle mondiale, est restée bien au-dessous des niveaux de 1998. Parallèlement, les écarts cours acheteur/vendeur pour les principaux couples de monnaies sont demeurés faibles. Si la volatilité à court terme s'est accrue sur certains segments, les conditions globales de liquidité ne semblent pas s'être dégradées.

Dollar, yen et euro

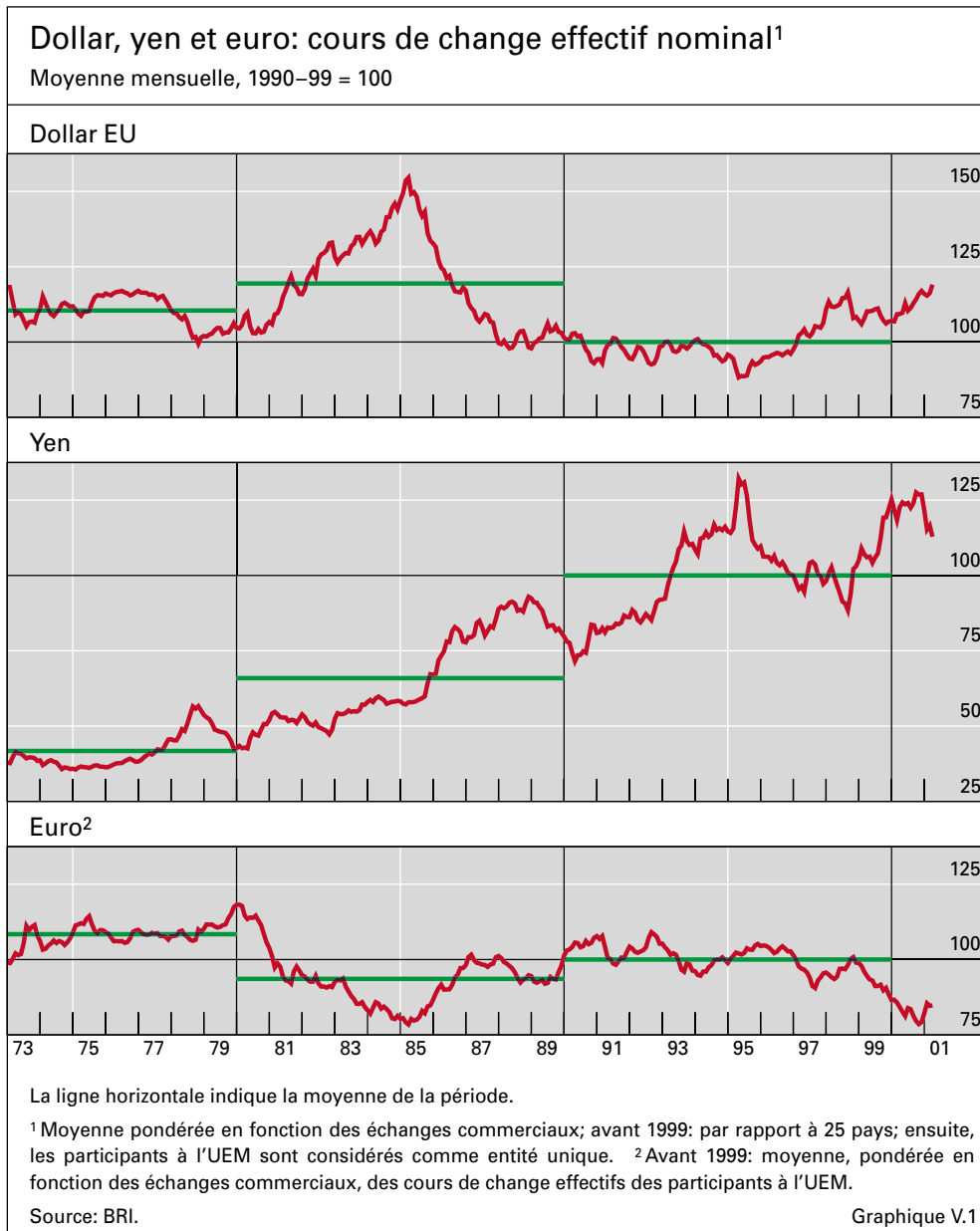
Principaux développements et perspectives à long terme

En 2000 et au début de 2001, le cours effectif nominal du dollar s'est apprécié d'environ 11%, atteignant un niveau sans précédent depuis 1986 (graphique V.1).

En revanche, celui de l'euro a fléchi de 4%, marquant un creux historique, à 16% au-dessous de la moyenne d'un euro «synthétique» durant les années 90. Le yen est demeuré stable en termes effectifs entre janvier et novembre 2000 mais, début avril 2001, il avait perdu 13%.

La période sous revue a été caractérisée par la vigueur persistante du dollar à l'égard de l'euro et, dans une moindre mesure, du yen. La tendance au renchérissement par rapport à l'euro s'est confirmée, malgré de brèves phases de reprise de cette dernière devise en mai-juin 2000 et novembre 2000-janvier 2001 (graphique V.2). L'euro a touché son plus bas niveau vis-à-vis du dollar en octobre, avec \$0,82, soit un repli de 19% depuis janvier 2000 et un recul de 30% depuis son lancement, en janvier 1999. Par référence à une grandeur «synthétique» de l'euro, ce niveau n'avait pas été atteint depuis fin 1985. L'euro a connu en 2000 une dépréciation d'une ampleur incroyable, dépassée seulement par celle du mark allemand en 1981 et

Vigueur persistante du dollar

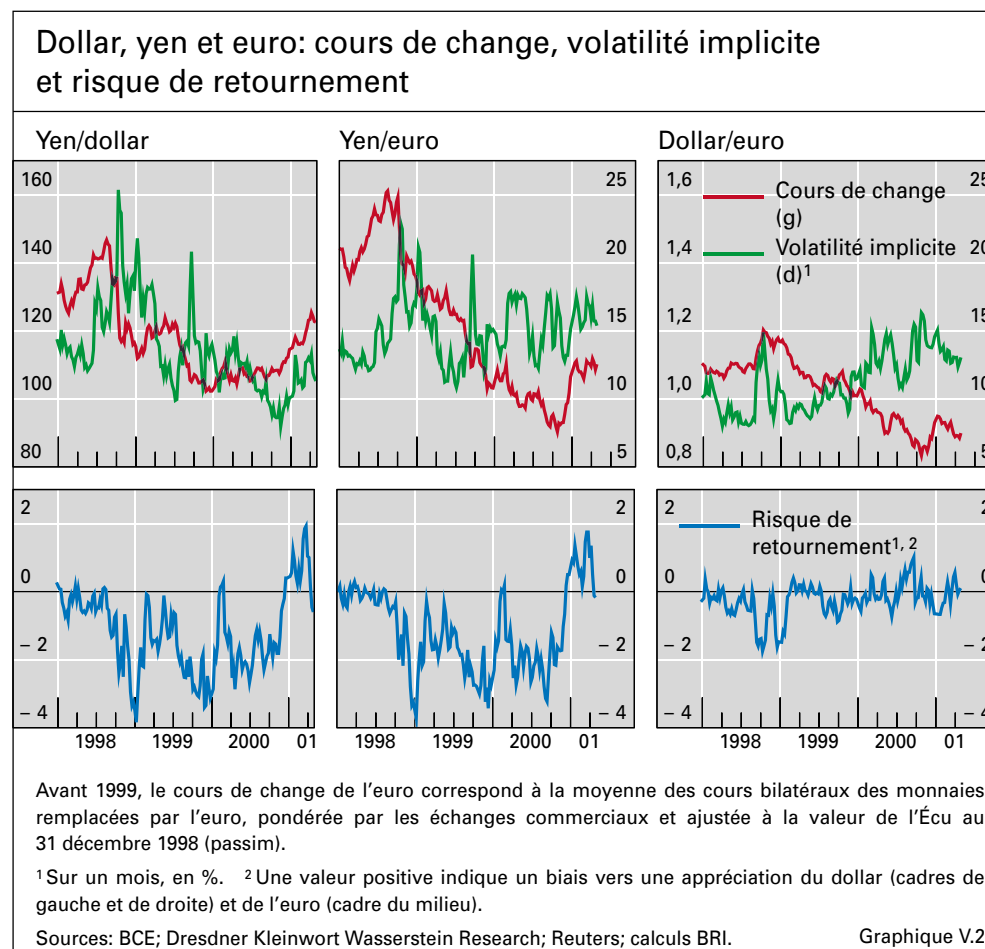


1985–86, où le dollar avait fait preuve d'une fermeté remarquable. Face au yen, le dollar s'est légèrement raffermi début 2000 puis est resté stable la majeure partie de l'année, fluctuant à l'intérieur d'une fourchette exceptionnellement étroite (¥105–110). En novembre, toutefois, le yen a commencé à fléchir et, en avril 2001, il avait perdu près de 15% sur la monnaie américaine.

Par rapport au yen, l'euro s'inscrivait, fin octobre, à un creux historique de ¥89, soit une chute de 14% et 33% respectivement depuis janvier 2000 et janvier 1999. Entre novembre 2000 et début avril 2001, toutefois, le yen s'est déprécié d'environ 21% à l'égard de l'euro.

Ces évolutions de change ont eu un retentissement sur la croissance, en termes de résultats et de perspectives, dans les principales régions. La fermeté du cours effectif du dollar a contribué à redistribuer, aux dépens de l'économie américaine, la demande mondiale cumulée au profit d'économies où la demande est moins soutenue, comme dans la zone euro. Parallèlement, elle a exacerbé les pressions sur des pays tels que l'Argentine, dont la monnaie est étroitement rattachée au dollar. La baisse du yen en valeur effective depuis novembre 2000 pourrait s'avérer bénéfique pour la reprise hésitante au Japon, en mettant fin à une longue période durant laquelle le change n'a pas favorisé les exportations ou les a même freinées. Selon son ampleur toutefois, une nouvelle dépréciation pourrait causer des difficultés aux exportateurs d'Asie, déjà pénalisés par l'affaiblissement de la demande aux États-Unis. Si le

Effets à court terme ...



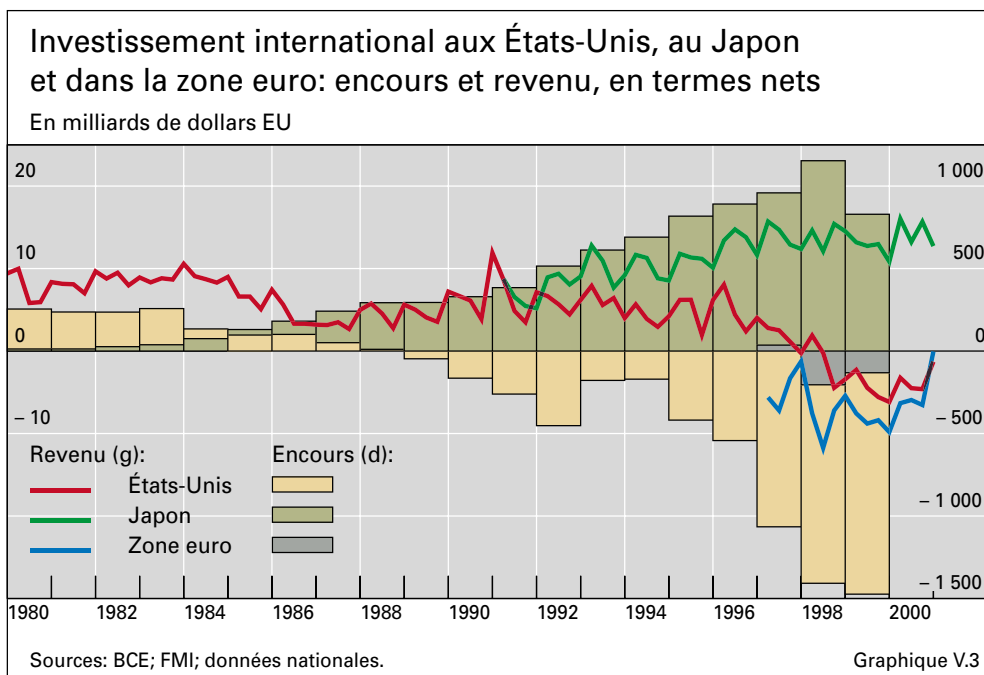
ralentissement de l'économie américaine devait affecter le dollar, il semble alors que seul le cours de l'euro pourrait procurer une marge de manœuvre au système, car son appréciation serait plus aisément amortie, étant donné la croissance relativement plus vigoureuse en Europe.

La structure actuelle des cours de change et des taux d'intérêt dans les principales zones monétaires peut être aussi une source de perturbations financières à travers certaines stratégies opérationnelles. Si, en particulier, l'idée s'accréditait que le yen n'a guère ou pas de chances de se renforcer dans l'immédiat, il pourrait paraître intéressant aux investisseurs de constituer des positions courtes en yens (*yen carry trades*). D'ailleurs, des sources de marché indiquent une hausse de ce type de transactions depuis l'automne 2000. Au surplus, celles-ci pourraient contribuer à accroître les pressions sur les monnaies de marchés émergents qui ont mis en place un régime de change comparativement rigide. L'ample variation du cours dollar/yen à l'automne 1998 a montré qu'elles peuvent même, dans certains cas, provoquer de brusques accès de volatilité à court terme sur les grandes devises.

La question de la viabilité à plus long terme des niveaux de change actuels s'est à nouveau posée en 2000, lorsque le déficit américain des paiements courants a atteint le record de \$435,4 milliards (4,4% du PIB), aggravant encore la dette extérieure du pays (graphique V.3).

... et perspectives
à long terme

L'une des méthodes utilisées pour évaluer l'adéquation du cours de change sur longue période repose sur des modèles d'estimation des cours de change d'équilibre fondamental, qui se fondent sur les niveaux de change réels compatibles avec un ratio dette extérieure/production potentielle stable à long terme. Même si ces estimations varient beaucoup suivant les études empiriques et sont généralement peu fiables d'un point de vue statistique, elles semblent corroborer l'opinion selon laquelle le dollar se situerait actuellement au-dessus de sa valeur d'équilibre de long terme vis-à-vis de



Réerves officielles en devises					
	1997	1998	1999	2000	Encours à fin 2000
en milliards de dollars EU					
	Variation, à cours de change courants				
Total	56,1	55,9	129,6	139,5	1 908,7
Pays industriels	-12,0	-11,3	40,7	54,5	774,8
Asie ¹	8,5	62,2	79,1	46,4	688,4
Amérique latine ²	10,9	- 8,3	-8,0	2,4	127,6
Europe orientale ³	4,9	5,1	0,6	21,2	95,2
Autres pays	43,8	8,2	17,2	15,0	222,7
	Variation, à cours de change constants ⁴				
Total	113,5	18,6	181,0	172,1	1 908,7
En dollars	72,5	51,3	140,3	130,3	1 450,5
En autres monnaies	41,0	-32,7	40,7	41,8	458,2

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; estimations BRI. Tableau V.1

l'euro et, dans une moindre mesure, du yen. Toutefois, il ne faut pas perdre de vue que le revenu net au titre de l'investissement international des États-Unis n'est devenu négatif qu'en 1998; il représente, depuis, une proportion stable des exportations américaines et est extrêmement bas comparé à la production de ce pays. De plus, alors que les réserves officielles en dollars ont continué d'augmenter en 2000 et début 2001, leur accroissement a financé, l'an dernier, une part plus faible qu'en 1999 du déficit américain, puisqu'elle est tombée de 42% à 30% (tableau V.1). Les flux d'investissement de portefeuille et d'IDE sont restés soutenus et ont couvert respectivement 78% (1999: 64%) et 36% (1999: 38%) du déficit américain.

Origines des fluctuations de change

Expliquer les fluctuations de change n'est jamais simple. Ce constat s'est confirmé, durant la période sous revue, pour les trois devises les plus échangées. Il est difficile, en particulier, de trouver des raisons valant à la fois pour tous les couples de monnaies.

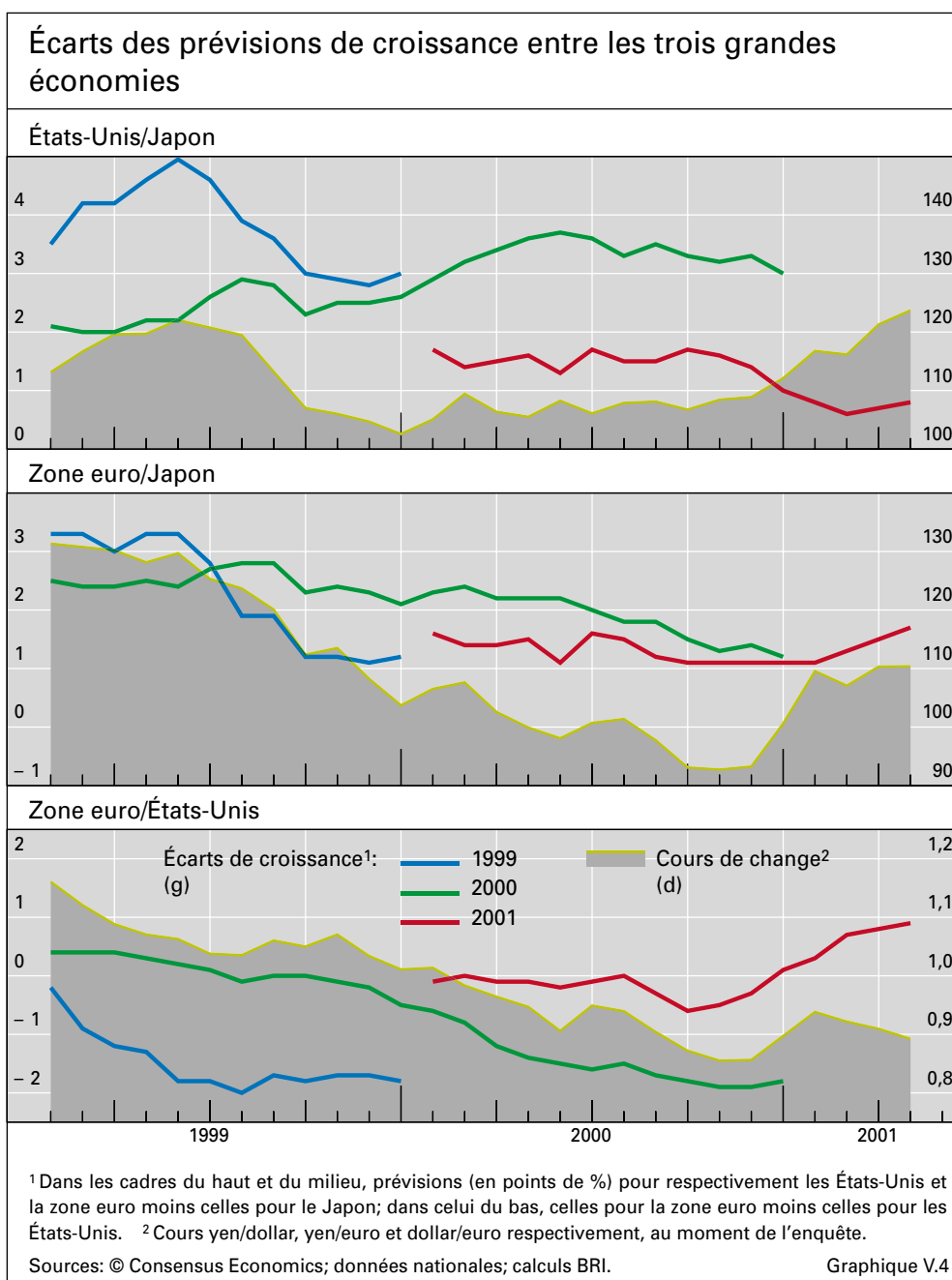
On est fondé à penser que la vigueur persistante du dollar vis-à-vis de l'euro et, dans une moindre mesure, du yen était liée à la conviction que l'économie américaine, stimulée par des gains de productivité plus élevés, continuerait de progresser à moyen terme à un rythme beaucoup plus rapide que les autres grandes zones monétaires. Les apports soutenus de capitaux sous forme d'actions, dans le cadre d'IDE notamment, confirment cette hypothèse. Le repli des marchés boursiers américains tout au long de l'année, qui a fait tache d'huile, n'a apparemment pas ébranlé cette croyance, sinon momentanément peut-être. On peut en dire de même des signes de ralentissement brutal aux États-Unis, concordant avec l'idée qu'il serait

Les perspectives de croissance à moyen terme ont soutenu le dollar ...

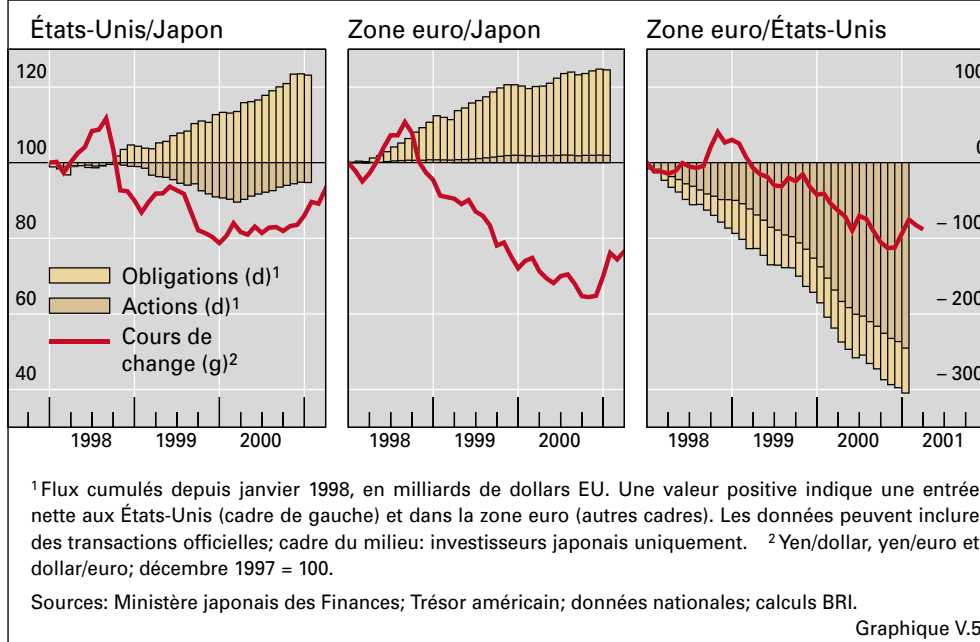
éphémère ou que son incidence hors du pays serait plus forte que ne l'indiquaient la plupart des prévisions. Le rôle du dollar en tant que valeur refuge par excellence pourrait être à la base de cette deuxième interprétation.

Avec la même argumentation, il est toutefois plus difficile de justifier la vigueur relative du yen par rapport à l'euro, surtout dans une optique à plus long terme. Il faudrait accorder davantage de poids aux perspectives de reprise changeantes de l'économie japonaise, l'an dernier: dans ce cas, le fléchissement du yen à l'égard des autres grandes devises depuis novembre 2000 témoignerait d'une correction longtemps attendue, correspondant aux résultats économiques plutôt médiocres du Japon. Un examen plus attentif des données disponibles sur les prévisions de croissance à court terme, les flux de capitaux et la réaction des marchés des changes aux nouvelles aide à mieux comprendre ces interrelations.

... mais pas le yen



Flux cumulés d'investissement de portefeuille entre les trois grandes économies



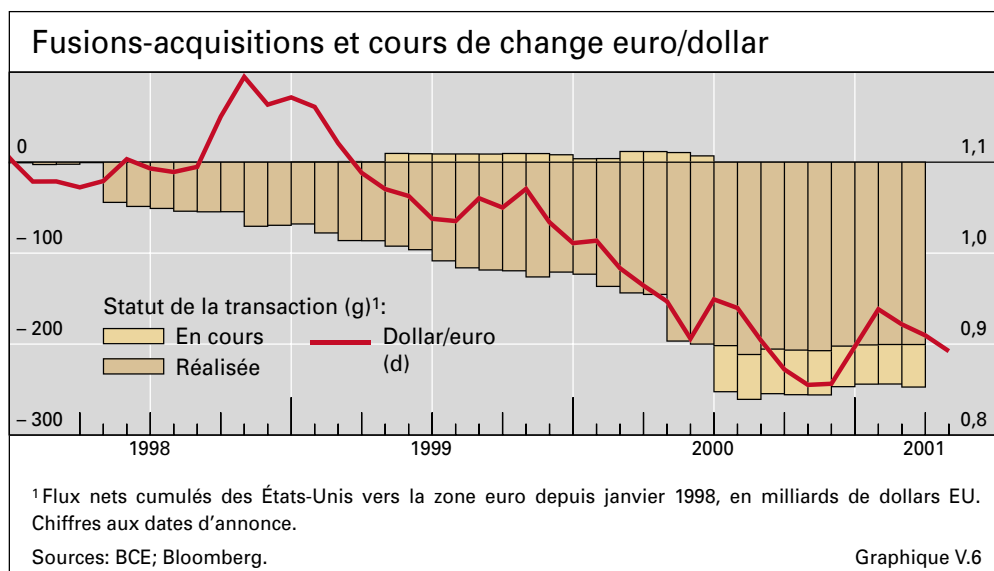
Les révisions successives des anticipations à un ou deux ans des écarts de croissance dans les trois principales zones monétaires concordent globalement avec les variations de change, tout au moins jusque vers la fin de l'année écoulée (graphique V.4). L'appréciation du dollar face à l'euro durant la majeure partie de 2000 paraît s'être appuyée sur les révisions, par les opérateurs de marché, des écarts de croissance à un ou deux ans en faveur des États-Unis. De même, le raffermissement du yen à l'égard de l'euro sur l'essentiel de la période a coïncidé avec une réduction des écarts de croissance attendus entre la zone euro et le Japon, les perspectives de l'économie japonaise s'étant momentanément éclaircies. En outre, la stabilité du dollar par rapport au yen sur les trois premiers trimestres 2000 a concorde avec des anticipations d'écarts de croissance relativement constants entre le Japon et les États-Unis.

Sur la base de ces éléments, cependant, la vigueur ultérieure du dollar reste une énigme. À compter de novembre, il s'est renforcé par rapport au yen, malgré des anticipations de convergence des trajectoires de croissance entre les économies américaine et japonaise. De plus, son appréciation face à l'euro au premier trimestre 2001 ne cadre pas avec les indications selon lesquelles les opérateurs s'attendaient à une expansion plus rapide dans la zone euro qu'aux États-Unis durant l'année.

La fermeté persistante du dollar apparaîtrait rationnelle si, malgré le brusque ralentissement de l'économie, les perspectives de croissance à moyen terme continuaient de favoriser les États-Unis. En 2000, cette conviction et les anticipations de rendements d'une «ère nouvelle» sur les actifs américains ont sans doute contribué à l'augmentation marquée des flux nets d'investissement de portefeuille, principalement en actions, émanant de la zone euro (graphique V.5). À noter que ces apports nets en actions ont atteint

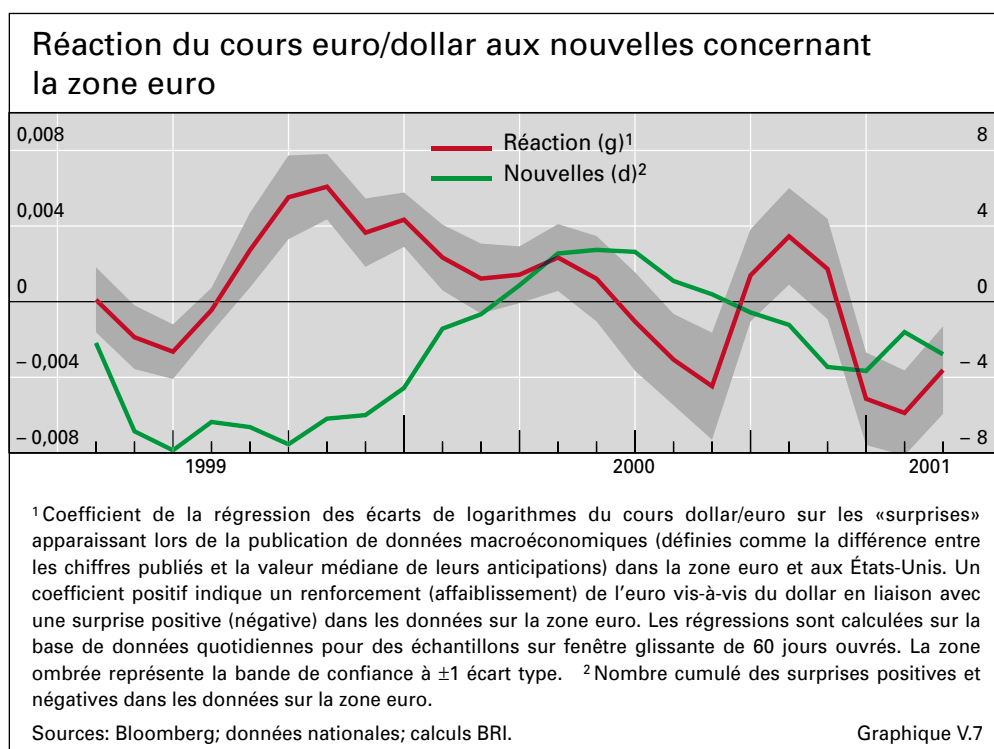
Des questions
sans réponse

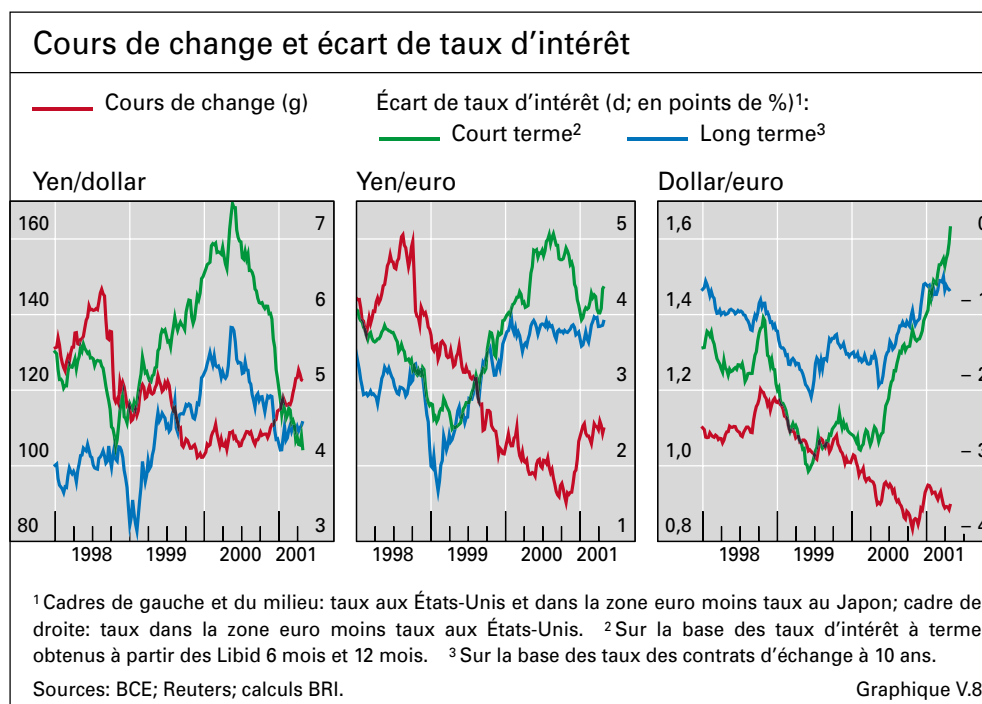
Les flux
d'investissement
de portefeuille et
d'IDE ont favorisé
le dollar par
rapport à l'euro



\$110 milliards, contre seulement \$16 milliards pour les obligations. Les flux se sont quelque peu ralentis vers la fin de l'année, mais sont restés positifs.

Peut-être encore plus révélateur est le fait que ces mêmes anticipations ont apparemment continué de favoriser d'importants mouvements d'IDE, générés le plus souvent par des fusions et acquisitions outre-Atlantique tout au long de 2000, même si ces entrées se sont ralenties par rapport à 1999 (graphique V.6). Certes, il est difficile de tirer des conclusions sur la relation de cause à effet entre regroupements d'entreprises et variations de change, en l'absence d'informations précises sur le financement de ces transactions et sur le calendrier des flux correspondants. Néanmoins, il est statistiquement avéré que le dollar s'est apprécié en moyenne vis-à-vis de l'euro, les jours où les





grosses acquisitions de sociétés américaines par des entreprises de la zone euro étaient annoncées. De plus, la tendance suivie par ces fusions et acquisitions a correspondu étroitement avec l'évolution du cours de change et pourrait être une indication de l'attrait à moyen terme, en général, des actifs libellés en dollars. Dans un tel contexte, cependant, la persistance des flux de portefeuille et d'IDE du Japon vers la zone euro souligne le caractère anormal de la vigueur relative du yen sur l'essentiel de la période concernée.

Réaction asymétrique de l'euro aux nouvelles

La réaction asymétrique de l'euro à la diffusion de «nouvelles» concernant les indicateurs macroéconomiques dans la zone euro depuis sa création peut aussi donner une idée de l'importance des perspectives de croissance à moyen terme associées à des perceptions bien ancrées de schémas économiques. Cette asymétrie est mise en évidence par une régression, sur fenêtre glissante, des variations quotidiennes (en %) du cours euro/dollar sur les «surprises» apparaissant lors de la publication de données essentielles dans la zone euro, au sujet de l'indice IFO, par exemple, ou des chiffres de la production industrielle en Allemagne. Pendant la majeure partie de 1999, les résultats plutôt décevants pour la zone euro ont affaibli la monnaie unique (graphique V.7); en revanche, lorsque la situation est devenue plus favorable fin 1999 et début 2000, elle n'a pas réagi en sens inverse. Cette asymétrie semble traduire la persistance d'un sentiment négatif envers la devise européenne. Les intervenants ont tenté d'y trouver une explication rationnelle dans des retards d'ajustement structurel en Europe continentale, malgré les progrès accomplis dans ce domaine (chapitre II).

Découplage des taux d'intérêt et des cours de change

L'explication de l'évolution des cours de change par les perspectives de croissance permet aussi de mettre en évidence une relation qui, autrement, apparaîtrait surprenante entre les écarts de taux d'intérêt à court terme et les cours de change. En 2000 et au début de 2001, un rétrécissement marqué des écarts de taux courts en faveur des États-Unis, par rapport à la zone euro, a

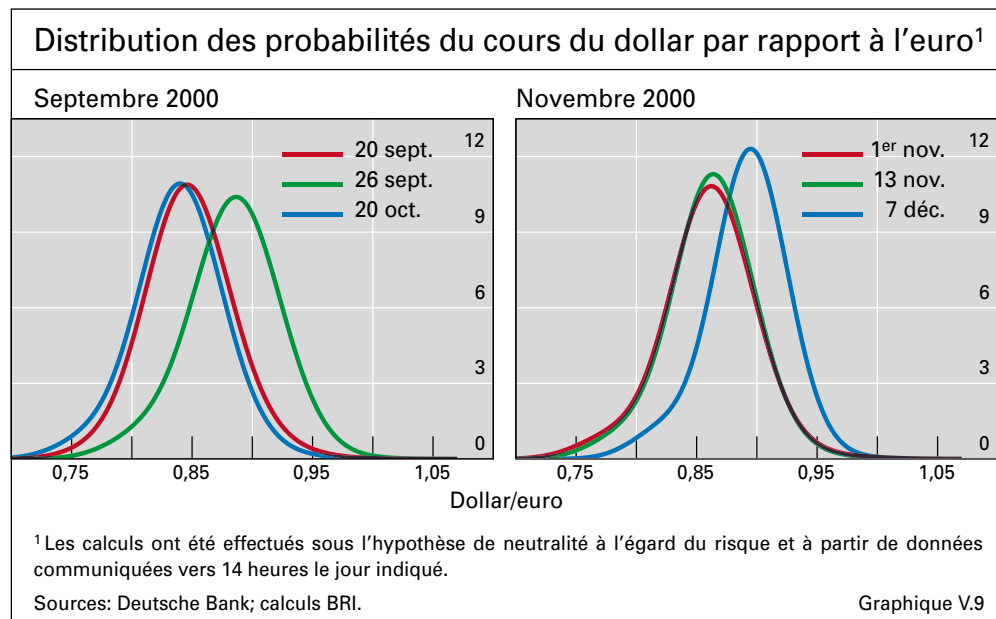
coïncidé avec une dépréciation de l'euro (graphique V.8). Dans la mesure où les marchés considèrent que l'inflation est maîtrisée, un tel rétrécissement tendrait à être corrélé positivement avec les perspectives de croissance et, partant, les rendements d'investissements autres qu'en obligations d'État ou instruments du marché monétaire. Dans l'ensemble, les opérateurs ont peut-être considéré que l'orientation monétaire de l'Eurosystème était trop restrictive, en ce sens qu'elle a pu influencer négativement les perspectives de croissance. Les divergences entre écarts de taux longs et variations de change confortent l'idée que les marchés étaient persuadés que l'inflation était sous contrôle (chapitre IV). De même, l'importance croissante des transactions transfrontières sur actions, dans le cadre de flux de portefeuille ou d'IDE, par comparaison aux investissements en obligations, accrédite cette interprétation générale des événements.

Interventions sur le marché euro/dollar

Au second semestre 2000, dans le contexte du fléchissement prolongé de l'euro face au dollar et de ses conséquences pour l'inflation à moyen terme, la BCE et les banques centrales nationales de l'Eurosystème sont intervenues plusieurs fois sur les marchés des changes. Le 22 septembre, elles ont agi de concert avec d'autres autorités monétaires du G 7. Les 3, 6 et 9 novembre, la BCE annonçait de nouveau qu'elle était intervenue conjointement avec les banques centrales nationales du système pour acheter des euros.

La première phase d'interventions illustre les difficultés que les banques centrales peuvent rencontrer lorsqu'elles tentent d'influencer un cours de change en net repli, alors que les marchés privilégient davantage l'hypothèse d'une baisse importante que le contraire. Les informations fournies par les prix des options donnent à penser que, suite aux interventions de septembre, les opérateurs n'ont révisé que temporairement leurs anticipations sur l'euro et qu'ils n'ont pas varié dans leur évaluation des risques respectifs d'un euro beaucoup plus fort ou beaucoup plus faible (graphique V.9). Très logiquement, l'euro a alors repris son mouvement de repli à l'égard du dollar.

Les interventions de septembre ont eu moins d'impact ...



... que celles de novembre

En revanche, la seconde série d'interventions paraît avoir donné, dans l'ensemble, de meilleurs résultats. L'euro s'étant redressé par rapport à ses niveaux les plus bas, à la suite des trois interventions de début novembre, les opérateurs craignaient d'être devenus plus exposés à un raffermissement sensible qu'à une évolution inverse. Même si, comme le prouve la trajectoire hésitante de l'euro après ces interventions, il a fallu plusieurs jours pour que cette modification du sentiment se concrétise, il apparaît que l'action de l'Eurosystème lui a apporté un certain soutien.

Autres marchés des changes

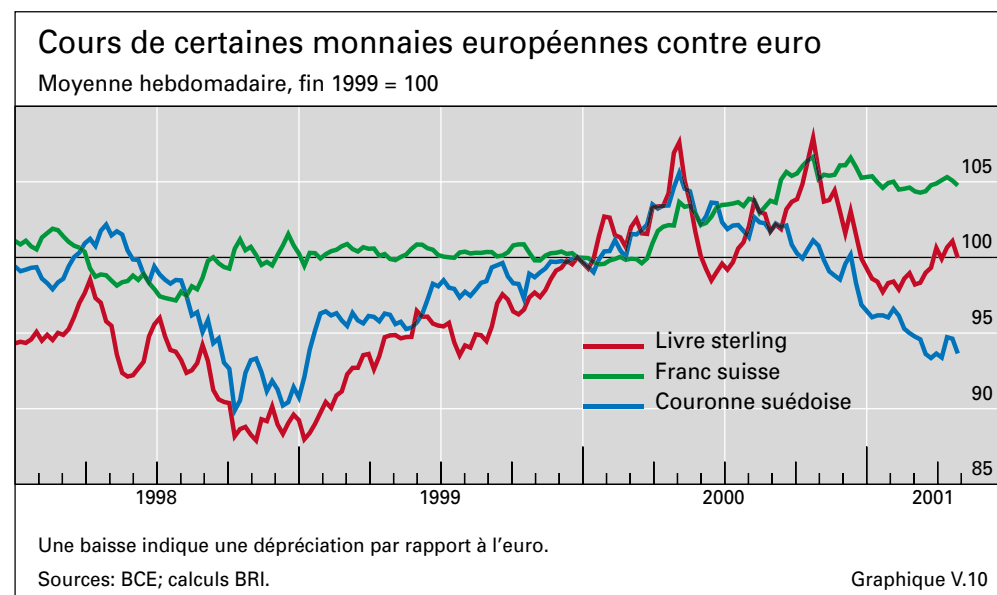
Monnaies européennes

Les écarts de croissance attendus ont influé sur la livre sterling

La livre sterling a continué de suivre une trajectoire intermédiaire entre le dollar et l'euro. Alors qu'elle s'était montrée relativement stable en 1999 face à la monnaie américaine, elle s'est dépréciée d'environ 15% entre janvier et mi-septembre 2000 mais s'est légèrement redressée par la suite. Vis-à-vis de l'euro, son raffermissement de 1999 a pris fin en avril 2000, pour faire place à d'amples fluctuations (graphique V.10). Ses variations par rapport au dollar et à l'euro ont été généralement en phase, durant la majeure partie de 2000, avec les révisions des prévisions de marché sur les écarts de croissance, mais cette concordance est devenue moins évidente au début de 2001. De même que les trois principales monnaies, la livre n'a pas été influencée de manière significative par l'évolution des différentiels des taux courts ou longs.

Les résultats du secteur haute technologie ont pesé sur la couronne

Jusqu'en mai 2000, la couronne suédoise a suivi la livre sterling dans son appréciation vis-à-vis de l'euro. Elle a alors baissé régulièrement jusqu'à la mi-avril 2001, perdant environ 12% face à l'euro, bien que l'économie suédoise ait été plus performante que celle de la zone euro. La faiblesse de la couronne a été essentiellement attribuée à la chute concomitante du Nasdaq. Les opérateurs se sont référés, en particulier, au poids du secteur haute technologie en Suède, dont la première société d'électronique représente 15% du total des



exportations et ½ point de pourcentage du taux de croissance actuel du pays. Depuis 1999, la variation quotidienne en pourcentage du cours effectif nominal de la monnaie a atteint en moyenne pratiquement la moitié de celle du Nasdaq.

Fin mars 2000, le franc suisse a commencé à se renforcer par rapport à l'euro, abandonnant l'étroite fourchette de fluctuation qui prévalait depuis le début de 1999. En outre, il paraît évoluer depuis selon un schéma nouveau, qui contraste nettement avec son attitude antérieure face au mark allemand: il se raffermir (fléchit) à l'égard de l'euro lorsque celui-ci baisse (monte) vis-à-vis du dollar, alors qu'il avait tendance à fléchir (se raffermir) lorsque le mark se dépréciait (s'appréciait) contre dollar. Ce changement d'évolution n'est pas associé à un synchronisme conjoncturel moins marqué entre la zone euro et la Suisse. Il aurait plutôt son origine dans la perception, par les opérateurs, que les autorités helvétiques préféraient les effets déflationnistes d'un franc plus fort, au vu du resserrement opéré par la Banque nationale suisse le 23 mars 2000, qui traduisait alors ses préoccupations face à la faiblesse du franc par rapport au dollar.

Modification de la relation entre franc suisse et euro

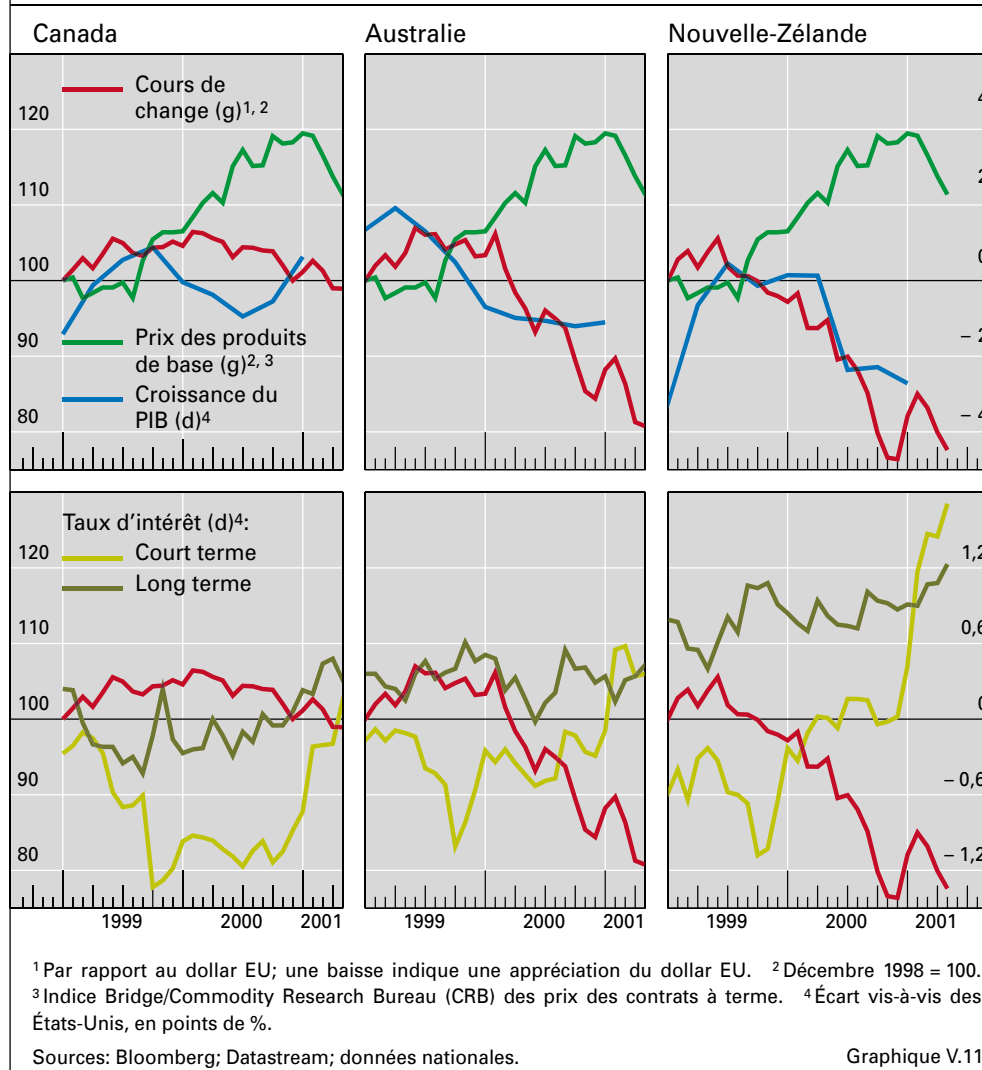
Monnaies des autres pays industriels

Dans certains autres pays industriels, les variations de change ont été d'une ampleur exceptionnelle durant la période sous revue et s'expliquent difficilement, là encore, par les données fondamentales. La dépréciation des monnaies traditionnelles du bloc dollar, qui ont touché (ou avoisiné) des creux historiques, retient l'attention. De janvier 2000 à fin mars 2001, le dollar canadien a fléchi au total de 8% face au dollar américain, à \$0,64, non loin de son minimum absolu de 1998. Le dollar australien a cédé environ 23%, se situant ainsi, fin mars 2000, à un plus bas proche de \$0,48, alors que le dollar néo-zélandais perdait pratiquement 25%, pour tomber à un plancher de \$0,39 à la mi-octobre 2000. La rapidité de la baisse des monnaies australienne et néo-zélandaise est quasiment sans précédent. La chute du dollar canadien a également été plus brutale qu'en moyenne, sans être toutefois aussi radicale.

Dépréciation marquée des monnaies du bloc dollar

Il est vrai que l'élargissement des écarts de croissance par rapport aux États-Unis et l'ampleur des déficits des paiements courants ont pesé sur les monnaies des économies plus petites et plus ouvertes que sont l'Australie et la Nouvelle-Zélande (graphique V.11). En outre, même si, en Australie, les gains de productivité ont dépassé ceux des États-Unis en 2000 (chapitre II), les marchés ont de ce pays l'image d'une «vieille économie», dans laquelle le secteur des technologies de l'information occupe une place relativement restreinte, ce qui pourrait expliquer la faiblesse de la monnaie et du marché des actions. Celle du dollar canadien est toutefois plus difficile à analyser, compte tenu de l'excédent des paiements courants du pays et du rétrécissement de l'écart de croissance avec les États-Unis. Les prix des produits de base, longtemps considérés comme un facteur important de l'évolution du dollar canadien et, davantage encore, des dollars australien et néo-zélandais, ont le plus souvent augmenté en 1999 et 2000, sans parvenir cependant à soutenir ces monnaies.

Prix des produits de base, différentiels de croissance et de taux d'intérêt et cours de change



Monnaies des économies émergentes

Durant la période sous revue, les marchés des changes des économies émergentes ont été essentiellement marqués par deux développements. D'une part, après une relative stabilité en 1999, plusieurs de ces monnaies ont commencé à fléchir courant 2000. De l'autre, malgré ces exemples de faiblesse et des tensions sporadiques, le calme a prévalu dans l'ensemble.

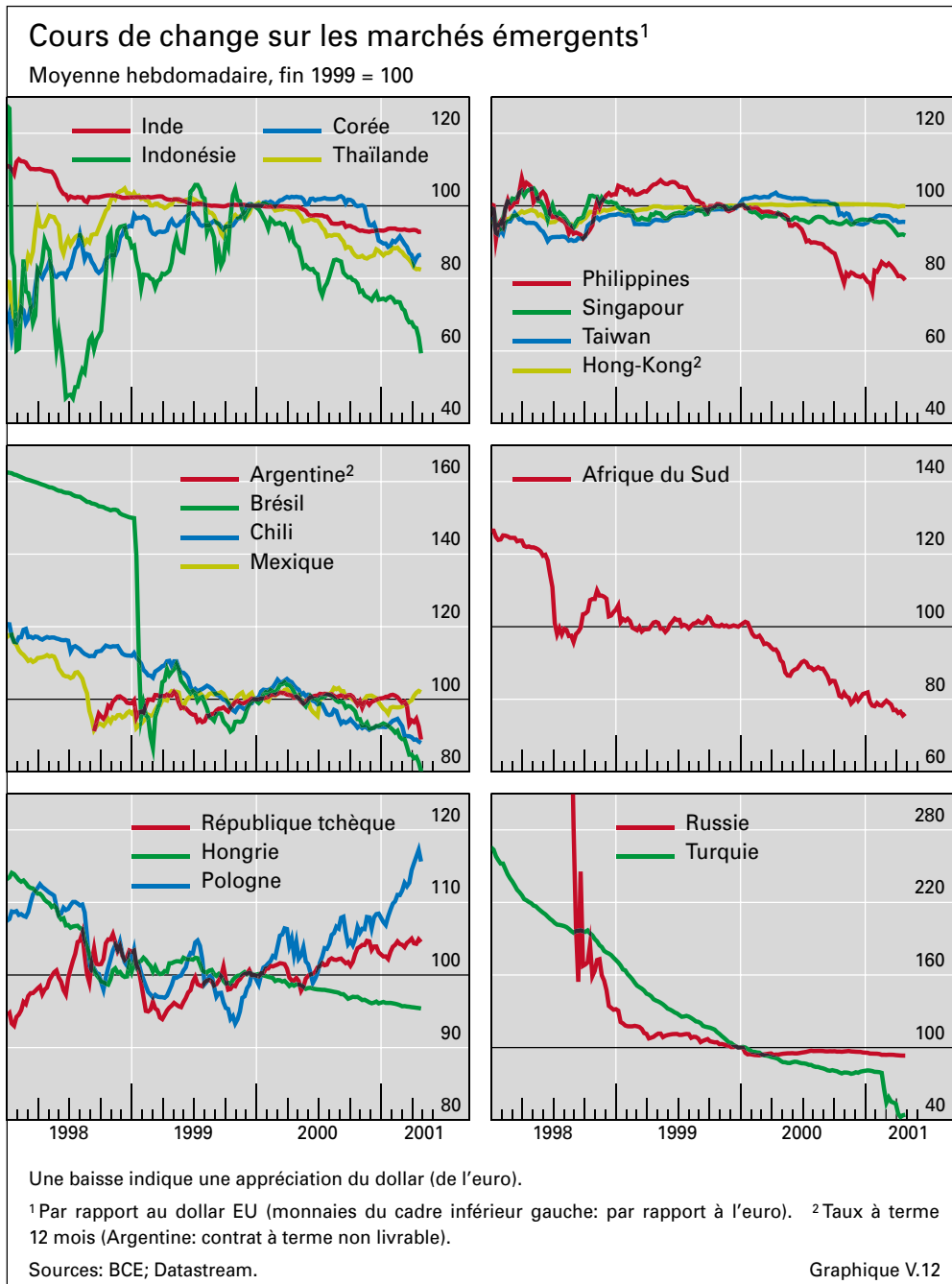
En 2000, plusieurs monnaies asiatiques se sont dépréciées vis-à-vis du dollar EU (graphique V.12) et, dans une moindre mesure, en termes effectifs réels. La rupiah, le baht et le peso philippin ont sensiblement baissé par rapport au dollar tout au long de l'année, alors que le won et le nouveau dollar de Taiwan sont restés généralement fermes, avant de fléchir, à des degrés divers, en fin d'année. En Amérique latine, le real et le peso chilien ont perdu progressivement du terrain face au dollar EU à un rythme identique, puis le repli du real s'est fait plus rapide début 2001. En Afrique, la relative stabilité du rand à l'égard du dollar en 1999 a fait place à un recul, contre l'euro également, en 2000 et début 2001.

Fléchissement
des monnaies
par rapport
au dollar EU

La plupart des monnaies d'Europe centrale et orientale se sont relativement bien tenues par rapport à l'euro. La couronne tchèque s'est renforcée, alors que le forint s'est modestement déprécié dans le cadre de son régime à parité glissante. Malgré une très forte baisse après sa mise en flottement en avril 2000, le zloty s'est globalement apprécié face à l'euro et au dollar de janvier 2000 à avril 2001. À la différence de 1999, où il avait fléchi vis-à-vis du dollar et de l'euro, le rouble russe a été remarquablement stable à l'égard du dollar en 2000 et s'est raffermi contre l'euro.

Outre des facteurs internes – analysés au chapitre III –, un certain nombre d'éléments externes assez généraux ont affecté les monnaies des économies émergentes. Alors que ceux-ci les avaient soutenues l'année précédente, ils

Rôle des éléments
externes



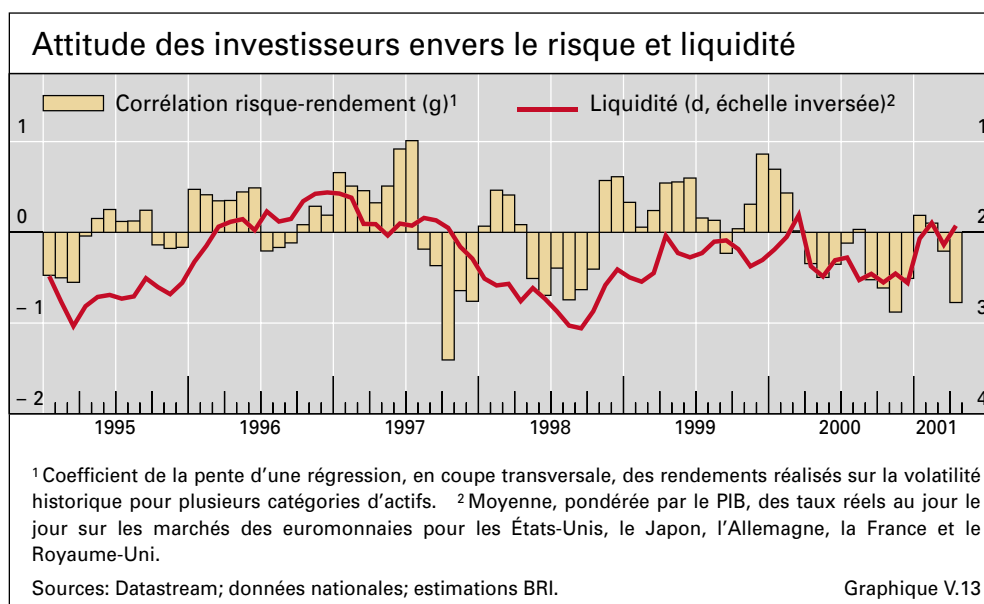
ont été moins favorables en 2000. Le ralentissement de la demande mondiale l'an passé, aggravé dans plusieurs pays par les tensions inflationnistes résultant de l'augmentation des prix du pétrole, a eu dans l'ensemble une incidence négative sur la croissance interne et les paiements courants et, par là même, sur les monnaies locales. Les cours de change ont également souffert, à des degrés divers, du lien entre des monnaies et marchés nationaux des actions et les marchés boursiers américains (tableau V.2). Le repli des actions américaines en 2000, et plus précisément la chute du Nasdaq, a manifestement grevé certaines monnaies, notamment le won, le peso chilien et le real. Il n'apparaît pas cependant que la corrélation entre les variations des cours de change vis-à-vis du dollar et les rendements sur le Nasdaq ait été liée à la part de la haute technologie dans la production intérieure. Les changements dans l'attitude des investisseurs à l'égard du risque et dans les possibilités de recourir à l'effet de levier au cours de 2000 ont pu aussi être préjudiciables aux monnaies des économies émergentes (graphique V.13). Les sorties nettes au titre d'investissements de portefeuille semblent avoir nui à des devises asiatiques, en particulier le won, vers la fin de 2000 (chapitre III).

Malgré la dépréciation de certaines monnaies, les marchés sont restés généralement calmes durant la période sous revue, comme pendant la majeure partie de 1999. La volatilité à court terme a encore été faible dans l'ensemble et le volume des transactions a quelque peu augmenté (graphique V.14). L'activité a repris sur des marchés où, comme en Russie, elle s'était interrompue après la crise de 1998. Une autre crise, soudaine et

Des marchés
généralement
calmes

Économies émergentes: marchés des actions, cours de change et exportations de produits de haute technologie			
	Indices boursiers ^{1,2}	Cours de change du dollar EU ¹	Exportations ³
	variation hebdomadaire, en %		en %
Amérique latine ⁴	0,42	0,15	19
Argentine	0,34	-0,10	0,4
Brésil	0,52	0,38	3
Chili	0,34	0,21	0,1
Mexique	0,47	0,11	29
Asie ⁴	0,38	0,10	41
Corée	0,51	0,37	41
Hong-Kong	0,54	0,03	30
Inde	0,37	-0,02	3
Indonésie	0,32	0,11	9
Philippines	0,18	0,04	60
Singapour	0,34	0,08	77
Taiwan	0,39	0,08	50
Thaïlande	0,39	0,07	34

¹Corrélation avec le Nasdaq sur la période janvier 2000/mi-avril 2001. ²En termes de dollars EU.
³En % du total des exportations (vers les pays OCDE uniquement). ⁴Corrélation moyenne et moyenne pondérée des exportations des économies indiquées.
Sources: Datastream; OCDE; Société financière internationale; données nationales. Tableau V.2



violente, a toutefois frappé la Turquie en février 2001. Lorsqu'il est devenu impossible de maintenir le système à parité glissante de la livre turque, la monnaie a chuté de plus de 40% par rapport au dollar et à l'euro (chapitre III). Cet épisode demeurait cependant localisé au moment de l'impression du présent chapitre.

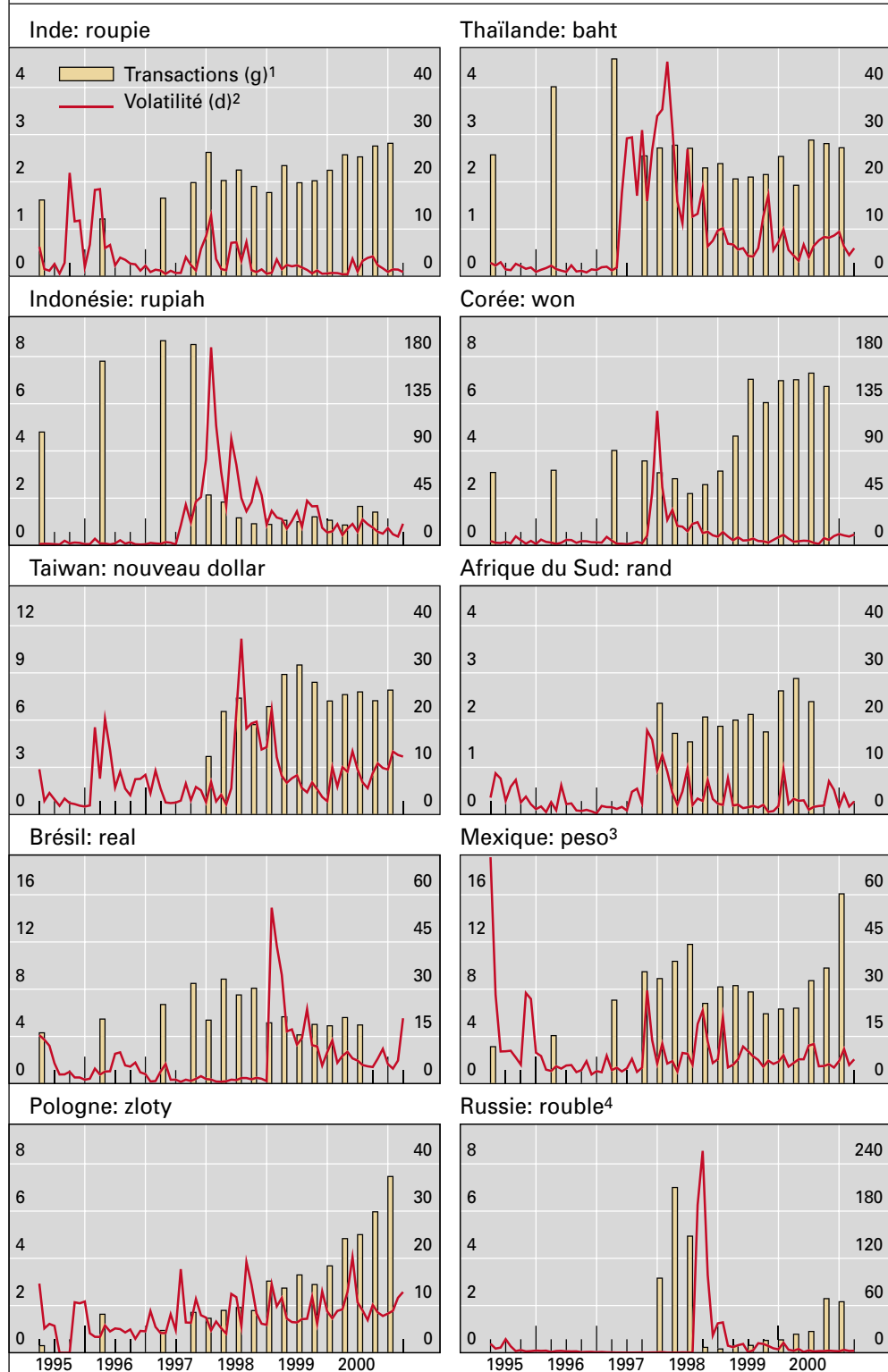
Le fait que la crise turque ne s'est pas étendue tient sans doute à deux facteurs. Premièrement, la réduction, durant la période sous revue, des positions ouvertes sur les changes et la capacité apparemment accrue des marchés financiers internationaux à hiérarchiser les qualités de crédit peuvent avoir limité l'extension des turbulences (chapitre VI). Deuxièmement, la résistance des marchés peut avoir été renforcée ces dernières années, étant donné que les politiques de change ont été nettement assouplies, les économies émergentes ayant tendance à faire flotter plus librement les monnaies et à s'appuyer davantage sur de nouveaux dispositifs monétaires pour ancrer l'inflation (chapitre III).

Deux éléments statistiques démontrent que les cours de change sont plus souples qu'avant la crise asiatique. Tout d'abord, leur volatilité à l'égard de leur principale monnaie de référence est généralement un peu plus élevée en valeur absolue, mais aussi par comparaison avec celle des taux internes à court terme (tableau V.3). Deuxièmement, même si la volatilité des monnaies des économies émergentes est demeurée moindre vis-à-vis du dollar qu'en termes effectifs nominaux, elle a augmenté plus rapidement pour les cours bilatéraux contre dollar que pour les cours effectifs nominaux. Par conséquent, si le dollar a continué de jouer un rôle important pour les monnaies des économies émergentes d'Amérique latine et d'Asie, son influence apparaît maintenant s'être un peu atténuée et celle des cours effectifs renforcée par rapport à la période antérieure à la crise asiatique.

Néanmoins, même si elle est appliquée plus librement que par le passé, la gestion du cours de change ne paraît pas avoir été totalement abandonnée. En 2000 et au début de 2001, la volatilité du change est restée faible non

Rôle d'ancrage du cours de change

Transactions et volatilité sur certains marchés émergents



¹ Volume des transactions locales en monnaie nationale, par jour ouvré pour le mois représenté, corrigé des doubles comptages (estimation de la banque centrale, en milliards de dollars EU); Afrique du Sud, Brésil et Mexique: monnaie nationale plus devises; Indonésie et Pologne: chiffres bruts et, pour 1995 et 1996, moyenne annuelle; Thaïlande: moyenne sur le second semestre pour 1995 et sur l'année pour 1996; Russie: depuis 1999, transactions interbancaires uniquement. ²Écart type, calculé sur un mois, des variations quotidiennes annualisées (en %) du cours de change par rapport au dollar EU. ³Depuis octobre 2000, le volume de transactions comprend des contrats d'échange de faible montant. ⁴Rupture dans les séries, due à l'augmentation des courtiers déclarants depuis octobre 2000.

Sources: banques centrales; Datastream; calculs BRI.

Graphique V.14

Économies émergentes: volatilité de cours de change et de taux d'intérêt ¹								
	Volatilité de cours de change				Volatilité de taux d'intérêt ²		Ratio de volatilité ³	
	janv. 1995–déc. 1996		juil. 1999–mars 2001		janv. 1995– déc. 1996	juil. 1999– mars 2001	janv. 1995– déc. 1996	juil. 1999– mars 2001
	bilatéral ⁴	effectif ⁵	bilatéral ⁴	effectif ⁵				
Corée	2,4	3,9	4,7	5,4	14,2	5,6	0,17	0,83
Hong-Kong	0,2	3,0	0,1	3,6	10,9	15,8	0,02	0,01
Indonésie	1,4	4,0	13,9	14,4	0,9	3,3	1,55	4,26
Philippines	1,3	3,1	5,9	6,7	42,8	15,4	0,03	0,38
Singapour	1,9	2,5	2,7	3,3	46,1	35,7	0,04	0,08
Taiwan	2,0	3,2	2,1	3,4	24,2	6,6	0,08	0,32
Thaïlande	1,0	...	4,1	...	27,7	32,3	0,04	0,13
Argentine	0,1	2,1	0,1	3,5	29,9	58,8	0,00	0,00
Brésil	3,0	4,6	6,2	6,6	42,0	4,3	0,07	1,45
Chili	3,4	...	4,7	...	8,6	14,1	0,40	0,33
Mexique	9,2	10,3	4,9	5,4	38,9	18,9	0,24	0,26
Hongrie	4,1	4,0	2,2	2,2	4,8	6,9	0,85	0,32
Pologne	5,1	4,9	7,3	6,8	10,2	9,3	0,50	0,78
République tchèque	3,0	3,0	4,1	3,9	7,9	3,6	0,38	1,12
Afrique du Sud	4,3	...	5,9	...	5,7	3,4	0,77	1,77

¹Écart type, calculé par mois civil, des variations hebdomadaires annualisées. ²Taux à trois mois (Brésil: jour le jour).
³Volatilité du cours de change bilatéral/volatilité du taux d'intérêt. ⁴Par rapport au dollar EU (Hongrie, Pologne et République tchèque: par rapport à l'euro). ⁵Pondéré en fonction des échanges commerciaux.

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

seulement en termes absolus, mais aussi par rapport à celle des couples dollar/yen et euro/dollar.

Liquidité des marchés

La question d'une éventuelle diminution de la liquidité sur les marchés des changes et, en ce cas, des conséquences qui pourraient en découler est restée d'actualité. D'une manière générale, un marché est considéré liquide s'il est possible d'y effectuer d'importantes transactions sans grande incidence sur les prix. Toutefois, il n'existe pas de données permettant de mesurer directement la liquidité ainsi définie. Faute de quoi, on s'en remet traditionnellement à d'autres variables, qui montrent indirectement si un marché est liquide ou non: les volumes de transactions, les écarts cours acheteur-vendeur et la volatilité, qui déterminent respectivement la profondeur du marché, son étroitesse et le niveau du risque.

Une analyse préliminaire de ces mesures indirectes de la liquidité en donne une image mitigée. En 2000 et au début de 2001, le volume des transactions de change dans le monde est demeuré bien inférieur aux niveaux atteints avant les turbulences financières de l'automne 1998 (tableau V.4). Ce serait le premier retournement de ce type depuis l'enquête globale initiale réalisée en 1989 sur l'activité des marchés des changes. En outre, la volatilité a augmenté sur certains segments. Ces deux évolutions pourraient indiquer

Activité sur les marchés des changes							
	Transactions journalières, en milliards de dollars EU					Variation annuelle moyenne, en %	
	1989	1992	1995	1998	2000 e	1989– 98	1998– 2000
Total	590	820	1 190	1 500	1 100	11	–14
Comptant	350	400	520	600	450	6	–13
Terme/contrats d'échange	240	420	670	900	650	16	–15

Sources: Lehman Brothers Foreign Exchange Research (pour 2000); BRI. Tableau V.4

que la liquidité de marché a diminué; or, cela semble exclu par les écarts acheteur-vendeur, qui sont restés étroits.

Pour avoir une idée plus précise de la liquidité, il convient d'analyser ces évolutions par rapport à trois grands changements structurels qui ont marqué ces dernières années: l'avènement de l'UEM, l'expansion rapide du courtage électronique sur les marchés interbancaires et le mouvement de concentration dans le secteur bancaire.

Changements structurels

Impact de l'UEM

L'avènement de l'UEM a essentiellement exercé une incidence sur les volumes de transactions. Le 1^{er} janvier 1999, le regroupement des onze monnaies constituant l'euro a éliminé d'un seul coup environ 8% des transactions mondiales, contraction qui n'a pas été contrebalancée ensuite par une progression dans le compartiment de l'euro. En 2000, la part de l'activité en euros vis-à-vis du dollar a été inférieure à celles des monnaies antérieures à Londres et Zurich, mais plus élevée à Francfort et Tokyo (tableau V.5). Contre yen, le négoce de l'euro est demeuré tout aussi faible que celui du mark allemand en 1998. Les transactions dollar/livre sterling semblent avoir augmenté, ces dernières années, aux dépens du couple euro/livre.

S'agissant de l'étrécissement des écarts de cours acheteur-vendeur, rien n'indique que l'instauration de l'euro ait changé les conditions de marché de manière significative. En 2000, pour la paire euro/dollar, ils correspondaient dans l'ensemble à ceux du couple dollar/mark en 1998. Il en a été de même des transactions faisant intervenir le yen ou le franc suisse. Le négoce en livres sterling fait exception, les écarts sur la paire euro/livre durant la période sous revue ayant été sensiblement plus larges que sur le couple livre/mark en 1998. Aucun élément ne donne à penser non plus que les schémas de volatilité à court terme des cours de l'euro aient été nettement différents de ceux du mark avant 1999 (tableau V.6).

Rôle croissant
du courtage
électronique

Le deuxième grand changement structurel concerne la part croissante du courtage électronique sur le marché interbancaire, au détriment de la négociation directe et du courtage par téléphone. En 2000, 85–95% du négoce interbancaire dans les principales devises ont été traités électroniquement, contre environ 50% en 1998 et 20–30% en 1995. Ce segment est actuellement dominé par deux courtiers, EBS et Reuters. Le premier couvre essentiellement

Transactions de change: composition par monnaie ¹								
	Royaume-Uni		Japon		Allemagne		Suisse	
	Avril 1998	Avril 2000	Avril 1998	2000 T2	Avril 1998	Avril 2000	Avril 1998	Juillet 2000
	Part (en %) dans le volume total local							
Euro ² /dollar	22	28	7	13	52	65	21	15
Dollar/yen	13	15	76	67	6	7	11	6
Dollar/livre	14	33	3	...	4	2	5	11
Euro ² /livre	3	2	0	...	3	3	2	0
Euro ² /yen	2	1	4	3	2	4	2	1

2000: estimations officieuses.
¹ Comptant, terme et contrats d'échange. ² Avril 1998: mark allemand.
Source: BRI. Tableau V.5

le négoce en dollars, euros, yens et francs suisses, le second les transactions en livres sterling. Alors que, avec les méthodes traditionnelles, les intervenants devaient généralement effectuer plusieurs opérations pour obtenir des informations sur les cotations, le courtage électronique leur procure automatiquement les meilleures conditions de marché, en fonction de leurs limites de crédit et de celles de leurs contreparties. Par voie de conséquence, ils ont tendance à conclure moins de transactions et les volumes baissent. Dans le même temps, l'expansion du courtage électronique, plus avantageux financièrement que les méthodes traditionnelles, a entraîné une réduction sensible des écarts de cours acheteur-vendeur sur l'interbancaire.

La troisième évolution structurelle concerne le renforcement de la concentration dans le secteur bancaire. Ce mouvement a eu une influence directe sur le volume des transactions, en limitant nettement le nombre d'intervenants. De plus, conjugués à l'expansion du courtage électronique, les regroupements d'établissements ont sensiblement réduit le nombre des banques proposant des cotations acheteur-vendeur sur un large éventail de paires de monnaies: actuellement, elles ne sont pas plus de vingt à pouvoir fournir de tels services au niveau mondial, ce qui constitue une baisse marquée par rapport au milieu des années 90. L'incidence de la concentration sur les volumes de transactions a été amplifiée, ces dernières années, par les

Concentration dans le secteur bancaire

Volatilité des principaux marchés des changes ¹			
	Dollar/yen	Euro ² /yen	Euro ² /dollar
1980-1989	10,2	7,3	10,9
1990-1999	11,2	10,7	9,5
1997	11,5	11,4	8,6
1998	17,5	15,4	8,2
1999	12,6	14,2	9,3
2000-2001 T1	9,6	16,7	13,4

¹ Écart type, calculé par mois civil, des variations quotidiennes annualisées. ² Avant 1999: mark allemand.
Sources: BCE; calculs BRI. Tableau V.6

désengagements dans les activités de contrepartie ou pour compte propre et par la diminution du nombre des intervenants, notamment des fonds spéculatifs, et de leurs transactions. Il est toutefois difficile de discerner un impact de ces changements sur les cours acheteur-vendeur ou sur la volatilité de change.

Aucun changement notable de la liquidité à ce jour

Évaluer l'incidence globale, à ce jour, de ces mutations structurelles sur la liquidité n'est pas chose facile. Les données relatives aux transactions, aux cours acheteur-vendeur et à la volatilité, ainsi que les analyses de marché, suggèrent que l'avènement de l'euro n'a pas entraîné de changement sensible pour la liquidité. La part croissante du courtage électronique a assurément réduit les volumes de transactions et rétréci les écarts de cours, mais son influence sur la liquidité apparaît moins nette. Difficile, par ailleurs, de voir dans ce domaine une quelconque incidence notable de la concentration bancaire. Toutefois, les deux dernières tendances semblent bien avoir eu une double conséquence. D'un côté, l'interbancaire paraît fonctionner plus efficacement aujourd'hui qu'au milieu des années 90. D'autre part, la réduction des écarts de cours, et donc des possibilités de gains, a occasionné une contraction des ressources affectées à la tenue de marché. Ces évolutions laissent penser que ces changements structurels pourraient, en fait, avoir amélioré la liquidité dans des conditions normales, comme celles de la période sous revue. Néanmoins, il s'agit de voir si elles ont également accentué l'incapacité ou la réticence des intervenants à fournir des liquidités en présence de tensions.

Évolution future

Pour l'avenir, l'extension du courtage électronique et la consolidation sur l'interbancaire conduisent à une réorientation de l'activité vers les opérations de clientèle. Cette évolution se traduit notamment par l'utilisation croissante de plateformes de négociation automatisée entre banques et clients, ce qui peut être considéré comme une manière d'élargir les avantages du courtage électronique à ce type d'activité. Deux sociétés, Cognotec et Currenex, offrent actuellement de tels services et deux autres devraient faire leur entrée: Atriax, soutenue par Reuters et trois des plus grosses banques commerciales, et FXall, appuyée par un autre groupe de grandes banques. Il reste encore à déterminer comment ces changements pourront influencer la liquidité de marché.

VI. Marchés des capitaux

Faits saillants

Les marchés des capitaux ont connu un renversement de tendance l'an dernier. Sur les grands marchés des actions, une extraordinaire période de hausse de cinq ans s'est achevée avec l'éclatement de ce qui s'est avéré, rétrospectivement, être une bulle spéculative des prix des actifs à l'échelle mondiale. En règle générale, c'est sur les places qui avaient le plus progressé que la chute a été la plus forte, les valeurs technologiques passant d'un extrême à l'autre. Sur l'obligataire, au resserrement des primes de risque en 1999 a succédé un élargissement. Ces retournements ont affecté les marchés émergents à travers une augmentation des marges des crédits souverains et un repli des cours des actions, en Amérique latine et en Asie notamment. L'assouplissement de la politique monétaire américaine dans les premiers mois de 2001 s'est traduit par un rétrécissement des primes de risque mais n'a provoqué qu'un timide redressement sur les places boursières. Les incertitudes entourant l'évolution des bénéfices ne permettent pas de savoir si le mouvement de correction est arrivé à son terme.

Les retournements intervenus en 2000 représentent dans une large mesure une correction des excès engendrés par l'optimisme antérieur au sujet des bénéfices des entreprises. Dans le secteur de la technologie, l'écart entre la montée des cours et la progression des bénéfices est allé en s'amplifiant. Lorsque le sentiment des investisseurs s'est modifié, tous les indices nationaux des valeurs technologiques se sont mis à fléchir, en présence pourtant de situations sous-jacentes différentes en termes de profits. Sur les marchés du crédit, les sociétés de télécommunications ont contracté des emprunts considérables au moment où leurs perspectives de croissance paraissaient favorables, mais les bonnes dispositions des investisseurs ont rapidement fait place à des inquiétudes sur les niveaux élevés d'endettement. Si le ralentissement de l'économie mondiale et la détérioration des perspectives de bénéfices des entreprises ont assurément contribué au repli des marchés, bien souvent, cependant, les amples fluctuations des cours ne s'expliquent pas par des informations précises sur les tendances fondamentales.

Les émissions d'actions et d'obligations d'emprunteurs à haut risque, notamment dans le secteur de la technologie, qui s'étaient multipliées au premier semestre 2000, sont revenues à des rythmes modestes au second. Les signatures de moins bonne qualité se sont tournées de plus en plus vers le marché monétaire, où les primes de risque se sont moins accrues. Les entreprises de premier rang sont cependant restées actives sur le marché primaire. Face à la diminution de l'offre d'obligations d'État, les investisseurs, à la recherche de placements sûrs dans les périodes de détérioration des

conditions du crédit, se sont reportés vers des titres très bien notés, comme ceux de Fannie Mae et Freddie Mac.

En dépit de la dégradation générale des conditions de financement, les investisseurs sur les marchés émergents ont cherché à différencier les emprunteurs potentiels en fonction du risque de crédit, mais ne semblent pas avoir trouvé beaucoup de candidats parmi les bonnes signatures. La persistance d'excédents des paiements courants a limité la demande de financement extérieur. En fait, en raison des dépôts records effectués par les pays d'Asie et les exportateurs de pétrole, les apports nets de capitaux du groupe des pays en développement aux banques déclarantes BRI ont dépassé, en 2000, le volume des remboursements effectués pendant les crises financières de 1997-99.

Il convient de noter que, lors de cette détérioration récente des conditions de financement, les marchés ont fonctionné sans heurts en présence de fortes fluctuations des cours. Début 2000, l'ajustement à la diminution de l'offre de titres d'État avait suscité des inquiétudes sur la façon dont certains grands marchés, notamment celui des valeurs américaines à revenu fixe, allaient se comporter; les doutes se sont dissipés au second semestre. Les investisseurs les ont progressivement remplacés par des instruments du secteur privé, tels que les contrats d'échange sur taux d'intérêt, dans leurs rôles traditionnels de couverture, de détermination des prix ou pour d'autres fins.

Marchés des actions

Bulles des prix des actifs ou tendances fondamentales

D'avril 2000 au premier trimestre 2001, les cours des actions ont en général fortement baissé. Ils avaient enregistré un mouvement d'ampleur comparable en 1990, c'est-à-dire la dernière fois où l'économie mondiale a sombré dans la récession, mais pour des raisons foncièrement différentes. En août et septembre 1990, le MSCI World Index avait perdu 21%. On pourrait dire que ce repli se justifiait par les tendances fondamentales, dans la mesure où il reflétait un choc d'offre provoqué par le doublement des prix du pétrole à la suite de l'invasion du Koweït par l'Irak. Cette fois, le même indice a cédé 23% entre avril 2000 et mars 2001, recul qui semble lié davantage à l'éclatement d'une bulle des cours à l'échelle mondiale qu'à un effondrement résultant surtout de développements macroéconomiques. Néanmoins, les modifications des conditions macroéconomiques ont certainement façonné la configuration de la baisse et son ampleur.

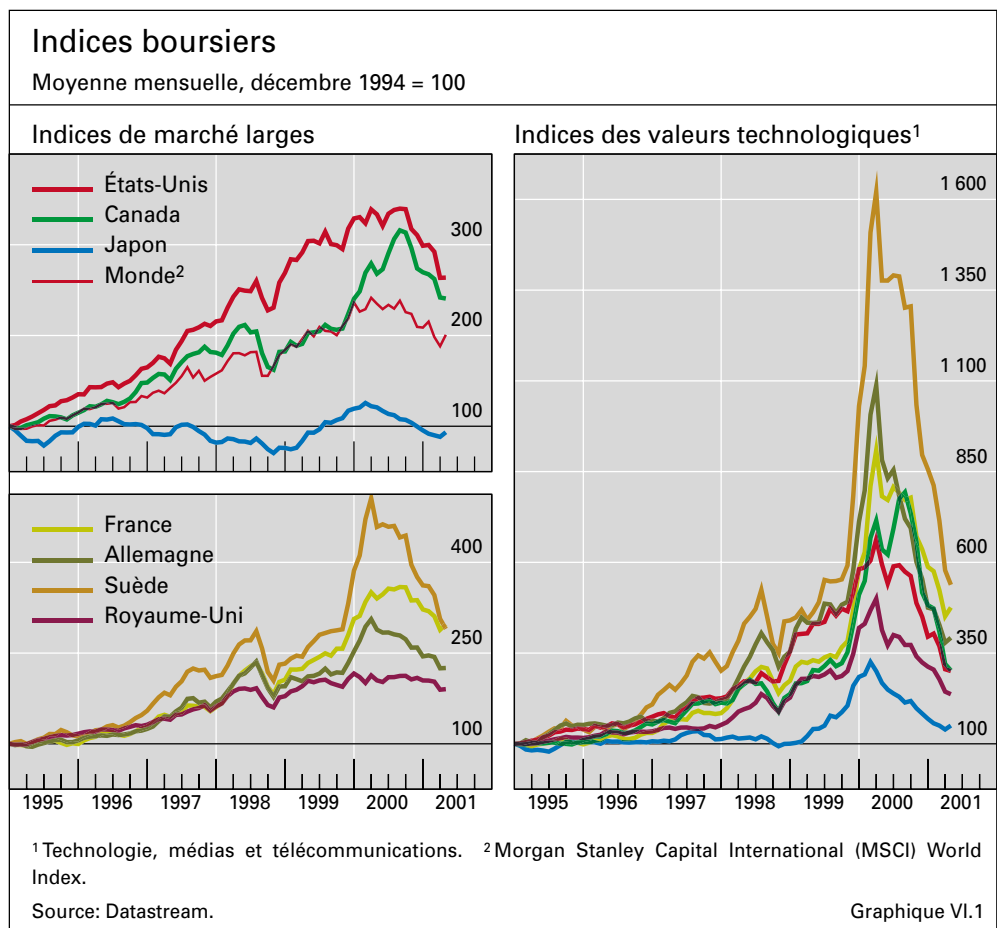
L'hypothèse d'une bulle boursière à l'échelle mondiale est étayée par le fait que plusieurs marchés ont connu une longue période de hausse exceptionnelle des cours, suivie d'un retournement quasi simultané (graphique VI.1). Pourtant, ce synchronisme s'est accompagné d'une certaine divergence des données macroéconomiques fondamentales. Pendant la période de cinq ans allant jusqu'en mars 2000, l'indice S&P 500 a triplé. La Bourse de Stockholm a obtenu les résultats les plus spectaculaires, avec des cours multipliés par cinq, précédant Paris, Amsterdam, Francfort et Toronto, dont les gains sont allés de 150 à 250%. L'envolée des cours paraît avoir été

Comme en 1990, les marchés des actions se sont repliés en 2000 ...

... mais pour des raisons différentes

Hausses spectaculaires ...

... suivies d'un retournement brutal



due dans une large mesure à une dynamique propre, nourrie d'optimisme et d'un comportement grégaire des investisseurs. À son niveau le plus élevé, en mars, la valorisation des actions américaines atteignait 33 fois le ratio cours/bénéfices des douze derniers mois, ce qui constitue un multiple sans précédent. Sur ces grands marchés, les cours ont commencé à baisser au printemps 2000, les corrections les plus marquées affectant généralement les titres qui avaient le plus progressé.

Cette alternance de hausse puis de baisse a été particulièrement nette dans le compartiment des valeurs technologiques. Durant la longue phase de montée des cours, les analystes avaient justifié ces valorisations élevées par des prévisions d'accélération de la croissance des bénéfices. Certains observateurs avaient également affirmé que le secteur technologique était relativement à l'abri d'un ralentissement économique ou d'une augmentation des taux d'intérêt. Or, ces prédictions se sont révélées infondées. En fait, la croissance des bénéfices n'a jamais suivi l'envolée des cours, de sorte que les ratios cours/bénéfices ont continué à s'accroître. Dans le secteur américain de la technologie, en cinq ans les cours ont progressé presque cinq fois plus vite que les bénéfices (tableau VI.1). Cet écart a encore été plus élevé pour les pays européens. Au Royaume-Uni, ces valeurs ont poursuivi leur ascension alors que les bénéfices régressaient. De plus, les cours ont commencé à céder du terrain après une période de tension des taux d'intérêt et, dans le compartiment des valeurs technologiques, la croissance des bénéfices s'est

Pour les valeurs technologiques, les bénéfices n'ont pas suivi l'augmentation des cours

Valeurs technologiques: cours et bénéfices							
	Ratio cours/bénéfices			Variation, en %			
	Mars 1995	Mars 2000	Mars 2001	Mars 1995–mars 2000		Mars 2000–mars 2001	
				Cours	Bénéfices	Cours	Bénéfices
Suède	34,5	120,8	19,1	1 217	276	– 65	124
Allemagne	16,9	63,3	30,4	909	169	– 64	– 24
France	11,3	63,8	21,0	804	60	– 49	55
Italie	12,8	56,0	26,1	732	90	– 44	19
Pays-Bas	14,7	64,6	33,0	654	71	– 58	– 18
Canada	20,4	59,0	14,7	586	137	– 53	88
États-Unis	19,2	53,2	24,7	509	120	– 55	– 2
Royaume-Uni	15,4	72,1	36,0	352	– 3	– 49	2
Japon	57,3	169,3	89,3	254	20	– 55	– 15

Sources: Datastream; calculs BRI.

Tableau VI.1

affaiblie aux premiers signes de ralentissement économique. Les multiples cours/bénéfices ont alors effectivement diminué mais, comme c'est généralement le cas, ce mouvement a davantage reflété la contraction des cours qu'une progression des profits.

La baisse des cours des valeurs technologiques présente des similitudes intéressantes au niveau de son échelonnement et de son ampleur. Le mouvement s'est généralement amorcé en mars ou avril 2000, pour atteindre 50 à 70% en mars 2001, malgré une grande dispersion des taux de croissance des bénéfices d'un pays à l'autre (tableau VI.1). Ce synchronisme ne peut s'expliquer entièrement par des analogies entre les situations fondamentales des secteurs technologiques des divers pays. Il traduirait plutôt un degré d'incertitude élevé dans les évaluations, qui a pu amener les investisseurs à rechercher des références quantitatives sur d'autres marchés boursiers. La principale semble avoir été le Nasdaq, indice phare des valeurs technologiques. Par conséquent, sans guère d'autres raisons qu'un tassement général de la croissance des bénéfices, la plupart des indices des valeurs technologiques ont chuté dans le sillage du Nasdaq.

Ce processus d'arrimage au Nasdaq permet de mieux comprendre pourquoi les marchés européens des actions ont suivi les places américaines dans leur baisse en 2000, en dépit de données macroéconomiques fondamentales différentes. Certes, le nombre important des fusions et acquisitions réalisées outre-Atlantique par des sociétés européennes, ces dernières années, a créé un lien entre les bénéfices des entreprises européennes et la conjoncture américaine. Cependant, les tendances fondamentales ne suffisent pas à expliquer les corrélations apparemment plus étroites en termes de rendements entre marchés des deux continents.

Informations et cours des actions

La chute récente des marchés des actions n'a pas été instantanée: elle s'est déroulée sur plusieurs mois, avec deux grandes phases de correction. La première période s'étend d'avril à mai 2000, alors que la seconde est allée de septembre, avec un bref intermède en janvier, à la fin du premier trimestre 2001.

L'incertitude ambiante a fait du Nasdaq une référence en matière de cours

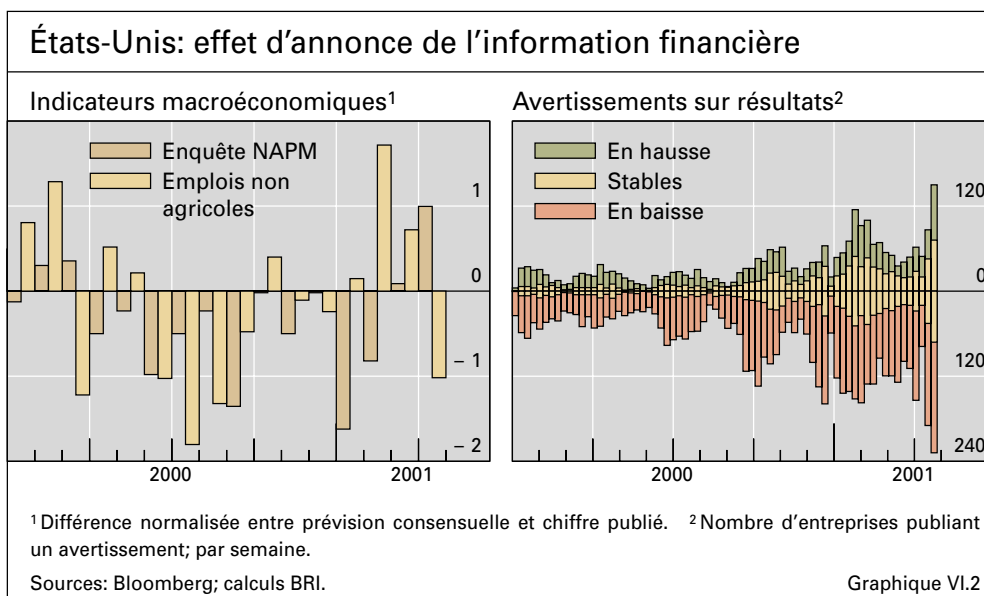
Dans les deux cas, les intervenants se sont tous focalisés sur les informations leur paraissant de nature à influencer la politique monétaire américaine et leurs répercussions sur le Nasdaq, en particulier. Cependant, les deux épisodes ont été fort différents en ce qui concerne la part prise par ces informations publiques dans certaines fluctuations des cours en séance.

Pour le premier épisode de baisse, l'aspect le plus marquant a été l'absence de données identifiables et significatives pouvant expliquer le brusque plongeon des cours; sur ce point, il n'est pas sans rappeler les chutes généralisées d'octobre 1929 et octobre 1987. Durant les premiers mois de 2000, les statistiques macroéconomiques les plus attendues, telles que les chiffres des emplois non agricoles aux États-Unis, faisaient état d'une vigueur persistante de l'économie américaine (graphique VI.2). Ce constat a engendré des incertitudes sur l'ampleur du resserrement anticipé de la politique monétaire et, du fait de la nervosité croissante des marchés au sujet des valorisations, a amplifié la volatilité. C'est seulement au début d'avril 2000 que l'ensemble du secteur de la technologie a amorcé son repli, sous l'effet uniquement, semble-t-il, d'une modification du sentiment des investisseurs. La journée du 14 avril a constitué l'exception, avec un plongeon de 10% du Nasdaq à la suite de la publication des chiffres sur les prix à la consommation. En une semaine, toutefois, le marché s'était ressaisi, malgré l'absence d'annonce macroéconomique. Globalement, le Nasdaq a abandonné près de 20% en avril-mai, visiblement à cause d'un accès de pessimisme des investisseurs dû au manque de bonnes statistiques économiques.

Absence de données pouvant expliquer la baisse des cours

En ce qui concerne la seconde période de baisse, il est plus facile d'identifier les informations qui ont fait réagir les marchés. Elle a débuté en septembre, lorsque de plus en plus d'entreprises cotées aux États-Unis ont averti que leurs résultats seraient inférieurs aux prévisions des analystes. Les mois suivants ont été marqués par la multiplication de statistiques macroéconomiques américaines médiocres et, surtout, la diffusion d'une enquête de la National Association of Purchasing Management (NAPM), le

Les avertissements sur résultats ont ébranlé les marchés



2 janvier 2001, concluant que le ralentissement de l'activité était plus profond que prévu. Étant donné que les entreprises étaient toujours plus nombreuses à réviser en baisse leurs prévisions de bénéfices, les investisseurs ont commencé à établir une relation entre les résultats des sociétés et ceux de l'économie en général; les indices des valeurs technologiques comme les autres se sont mis à fléchir régulièrement. Entre septembre et la fin de l'année, le Nasdaq a cédé 42% et le MSCI World Index 13%. Le 3 janvier 2001, les marchés se sont redressés lorsque la Réserve fédérale américaine a surpris les opérateurs par un abaissement de 50 points de base de son taux directeur. Le Nasdaq a alors regagné 14%, sa plus forte progression absolue sur une séance. L'embellie a cependant été de courte durée, en dépit de nouvelles réductions de taux aux États-Unis. Sur des marchés ébranlés par les avertissements sur résultats, les cours reprenaient leur glissade en février et mars.

Les investisseurs restent optimistes

En avril 2001, une nouvelle apparemment mineure a déclenché un redressement pendant deux semaines, prouvant l'optimisme sous-jacent sur les perspectives de profits. Au début du mois, l'annonce, par un grand fabricant d'ordinateurs personnels, de résultats conformes aux estimations a provoqué, sur une séance, une envolée de 9% du Nasdaq et de plus de 4% du S&P 500. Plusieurs jours après, une réduction inattendue du taux directeur de la Réserve fédérale est venue conforter ce mouvement. En deux semaines, le Nasdaq a progressé de 33% et le S&P 500 de 14%. Ces hausses ont porté les valorisations des sociétés du S&P 500 à 27 fois leurs bénéfices sur les douze derniers mois, un ratio cours/bénéfices représentant pratiquement le double de sa moyenne historique. L'optimisme a encore été plus marqué à l'égard des valeurs du Nasdaq, avec un ratio six fois supérieur à celui du S&P 500.

La Bourse de Tokyo et les banques japonaises

Parmi les principaux marchés des actions, celui de Tokyo a constitué l'exception la plus notable à la hausse observée pendant cinq ans. Resté déprimé jusqu'en 1998 (graphique VI.1), il n'a rejoint le mouvement mondial qu'en 1999. Comme d'autres grandes places, la Bourse de Tokyo a été soutenue par l'explosion des valeurs technologiques et a eu, pour stimulant majeur, l'évolution du secteur bancaire. En 1999, les intervenants avaient interprété l'initiative du gouvernement japonais d'injecter ¥7 500 milliards dans quinze grosses banques comme le signe d'un sérieux effort de consolidation d'un système bancaire affaibli. Les investisseurs étrangers ont été, eux aussi, favorablement impressionnés, ainsi qu'en témoignent les afflux substantiels d'investissements de portefeuille. D'importantes fusions entre banques sont venues renforcer cette dynamique.

L'évolution du secteur bancaire ...

Le marché de Tokyo s'est alors remis à baisser en 2000, avant même les autres places boursières. En début d'année, aucune nouvelle facilement identifiable ne peut expliquer ce repli, comme, plus tard, pour le premier épisode de correction aux États-Unis. L'influence du marché américain ne s'est fait sentir qu'en mai, lorsque les cours des valeurs technologiques japonaises ont chuté dans le sillage du Nasdaq et que les investisseurs étrangers ont

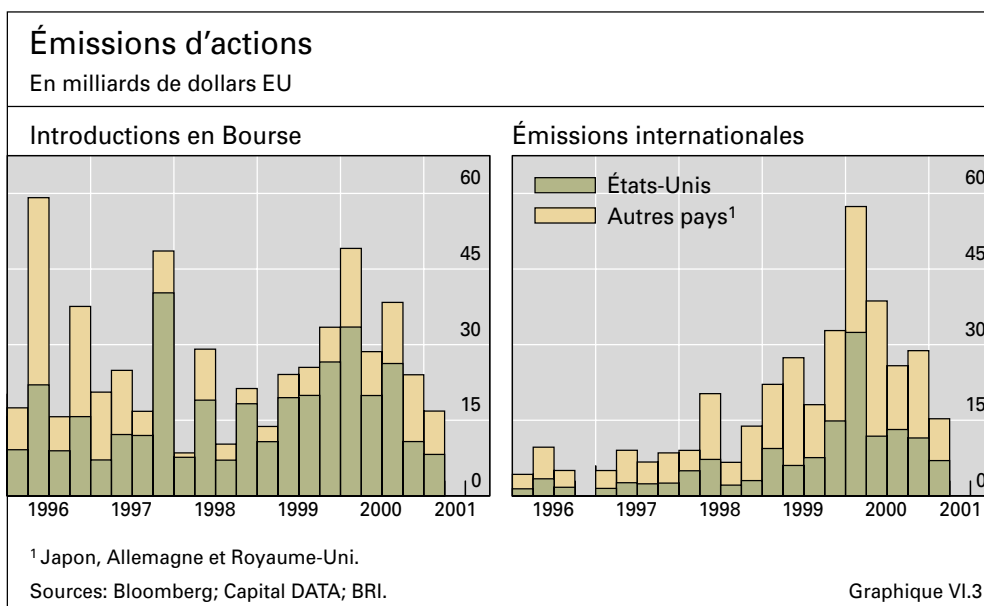
commencé à vendre. Durant l'été, les estimations de la Financial Services Agency concernant les prêts non productifs des banques japonaises ont paru affecter fortement le marché. En octobre, les pressions à la vente se sont intensifiées avec la faillite de Chiyoda Seimei, société d'assurance vie, et la poursuite du recul du Nasdaq. En raison de la faiblesse du marché de Tokyo, les banques nippones ont éprouvé des difficultés à céder leurs participations croisées et à réaliser des bénéfices suffisants en vue d'absorber leurs annulations de créances irrécouvrables. Début 2001, le gouvernement japonais a commencé d'envisager l'achat de ces actions aux banques, pour ne pas retarder la réduction souhaitée des participations croisées. Le retour de fait à la politique de taux zéro, en mars, et l'élection du Premier ministre Koizumi, en avril, ont redonné du tonus au marché.

... un facteur déterminant pour la Bourse de Tokyo

Implications pour l'économie réelle

L'éclatement de la bulle mondiale des valeurs technologiques a déjà eu des effets tangibles sur l'économie réelle. Son impact sur l'investissement, notamment, s'est fait immédiatement sentir dans le coût du capital. Les «jeunes pousses» technologiques, qui avaient largement compté sur les introductions en Bourse pour se procurer des ressources, ont été particulièrement touchées. Le produit brut de ces introductions aux États-Unis, au Japon, en Allemagne et au Royaume-Uni est revenu de son niveau quasiment record de \$49 milliards, au premier trimestre 2000, à \$29 milliards au suivant et a encore diminué durant les trois premiers mois de 2001 (graphique VI.3). Les émissions d'actions internationales par des entreprises américaines ont même enregistré, en proportion, une contraction plus marquée en termes d'annonces, alors que celles des sociétés non américaines sont restées abondantes pendant un trimestre. Certaines jeunes pousses ont tiré parti du timide redressement des cours des actions durant l'été, qui a relancé temporairement les introductions.

Impact déjà perceptible sur l'investissement



Le repli des marchés boursiers a également affecté les états financiers publiés des entreprises américaines, par le biais de leurs régimes de retraite à prestations déterminées et des attributions d'options d'achat d'actions. En 1998 et 1999, les bénéficiaires, gonflés par les plus-values boursières, avaient engendré un surcroît de ressources pour ces régimes de retraite, que les entreprises pouvaient déclarer comme revenus. Or, la chute des cours en 2000 en a privé beaucoup de cette manne, sans compter que de nouvelles baisses pourraient se traduire par un déficit de financement des systèmes de retraite venant s'ajouter aux dépenses. Parallèlement, dans le secteur de la technologie, les sociétés ont eu de plus en plus tendance à offrir des options d'achat d'actions à leur personnel comme forme de rémunération. Aux États-Unis, l'exercice de ces options a permis à des entreprises de réduire leurs impôts et de renforcer ainsi leur trésorerie, au prix seulement d'une dilution de la valeur des actions détenues par les actionnaires existants. Pour certaines très grosses sociétés de ce secteur, ces avantages fiscaux ont représenté jusqu'à 60% du produit de leurs opérations. Aux cours actuels, toutefois, une forte proportion des options ne seront pas exercées. Ces sociétés sont aujourd'hui confrontées à un alourdissement de leurs charges fiscales, alors même que leurs ventes diminuent et que les coûts des stocks augmentent.

Les options d'achat d'actions ont permis aux entreprises de réduire leurs impôts

L'une des répercussions potentielles de ces corrections sur la confiance pourrait avoir des implications d'une portée encore plus large sur la consommation. Si l'effet de richesse dû aux plus-values boursières peut dépendre du type d'actions effectivement détenues par les ménages et, partant, des performances des indices larges, les modifications récentes de la confiance des consommateurs américains semblent, pour leur part, avoir été surtout provoquées par l'évolution du Nasdaq, qui est un indice relativement étroit. Le tableau VI.2 montre que, aux États-Unis pendant la majeure partie des années 90 et en France au début de la même décennie, la confiance des consommateurs a généralement fluctué au rythme du chômage plutôt qu'en fonction de la rentabilité des actions. Depuis 1998, cependant, l'évolution du

Le Nasdaq influe sur la confiance des consommateurs américains

Confiance des consommateurs: influences du marché boursier et du chômage			
	Effet estimé ¹		
	1992-94	1995-97	1998-2001
Variation du Nasdaq Taux de chômage aux États-Unis	Confiance des consommateurs aux États-Unis		
	- 0,081	0,181	0,133*
Variation du CAC 40 Taux de chômage en France	Confiance des consommateurs en France ²		
	- 0,715*	- 0,482	- 0,379
	0,009	- 0,134	0,037
	- 0,184*	0,125*	- 0,191

¹ Somme des coefficients de régression sur la variation de l'indice (avec un décalage de un et deux trimestres) et le taux de chômage (avec un décalage de un et deux mois); l'astérisque indique un coefficient significatif à 1%, sur la base d'un test chi² de Wald sur la pertinence conjointe des coefficients. ² Sur la base de l'indicateur de l'Union européenne pour la France.

Sources: Bloomberg; données nationales; calculs BRI. Tableau VI.2

Nasdaq est devenue un déterminant plus important que le taux de chômage pour la confiance des consommateurs américains. Si les actions qui y sont négociées n'entrent sans doute pas pour beaucoup dans le portefeuille des ménages, leur cours peut être considéré aujourd'hui comme un indicateur avancé de la productivité de l'économie. Il est donc susceptible, à ce titre, de peser de façon disproportionnée sur les décisions de dépenses des consommateurs.

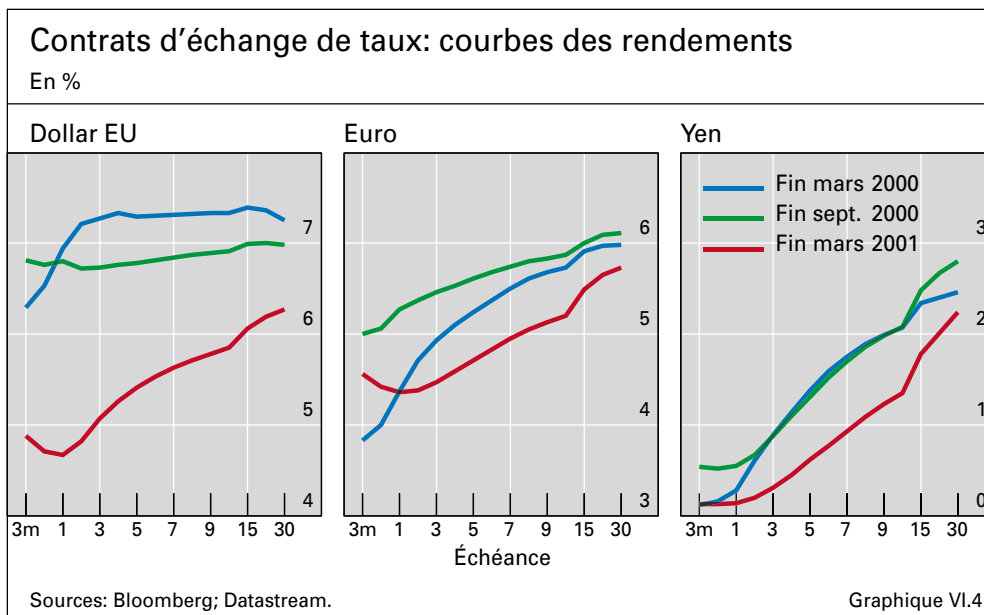
Marchés des titres à revenu fixe

Comme les actions, les obligations ont souffert en 2000 d'une révision en baisse des prévisions de profits et d'une aversion accrue des investisseurs pour le risque. Les primes de risque ont augmenté sur une large gamme d'instruments et les émissions nettes de titres longs se sont ralenties après leurs records de 1999. Au premier semestre, le niveau élevé des primes de risque et la hausse générale des taux longs n'ont pas eu d'effet dissuasif sur les emprunteurs, notamment dans les télécommunications. Au suivant, toutefois, les moins bien notés, qui éprouvaient des difficultés croissantes pour se financer dans le compartiment long, se sont largement tournés vers les banques. Les meilleures signatures semblent avoir été épargnées; la diminution de l'offre de titres d'État américains en a même incité certaines à proposer leurs émissions en remplacement, à des fins de garantie, couverture ou référence tarifaire. Au premier trimestre 2001, un rétrécissement des primes et le repli généralisé des taux d'intérêt ont ramené les emprunteurs de second rang vers les marchés financiers.

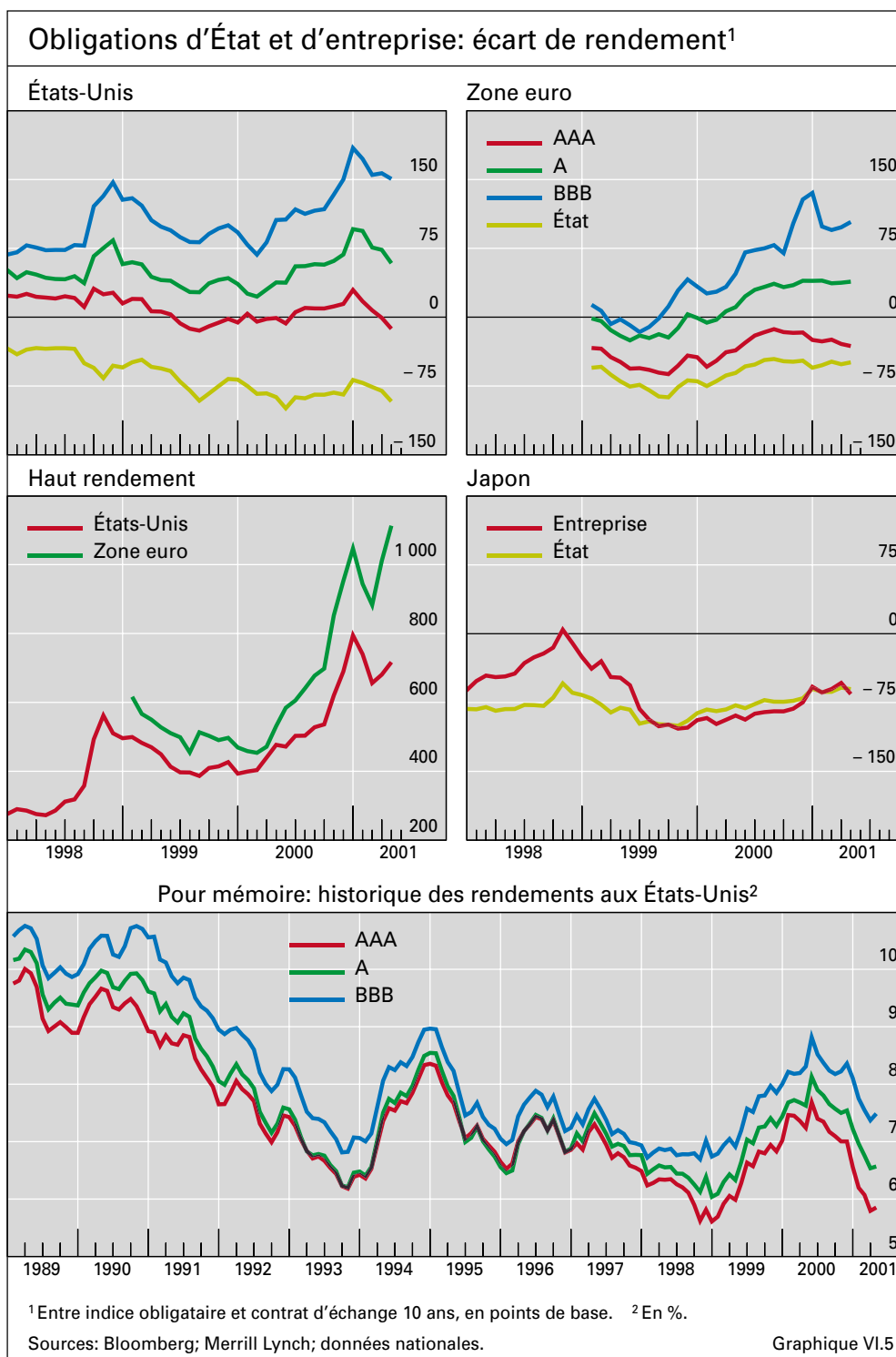
Tarifification du risque de crédit et réaction des emprunteurs

Les marchés des titres à revenu fixe ont évolué en trois étapes en 2000 et au début de 2001. La première, qui va approximativement de janvier à août 2000, s'est caractérisée par des courbes des rendements ascendantes et un

Modification en trois étapes de la tarification du risque de crédit



élargissement généralisé des primes de risque en Amérique du Nord et en Europe (graphiques VI.4 et VI.5). Cette hausse a influencé le choix des instruments par les emprunteurs mais n'a guère eu d'effet sur l'activité globale. Ensuite, de septembre à décembre 2000, les courbes des rendements ont commencé à s'aplatir et les primes de risque se sont nettement différenciées selon la notation, les investisseurs recherchant les meilleures signatures. Troisièmement, de fin 2000 aux premiers mois de 2001, les courbes ont fortement baissé et les primes de risque légèrement diminué par rapport



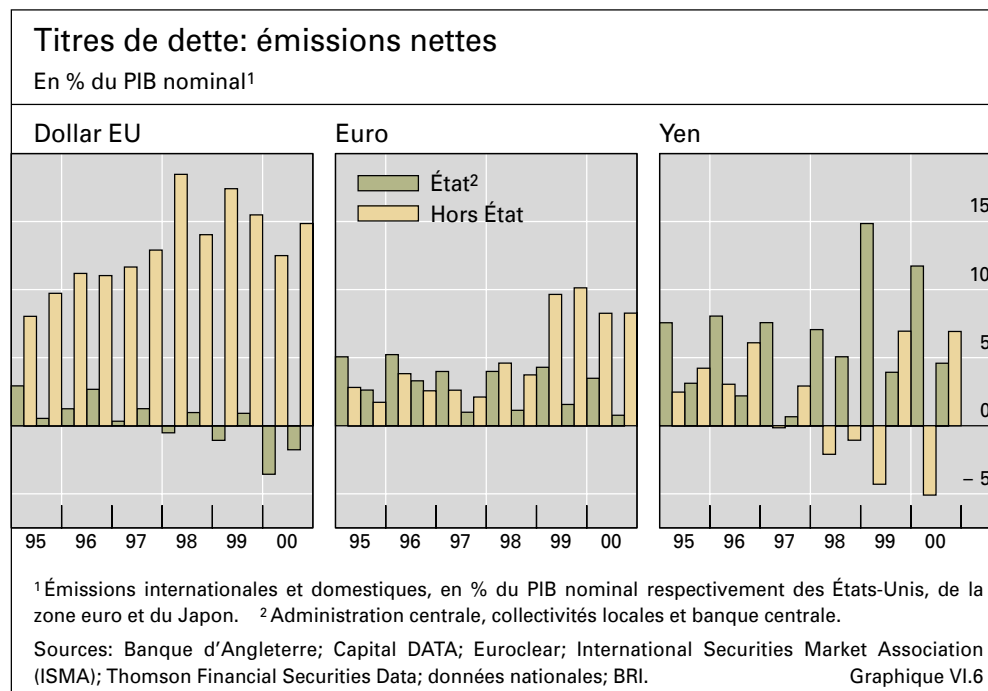
aux sommets atteints fin 2000, favorisant la reprise des émissions de moins bonne qualité.

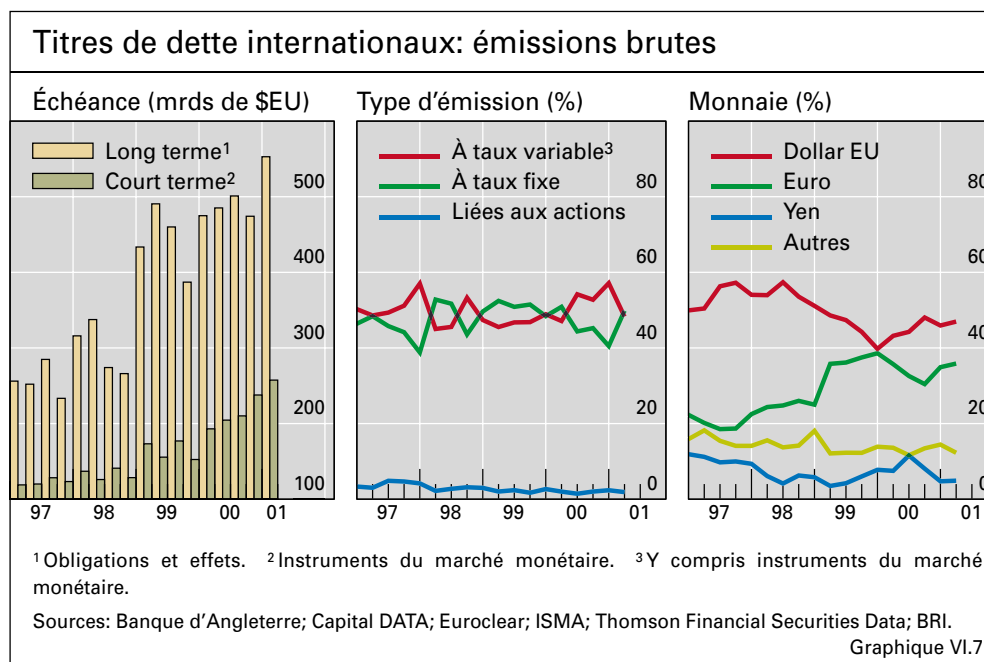
La première étape, marquée par l’augmentation des rendements et des primes de risque, n’a pas semblé freiner le rythme des financements. Sur les marchés des actions, elle a recouvert la dernière phase de hausse des cours et le début de la chute. L’incertitude accrue sur les perspectives de résultats des entreprises – dénotée par la forte volatilité des cours – a entraîné un élargissement des primes pour la plupart des notations; parmi les obligations de qualité, il a été spécialement prononcé dans le compartiment de l’euro, où la prime par rapport aux contrats d’échange s’est creusée, même pour les meilleures signatures. Dans le segment du dollar EU, les primes sont restées à peu près stables pour les titres AAA, mais, pour les autres, elles sont remontées aux niveaux atteints après la crise financière de l’automne 1998. Malgré cela, le marché primaire a bien résisté au premier semestre 2000. Les émissions nettes (hors État) n’ont que légèrement diminué (graphique VI.6). L’augmentation des primes sur instruments en euros et en dollars EU a conduit une partie des emprunteurs à se tourner vers le yen, dont les taux étaient relativement bas. Les émissions brutes dans cette monnaie se sont chiffrées à un record de \$221 milliards (graphique VI.7). L’anticipation d’un nouveau resserrement monétaire – que traduit la pente ascendante des courbes des rendements – a sans doute poussé certains à avancer leurs emprunts.

Première étape: élargissement des primes de risque en raison des incertitudes sur les résultats ...

... sans ralentissement des émissions

Les sociétés de télécommunications européennes ont profité d’une perception favorable de leurs perspectives pour collecter massivement des fonds durant cette première étape. Globalement, les télécoms ont levé \$71 milliards d’obligations internationales au premier semestre 2000 (graphique VI.8), surtout dans le cadre d’acquisitions et d’adjudications publiques des licences de téléphonie UMTS en Europe. L’offre de fonds et les





prix élevés payés pour ces licences, notamment au Royaume-Uni, en avril, et en Allemagne, en août, reflétaient un optimisme semblable à celui qui avait porté les cours des autres valeurs technologiques.

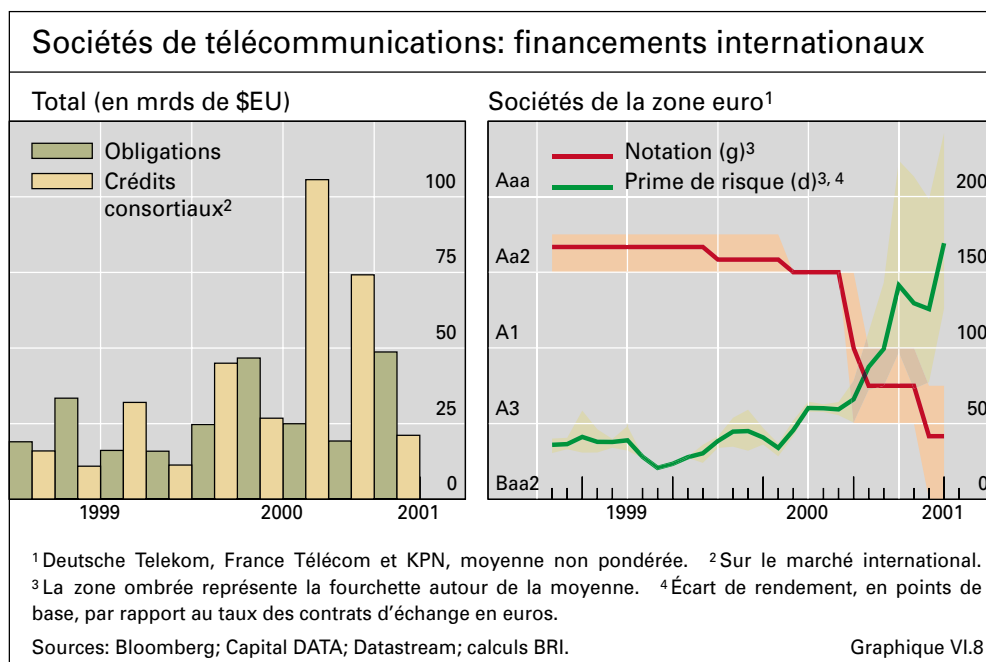
Deuxième étape:
baisse des
émissions de
qualité inférieure

Durant la deuxième étape, l'élargissement des primes de risque a eu davantage d'impact. Les opérateurs croyant de moins en moins à un atterrissage en douceur de l'économie, les courbes des rendements se sont aplaties au troisième trimestre, signe qu'une nouvelle hausse du niveau général des taux paraissait improbable. Les primes, demeurées à peu près stables pour les meilleures notations, ont considérablement augmenté pour les obligations BBB ou inférieures, atteignant des maxima en fin d'année. De ce fait, les emprunteurs les moins bien notés ont fortement ralenti leurs émissions fin 2000, tandis que les banques européennes et les agences paragouvernementales des États-Unis, signatures de première qualité, sont restées actives.

La diminution des
emprunts d'État
a favorisé les
agences para-
gouvernementales ...

La demande soutenue de titres AAA s'explique en partie par le tarissement des emprunts publics. Les investisseurs, auparavant attirés par les titres d'État en période de détérioration des conditions du crédit, se sont reportés sur les émissions privées et parapubliques de qualité. Dans le compartiment du dollar EU, leur préférence est allée aux obligations des agences américaines, notamment Fannie Mae et Freddie Mac. Celles-ci s'efforcent, depuis quelques années, d'accroître la liquidité de leurs titres par de gros emprunts réguliers en dollars EU et en euros, en vue de les imposer comme références tarifaires et instruments de couverture. La qualité de leur notation a suscité des préoccupations début 2000, après la présentation au Congrès d'un projet de loi visant à supprimer les lignes de crédit du gouvernement et l'exemption des taxes locales dont ces agences bénéficient. Les pressions parlementaires se sont atténuées en fin d'année, lorsque les agences ont entrepris de relever leur ratio de fonds propres et d'améliorer leur communication financière.

La dégradation rapide des conditions d'emprunt pour les moins bonnes signatures, dans les derniers mois, laissait augurer un revirement du sentiment



concernant les perspectives de bénéfices dans les secteurs technologie, médias et télécommunications. Ce dernier a été particulièrement touché. Les prix élevés des licences UMTS auraient justifié à eux seuls un déclassement de crédit et un élargissement des primes. L'ampleur de ces mouvements (graphique VI.8) signifiait toutefois que les perspectives de revenus devaient être révisées. Deux des plus grandes sociétés européennes de télécommunications ont vu leur note de crédit abaissée en septembre de plusieurs échelons, mesure d'une sévérité exceptionnelle, et leur prime de risque s'est élargie de 103 points de base en moyenne de septembre à décembre. En conséquence, tous les emprunteurs du secteur, parmi les plus actifs au premier semestre, ont ensuite réduit leurs émissions et accru leur recours aux prêts consortiaux.

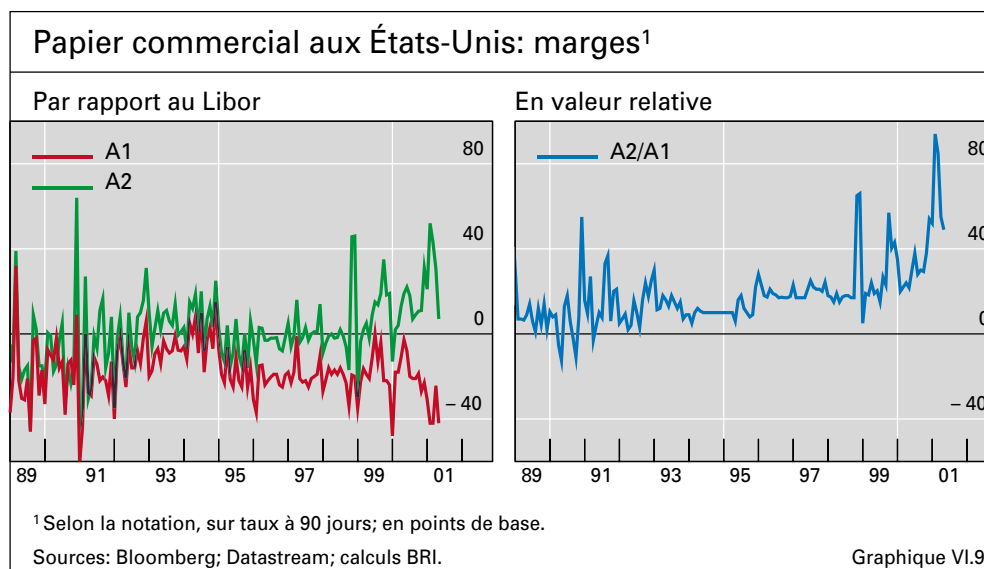
Plutôt que de ralentir leurs emprunts en raison des incertitudes sur les taux d'intérêt, certains débiteurs se sont tournés vers les titres à court terme et les taux variables (graphique VI.7), dont les parts respectives dans les émissions brutes sont passées de 27% à 30% et (instruments de court terme compris) de 47% à 53% entre 1999 et 2000.

Le niveau élevé et la volatilité des primes, fin 2000-début 2001, sur le marché habituellement calme du papier commercial ont conduit certains émetteurs à utiliser leurs lignes de substitution auprès des banques. Si l'élargissement de l'écart de rendement en fonction de la notation est devenu fréquent au quatrième trimestre dans le segment du dollar EU, il a revêtu cette fois une ampleur inhabituelle, qui a perduré bien après la fin de l'année (graphique VI.9). Cela s'explique par une série de facteurs: déclassement d'emprunteurs importants comme Xerox et Lucent Technologies; crainte de défaillances dans le secteur de la production d'électricité en Californie, en janvier; report des débiteurs sur les titres à court terme, en fin d'année; réticence des banques à accorder des lignes de crédit de substitution sans relèvement de la prime de risque. En réaction, de nombreux emprunteurs ont refinancé leur

... tandis que les sociétés de télécommunications ont souffert d'un revirement du sentiment

Les emprunteurs se sont tournés vers le marché monétaire ...

... à un moment critique pour le papier commercial



papier à court terme par des titres de dette à long terme lorsque les conditions de crédit se sont améliorées dans ce compartiment, au premier trimestre 2001.

Durant la troisième étape, les émissions des signatures de second rang ont repris. Début 2001, les courbes des rendements sur contrats d'échange dans les trois principales monnaies ont baissé, en raison d'une détérioration des perspectives de croissance et d'anticipations de détente monétaire. En même temps, les primes de risque se sont resserrées, les déclassements antérieurs apparaissant désormais moins préoccupants. La diminution spectaculaire du coût global des financements qui en est résultée a favorisé le retour des emprunteurs. Les sociétés de télécommunications en ont vite tiré parti, collectant \$49 milliards d'obligations internationales au premier trimestre 2001; France Télécom, pour sa part, a obtenu \$16 milliards en une seule opération, record absolu pour une entreprise.

Le redémarrage des émissions s'explique par la crainte que l'amélioration des conditions de crédit soit éphémère et par une demande en attente depuis le quatrième trimestre 2000. Si le ralentissement de l'activité mondiale devait s'avérer plus grave que prévu, les primes de risque pourraient de nouveau augmenter. Si la croissance reprenait rapidement, les courbes des rendements pourraient également remonter. Face à ces perspectives, les émetteurs ont préféré s'assurer un financement à des conditions historiquement assez modérées (graphique VI.5).

Les perspectives de contraction des prêts bancaires ont également favorisé les émissions, début 2001. Avec la détérioration des conditions de crédit au second semestre 2000, les banques se sont trouvées involontairement exposées envers les emprunteurs moins bien notés. En outre, certaines avaient accordé, en cours d'année, d'importants prêts à court terme aux sociétés de télécommunications, pensant que celles-ci les refinanceraient sur les marchés des capitaux. À titre d'exemple, le volume de leurs crédits à ces emprunteurs est passé de \$70 milliards en 1999 à \$252 milliards en 2000. L'élargissement des primes de risque, au dernier semestre 2000, a toutefois rendu ce refinancement plus difficile et, de ce fait,

Troisième étape: baisse des rendements et des primes de risque ...

... stimulant les émissions moins bien notées

Refinancement des emprunts bancaires par émission de titres, début 2001

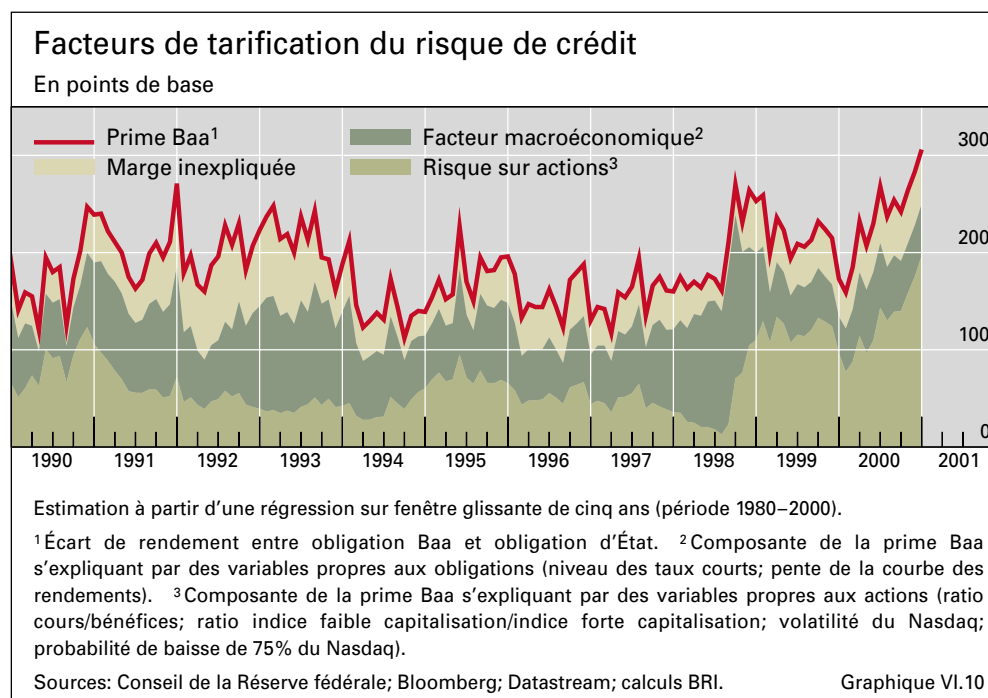
plus problématique la réduction, par les banques, de leur engagement dans ce secteur.

Cycles du crédit en 1990 et 2000

Malgré l'importance des primes de risque et le rythme irrégulier des émissions, les avertissements sur résultats ont eu généralement moins de répercussions sur les obligations que sur les actions. Dans certains secteurs, télécommunications notamment, l'augmentation des primes de risque, en 2000, a certes reflété l'éclatement de la bulle boursière. Toutefois, l'obligataire ne s'était pas complètement remis de la crise financière de 1998, où les primes étaient montées à des sommets équivalents à ceux de fin 2000, de sorte qu'il ne pouvait régresser autant. Néanmoins, la solidité financière globale des entreprises a joué un rôle déterminant dans l'évolution des deux marchés. De ce point de vue, 2000 a beaucoup ressemblé à 1990, puisque les préoccupations suscitées par l'endettement excessif, le niveau élevé des prix pétroliers et le ralentissement de l'économie américaine se sont traduites, ces deux années, par un recul des marchés des actions et une hausse des primes de risque. Ces deux épisodes illustrent les implications des cycles financiers pour la tarification du risque de crédit (chapitre VII).

Certains éléments font penser que les premières inquiétudes sur l'évaluation des entreprises sont apparues sur l'obligataire fin 1998, soit un an et demi avant que sa révision en baisse ne commence à faire chuter les cours des actions. Le graphique VI.10 distingue deux composantes dans l'écart de rendement entre obligation Baa et valeur comparable du Trésor EU, qui correspondent l'une à des facteurs macroéconomiques, l'autre à des facteurs qui agissent spécifiquement sur les cours des actions. Cette dernière série – notamment ratio cours/bénéfices, évaluation comparative d'actions à faible et à forte capitalisation et volatilité du marché – a joué un rôle relativement plus

Rôle important des facteurs de risque sur actions en 1990 comme en 2000 ...



important dans la détermination de la prime de risque en 1990 et en 1998–2000 que pendant la période intermédiaire.

... avec quelques différences majeures

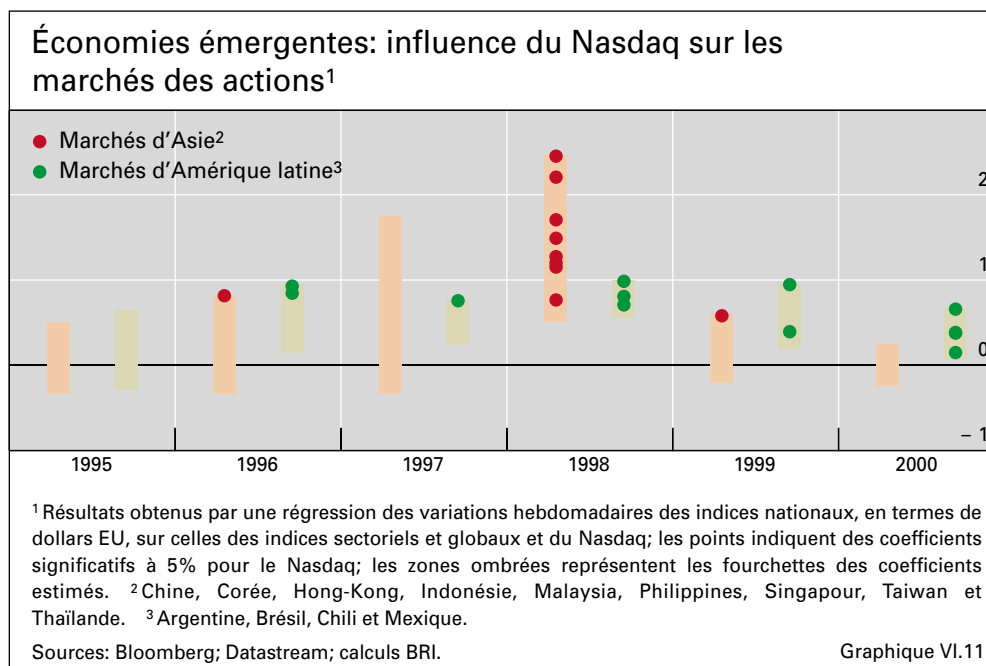
Au-delà de ces influences communes sur les obligations d'entreprise, les deux épisodes de 1990 et 2000 ont présenté des différences majeures. Premièrement, l'élargissement des primes de risque en 2000 a manifestement été un phénomène mondial, touchant également l'Europe et d'autres régions. En 1990, en revanche, les marchés de ces titres étaient beaucoup moins développés hors des États-Unis, et la hausse des primes s'était essentiellement limitée à ce pays. Deuxièmement, les bilans des banques étaient généralement plus sains en 2000, de sorte que les prêts bancaires ne sont probablement pas appelés à diminuer autant qu'au début des années 90. Troisièmement, si les emprunts obligataires se sont un peu ralentis en 2000, notamment pour les signatures de qualité moyenne et inférieure, cette baisse est sans commune mesure avec le tarissement des émissions à haut rendement observé en 1990. Quatrièmement, ces obligations à haut rendement, en 1990, étaient surtout des titres de sociétés de bonne notoriété engagées dans des acquisitions à effet de levier. À l'époque, les investisseurs avaient confiance dans leur capacité à évaluer les actifs sous-jacents. Récemment, en revanche, ces titres ont servi à financer les fonds de roulement des entreprises dans un secteur technologique en pleine expansion ne possédant guère d'actifs tangibles. Par conséquent, en 2000, les perturbations sur l'obligataire ont été beaucoup plus liées à celles des actions, en raison des mêmes incertitudes accrues sur les valorisations boursières.

Financements extérieurs des marchés émergents

La baisse des cours en 2000 sur les marchés des capitaux des pays industriels a entraîné un élargissement des primes de risque et un recul des actions dans les économies émergentes, en Amérique latine et Asie notamment. L'effet de contagion a cependant été plus limité que lors de précédents épisodes de détérioration des conditions financières. Il semble, en outre, que les investisseurs ont mieux différencié les pays en fonction de leur situation économique, de sorte que les primes ont surtout augmenté dans ceux où le risque de crédit paraissait accru. Néanmoins, la faiblesse de la demande de financements extérieurs et les modifications structurelles du comportement des investisseurs ont continué de peser sur les flux bancaires et les souscriptions de titres en faveur des marchés émergents.

Influence des corrélations sectorielles sur certains marchés des actions

La plupart des marchés des actions ont suivi la baisse enregistrée dans les pays industriels en 2000 et au début de 2001. Ce sont les places asiatiques qui ont été les plus touchées, en raison surtout du poids relativement important des valeurs technologiques (chapitre III), mais le recul du Nasdaq a également joué un rôle ailleurs, indépendamment de l'incidence purement sectorielle, notamment en Amérique latine. Le graphique VI.11 présente les coefficients estimés d'une régression des variations des cours des actions des marchés émergents sur celles des indices sectoriels et globaux et du Nasdaq. Il montre que, une fois éliminé l'effet sectoriel, le Nasdaq en lui-même n'a pas eu, dans l'ensemble, une grande influence en Asie, sauf en 1998. En Amérique



latine, en revanche, il a, chaque année depuis 1996, exercé un impact, hors effet sectoriel, statistiquement significatif, quoique généralement faible, dans une au moins des quatre places considérées.

Si les marchés des actions ont suivi partout une évolution identique, un découplage s'est produit pour les émissions de dette souveraine des économies émergentes; alors que leur prime s'est parfois accrue dans le sillage de celle des titres à haut rendement des pays industriels, notamment au deuxième trimestre 2000 et en fin d'année (graphique III.2), dans l'ensemble elle est restée plus basse. Les investisseurs ont rapidement révisé la tarification de la dette de pays connaissant des difficultés particulières, comme l'Argentine, les Philippines et la Turquie, tandis que les primes appliquées à un grand nombre de gros emprunteurs, notamment Brésil, Corée, Mexique et Thaïlande, sont demeurées plus ou moins constantes sur l'année.

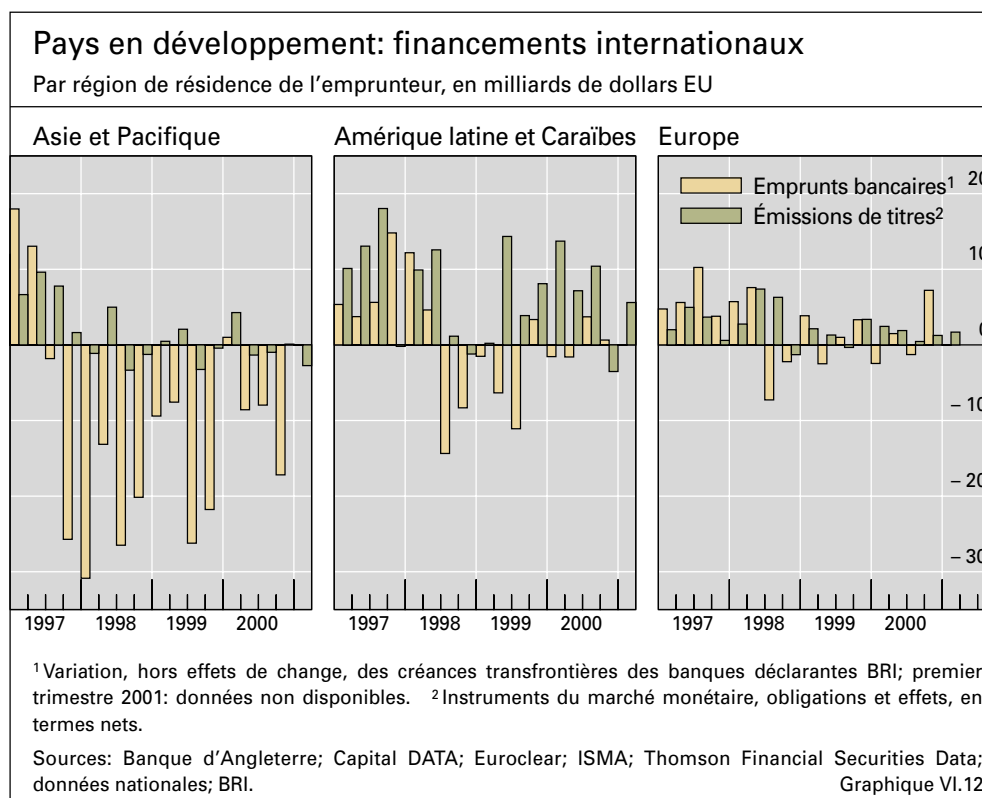
Malgré des conditions relativement favorables, les emprunts bancaires et obligataires des pays en développement sont restés modérés (graphique VI.12). Leurs émissions internationales nettes se sont situées à \$42 milliards – montant comparable à ceux de 1998 et 1999, collecté pour les trois quarts par l'Argentine, le Brésil, le Mexique et la Turquie. Les emprunteurs d'Asie et d'Europe ont davantage cherché à refinancer leurs titres échus qu'à accroître leurs financements nets.

Les prêts bancaires sont également demeurés faibles. Les créances transfrontières des banques déclarantes BRI sur les pays en développement se sont encore contractées (de \$10 milliards), mais beaucoup moins qu'en 1999 (\$70 milliards). Si les banques ont accru leurs créances sur quelques pays d'Europe et d'Amérique latine, ces augmentations ont été largement contrebalancées par une hausse des remboursements par les pays en développement d'Asie et d'Afrique.

Le découplage des primes entre emprunts souverains des pays émergents et obligations à haut rendement des pays industriels ainsi que la

Primes moins élevées sur les émissions souveraines que sur celles à haut rendement ...

... mais les financements par emprunts et titres sont restés modérés



faiblesse persistante des financements en faveur des économies en développement s'expliquent par plusieurs facteurs. Le premier, qui influence à la fois leurs emprunts et leurs dépôts, est l'amélioration de leur position extérieure (chapitre III). Globalement, ces économies ont enregistré en 2000 leur plus gros excédent courant depuis vingt ans, évolution due essentiellement aux pays exportateurs de pétrole.

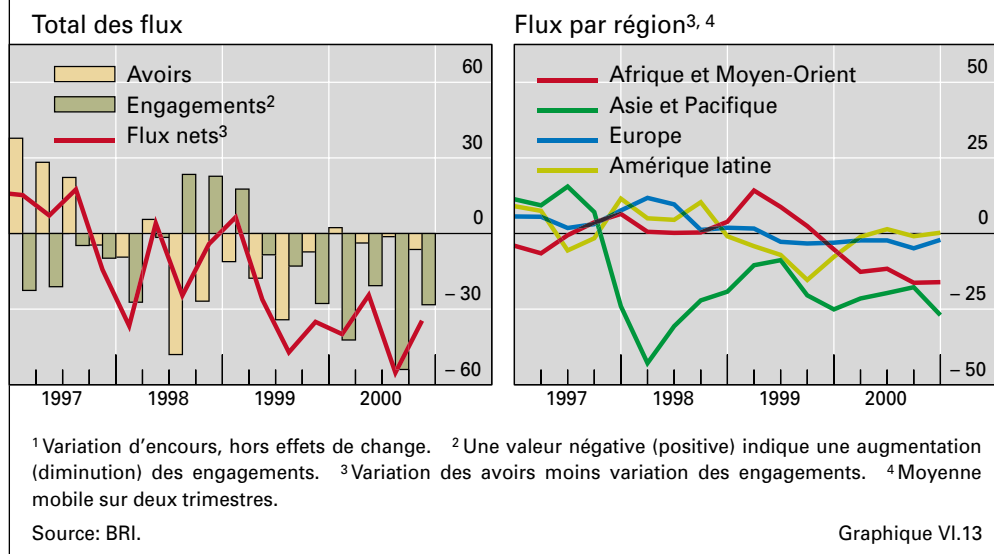
Alors que, en 1999, les excédents des paiements courants des économies émergentes d'Asie avaient été recyclés dans le système financier international sous forme essentiellement de remboursements de prêts bancaires, en 2000 ils ont surtout été placés auprès des banques internationales. Avec les dépôts sans précédent de ces économies et des exportateurs de pétrole, les apports nets des pays en développement aux banques déclarantes BRI ont dépassé leurs sorties nettes cumulées durant les crises financières de 1997-99 (graphique VI.13). Les dépôts ont atteint en 2000 le montant record de \$145 milliards, soit environ 125% du total de leur excédent courant. Toutefois, contrairement aux années 70, où les pétrodollars avaient contribué à l'augmentation des prêts transfrontières aux pays en développement, les flux récents n'ont pas été réacheminés vers ces pays.

Un deuxième facteur influençant, depuis quelques années, les crédits accordés aux marchés émergents est la moindre place de ces économies dans les portefeuilles des investisseurs à stratégie planétaire. Depuis les pertes subies durant les crises financières de 1997-99, les services de négociation pour compte propre et les fonds spéculatifs se sont désengagés. Cela a réduit la liquidité de ces titres, mais atténué parallèlement l'impact des conditions de crédit et de l'appétit pour le risque, au niveau mondial, dans la détermination

Recyclage des excédents des paiements courants sous forme de dépôts

Positions extérieures des banques vis-à-vis des pays en développement¹

En milliards de dollars EU

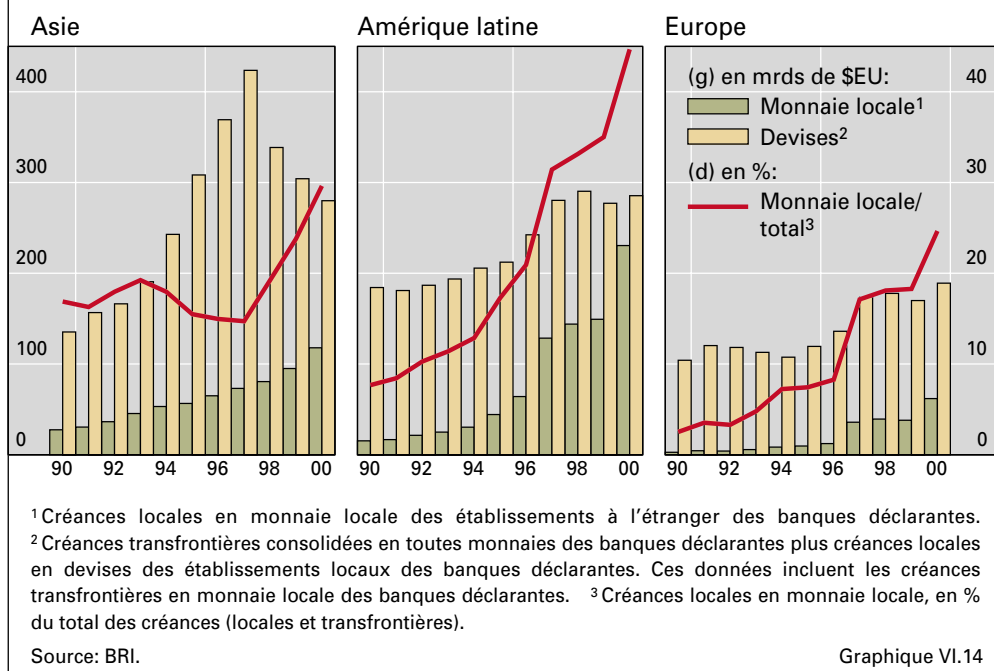


des primes sur les émissions des marchés émergents, affaiblissant ainsi leur lien avec les titres à haut rendement.

Un troisième changement structurel a été l'implantation croissante des banques étrangères dans les systèmes financiers locaux. Ces dernières années, les établissements espagnols ont effectué plusieurs acquisitions en Amérique latine, en particulier au Brésil, au Chili et au Mexique, de sorte que les créances locales en monnaie locale des banques déclarantes BRI sur la

Percée des banques étrangères dans les systèmes financiers locaux

Créances consolidées des banques déclarantes BRI sur les pays en développement



région ont presque quadruplé entre 1995 et 2000 et sont aujourd'hui pratiquement équivalentes aux créances en devises (graphique VI.14). Un phénomène semblable s'est produit en Europe centrale, surtout en Pologne, où les établissements européens, allemands et italiens notamment, ont renforcé leur présence. En Asie, l'expansion des banques étrangères a été plus lente, mais elle s'accélère, malgré le retrait des établissements japonais à la fin des années 90. La percée des banques étrangères dans les systèmes financiers locaux a pu freiner les prêts transfrontières, dans la mesure où elle les a conduites à reconsidérer leur risque-pays.

Fonctionnement des marchés

Fonctionnement satisfaisant des marchés malgré la chute des cours

Il est rassurant de constater que les marchés ont fonctionné de manière satisfaisante en 2000, dans un contexte de chute des cours, de volatilité élevée et de modifications de la structure fondamentale des émissions. Un précédent épisode de recherche d'instruments liquides et à faible risque, au troisième trimestre 1998, avait déclenché un cercle vicieux de détérioration de la liquidité sur l'ensemble des marchés financiers. Ce phénomène avait mis le système à rude épreuve. En 2000, l'éclatement de la bulle des cours des actions, la révision de la tarification du risque de crédit et les incertitudes liées à l'offre sur les principaux marchés des obligations d'État ont suscité des préoccupations analogues, à un degré moindre cependant, concernant la capacité des marchés de fonctionner sans heurts. Or, il s'avère qu'ils ont réagi assez sereinement à ces pressions.

Bonne résistance de la liquidité sur les marchés des actions

En dépit du nombre exceptionnellement élevé des fluctuations brutales des cours, les marchés des actions ont continué à bien fonctionner et les cours ont semblé traduire l'évolution du sentiment des investisseurs ainsi que les informations nouvelles. Sur les cent plus fortes variations en pourcentage de l'indice S&P 500 en une séance depuis 1980, dix-neuf sont intervenues en 2000 ou au premier trimestre 2001 et certaines ont déclenché des coupe-circuits, qui ont interrompu momentanément l'activité. Malgré tout, d'une manière générale, la liquidité a bien résisté et les transactions ont pu être exécutées.

Les fortes corrections s'expliquent notamment par l'augmentation régulière, pendant la période sous revue, des avertissements sur résultats positifs, négatifs ou neutres (graphique VI.2, cadre de droite). Ces annonces ont résulté de l'entrée en vigueur de nouvelles réglementations de la Securities and Exchange Commission américaine, imposant aux entreprises cotées de communiquer au public, en même temps qu'aux analystes et aux gros investisseurs, les informations particulièrement importantes. Il est possible que ces dispositions aient contribué à accélérer la réaction aux données publiées par les entreprises mais aussi à atténuer les effets des flux de transactions sur les cours. Jusqu'à une date récente, ces nouvelles parvenaient le plus souvent, avec un certain retentissement, par le biais des transactions des investisseurs les mieux informés.

Le marché du papier commercial a également répondu aux attentes. L'élargissement brutal des primes au changement d'année a reflété le nombre exceptionnellement élevé des déclassements de grands émetteurs privés. Ces

corrections ont contraint les principaux acquéreurs de papier commercial – les fonds communs de placement – à se défaire des titres concernés, afin de respecter les limites réglementaires sur la détention d’instruments de qualité inférieure. Toutefois, comme mentionné précédemment, les sociétés, bien ou mal notées, ont émis sans problèmes de grosses quantités de titres monétaires au quatrième trimestre, ce qui montre que l’activité ne s’est pas interrompue. Les émetteurs écartés de ce marché ont pu recourir aux lignes de substitution préalablement négociées avec des banques précisément pour parer à une telle éventualité.

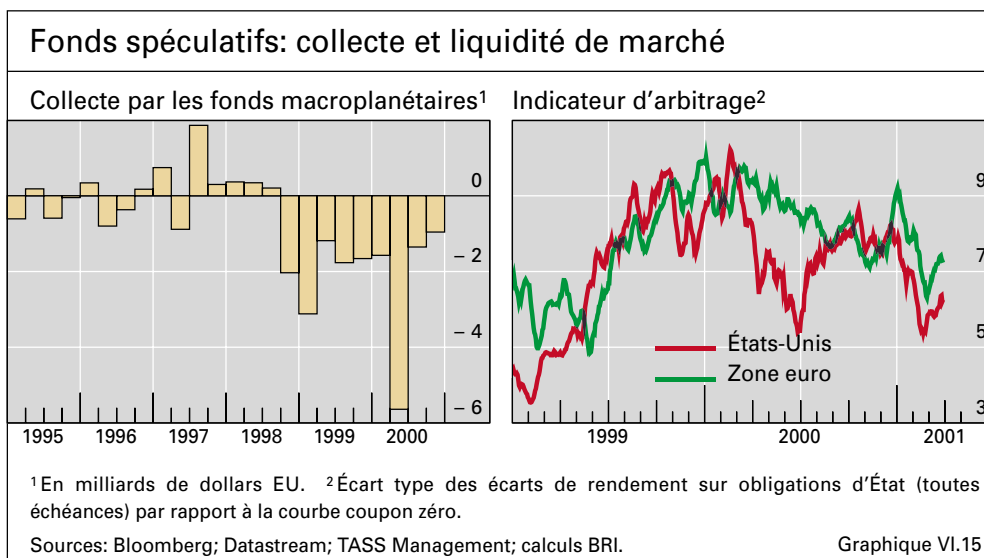
Certains emprunteurs ont été écartés du marché du papier commercial ...

... mais ont pu recourir à des lignes de crédit

Parmi les signes témoignant du bon fonctionnement des marchés au cours de cette période figure également l’absence de faillite majeure parmi les intervenants sur titres, tant au niveau de la négociation que pour compte propre. En 1990, les émissions et transactions d’obligations à haut rendement s’étaient pratiquement interrompues, en raison de la disparition de Drexel Burnham Lambert, alors premier chef de file et teneur de marché dans ce compartiment. Au troisième trimestre 1998, les risques de contrepartie d’un seul fonds spéculatif en difficulté, Long-Term Capital Management, avaient rapidement entraîné une perte de liquidité sur l’obligataire. À la suite de cela, de gros établissements financiers avaient réduit ou dénoué leurs opérations pour compte propre et surveillé de plus près leur exposition au risque de crédit. Dans les deux cas, le départ soudain d’un participant considéré comme l’un des principaux fournisseurs de liquidités dans certains secteurs a eu des répercussions d’une ampleur inattendue. Cette fois-ci, cependant, rien de tel n’est arrivé, ce qui laisse penser que les efforts accomplis en matière de gestion des risques depuis la crise de 1998 n’ont pas été vains.

Début 2000, le processus d’adaptation à la contraction de l’offre de nouveaux titres d’État a amené certains observateurs à s’inquiéter de la façon dont les grands marchés de la dette, notamment celui du dollar américain, fonctionneraient en temps normal, sans parler des périodes de tensions. Les intervenants avaient pris l’habitude de recourir largement à ces titres pour plusieurs usages: références tarifaires, moyens de couverture et de

Recours aux instruments privés ...



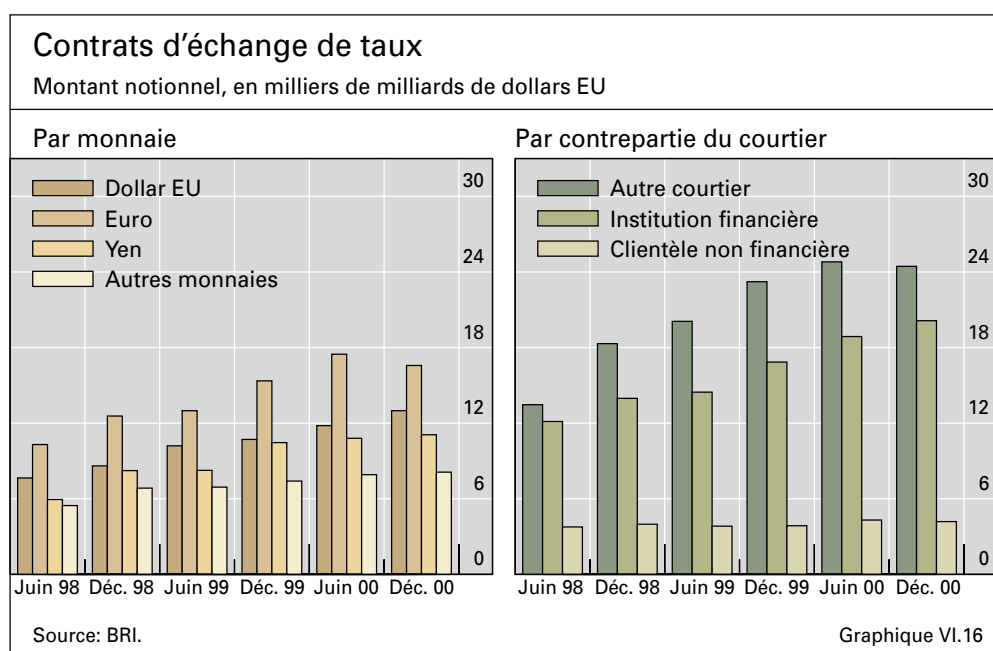
... en lieu et place
des titres d'État

positionnement en termes de duration et de volatilité, sous-jacents des contrats sur instruments à terme et sûretés pour des emprunts garantis. Le déroulement satisfaisant de l'activité en 2000 indique cependant que les opérateurs ont trouvé des instruments privés de substitution pour plusieurs de ces fonctions. Sur le marché du dollar EU, ils ont fini par se familiariser avec l'utilisation d'émissions d'organismes parapublics et des contrats d'échange comme références ou à des fins de couverture. Dans le compartiment de l'euro, le passage à des références privées a été moins problématique, étant donné que les investisseurs se servaient déjà couramment de la courbe des contrats d'échange en euros pour la détermination des prix et les opérations de couverture. De plus, la diminution attendue des émissions d'obligations d'État serait moins prononcée.

La réduction, en 2000, de la prime de liquidité témoigne de ce processus d'adaptation. La crise de l'automne 1998 avait avivé les inquiétudes des investisseurs à propos du risque de liquidité et contribué ainsi à d'importants écarts de rendement sur les différents titres d'État par rapport à une courbe ajustée (graphique VI.15). Comme l'indique l'ampleur de ces écarts, ces inquiétudes ont atteint leur paroxysme au premier trimestre 2000. À mesure que les investisseurs s'habituèrent à recourir à d'autres instruments que les titres d'État, cet indicateur s'est inscrit en baisse à la fois sur les marchés de l'euro et du dollar. En septembre, le processus de stabilisation de la prime de liquidité sur le marché du Trésor américain a franchi une étape décisive, avec la fin de l'inversion anormale des rendements à 10 ans et à 30 ans.

Accession
des contrats
d'échange
au statut de
référence ...

Les contrats d'échange sur taux d'intérêt semblent bien placés pour prendre la succession des titres d'État comme premier instrument de référence. En 2000, le montant notionnel de l'encours de ces contrats a progressé de 11%, pour s'inscrire à \$49 000 milliards (graphique VI.16). Le marché des monnaies remplacées par l'euro était plus vaste, en termes notionnels, que son homologue en dollars, même avant l'instauration de la



monnaie unique. Depuis 1999, le compartiment de l'euro a accentué son avance, avec le recours à ces instruments aux fins de couverture et de tarification ainsi que pour d'autres opérations, dans lesquelles les valeurs du Trésor américain étaient généralement utilisées sur le marché du dollar. Ce dernier suit d'ailleurs l'exemple du marché de l'euro, puisque les opérateurs font de plus en plus appel aux contrats d'échange, notamment pour se couvrir. Les titres du Trésor américain n'ont toutefois pas encore été supplantés comme principal instrument de référence dans le compartiment du dollar.

La capacité des contrats d'échange de reprendre beaucoup de fonctions assumées jusque-là par les obligations d'État a été confortée par l'apaisement progressif de certaines préoccupations relatives au risque de crédit. Les opérateurs et leurs clients ont mis au point un ensemble de normes concernant la constitution de sûretés et la documentation, qui ont été largement adoptées sur les marchés des contrats d'échange libellés dans les principales devises mondiales. En réduisant les expositions au risque de crédit associées aux positions sur de tels contrats, ces mesures peuvent avoir contribué au découplage des primes entre contrats d'échange et crédits aux entreprises en 2000 et durant les premiers mois de 2001.

Quoi qu'il en soit, les marchés des contrats d'échange ont dû s'adapter à la réduction régulière du capital affecté aux opérations de négociation, du fait des fusions et de l'intérêt moindre pour le risque parmi les grands établissements de courtage. Les statistiques du second semestre 2000 illustrent bien cette situation: les transactions entre courtiers se sont contractées, alors même que l'activité globale sur les contrats d'échange progressait. Avec la diminution du nombre de teneurs de marché actifs, les courtiers pourraient éprouver de plus en plus de difficultés pour compenser entre eux les ordres de leurs clients. Une telle évolution pourrait, à son tour, avoir des effets négatifs sur la liquidité des contrats d'échange qu'ils peuvent proposer à leur clientèle.

... mais forte concentration des courtiers

VII. Cycles et système financier

Faits saillants

La libéralisation des systèmes financiers, au cours des dernières décennies, a amélioré l'offre de services dans ce domaine et l'allocation des ressources. Il est possible, cependant, qu'elle ait aussi accentué les cycles financiers qui, en contribuant à leur tour à amplifier les phases macroéconomiques, n'ont que trop fréquemment débouché, par le passé, sur de coûteuses crises bancaires. Si cette évolution a également affecté les pays industrialisés, ce sont les économies émergentes qui en ont le plus souffert.

Ces cycles ont généralement pour origine une vague d'optimisme, engendrée par l'évolution favorable de l'économie réelle, qui contribue à une sous-estimation des risques, une distribution trop généreuse de crédits, une hausse démesurée des prix des actifs, un surinvestissement en capital physique et, dans certains cas, une consommation excessive des ménages. Au final, lorsque les anticipations prennent un tour plus réaliste, les déséquilibres accumulés doivent être corrigés, ce qui occasionne parfois des perturbations notables, tant dans le système financier que dans l'économie réelle.

S'il est extrêmement ardu de s'attaquer aux problèmes créés par les cycles financiers, cette tâche revêt de plus en plus d'importance pour les autorités prudentielles et les banques centrales. En principe, les décideurs peuvent renforcer la résistance de l'économie à ces cycles et réagir directement à l'accumulation des déséquilibres financiers. Concrètement, toutefois, leur capacité de réaction se heurte à des difficultés d'ordre conceptuel et pratique, qui doivent être surmontées pour préserver durablement la stabilité et les avantages de systèmes financiers libéralisés.

Cycles financiers

Le rôle des variables financières dans les cycles économiques n'est pas nouveau, mais il a pris de l'importance à mesure que les systèmes financiers nationaux et les flux de capitaux internationaux ont été libéralisés. Les marchés du crédit et des actifs exercent sur la dynamique du cycle conjoncturel une incidence plus marquée qu'il y a quelques décennies et ont aussi contribué à accroître la fréquence des crises bancaires.

Ce constat vaut pour les pays industrialisés comme pour les économies émergentes. Les premiers ont été nombreux à connaître des excès financiers à la fin des années 80. Si ces débordements ont favorisé l'expansion économique, ils portaient aussi en germe le retournement et les difficultés financières du début de la décennie suivante. Depuis le milieu des années 90, l'expansion s'est appuyée, une fois de plus, sur le dynamisme des marchés des actifs et le développement

La sphère financière influe davantage sur les cycles économiques ...

rapide du crédit; dans certains pays, le cycle financier semble s'être à nouveau inversé récemment (chapitre VI), contribuant ainsi à freiner la croissance.

Dans nombre d'économies émergentes, les cycles financiers, généralement accentués par des variations brutales des flux de capitaux internationaux, ont été particulièrement marqués. Or, leur prix est élevé, puisque le coût direct du règlement des crises bancaires dépasse fréquemment 10% du PIB et que le coût indirect (perte de production) est plus lourd encore. Les turbulences traversées par plusieurs économies d'Asie à la fin des années 90 n'en sont qu'une illustration.

Lorsque les systèmes financiers étaient fortement réglementés et que les banques centrales s'attachaient en priorité à maîtriser les agrégats de monnaie ou de crédit, les risques de fluctuations perturbatrices étaient réduits. Sous un tel régime, une expansion rapide de la masse monétaire était contrée par un resserrement du contrôle direct des prêts bancaires ou par un relèvement des taux d'intérêt. Ces mesures bridaient l'endettement et limitaient la vulnérabilité des institutions financières contrôlées à l'égard des déséquilibres des marchés des actifs. Bien que cet environnement ait engendré de graves distorsions dans l'allocation du crédit, il était moins sujet aux amples variations que l'on observe maintenant dans un contexte plus libéral.

... depuis sa libéralisation ...

La libéralisation financière s'est accompagnée d'une mutation des bilans du secteur privé, qui a fortement accru son ratio endettement/PIB et étoffé son portefeuille d'actifs financiers. L'expansion du crédit est aussi devenue plus sensible aux conditions économiques sous-jacentes et à la perception du risque, tandis que les liens entre marchés des actifs et expansion du crédit ont été renforcés. De même, les dépenses du secteur privé réagissent davantage à l'évolution des prix des actifs. Globalement, il apparaît que la solidité de l'ensemble de l'économie et celle du système financier sont de plus en plus étroitement imbriquées.

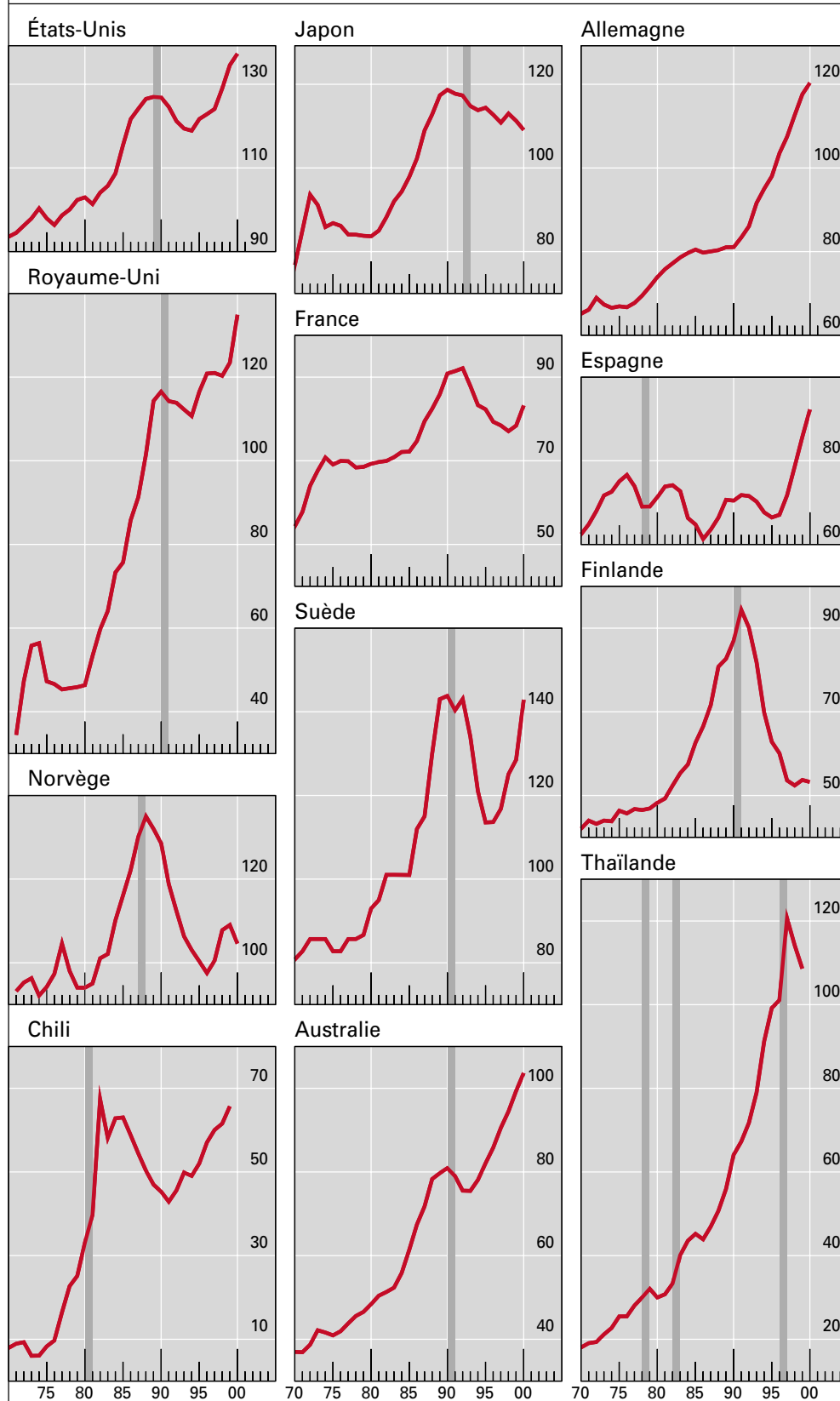
Pour nombre de décideurs, il importe donc d'assurer la stabilité du système financier. Ces dernières décennies, les périodes d'instabilité ont été fréquemment causées par une mauvaise politique macroéconomique, souvent à l'origine d'une inflation élevée, et par une gestion inadéquate des risques dans les institutions financières. Cependant, l'expérience montre que les déséquilibres financiers peuvent aussi se développer en situation de faible inflation. Il est même possible que, malgré l'amélioration récente des pratiques de gestion des risques, la maîtrise durable de l'inflation, confortée surtout par la crédibilité de la banque centrale et la robustesse de la croissance, engendre un optimisme propre à favoriser l'explosion du crédit et la flambée des prix des actifs. Dans un tel environnement, la phase ascendante du cycle conjoncturel peut s'accompagner d'une expansion déraisonnable des marchés du crédit et d'une accumulation excessive de capital, corrigées dans la phase descendante. Pour les autorités prudentielles et monétaires, gérer ces cycles peut s'avérer délicat.

... et place les décideurs devant de nouveaux défis

Crédit et prix des actifs

Le plus souvent, les cycles du crédit et des prix des actifs sont synchrones et se renforcent mutuellement. Le renchérissement des actifs stimule l'activité

Cycles du crédit et tensions financières¹



¹ Crédit au secteur privé, en % du PIB. Les définitions varient selon les pays; cet élément est à prendre en compte dans les comparaisons. Les zones ombrées marquent le début de tensions financières.

Sources: G.Kaminsky et C.Reinhart, «The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments problems», *American Economic Review*, juin 1999; données nationales; estimations BRI. Graphique VII.1

économique et, en gonflant la valeur des sûretés, permet aux entreprises et aux ménages d'obtenir plus facilement des financements moins coûteux. L'accélération de la croissance et le recours accru à l'emprunt peuvent ensuite amplifier la hausse des prix des actifs. L'interaction entre crédit et actifs peut être encore plus puissante lorsque ces prix baissent et que les conditions économiques se détériorent. En particulier, la valeur des sûretés détenues par les institutions financières diminue, ce qui peut leur occasionner des pertes substantielles et les inciter à réduire sensiblement leur offre de crédit.

Ces dernières décennies, l'évolution des prix de l'immobilier, d'entreprise surtout, a joué un rôle capital dans les cycles financiers les plus marqués et reflète l'importance des garanties hypothécaires dans les prêts bancaires. Il semble, en outre, que ce secteur soit très sensible aux fortes variations des prix et des mises en chantier. L'ampleur de tels cycles explique pour beaucoup les difficultés rencontrées par les banques à la fin des années 80 et au début de la décennie suivante en Australie, aux États-Unis, en Finlande, au Japon, en Norvège, au Royaume-Uni et en Suède, ainsi que, plus récemment, dans plusieurs pays asiatiques.

L'alternance de phases d'expansion et de récession sur les marchés des actifs ...

... surtout dans l'immobilier ...

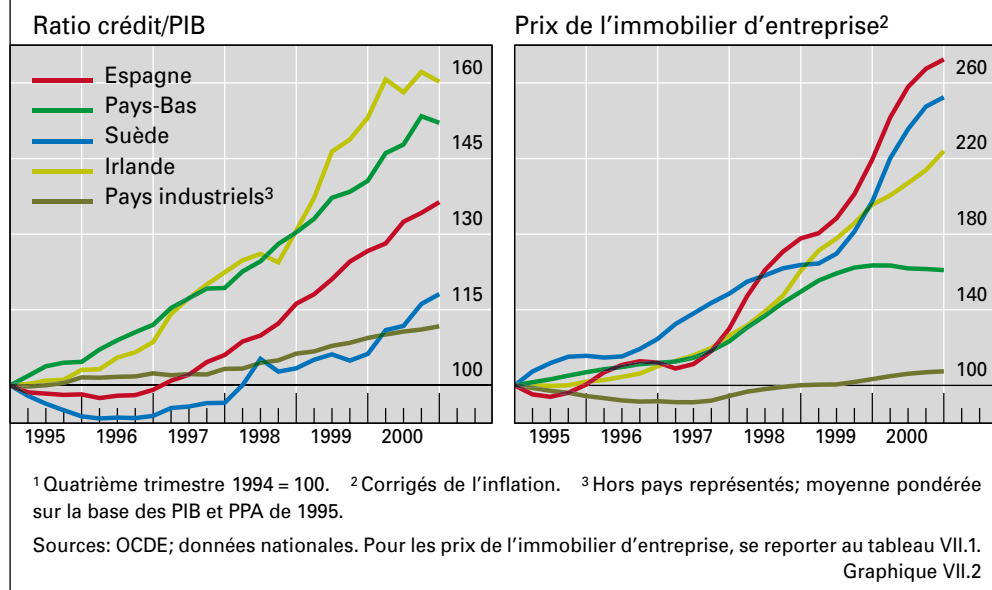
Cycles du crédit et des prix des actifs ¹									
	Ratio crédit/PIB ²			Prix, immobilier d'habitation ³			Prix, immobilier d'entreprise ^{3, 4}		
	Expansion	Décrue	1995 T4 à 2000 T4	Expansion	Décrue	1995 T4 à 2000 T4	Expansion	Décrue	1995 T4 à 2000 T4
États-Unis	25	- 7	16	.	.	30	39	-50	35
Japon ⁵	36	-11 ⁶	- 5	115	-22 ⁶	-12	132	-51 ⁶	-35
Allemagne	.	.	23	59	-17 ⁶	-16	233	-43	51
France	22	-14	2	87	- 8	24	407	-52	88
Italie	18	- 8	11	102	-11	9	194	-54	70
Royaume-Uni	72	- 8	19	215	-12	68	125	-27	22
Canada	28	- 1	11	102	- 3	10	54	-53	33
Espagne	11	- 5	26	230	- 6	43	601	-70	210
Australie	28	- 5	22	86	.	34	578	-49	25
Pays-Bas	.	.	46	.	.	88	113	-20	69
Belgique	22	- 4	2	.	.	22	136	-26	32
Suède	53	-30	27	121	-16	49	1027	-83	123
Suisse	45	.	- 3	101	-25	- 6	131	-31	1
Danemark	12	-14	12	87	-19	46	277	-35	43
Norvège	40	-37	4	175	-26	68	245	-44	12
Finlande	48	-42	-10	286	-58	57	912	-49	24
Irlande	.	.	40	.	.	124	48	-17	153

¹Cycles délimités par les maxima et minima des valeurs représentées. ²Variation, en points de %, sur la période. ³Variation, en %, sur la période. ⁴Grandes villes essentiellement. ⁵Prix de l'immobilier: terrains uniquement. ⁶Pas de minimum identifiable; la période est arrêtée fin 2000.

Sources: Frank Russell Canada Limited; Investment Property Databank Ltd; Jones Lang LaSalle; Ministère de l'Équipement, des Transports et du Logement; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF); Nomisma; OPAK; Ring Deutscher Makler; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner; autres associations immobilières privées; données nationales; estimations BRI.

Tableau VII.1

Crédit et prix de l'immobilier d'entreprise¹



... a constitué une source d'instabilité financière

L'évolution de l'immobilier résidentiel a aussi influé sur les cycles financiers même si, le plus souvent, elle n'a pas été la principale cause directe d'instabilité. En fait, la baisse des prix du logement a plutôt eu pour effet de retarder la reprise économique en pesant sur la consommation des ménages. La tendance à l'augmentation de leur endettement, observée dans de nombreux pays ces dernières années, a probablement accru le risque de voir ce scénario se reproduire.

Depuis le milieu de la décennie 90, les pays industrialisés où l'expansion du crédit a été la plus rapide sont ceux où, parallèlement, les prix de l'immobilier d'entreprise ont le plus augmenté. Cela vaut, en particulier, pour l'Espagne, l'Irlande, les Pays-Bas et la Suède. À l'échelle mondiale, cependant, et malgré des signes de surchauffe dans certaines villes, l'actuelle phase de hausse n'a pas abouti à un essor aussi généralisé que dans les années 80. Dans la plupart des pays industrialisés, dont l'Allemagne, les États-Unis, la France, l'Italie et le Royaume-Uni, les prix de l'immobilier d'entreprise demeurent largement en deçà de leurs précédents records, en termes réels, en dépit d'une progression récente, tandis qu'au Japon, où l'éclatement du boum immobilier de la décennie 80 se fait encore sentir, ils baissent depuis onze ans.

Dans le cycle financier actuel, les prêts hypothécaires se sont vivement développés dans plusieurs pays, alors que les prix de l'immobilier résidentiel augmentaient fortement, dépassant leurs sommets de la fin des années 80, en termes nominaux et réels, en Australie, en Norvège, au Royaume-Uni et en Suède, par exemple.

De plus, le cycle du crédit est ordinairement associé à celui des actions, même si les liens sont généralement plus lâches qu'avec l'immobilier. L'une des caractéristiques marquantes de la phase ascendante du cycle financier de la seconde moitié de la décennie 90 réside néanmoins dans l'essor exceptionnel des cours de Bourse, en particulier dans la haute technologie et les télécommunications. Une dynamique a semblé s'instaurer pendant un

Dans les pays industrialisés, les prix de l'immobilier d'entreprise restent souvent en deçà des précédents records

L'expansion financière des années 90 s'est caractérisée par un essor exceptionnel des cours des actions

temps, cet essor stimulant la croissance économique, renforçant la confiance et encourageant les banques à octroyer des crédits, notamment au profit des entreprises des secteurs favorisés par la Bourse.

Quoique les actions aient abandonné, depuis un an environ, une partie de leurs gains de la fin des années 90, la solidité de la plupart des systèmes bancaires ne semble guère affectée à ce jour. Malgré tout, les banques ont accru, au fil de la dernière décennie, leur dépendance à l'égard du marché boursier, en raison du développement du négoce pour compte propre, de l'intensification des prêts aux particuliers pour des opérations en Bourse et du poids grandissant, dans leurs résultats, des commissions au titre de la gestion d'actifs et du courtage. Les ménages, eux aussi, sont plus sensibles qu'auparavant aux variations des cours des actions, et ce risque est plus visible, notamment dans les régimes de retraite à cotisations déterminées. L'effet de richesse est donc sans doute amplifié dans tous les pays, mais surtout aux États-Unis.

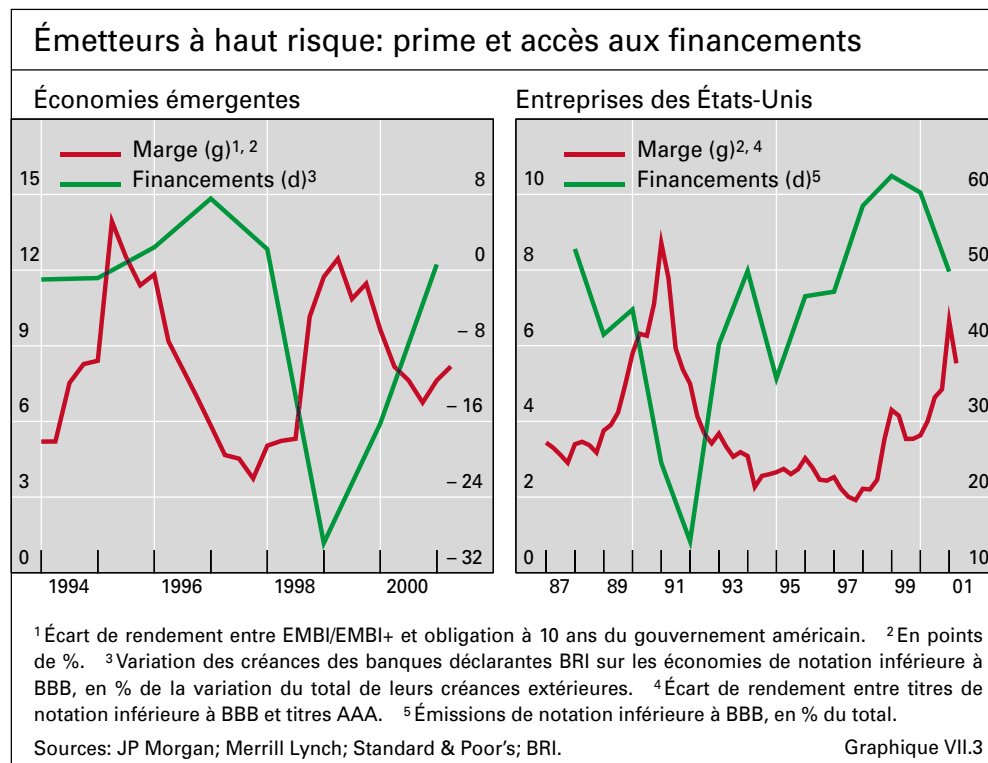
Banques et ménages sont de plus en plus dépendants des marchés des actions

Comportement cyclique des institutions et marchés

Les cycles financiers se caractérisent aussi par une variation de l'appétence pour le risque ainsi que de l'évaluation et de la tarification de celui-ci par les marchés et institutions financières. Lorsque l'économie est en plein essor, l'appétit pour le risque semble grandir parallèlement à l'optimisme des anticipations. Ce phénomène se manifeste par un assouplissement des critères d'octroi du crédit, notamment en ce qui concerne les conditions et les sûretés. En outre, les emprunteurs à risque accèdent plus aisément aux financements bancaires et non bancaires.

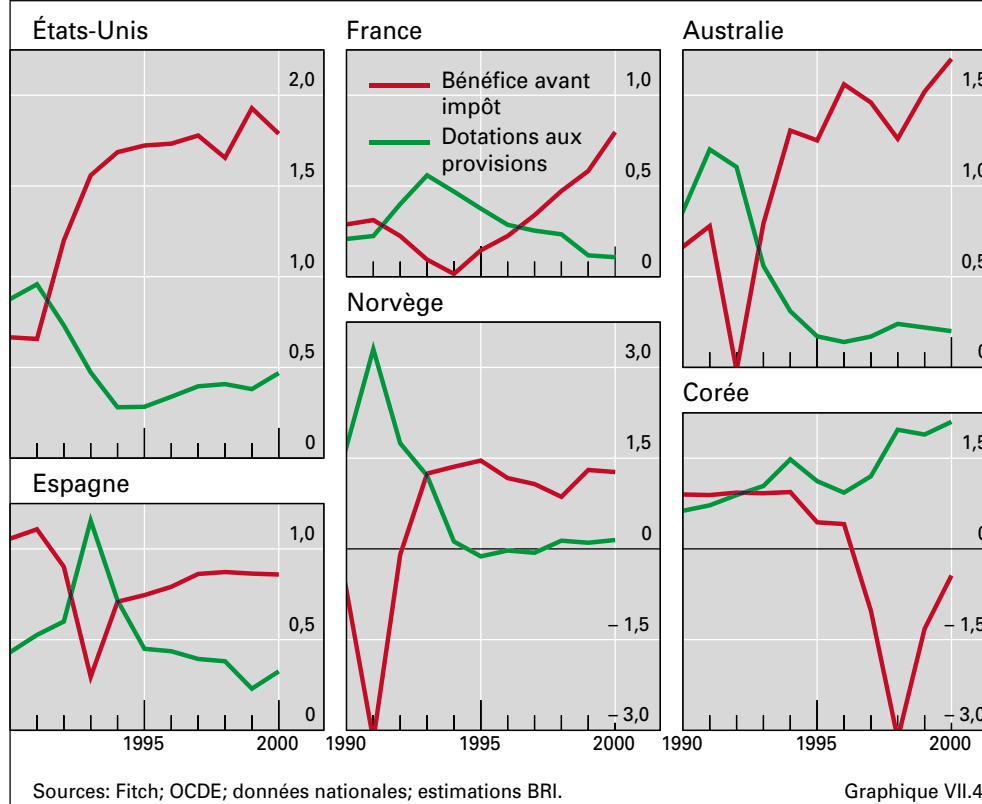
Les phases de forte expansion économique se caractérisent par un assouplissement des critères d'octroi du crédit ...

Ces phénomènes ont été observés ces dernières années. L'essor des économies asiatiques, au début et au milieu des années 90, a drainé des flux



Banques: rentabilité et dotations aux provisions

En % du total de l'actif



de capitaux étrangers sans précédent qui, en définitive, ont financé des investissements à haut risque. Aux États-Unis aussi, l'assouplissement des critères d'octroi, notamment entre 1996 et 1998, a contribué à l'expansion rapide des crédits consortiaux aux entreprises de notation inférieure et des prêts aux ménages moins solvables, tandis que les émissions d'obligations par les sociétés de second rang augmentaient notablement. En Europe, les prêteurs se sont également montrés moins stricts pendant la seconde moitié des années 90, comme le prouve, dans certains pays, l'accroissement du ratio prêt/valeur pour les emprunts hypothécaires.

... une contraction des marges ...

De même, la tarification du risque de crédit évolue parallèlement au cycle, en baisse pendant les phases d'expansion et en hausse lors des récessions. En période de vive croissance du crédit, les banques acceptent souvent de comprimer leurs marges pour préserver, voire élargir, leur part de marché. Celles-ci, par exemple, couvraient à peine les charges d'exploitation au Japon à la fin des années 80 et, plus généralement, en Asie au milieu de la décennie suivante. Aux États-Unis, les marges sur prêts aux entreprises commerciales et industrielles se sont resserrées sur l'ensemble des années 90, avant de s'élargir en 1998, notamment pour les emprunteurs à plus haut risque. Elles se sont aussi érodées dans plusieurs pays d'Europe, en partie à cause de l'intensification de la concurrence. L'évolution cyclique du prix du risque de crédit concerne également les primes sur obligations, qui ont tendance à se réduire lorsque la croissance est forte et inversement.

Grandes banques: rentabilité en 1999 et 2000									
	Nombre de banques	Bénéfice avant impôt		Dotations aux provisions		Marge d'intérêt nette		Charges d'exploitation	
		1999	2000	1999	2000	1999	2000	1999	2000
		en % du total de l'actif moyen							
États-Unis	12	2,17	1,79	0,44	0,63	3,34	3,22	3,84	4,10
Japon ¹	16	0,42	0,37	0,90	0,52	1,14	1,07	0,89	1,01
Allemagne	4	0,43	0,55	0,28	0,18	0,95	0,82	1,65	1,74
France	4	0,69	0,83	0,20	0,18	1,14	0,94	1,85	1,91
Royaume-Uni	4	1,43	1,53	0,33	0,21	2,30	2,21	2,40	2,39
Canada	6	1,17	1,31	0,24	0,29	1,94	1,93	2,59	2,74
Espagne	4	1,21	1,33	0,33	0,35	2,62	2,63	2,65	2,62
Australie	4	1,72	1,85	0,24	0,20	2,72	2,43	2,55	2,39
Suède	3	0,84	1,09	0,01	0,07	1,27	1,39	1,50	1,66
Suisse	2	0,82	0,96	0,12	0,04	0,70	0,73	2,55	2,90

¹ 1999: chiffres de l'exercice clos le 31 mars 2000; 2000: chiffres annualisés de la première moitié de l'exercice 2000/01.
Source: Fitch. Tableau VII.2

Un facteur important à l'origine de ce schéma général est la tendance des profits bancaires à grossir quand l'économie est en expansion et à baisser, parfois brutalement, lorsque le cycle se retourne. L'érosion de la rentabilité en phase descendante se traduit souvent par une moindre tolérance à l'égard du risque et, dans certains cas, par une contraction sensible de l'offre de crédit, les banques réaménageant leurs portefeuilles au profit d'actifs plus sûrs ou exigeant une marge plus confortable.

... et une hausse de la rentabilité des banques ...

Cette alternance de pics et creux de rentabilité s'explique essentiellement par la nature cyclique des pertes sur prêts, et notamment des provisions correspondantes. Pour des raisons examinées ci-après, les banques constituent des provisions uniquement quand une détérioration significative de la qualité du crédit s'est matérialisée. En conséquence, celles-ci n'augmentent – et souvent de manière brutale – que lorsque l'activité économique ralentit.

Le lien étroit entre profits et provisions est particulièrement net dans le cycle actuel. Durant la seconde moitié des années 90, alors que leur rentabilité sur fonds propres excédait constamment les niveaux des vingt années précédentes au moins, les banques commerciales américaines ont réduit leurs dotations aux provisions dans des proportions notables. De même, le taux de rentabilité sur fonds propres des établissements de la zone euro, quoique sensiblement inférieur à celui de leurs homologues des États-Unis, n'a cessé de s'améliorer dans la décennie 90, tandis que les dotations aux provisions diminuaient. Un phénomène semblable a été observé récemment en Australie, au Royaume-Uni et en Suède.

... qui s'explique en partie par la baisse des provisions pour créances douteuses

Les mécanismes de l'amplification financière

Dans la mesure où le système financier peut être considéré comme excessivement procyclique, la principale raison tient à l'inadéquation des réponses des intervenants à l'évolution du risque dans le temps. Ses causes

sont diverses: modes d'évaluation, motivations individuelles face à une situation donnée et nature du cadre réglementaire. Le premier de ces trois facteurs est vraisemblablement le plus important.

Évaluation du risque dans le temps

Une évolution économique favorable ...

Les cycles financiers trouvent fréquemment leur origine dans une évolution favorable de l'offre. L'histoire regorge d'exemples où la libéralisation de l'économie, la découverte de nouvelles ressources ou le développement de technologies innovantes ont engendré une forte expansion économique et une puissante vague d'optimisme. L'euphorie est souvent d'autant plus grande que cette évolution, tout en stimulant l'activité économique, ralentit aussi l'inflation et élargit la part des profits dans le revenu national.

... justifie la hausse du prix des actifs ...

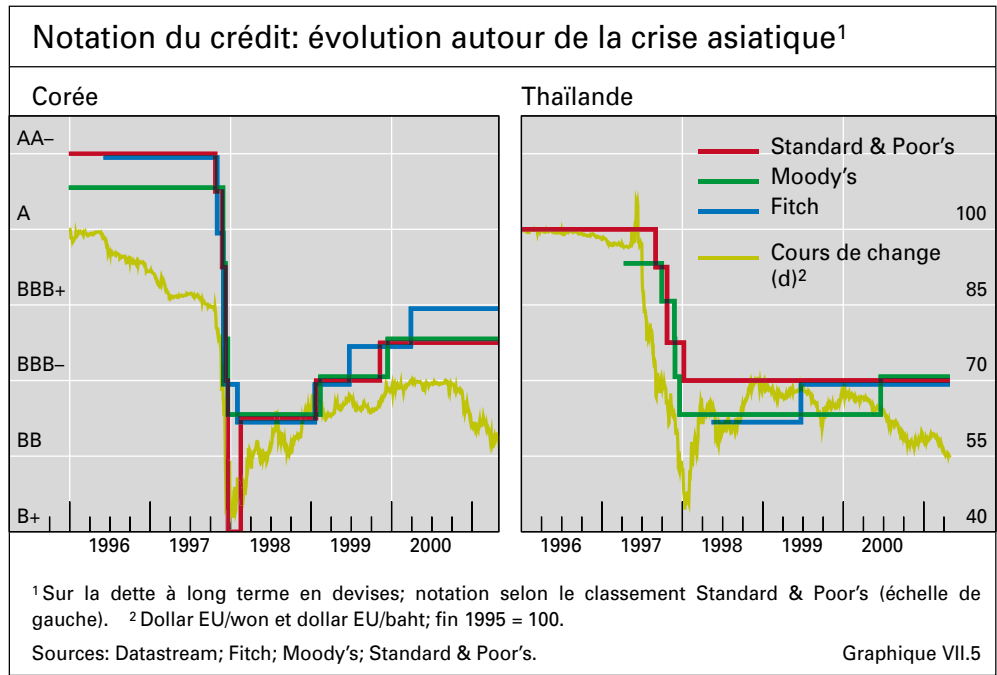
Dans des circonstances aussi propices, il est naturel que les prix des actifs augmentent fortement. La difficulté vient de ce que l'ampleur de cette hausse ne repose pas sur une assise solide, puisqu'elle dépend d'anticipations sur un avenir incertain. Lors de la phase d'expansion du cycle conjoncturel, les anticipations deviennent souvent trop optimistes et sous-estiment donc le risque. En conséquence, les prix des actifs grimpent parfois à des niveaux intenable et la croissance du crédit peut dépasser largement la progression du PIB nominal.

... mais un optimisme excessif ...

Plusieurs facteurs, dont certains relèvent de mécanismes psychologiques, peuvent expliquer la propension des investisseurs, chefs d'entreprise et institutions financières à céder à un optimisme débridé en phase d'expansion. Des psychologues ont montré que, lorsque des personnes évaluent des scénarios, elles ont tendance à faire preuve de «myopie», accordant trop peu de poids à des éventualités défavorables dès lors que leur probabilité est réduite. Elles sont enclines, en outre, à considérer systématiquement que les informations confortent l'opinion prédominante. La conséquence de ces mécanismes est que, en période de forte croissance, de faible inflation et de rentabilité élevée, les informations sont fréquemment interprétées de manière à confirmer la persistance d'un environnement propice et que les signes annonciateurs de difficultés, de plus en plus nombreux, sont négligés. En revanche, si l'activité s'essouffle en raison de déséquilibres financiers et d'un surinvestissement en capital physique, ou si la rentabilité se détériore sous l'effet d'une intensification de la concurrence et d'une poussée des salaires, les anticipations peuvent s'inverser brutalement, et les informations ultérieures seront interprétées dans une perspective bien plus négative. Une vague de pessimisme peut alors surgir.

... et la tendance à mesurer le risque par extrapolation ...

Une explication connexe de la sous-estimation du risque lors des phases d'expansion récentes réside dans les méthodologies de mesure actuellement employées, qui procèdent par extrapolation. Ainsi, l'évaluation du risque de crédit sur la base des cours des actions tend à minimiser la probabilité de défaillances d'entreprises pendant les phases d'expansion, parce que la Bourse monte et que la volatilité s'atténue. De même, les systèmes fondés sur les notations internes des banques indiquent généralement une diminution du risque quand les taux de défaillance sont bas. Ce biais résulte en partie de l'horizon à court terme souvent retenu par ces systèmes pour mesurer le risque. De plus, les notes de crédit externes sont fréquemment corrigées après un



événement défavorable, et non au moment où les risques s'aggravent. La crise asiatique en fournit l'illustration: les notations n'ont, pour la plupart, été revues en baisse qu'après les grandes dévaluations, pour être à nouveau majorées après la crise.

L'extrapolation des conditions courantes peut se justifier si elles sont appelées à perdurer. Dans ce cas, la conjoncture est le meilleur guide, quoique imprécis, pour appréhender l'avenir. Si cette vision du monde est correcte, le risque pourrait ne pas s'aggraver en phase d'expansion, car il n'y a aucune raison de penser qu'une vive croissance augmente la probabilité d'une décélération prochaine de l'activité. En revanche, si les forces à l'origine de l'expansion portent en germe un tassement de l'activité, ce qui semble souvent le cas, alors le risque commence à s'accroître durant l'expansion. Il serait donc plus exact de voir dans la multiplication des défaillances d'emprunteurs en période de décélération la matérialisation du risque accumulé auparavant plutôt qu'une élévation due au ralentissement.

En pratique, il est difficile de savoir si le risque commence à s'accroître avec l'expansion et, dans ce cas, à quel moment. Il n'existe pas de réponse claire à cette question. L'histoire montre cependant que les périodes marquées par un développement rapide du crédit, une flambée des prix des actifs, une compression des marges sur prêts et un niveau élevé d'investissement préparent généralement à des tensions dans le système financier. Ces périodes apparaîtraient donc caractérisées par un risque supérieur à la moyenne, même si la conjoncture économique est favorable. Méconnaître ce risque peut largement contribuer à amplifier la phase haussière d'un cycle financier.

... peuvent amplifier la phase d'expansion

Motivations

Les motivations des prêteurs face à une évaluation donnée du risque peuvent aussi influencer l'évolution des cycles financiers. L'illustration la plus claire en

La divergence entre motivations individuelles et collectives ...

... est aussi propre à exacerber l'influence procyclique du système financier

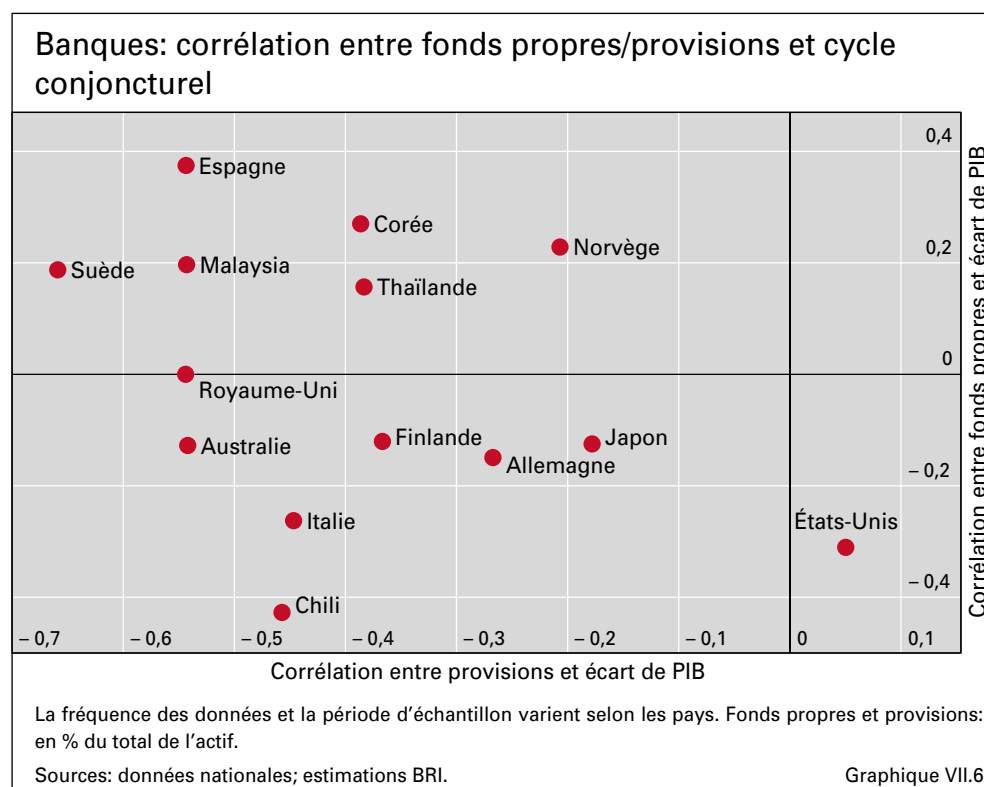
est peut-être la logique qui porte une banque à durcir ses normes de prêt lorsque la conjoncture se dégrade. Elle est, certes, en droit de juger que sa décision ne va pas, en soi, altérer la santé de l'économie, mais si tous les établissements adoptent cette ligne de conduite, il est pratiquement certain que l'économie en pâtira. Même consciente d'une responsabilité à cet égard, la banque n'en aurait pas moins intérêt à resserrer ses critères d'octroi. Une forme de concertation entre institutions pourrait éliminer cet obstacle, mais la concurrence au sein des systèmes bancaires la rend problématique.

Les motivations des prêteurs peuvent aussi être faussées par des filets de sécurité mal conçus et diverses formes de limitation de responsabilité. De tels dispositifs peuvent les amener à accorder trop peu de considération aux conséquences, sur le plan social, des scénarios de retournement, puisque les pertes seraient vraisemblablement supportées en partie par des tiers, notamment les contribuables. Enfin, les règles de rémunération fondées sur les gains immédiats et les résultats relatifs plutôt qu'absolus ne poussent ni à adopter une perspective à long terme ni à évaluer le risque dans son ensemble.

Conventions comptables et réglementation

La réglementation et les conventions comptables peuvent aussi influencer sur la manière dont les établissements financiers réagissent à l'évolution du risque perçu. La récurrence des cycles financiers tout au long de l'histoire donne toutefois à penser que la réglementation n'est pas leur cause majeure.

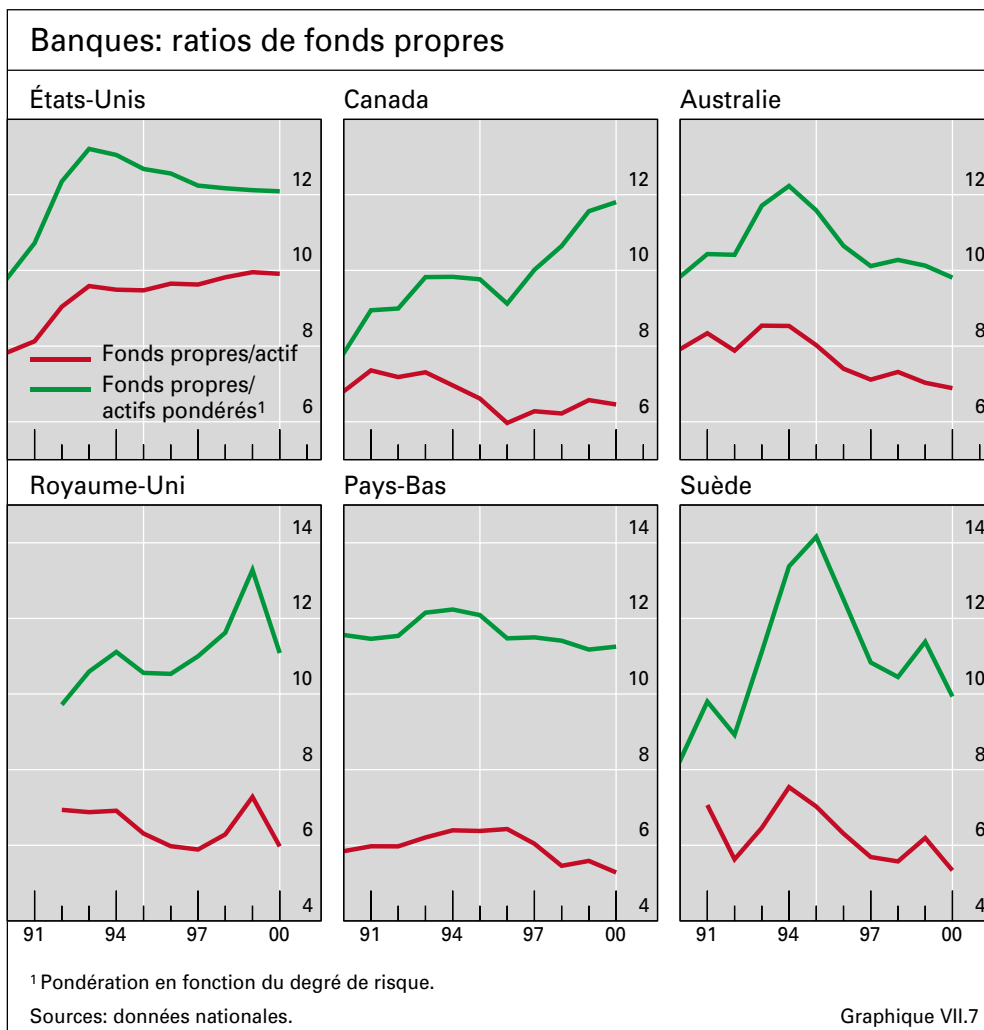
Les règles de provisionnement exercent, comme on l'a vu, une grande influence sur l'évolution cyclique de la rentabilité des banques. Dans maints pays, les conventions comptables ne permettent de constituer des provisions



qu'après une détérioration vérifiable de la qualité des créances. Au surplus, leur déductibilité fiscale est fréquemment soumise à restrictions. En conséquence, les banques peuvent avoir des difficultés à étoffer leurs provisions en phase d'expansion, même lorsqu'elles ont de bonnes raisons d'estimer leurs emprunteurs moins solvables. S'il est vrai que les bénéfices supplémentaires qui en résultent peuvent être conservés au bilan, au lieu d'être distribués sous forme de dividendes ou affectés au rachat d'actions, les banques ne sont pas toujours libres de le faire, car leurs dirigeants sont vivement incités à obtenir une rentabilité sur fonds propres maximale.

Actuellement, les règles de provisionnement sont de nature rétrospective ...

La réglementation bancaire en matière de fonds propres peut, elle aussi, affecter la dynamique des cycles financiers. Si elle est bâtie autour de ratios minimums, elle contribuera sans doute à la stabilité globale du système financier, mais il est possible, dans certaines circonstances, qu'elle accélère le retournement conjoncturel. Après des pertes généralisées, les banques pourraient en effet comprimer leurs prêts, ne serait-ce que pour empêcher leur ratio de fonds propres de tomber au-dessous du seuil requis, ce qui nuirait gravement à leur réputation et leur occasionnerait d'autres coûts non négligeables. Dans cette situation, tout durcissement des contrôles ou des critères d'octroi pourrait aussi amplifier la détérioration conjoncturelle.



... et les exigences minimales de fonds propres ne sont pas très sensibles au risque

Si les avis sont partagés sur l'importance de ces facteurs réglementaires, il est raisonnable de penser que la contraction des prêts bancaires accompagnant généralement le renversement conjoncturel serait atténuée si les ratios de fonds propres augmentaient lors de la phase d'expansion qui précède. Les règles actuelles stipulent que le *niveau* des fonds propres doit monter pendant l'expansion, parallèlement à l'encours des prêts, mais non le *ratio* des fonds propres par rapport à l'actif. En fait, pour un portefeuille donné, les fonds propres requis ne varient pas dans le temps, contrairement au degré d'exposition. En outre, compte tenu du risque de sous-provisionnement en phase d'expansion, le matelas global dont dispose le système bancaire pour compenser les pertes peut même alors s'amincir.

Les ratios de fonds propres n'évoluent pas parallèlement au cycle économique

Une analyse sur divers pays ne montre pas de relation solide entre les *ratios* de fonds propres effectifs des banques et le cycle conjoncturel. Depuis le milieu de la décennie 90, ils se sont accrus dans certains systèmes bancaires et ont baissé dans d'autres. L'enseignement le plus clair est peut-être que, là où le système bancaire a connu des perturbations à la fin des années 80 ou au début de la décennie suivante, ils n'ont sensiblement augmenté qu'après l'apparition de problèmes. Ils ont ensuite graduellement régressé au fur et à mesure que la reprise s'installait. La hausse constatée au commencement des années 90 peut, dans une certaine mesure, avoir été suscitée par la réglementation, mais elle répondait aussi à la nécessité, pour les banques en difficulté, de prouver au marché qu'elles s'étaient rétablies. Une fois la démonstration faite et la croissance confortée, les ratios élevés de fonds propres, considérés comme des entraves à la création de valeur pour les actionnaires, ont diminué.

Options pour les autorités

Les autorités peuvent réagir aux cycles financiers ...

Si les autorités peuvent, en principe, recourir aux instruments pruden- tiels, réglementaires et monétaires pour faire face aux problèmes causés par la répétition des crises financières, il importe cependant qu'elles s'interrogent sur le bien-fondé d'un tel choix et sur ses formes d'application.

Il est couramment avancé que la meilleure façon, pour les décideurs, de contribuer à la stabilité financière et macroéconomique consiste à assurer un niveau d'inflation faible et stable, à se doter d'une infrastructure financière satisfaisant aux normes internationales généralement acceptées et à apporter une réponse rapide aux dysfonctionnements financiers. Les partisans d'une telle approche relèvent que les cycles ayant abouti à de graves perturbations financières se sont souvent produits dans des pays où l'inflation était forte et le contrôle bancaire insuffisant ou la communication financière inadéquate. Ils soulignent aussi les difficultés pratiques (examinées ci-après) liées à la conception d'une politique plus volontariste.

... mais les avis divergent ...

D'autres estiment ces conditions certes nécessaires au maintien de la stabilité financière mais non suffisantes. Il apparaît clairement, en particulier, que même les pays à faible inflation restent exposés à des cycles financiers coûteux résultant d'un déferlement d'optimisme. Cela porte à croire que la stabilité financière et macroéconomique serait renforcée si les autorités

s'orientaient davantage vers des politiques visant à réduire la sensibilité de l'économie aux cycles ou, mieux encore, à en limiter l'ampleur par le biais de modifications discrétionnaires des instruments réglementaires et prudentiels ou bien des taux directeurs.

Pour partie, cette divergence de vues, du moins en ce qui concerne la faisabilité et l'opportunité de modifications discrétionnaires des instruments, reflète des opinions opposées sur la capacité des autorités à percevoir les déséquilibres financiers. Un développement excessif du crédit ou une distorsion insoutenable des prix des actifs est, en effet, beaucoup plus facile à identifier ex post qu'ex ante. Certains se demandent même si les autorités sont mieux placées que le marché pour juger de la viabilité des tendances observées. En conséquence, elles devraient s'abstenir de toute intervention visant explicitement à freiner une phase d'expansion financière. Il est possible d'objecter que les autorités ne réagiront pas nécessairement parce qu'elles apprécient mieux la situation, mais parce que leurs responsabilités et missions spécifiques les amèneront probablement à adopter une attitude différente, même avec une perception identique. Ainsi seront-elles davantage préoccupées que le secteur privé par une perspective de ralentissement, surtout si les institutions financières sont toutes exposées aux mêmes risques. En outre, elles adopteront en principe un horizon temporel plus long et leurs décisions ne seront pas faussées par l'existence d'un filet de sécurité financier.

... sur le bien-fondé et les modalités de cette réaction

Réglementation et surveillance prudentielles

Si les autorités doivent réagir à la répétition des cycles financiers, les premiers outils dont elles disposent à cet effet sont, évidemment, la réglementation et la surveillance prudentielles. Trois grandes options s'offrent à elles: aider l'opinion à mieux comprendre le risque dans son ensemble; établir des règles atténuant la sensibilité du système financier et de la macroéconomie aux déséquilibres financiers; intervenir directement par une action discrétionnaire sur les exigences prudentielles.

La première de ces options pose la question clé de la mesure du risque dans le temps. Les autorités prudentielles pourraient permettre à l'opinion de mieux appréhender le risque dans son ensemble en publiant, par exemple, des rapports et des discours de hauts responsables, en demandant aux institutions financières d'effectuer des simulations de crise, destinées à faire ressortir certaines faiblesses et évaluer le risque correspondant, ou encore en élargissant la portée des exigences de notification et de diffusion d'informations sur les risques encourus. Des initiatives en ce sens ont été prises récemment dans des pays enregistrant une forte hausse du crédit et des prix immobiliers.

Mise en évidence de la modification des risques dans le temps

La deuxième option consiste à concevoir des moyens réglementaires qui, en limitant le caractère procyclique du système financier, pourraient servir de stabilisateurs automatiques. Les règles régissant les fonds propres et les provisions des banques sont particulièrement importantes à cet égard. Ces deux éléments assurent, pour l'essentiel, la protection d'un établissement contre tout événement défavorable, le capital couvrant en principe les pertes non anticipées et les provisions les pertes incorporées ou attendues.

Des moyens réglementaires tels que ...

... exigences
minimales de fonds
propres ...

Les modifications de la réglementation sur les fonds propres, qui viennent d'être proposées par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, aligneront de manière beaucoup plus étroite les exigences de fonds propres *relatives* sur les mesures du risque *relatif*. En atténuant sensiblement nombre de distorsions apparues dans le cadre de l'accord actuel, cette mesure renforcera à elle seule la solidité des institutions financières. En outre, le fait d'affiner les exigences de fonds propres relatives et d'attribuer plus d'importance au processus de surveillance prudentielle et à la communication financière (deuxième et troisième piliers) devrait aider les autorités de contrôle, les banques et les marchés à déceler plus rapidement les problèmes. Dans la mesure où la tolérance prudentielle sera réduite et l'action corrective plus prompte, les pires excès liés au cycle financier pourraient s'en trouver évités.

Les modifications proposées signifient aussi que, pour un portefeuille donné, les exigences de fonds propres varieront dans le temps en fonction du risque *mesuré*, ce qui est de nature à renforcer encore la solidité des banques et à limiter le caractère procyclique du système financier. Toutefois, le résultat dépendra en partie de la concordance entre le risque mesuré et le risque sous-jacent. Si le risque est sous-évalué en phase d'expansion, les exigences de fonds propres seront insuffisantes et le système bancaire se trouvera surexposé en cas de retournement du cycle. En revanche, si l'apparition de déséquilibres financiers amène à reconnaître une élévation du risque et, partant, à accroître les fonds propres dans le système bancaire, la stabilité du système financier en sortira vraisemblablement confortée.

Un critère important de la mesure du risque est son horizon temporel. Le nouvel accord proposé ne fixe pas de norme à cet égard; les banques sont censées évaluer les risques futurs sur la base des conditions du moment et de leur connaissance de l'emprunteur. Il est cependant précisé que, comme les événements *lointains* sont difficiles à appréhender, les banques devraient faire preuve de prudence vis-à-vis des projections. Il est vrai que, pour calculer le risque aux fins des exigences de fonds propres, l'accord retient une probabilité de défaillance sur un an (pour une catégorie donnée), selon la pratique courante. Si cette méthode incite les banques à *évaluer* également le risque sur la même durée, celle-ci pourrait s'avérer trop courte. Un horizon plus éloigné conviendrait mieux pour une banque en difficulté, à qui il faut normalement plus d'un an pour se procurer des capitaux ou restructurer son bilan, surtout lorsqu'elle n'est pas la seule dans ce cas. Il serait aussi préférable d'éviter qu'une durée d'un an conduise à de fréquents transferts de prêts entre catégories de risques, générateurs d'amples variations des ratios minimums de fonds propres au cours du cycle conjoncturel.

... préprovision-
nement ...

Les règles de provisionnement peuvent également être utilisées comme stabilisateurs automatiques. Un pas dans cette direction a été franchi en Espagne, où les banques sont tenues depuis peu de constituer dès le montage d'un prêt une provision en regard des pertes futures; la taille de la dotation varie en fonction des pertes subies sur longue durée pour le type de crédit concerné. Cette pratique devrait réduire le caractère cyclique de la rentabilité des banques, en amplifiant les dotations en période faste et en assurant une

protection contre les défaillances sur prêts lorsque la conjoncture est défavorable.

Ce mécanisme a toutefois été critiqué pour des raisons de principe. La création d'une provision se traduit par une réduction de la valeur de l'actif net d'une banque. D'un point de vue comptable, une telle dévalorisation ne se justifie généralement pas dès le montage, car la juste valeur d'un prêt convenablement tarifé ne devrait pas être inférieure à sa valeur nominale. Les autorités de contrôle bancaire se féliciteraient de cette protection supplémentaire, mais les instances comptables objectent souvent que cette forme de provision de caractère réglementaire peut donner une fausse image de la situation d'un établissement.

Une autre méthode consisterait à imposer une dotation aux provisions lorsque la marge d'intérêt sur un prêt ne couvre pas les pertes attendues d'une possible défaillance. Les provisions seraient à constituer non pas au montage, la tarification étant présumée correcte, mais au moment où la banque estimerait que la qualité de crédit de l'emprunteur s'est détériorée, alors que le taux n'a pas changé. La généralisation de cette pratique aboutirait à la suppression des provisions pour créances douteuses et à l'adoption d'une comptabilité à la juste valeur pour la totalité des actifs et passifs financiers.

Quels que soient les avantages du préprovisionnement et, au-delà, de la comptabilité à la juste valeur, cette méthode se heurte à d'importantes difficultés. Premièrement, comme les prêts ne sont généralement pas négociés sur le marché, leur évaluation est inévitablement subjective et dépend de l'estimation, par la banque elle-même, des perspectives de remboursement. Certaines instances comptables craignent que cette subjectivité ne permette aux responsables des banques de lisser artificiellement les bénéfices. Deuxièmement, pour que le préprovisionnement et la comptabilité à la juste valeur influent sur le caractère cyclique du système financier, il faut que la mesure du risque soit constamment exacte. Si le risque est invariablement sous-estimé en phase d'expansion, les prêts seront surévalués durant cette période, soit indirectement par insuffisance de provisions, soit directement dans la comptabilité à la juste valeur. Dans ces conditions, étendre ce principe comptable à tous les instruments financiers ne fera que renforcer la nature procyclique de l'ensemble du système. Si, en revanche, le risque est correctement révisé en hausse quand la croissance se prolonge, l'effet procyclique sera réduit, car les banques reconnaîtront alors qu'une partie des gains réalisés en période faste représente, en fait, une prime couvrant les pertes attendues en cas de retournement.

Une mauvaise évaluation du risque représente un problème sérieux, qui ne fait que renforcer les arguments en faveur d'un préprovisionnement dès l'octroi d'un prêt. Pour répondre aux objections des instances comptables, les autorités de contrôle bancaire pourraient exiger que les institutions financières détiennent des fonds propres non seulement en regard des pertes imprévues, mais aussi à titre de «provision prudentielle» calculée sur la base des pertes moyennes sur longue durée. Le système disposerait ainsi d'un plus grand volume de fonds propres durant les périodes où les défaillances sur prêts sont peu nombreuses.

... et règles d'évaluation peuvent assurer une stabilisation automatique

Les règles concernant l'évaluation des sûretés et les ratios prêt/valeur pourraient également jouer un rôle de stabilisateur automatique. Il apparaît que les pays où les sûretés sont évaluées au moyen de concepts de long terme et où l'octroi de crédits hypothécaires est soumis à des ratios prêt/valeur rigoureux présentent des systèmes financiers moins procycliques, même si la part exacte de ces facteurs est difficile à isoler. Le Nouvel accord sur les fonds propres offre une option reconnaissant explicitement que la valeur des sûretés tend à évoluer parallèlement aux probabilités de défaillance et qu'elle est vraisemblablement basse quand les probabilités de pertes sont élevées.

Les exigences prudentielles pourraient aussi être modulées dans le temps ...

La troisième option prudentielle, fondée non sur des règles mais sur une action discrétionnaire, consiste à faire varier dans le temps les ratios réglementaires de fonds propres et de provisions en fonction de l'ensemble du risque; elle revient à modifier explicitement la norme minimale de fonds propres pour toutes les banques ou à procéder établissement par établissement dans le cadre du processus de surveillance prudentielle. Chaque méthode se justifie si les autorités estiment que l'évolution des risques n'est pas suffisamment prise en compte dans les décisions des divers établissements. En phase d'expansion, rehausser les niveaux de fonds propres et de provisions pourrait contribuer à retarder le développement de déséquilibres financiers en renchérissant l'octroi de crédit et protégerait mieux le système bancaire de tout retournement. Cette attitude irait dans le sens d'un renforcement de l'orientation macroprudentielle de la réglementation financière.

... ce qui soulèverait certaines difficultés pour les autorités ...

Moduler les fonds propres et les provisions de manière discrétionnaire soulève cependant certaines difficultés. D'abord et surtout, il importe de bien apprécier la situation cyclique. Ensuite, ces ajustements pourraient créer un aléa moral. Si les agents privés viennent à croire que les autorités ont adopté un dispositif où les instruments sont systématiquement réglés pour maîtriser le risque général au sein du système financier, ils pourraient accorder moins d'attention à l'évaluation de l'ensemble de leurs risques. De surcroît, si un épisode d'instabilité financière survenait malgré tout, les autorités pourraient se sentir en partie responsables de ne pas avoir modifié plus tôt leurs instruments. Elles seraient peut-être alors moins portées à prendre les mesures correctives nécessaires et davantage incitées à recourir à des plans de sauvetage publics. Leur réputation pourrait, en outre, être atteinte, ce qui finirait par amoindrir leur capacité de mener à bien leur mission.

... sans exclure des modifications occasionnelles

Sur le plan de la mise en œuvre, de nombreuses questions se posent également. Par exemple, les ajustements devraient-ils s'appliquer aux banques dans leur ensemble ou au cas par cas dans le cadre du processus de surveillance prudentielle? Dans cette dernière hypothèse, conviendrait-il de cibler les établissements présentant les plus grosses expositions ou uniquement ceux d'importance systémique? Comment les autorités de contrôle formeraient-elles leurs jugements et comment les justifieraient-elles devant l'opinion? Enfin, recourir à de tels moyens prudents n'inciterait-il pas simplement l'activité financière à se reporter sur le secteur non réglementé? La difficulté de répondre à ces questions montre que, pour les autorités de contrôle, modifier fréquemment les exigences de fonds propres et le niveau

des provisions en vue de réduire l'amplitude des cycles financiers ne serait pas sans problèmes. Elles ne doivent pourtant pas exclure de procéder ainsi, de manière occasionnelle.

Politique monétaire

En principe, la politique monétaire peut être utilisée, elle aussi, pour faire face aux cycles financiers, en vertu d'une logique simple. La croissance du crédit est un élément essentiel de l'apparition des déséquilibres dans le système financier et, parallèlement, de toute accumulation excessive ou inappropriée de capital réel. Il a été noté précédemment que la stabilité du niveau général des prix des biens et services ne suffit pas nécessairement à éviter de tels excès et, partant, le risque d'instabilité financière. Dans les régimes monétaires actuels, différents de ceux basés sur des matières premières (tels que l'étalon-or), la principale contrainte exogène affectant la création de crédit dans la sphère monétaire réside dans la fonction de réaction des autorités, habituellement par ajustement des taux directeurs. Si cette fonction ne répond pas spécifiquement à la constitution de déséquilibres financiers, ceux-ci pourraient être involontairement tolérés.

La politique monétaire peut aussi être utilisée pour faire face aux cycles financiers ...

Cette approche soulève toutefois de sérieuses difficultés: comment identifier les déséquilibres potentiels, concilier les objectifs de stabilité financière et de stabilisation des prix et opérer un ajustement efficace des taux d'intérêt pour corriger les déséquilibres financiers?

... mais au prix de sérieuses difficultés pour ...

En ce qui concerne le premier point, les autorités monétaires se trouvent fondamentalement dans la même situation que les responsables du contrôle prudentiel, confrontés à des défis majeurs pour identifier ex ante les déséquilibres financiers. À leur différence, cependant, elles ne bénéficient peut-être pas d'un accès suffisant aux informations prudentielles, à moins d'être chargées des deux missions. Il n'est toutefois pas certain que les banques centrales aient besoin de renseignements très détaillés sur chaque établissement pour déceler les déséquilibres plus vastes qui sont souvent à l'origine de l'instabilité systémique. Si tel était le cas, des mécanismes appropriés pourraient être mis en place à cet effet. Les banques centrales se distinguent aussi par leur responsabilité globale à l'égard de la stabilité macroéconomique, qui les rend sans doute davantage conscientes des larges interactions entre système financier et macroéconomie.

... identifier les déséquilibres financiers ...

Deuxième difficulté, l'utilisation des taux d'intérêt pour lutter contre les déséquilibres financiers pourrait entrer en conflit avec la poursuite d'un objectif de stabilité des prix. Ces dernières années, de nombreuses banques centrales ont adopté un cadre opérationnel dans lequel le réglage du taux directeur assure un rythme d'inflation aussi proche que possible de l'objectif à l'horizon prévu. Dans une interprétation étroite du dispositif, la banque centrale ne devrait réagir aux développements dans la sphère financière que s'ils affectent la prévision d'inflation. Dans une optique plus large, cependant, il serait approprié, dans certaines circonstances propices aux déséquilibres financiers, de fixer le taux directeur au-dessus du niveau que justifieraient les perspectives immédiates d'inflation. En effet, en contenant les déséquilibres, la banque centrale pourrait aider à prévenir l'instabilité financière, voire à

... résoudre les éventuels conflits d'objectifs ...

éviter que l'inflation, par voie de conséquence, reste inférieure à l'objectif. Même si des niveaux de taux d'intérêt plus élevés devaient comporter un coût dans le court terme, sous forme d'une déviation de l'inflation par rapport à sa trajectoire, une telle politique pourrait être jugée compatible avec la poursuite de la stabilité des prix sur un horizon plus long.

Le conflit potentiel entre l'objectif d'inflation dans son interprétation étroite et la stabilité financière pourrait apparaître plus clairement dans les périodes où une évolution favorable de l'offre se traduit par une forte croissance, une baisse de l'inflation et des anticipations excessivement optimistes. Dans un tel environnement, le taux de rendement réel du capital et, par conséquent, le taux d'intérêt «naturel» (selon Wicksell) ont toutes les chances d'augmenter, alors qu'un objectif d'inflation appellerait plutôt une diminution des taux d'intérêt (chapitre IV). Toutefois, une détente pourrait simplement renforcer l'optimisme ambiant, surtout si la banque centrale est tout à fait crédible, ce qui contribuerait, en fin de compte, à accentuer les déséquilibres financiers.

Si des taux d'intérêt plus élevés peuvent s'avérer appropriés dans ces circonstances, une telle stratégie peut comporter des problèmes de présentation. Étant donné que, de nos jours, l'opinion comprend les déterminants de la politique monétaire, il peut être difficile pour la banque centrale de lui faire admettre la nécessité de relever les taux pour des raisons de stabilité financière, en l'absence de tensions inflationnistes évidentes. En outre, si la banque centrale parvient à contenir les excès financiers, elle peut se voir reprocher de compromettre une expansion jugée forte mais soutenable.

À l'inverse, abaisser les taux pour préserver la stabilité financière ne semble pas présenter le même genre de difficultés de communication. Il peut donc y avoir des réactions asymétriques, les banques centrales étant promptes à opérer une réduction des taux après des perturbations financières, mais réticentes à un relèvement en présence de déséquilibres croissants. Cela peut favoriser la prise de risque, les marchés comptant sur la politique monétaire pour venir en aide au système financier à chaque perturbation.

Une troisième difficulté concerne l'efficacité de l'action de taux plus élevés sur les déséquilibres financiers. D'un côté, il semblerait préférable de recourir à la politique monétaire plutôt qu'à des mesures prudentielles, car une augmentation des taux toucherait tous les intervenants, même ceux qui ne sont pas soumis à contrôle. De l'autre, une hausse relativement faible pourrait aller à l'encontre du but recherché, puisqu'elle pourrait renforcer la confiance dans l'engagement de la banque centrale à l'égard des prix et rendre ainsi les anticipations encore plus optimistes. Par conséquent, le relèvement devrait être substantiel pour produire un effet appréciable, quoique difficilement quantifiable. En outre, s'il n'est pas rapidement inversé dès que les déséquilibres auront commencé à s'atténuer, il pourrait entraîner une sévère récession et l'économie pâtirait alors de l'incidence conjuguée de la baisse des prix des actifs et d'un haut niveau de taux réels.

Ces difficultés requièrent une grande vigilance dans l'utilisation spécifique de la politique monétaire, comme des mesures prudentielles, pour contenir les

... et assurer
l'efficacité de
la stratégie

déséquilibres financiers. Elles ne doivent pas exclure, cependant, d'en faire usage de manière très occasionnelle.

Pour toute action dans les domaines évoqués, il importe au plus haut point d'établir une coordination entre les différents responsables. Dans la plupart des pays, les instruments analysés précédemment ne relèvent pas de la même institution. Souvent, la surveillance prudentielle n'est pas du ressort de la banque centrale, et les règles régissant la fiscalité, la comptabilité et la communication financière sont élaborées par des organismes spécifiques. De surcroît, ces instances n'ont pas toutes pour mission centrale de maintenir la stabilité financière. Faute d'une nécessaire coordination entre la banque centrale et les autorités prudentielles, fiscales et comptables, les réactions officielles appropriées risquent de se faire attendre.

Toute action officielle requiert une coordination

VIII. Conclusion: le passé récent comme prologue?

L'attention s'est focalisée sur les États-Unis lorsque la croissance s'est brutalement ralentie, au second semestre 2000, dans l'économie la plus grande et la plus dynamique. En outre, la réponse à la question venant naturellement à l'esprit – où cela nous mène-t-il? – se voyait conférer d'autant plus d'importance que le Japon ne montrait toujours pas de signes de reprise durable et qu'un tassement de l'activité apparaissait ailleurs. Ces faits confirment que le cycle conjoncturel n'a pas disparu. Ils montrent également que les prévisionnistes qui se contentent d'extrapoler le passé récent sont certains, par définition, de manquer le point de retournement. Cette leçon vaut autant pour les banquiers, dans leurs anticipations des pertes sur prêts, que pour les économistes.

Ces développements ont également déclenché un débat sur les limites d'un certain nombre de prescriptions de politique économique qui continuent à bénéficier d'un large soutien. Il apparaît de plus en plus qu'un faible niveau d'inflation, dont le caractère souhaitable n'est pas remis en question, n'est pas suffisant pour assurer la stabilité macroéconomique et financière. De même, le fait de s'être doté d'un système bancaire sain n'exclut pas l'apparition de turbulences financières perturbatrices émanant d'autres sources. Enfin, il est de plus en plus évident que les autorités monétaires et les responsables de la réglementation financière ne peuvent plus mener à bien leur mission sans s'appuyer sur un dialogue efficace aux niveaux national et international. Ce constat nouveau ramène, hélas, à une conclusion qui ne date pas d'hier: les choses s'avèrent toujours plus complexes qu'elles ne le paraissent à première vue.

Établir des perspectives de croissance à court terme aux États-Unis est rendu difficile par la coexistence de plusieurs schémas différents, tous aussi plausibles les uns que les autres. Le premier, axé sur l'offre, renvoie au thème de l'«ère nouvelle». Il met en avant l'augmentation du potentiel de croissance des États-Unis, des profits sous-jacents plus élevés justifiant une forte valorisation des actifs, et la capacité accrue des entreprises à éviter d'amples fluctuations des stocks. C'est le scénario type d'un atterrissage en douceur impliquant une reprise en V. Le deuxième schéma s'appuie davantage sur la demande et présente, par conséquent, une connotation keynésienne: indépendamment de toute évolution positive de l'offre aux États-Unis, la demande globale a progressé trop vite et trop longtemps. La correction de ce genre d'excès s'est toujours traduite, depuis la guerre, par une croissance inférieure à la norme, même en période d'inflation maîtrisée. Le troisième schéma conjugue offre et demande et participe d'un courant de pensée

européen né avant la guerre. Un cycle se caractérise d'abord par une accélération du crédit et un optimisme pouvant s'expliquer par de nouvelles technologies et se poursuit par une phase d'optimisme excessif et de surinvestissement. En fin de cycle, l'effondrement des bénéfices se répercute sur les cours des actions et affecte, à terme, la capacité du système financier de répondre à de nouvelles dépenses. Manifestement, ce dernier scénario impliquerait un atterrissage plus périlleux, même sans avoir été précédé d'un degré notable d'inflation globale.

Quel que soit le schéma privilégié, il est probable que l'évolution aux États-Unis se fera davantage sentir que par le passé dans les autres pays, l'inverse étant tout aussi vrai. Sur le plan de l'économie réelle, les liens commerciaux se renforcent depuis des décennies. Plus récemment, les flux d'investissement direct étranger et, en particulier, les fusions et acquisitions ont nettement amplifié le rôle des multinationales, dont les bénéfices consolidés reflètent de plus en plus l'évolution de l'activité dans le monde. De plus, en raison de la structure toujours plus complexe de l'offre internationale de produits de haute technologie, les cycles de production inhérents à cette branche en rapide expansion ont de puissantes répercussions presque partout. Les progrès de la communication, quant à eux, ont favorisé la propagation des modifications des comportements et de la confiance, avec des effets induits sur la consommation et l'investissement.

Les marchés des capitaux, dont la dimension et la portée se sont fortement développées ces dernières années, ajoutent à ces connexions internationales. Les taux des obligations, cours des actions, marges de crédit et primes de risque ont de plus en plus tendance à évoluer dans le même sens sur les diverses places, les États-Unis donnant habituellement le ton. Cette imbrication accroît également la probabilité qu'un dysfonctionnement sur un marché se retrouve très vite ailleurs. De telles connexions sont évidemment importantes en soi, mais elles impliquent aussi que la diversification du risque sur les marchés pourrait s'avérer progressivement plus difficile, surtout en période de tensions, comme cela s'est produit au moment de la crise LTCM. Enfin, si le processus de concentration au sein de la sphère financière reste un phénomène essentiellement national, l'expansion de l'activité transfrontière des grandes banques représente un autre canal de transmission des chocs à l'échelle internationale.

L'existence de telles connexions comporte deux implications évidentes. Premièrement, comme les politiques nationales ont des répercussions hors des frontières, il est légitime qu'elles fassent l'objet de discussions au niveau international. Les retards dans la restructuration du secteur des entreprises et du système financier au Japon pourraient affecter de nombreux autres pays, surtout dans l'Est asiatique. Si le ralentissement de l'activité aux États-Unis durait plus longtemps que prévu et qu'en Europe les politiques ne soutenaient pas la croissance, cela ne manquerait pas de rejaillir ailleurs. Au surplus, il est évident que les moyens susceptibles d'être employés aux États-Unis pour atténuer un ralentissement prolongé de l'économie, et l'attention que les décideurs pourraient accorder aux variations de change en résultant, présentent un intérêt manifeste pour le monde en général et, en particulier, pour ceux qui

ont récemment investi dans ce pays. Dans le même ordre d'idées, les politiques destinées à renforcer la résistance des systèmes financiers locaux ne laisseraient certainement pas indifférents les établissements étrangers pouvant offrir de nouvelles sources d'investissement et de compétences.

La seconde implication réside dans la nécessité d'intensifier la coopération internationale et de la rendre plus efficace. Cet objectif sera encore plus difficile à atteindre si les nouvelles équipes gouvernementales à Washington comme à Tokyo choisissent de privilégier davantage les affaires internes, si l'Union européenne se voit accaparée par les questions d'élargissement et si les autorités des pays émergents se ferment à toute coopération parce qu'elles s'estiment exclues de processus centrés sur le monde industriel. Il est à redouter également que, si les implications les moins plaisantes de la mondialisation ne sont pas convenablement gérées, les événements n'aillent alors dans la direction opposée. Faire la part trop belle aux solutions régionales pourrait y conduire, de même que le recours à un protectionnisme déclaré, ce que d'aucuns considèrent encore comme une option viable. Si l'éclatement de tensions commerciales longtemps contenues ou la détérioration de l'environnement économique font apparaître au grand jour de telles tendances, il importera de s'y opposer avec détermination pour ne pas compromettre les gains économiques acquis ces dernières décennies.

Politiques en faveur de la stabilité macroéconomique et de la croissance

Pour mener à bien une politique économique, il importe non seulement de se fixer un objectif mais aussi de savoir comment l'atteindre. Or, au moment de la mise sous presse du présent Rapport, ces deux aspects comportaient des incertitudes. Pour de nombreux commentateurs, un rebond rapide de la demande et de la croissance aux États-Unis est clairement souhaitable, afin d'éviter un ralentissement prolongé et de concrétiser le potentiel offert par la nouvelle économie. En outre, divers arguments portent à croire qu'une telle issue est possible, avec le soutien sans doute des politiques économiques. Les actifs détenus par les consommateurs demeurent bien supérieurs à leurs dettes. Les analystes boursiers espèrent toujours que les profits retrouveront une croissance à deux chiffres, qui relancerait l'investissement. La persistance d'un dollar fort et d'importantes entrées de capitaux aux États-Unis paraissent également inciter à l'optimisme.

D'autres observateurs se demandent, cependant, si une reprise aussi rapide est à la fois souhaitable et probable. De nombreux déséquilibres financiers avérés affectent l'économie américaine, notamment des niveaux d'endettement sans précédent, tant pour les consommateurs que pour les entreprises, et une dette extérieure qui ne cesse d'augmenter. Ce constat conduit parfois à conclure que la meilleure issue pourrait résider, en fait, dans une reprise puis une expansion modérées, qui permettraient d'atténuer progressivement ces déséquilibres et d'éviter le risque d'une rechute encore plus sérieuse. Ce point de vue se trouverait confirmé si l'accélération de la croissance de la production potentielle n'a pas réellement été aussi forte que

d'aucuns le prétendent. Dans ce cas, une puissante reprise ne pourrait que raviver plus facilement les tensions inflationnistes.

Ceux qui estiment qu'il serait prudent d'éviter un rebond marqué de l'activité pourraient être confortés par le fait que ces mêmes déséquilibres financiers rendent une telle issue moins probable. Il apparaît que d'autres forces, peut-être très puissantes, s'y opposent également. Si les cours des actions ont déjà considérablement baissé, les valorisations n'en demeurent pas moins très élevées par référence à la plupart des mesures traditionnelles. Le volume important des biens de consommation durables acquis récemment et les investissements non rentables effectués, notamment en équipements informatiques, pourraient fort bien conduire à différer de nouvelles dépenses. Si la demande venait à fléchir, l'accélération des gains de productivité se traduirait par une diminution des heures de travail et une montée du chômage, avec des répercussions sur la confiance des consommateurs. Quant au secteur financier, dès lors qu'il prendra conscience des risques qu'il encourt du fait de la contraction des bénéfices des entreprises, il pourrait aussi se montrer réticent quelque temps à financer de nouveaux programmes de dépenses.

Au départ, la Réserve fédérale a senti que les risques allaient dans le sens d'un ralentissement de l'activité. Début janvier 2001, elle a résolument amorcé un processus de réduction des taux d'intérêt, qui s'est poursuivi jusqu'à la mi-mai. S'il était à craindre que les niveaux d'endettement élevés et le resserrement du crédit soient de nature à limiter les effets de ces mesures, cette préoccupation était atténuée par le fait que de nouvelles baisses étaient envisageables en cas de nécessité. La détente des taux longs de référence jusqu'en mars 2001 cadrait avec cette analyse, ainsi qu'avec l'idée que la Réserve fédérale n'avait pas à redouter une montée sensible des tensions inflationnistes. Depuis, cependant, des inquiétudes se manifestent plus fréquemment au sujet de l'inflation, les taux longs étant remontés au-dessus des niveaux qu'ils occupaient avant le premier assouplissement. Divers aspects s'avèrent préoccupants: hausse des rémunérations, contraction des gains de productivité, persistance de pénuries d'énergie et incidence inflationniste d'une éventuelle dépréciation du dollar.

Les perspectives à court terme de l'économie américaine seront également influencées par le contenu du programme d'allègement fiscal proposé par la nouvelle Administration. Une réduction de \$1 250 milliards, échelonnée sur 2002-11, a déjà été approuvée par le Congrès. Il reste à savoir, cependant, si une remise d'impôts, applicable dès cette année, figurera dans le texte de loi définitif. L'opportunité d'une telle mesure dépend toutefois largement de l'issue macroéconomique envisagée. Si l'économie repart rapidement, une expansion budgétaire immédiate aura tendance à aggraver les déficiences fondamentales de l'épargne aux États-Unis. À l'inverse, si l'économie devait connaître un ralentissement sensible, cette remise deviendrait plus indiquée. Le problème, bien sûr, est que la décision doit être prise à l'avance, sur la base de prévisions macroéconomiques des plus incertaines.

Ce qui est beaucoup plus certain, c'est que toute action visant à restaurer les perspectives de profits contribuera largement à compenser les effets d'un

affaiblissement prolongé de l'économie. Heureusement, les États-Unis ne manquent pas d'atouts à cet égard. Les marchés du travail et les salaires sont généralement flexibles et la structure juridique régissant les réaménagements de dette et la fermeture de capacités excédentaires est bien rodée. Le secteur financier, s'il est affecté, lui aussi, par des anticipations de bénéfices en baisse, apparaît sain dans l'ensemble. Le fait que le stock excédentaire de biens d'équipement concerne essentiellement l'informatique, dont l'amortissement est plus court, devrait également constituer un avantage. De plus, la crise des caisses d'épargne et de crédit au début des années 90 a fait comprendre aux responsables politiques qu'une solution rapide aux problèmes du secteur financier s'avère finalement beaucoup moins onéreuse que la temporisation.

De tels points forts ne se retrouvent pas dans l'économie japonaise. Au contraire, une décennie de restructuration des entreprises et des banques a laissé des traces: baisse continue des prix des actifs, capacités excédentaires dans l'industrie et, surtout, persistance de perspectives de bénéfices médiocres. Les principaux obstacles à un changement fondamental demeurent le système politique fondé sur la protection d'intérêts particuliers et une tradition d'échanges de bons procédés. L'ensemble actuel de stimulants et garanties budgétaires, conçu au départ comme un soutien ponctuel à l'économie, s'est progressivement substitué à des mesures politiquement coûteuses qui remettraient en cause l'existence même de nombreuses entreprises et provoqueraient une montée temporaire du chômage. S'il est davantage question d'agir à présent, sous la direction d'un nouveau Premier ministre, les intentions ne pourront se concrétiser que lorsqu'un consensus politique sera apparu en faveur d'un véritable changement.

La situation est rendue d'autant plus délicate que, plus la restructuration est différée, plus le tribut à payer sera lourd et plus la capacité des autorités d'y remédier par des stimulants macroéconomiques sera réduite. Les taux directeurs au Japon ont été de fait ramenés à zéro et, comme les prix continuent à baisser, les taux d'intérêt réels sont de nouveau positifs. De surcroît, les programmes de relance successifs ont porté le ratio dette publique/PNB à plus de 120%. Quoi qu'il en soit, si des réformes structurelles judicieuses étaient entreprises, il vaudrait quand même la peine de s'engager davantage dans les deux domaines de la politique économique, afin qu'une poussée de la demande puisse compenser l'augmentation du chômage qui résulterait d'une telle orientation.

La Banque du Japon a déjà élargi la gamme des actifs éligibles dans le cadre de ses opérations d'achat. Elle pourrait aller encore plus loin dans cette voie, si le gouvernement offrait des garanties préservant l'indépendance de la banque centrale en cas de pertes de crédit. Elle pourrait aussi envisager d'effectuer des achats non stérilisés d'actifs libellés en devises, en tenant compte, bien entendu, des intérêts des autorités nationales concernées. Son engagement récent de ne pas relever les taux directeurs tant que la baisse de l'IPC n'aura pas été enrayée a constitué une décision utile. Cependant, il pourrait être opportun également d'envisager un engagement plus explicite en faveur d'un objectif défini en termes de niveau des prix ou d'inflation. Un tel dispositif permettrait au public de s'attendre à un rebond substantiel des prix

et, partant, à l'apparition de taux d'intérêt réels négatifs. En même temps, cette attitude aurait un effet rassurant, en montrant qu'une hausse des prix ne pourrait pas échapper au contrôle des autorités, comme ce fut le cas dans des circonstances analogues au cours des années 30.

Le bien-fondé de nouvelles mesures de relance budgétaire dépend de l'équilibre désiré entre les exigences à court terme et la nécessité d'un assainissement à long terme. La décision sera liée en partie à l'évolution de la confiance par rapport au processus de restructuration. D'un côté, les pertes d'emplois en résultant pourraient avoir une incidence négative à cet égard mais, d'un autre côté, le fait de prendre en mains la situation au lieu de laisser aller pourrait avoir l'effet inverse. À l'évidence, si l'accroissement des dépenses au titre du système de protection sociale pouvait être financé par une compression des investissements non productifs dans le secteur public, des avantages sensibles pourraient être obtenus sans même changer l'orientation budgétaire. Pour le long terme, il importe clairement d'élaborer dès que possible un plan crédible d'assainissement budgétaire. Ce qui est plus difficile à admettre, cependant, c'est l'opportunité d'entreprendre une telle restructuration au Japon au moment même où l'économie mondiale connaît une phase de ralentissement.

À côté des dilemmes auxquels sont confrontés les décideurs aux États-Unis et au Japon, les problèmes que rencontrent leurs homologues dans la zone euro semblent mineurs. Apparemment, aucun déséquilibre financier important n'affecte les consommateurs, les entreprises ou les pouvoirs publics. De surcroît, des progrès notables, mais qui sont passés inaperçus, ont été accomplis dans de nombreux pays pour renforcer l'efficacité des marchés du travail et des produits et mettre en œuvre d'autres réformes structurelles visant, à terme, à rendre l'allocation des ressources plus efficace. Cela ne veut pas dire pour autant que des réformes supplémentaires ne soient pas nécessaires. Les régimes fiscaux ont artificiellement gonflé le coût de la main-d'œuvre et la charge fiscale demeure considérable. Dans certains secteurs, un besoin urgent de déréglementation se fait encore sentir. En outre, il apparaît de plus en plus que les gains de productivité attendus des nouvelles technologies ne pourront pleinement se concrétiser qu'à travers une plus grande souplesse sur les marchés du travail et une intensification de la formation.

Deux exemples illustrent ces problèmes sous-jacents: la pénurie de compétences révélée par la poursuite de l'expansion et la persistance d'un niveau d'inflation supérieur à l'objectif annoncé de l'Eurosystème. Ce dernier élément, mêlé au sentiment que tout allait bien par ailleurs, permet d'expliquer la réserve de l'Eurosystème face aux signes de ralentissement économique. De surcroît, plusieurs banques centrales de la zone euro ont toujours manifesté une préférence marquée pour une stratégie monétaire à moyen terme, refusant ainsi d'adopter une attitude qu'elles considèrent trop volontariste. Quel que soit le bien-fondé de ce point de vue, les décideurs européens sont demeurés ouverts à l'idée que les perspectives économiques de la zone euro sont à présent plus étroitement liées à celles des autres régions que lors des décennies précédentes. Aussi ont-ils légèrement assoupli leur orientation

monétaire à la mi-mai. Ils devraient être prêts, cependant, à continuer dans cette voie si, sous l'effet de forces mondiales ou locales, les tensions inflationnistes diminuaient de manière encore plus sensible.

Une cause de désinflation dans la zone euro pourrait résider dans une appréciation notable de la valeur de la monnaie unique, peut-être vis-à-vis à la fois du dollar et du yen, ce qui aurait, bien entendu, des implications inflationnistes pour les États-Unis et entraînerait une diminution des pressions désinflationnistes au Japon. Un tel scénario participerait d'une logique toute simple: l'anticipation d'un retournement de la faiblesse de l'euro, dont l'ampleur et la durée n'ont jamais trouvé d'explication satisfaisante. Un autre argument en faveur de la fermeté de l'euro repose sur l'hypothèse d'une période prolongée de croissance plus favorable en Europe, traduisant simplement une expansion plus hésitante aux États-Unis comme au Japon. Toutefois, étant donné que l'euro ne parvient pas à s'apprécier nettement par rapport au dollar, alors que ces hypothèses macroéconomiques apparaissent pourtant de plus en plus plausibles, un autre scénario est à envisager. Si le dollar reste ferme, soit parce que les marchés anticipent une vigoureuse reprise aux États-Unis, soit en raison du statut de valeur refuge de la monnaie américaine en période de difficultés, l'actuel déficit américain des paiements courants demeurera élevé. Une telle situation pourrait se traduire, le moment venu, par un ajustement de change encore plus marqué.

Il est encore plus difficile de prévoir la tournure que prendra la relation dollar/yen. Il semble néanmoins qu'on soit davantage disposé, tant aux États-Unis qu'au Japon, à tolérer une dépréciation du yen, à condition qu'elle soit graduelle et liée à d'importantes réformes structurelles au Japon, qui amélioreront les perspectives de croissance à long terme. Le risque évident, cependant, est de perdre le contrôle de ce processus. Avec un excédent commercial déjà comprimé par un déferlement d'importations à faible coût, des taux d'intérêt ramenés de fait à zéro et des établissements financiers dont la solidité est remise en question, une telle éventualité n'est pas à exclure. Si la faiblesse du yen devait alors conduire à des taux d'intérêt plus élevés au Japon, avec des répercussions sur les banques détenant des positions considérables sur obligations d'État japonaises, cette évolution pourrait même avoir des implications pour la stabilité financière interne. Elle aurait une autre conséquence indésirable, sous la forme d'une augmentation des pressions protectionnistes aux États-Unis, où la position commerciale bilatérale avec le Japon est au cœur d'un débat politique de longue date. Bien entendu, on ne saurait écarter non plus le risque de dévaluations compétitives en Asie, qui pourraient s'étendre à la Chine. Après tout, la récente crise asiatique a été en partie exacerbée par la vigueur du dollar vis-à-vis du yen en 1996 et 1997.

Fort heureusement, pour des raisons qui sont analysées dans l'Introduction au présent Rapport, la plupart des pays d'Asie sont, depuis, généralement plus aguerris aux chocs résultant des variations de change entre les monnaies des grands pays industriels. Certaines vulnérabilités subsistent cependant. Dans beaucoup d'économies d'Asie de moindre dimension, la croissance est largement tributaire des exportations, ce qui n'est pas une mauvaise chose en soi, si ce n'était leur forte dominante en produits

électroniques destinés aux États-Unis. Un ralentissement prolongé dans ce pays, surtout s'il provenait d'abord de l'investissement, ne pourrait qu'avoir des conséquences majeures. Au surplus, comme la Chine absorbe une part croissante d'un volume d'investissements directs étrangers allant en s'amenuisant, de nombreux pays d'Asie ne vont plus pouvoir compter sur ces flux pour amortir le choc.

Dans de telles circonstances, il serait logique de compter davantage sur la demande intérieure pour stimuler la croissance; d'ailleurs, il convient de saluer diverses initiatives prises dans ce sens. Cependant, la détérioration de la situation budgétaire de certaines économies d'Asie s'avère de plus en plus préoccupante. C'est vrai pour la Chine, où une amélioration de l'administration fiscale s'impose, mais surtout pour l'Inde. Fréquemment, le coût budgétaire prolongé de la restructuration du secteur bancaire doit également être pris en considération. En outre, comme cette restructuration est souvent inachevée, des doutes subsistent sur la capacité du système financier de répondre aux besoins d'une expansion d'origine interne. La conclusion évidente est que cette restructuration aurait dû être rapidement menée à bien. Cela étant, après cette occasion manquée, il n'est guère facile de savoir quelle est la conduite à tenir dans les circonstances actuelles. Pour certains, la réponse est simple: mieux vaut tard que jamais. Pourtant, comme dans le cas du Japon, il est difficile d'imaginer un moment moins propice pour entreprendre des réformes structurelles indispensables.

Dans les autres grandes économies émergentes, les points faibles sont d'une tout autre nature. Celles d'Amérique latine sont généralement moins ouvertes aux échanges commerciaux et, de ce fait, moins exposées à un retournement de la demande extérieure. Si le Mexique constitue un cas à part, en raison de ses liens commerciaux de plus en plus étroits avec les États-Unis, il est à espérer que, dans de telles circonstances, il puisse bénéficier d'un apport croissant d'investissements étrangers attirés par de faibles coûts de production. De même, la plupart des pays d'Amérique latine, à l'exception manifeste de l'Argentine, ne paraissent pas trop gênés par la vigueur persistante du dollar, même si beaucoup sont affectés d'un important déficit structurel des paiements courants. Si les exportateurs de pétrole ont profité du renchérissement de ce produit, tous les pays ou presque ont enregistré une forte poussée des dépenses de consommation et des importations. Jusqu'à présent, leurs besoins de financement ont été satisfaits par des entrées massives d'investissement direct étranger. Ils demeurent toutefois très vulnérables à une modification du sentiment sur les marchés internationaux des capitaux, surtout si un ralentissement mondial se traduit par un regain généralisé d'aversion pour le risque. À diverses périodes déjà, les financements par obligations se sont révélés très coûteux, voire impossibles. Plusieurs pays d'Amérique latine ont accompli des progrès remarquables à différents niveaux: privatisation et déréglementation de leur économie, lutte contre l'inflation et mise en œuvre de législations instaurant des dispositifs monétaires et budgétaires durables. Plus ces dispositifs seront crédibles, plus les investisseurs étrangers reprendront confiance et mieux ils seront disposés à l'égard de politiques à court terme visant à soutenir la demande face à des

chocs de dimension mondiale. Les difficultés rencontrées actuellement par l'Argentine, qui n'est jamais parvenue à concrétiser ses engagements à l'égard de réformes fondamentales du marché du travail et des finances publiques, en sont une parfaite illustration.

Dans le reste du monde, les déséquilibres macroéconomiques ne sont pas difficiles à percevoir, mais ils freinent généralement moins la croissance que les problèmes structurels fondamentaux. En Turquie, comme dans une bonne partie de l'Afrique, en Russie et dans les autres pays de la CEI, la gouvernance politique et celle des entreprises demeurent au cœur des préoccupations. Faute de lois adéquates et d'un système judiciaire indépendant, les droits de propriété ne sont pas toujours assurés et la corruption reste un mal endémique. Dans un contexte aussi défavorable, souvent aggravé par une infrastructure financière quasi inexistante, il n'est pas surprenant que les niveaux d'épargne et d'investissement soient encore très faibles et que l'investissement direct étranger n'ait pas véritablement progressé. Des années seront certainement nécessaires pour traiter ces questions fondamentales, mais on ne peut qu'approuver les initiatives entreprises par la Banque mondiale et le FMI pour les porter de plus en plus à l'attention du monde entier.

Enfin, des changements structurels sont également requis au Moyen-Orient et en Europe centrale. Dans le premier cas, des efforts doivent être mis en œuvre pour diversifier la structure de production et réduire la dépendance à l'égard de la main-d'œuvre étrangère qualifiée. Dans les pays exportateurs de pétrole, il est à espérer que la persistance de prix pétroliers élevés fournisse les moyens financiers d'une telle transition, au lieu de constituer une excuse facile pour la remettre à plus tard. En Europe centrale, il importe de se pencher plus attentivement sur le problème du chômage structurel et sur le recours à des entrées massives de capitaux pour financer d'importants déficits commerciaux. Les profondes réformes structurelles déjà entreprises dans la région devraient favoriser ces apports de fonds, mais il faut néanmoins veiller au maintien de la stabilité financière au cas où ils viendraient à s'inverser.

Politiques en faveur de la stabilité financière

L'élaboration de la législation et de la réglementation financières repose sur un équilibre bien connu entre sécurité et efficacité. L'expérience récente laisse toutefois penser qu'il comporte deux composantes: l'une dynamique, l'autre statique. La majorité des systèmes fondés sur le marché semblent avoir une propension plus grande à fournir le capital de départ pour la mise en œuvre d'innovations favorisant à terme les gains de productivité. Dans le même temps, l'octroi de crédit peut être trop généreux, de sorte qu'il finance des projets douteux et durcit artificiellement la concurrence pour ceux qui sont valables. Par voie de conséquence, les prêts, même productifs, risquent de se détériorer au détriment du bailleur de fonds et de la solidité du système financier. Peut-être conviendrait-il alors que les politiques en faveur de la stabilité financière cherchent à équilibrer les bénéfices tirés d'une accélération durable de la croissance et les coûts engendrés par la correction des excès

financiers liés à l'intensité des cycles économiques. Dans cette optique, il est donc difficile de concevoir des politiques optimales à l'échelle mondiale, étant donné surtout que les préférences nationales sont encore sensiblement différentes. Il reste possible, malgré tout, d'identifier et d'appliquer des politiques susceptibles de conforter ce compromis.

En pratique, les politiques en faveur de la stabilité financière comportent différents objectifs. L'un d'eux consiste à déceler les faiblesses spécifiques consécutives aux développements macroéconomiques récents. Un autre vise à mettre en évidence les tendances et produits nouveaux, de manière à en prévoir l'impact éventuel sur la stabilité financière. Un troisième est de rechercher des moyens de renforcer chacun des trois socles sur lesquels repose le système financier international: établissements, fonctionnement du marché et infrastructure. Des avancées notables ont été enregistrées dans ces domaines au cours de la période sous revue.

En ce qui concerne d'abord les faiblesses actuelles, il convient de rappeler que le système financier mondial a traversé une longue période de déréglementation et de consolidation, de sorte qu'il est, plus que jamais, soumis aux forces du marché, mondialisé, étroitement imbriqué et très évolutif. De ce fait, il est difficile d'en localiser les faiblesses et de voir comment y remédier. Néanmoins, la question qui vient inévitablement à l'esprit est la suivante: étant donné que la longue phase récente de croissance économique s'est accompagnée d'une vive expansion du crédit et d'une flambée des prix des actifs, un ralentissement de l'activité ne risquerait-il pas de faire apparaître, dans le système financier, des carences susceptibles d'amplifier les développements dans l'économie réelle?

Une première série d'arguments va à l'encontre d'une telle éventualité. Si, dans le passé, les prix excessifs de l'immobilier ont généralement constitué la principale source de fragilité financière, les hausses enregistrées dans ce domaine, au cours de la dernière période d'expansion, ont été relativement modérées. En outre, les taux directeurs ont commencé à être relevés dès le milieu de 1999. Depuis, la baisse des actions a entraîné une réduction globale de \$10 000 milliards des valorisations, soit un tiers du PIB mondial. Les primes de risque se sont également accrues sensiblement, dépassant souvent leurs niveaux de fin 1998, dans le cadre d'un durcissement généralisé des conditions du crédit. Néanmoins, malgré la durée et l'ampleur de ces chocs, les marchés ont continué à bien fonctionner, sans difficultés financières notables.

Une autre série d'arguments aboutit à un constat moins rassurant. Le ralentissement de l'activité économique et de l'expansion des profits est, en fait, très récent. Ce qui va se passer dans les mois à venir sera assez déterminant. De plus, si l'exposition des établissements financiers envers une région ou un secteur – par exemple l'Argentine, la Turquie et les entreprises technologiques – semble gérable, les expositions cumulées commandent une plus grande vigilance. On ne peut que se féliciter de ce que les principaux établissements s'appuient davantage, depuis quelques années, sur des simulations de crise pour évaluer les effets de situations extrêmes, mais néanmoins possibles, afin de prendre les précautions qui s'imposent. Il reste à déterminer, cependant, s'ils ont dûment tenu compte de la manière dont

les risques de crédit, de marché et de liquidité tendent à s'accroître simultanément en période de tensions. Fort heureusement, les autorités de contrôle, conscientes de l'interaction de ces facteurs, sont généralement devenues beaucoup plus attentives et mieux préparées à poser la question «que fera-t-on si?».

S'agissant des nouvelles tendances dans le secteur financier et de leurs implications possibles pour la stabilité financière, la plus importante peut-être réside dans le développement rapide de techniques nouvelles permettant le transfert du risque de crédit. D'un côté, elles devraient améliorer la gestion des risques, à travers une redistribution exploitant les avantages comparatifs dans ce domaine. Le développement de marchés liquides devrait aboutir, par ailleurs, à une tarification appropriée de ce risque, ce qui aura des retombées considérables, voire révolutionnaires. D'un autre côté, cette évolution n'est pas sans susciter des préoccupations d'ordre prudentiel. De telles transactions pourraient atténuer la transparence de la répartition du risque au sein du système et aboutir tout aussi bien à une concentration qu'à une dispersion du risque. Un autre aspect concerne le rôle croissant des compagnies d'assurances, ce qui n'a rien de surprenant puisque la plupart des instruments de transfert de crédit s'apparentent à des polices d'assurance. Une collaboration toujours plus étroite s'impose donc entre autorités de contrôle des banques et des compagnies d'assurances, afin de prévenir une possible extension des arbitrages réglementaires et de garantir une surveillance et une tarification correctes des risques. Enfin, comme pour tout produit nouveau, il convient de s'interroger sur les documents d'information correspondants et sur leur statut juridique. De même que pour la compensation en cas de liquidation, les structures d'investissement ad hoc et de multiples autres innovations récentes, les incertitudes juridiques ne seront peut-être finalement levées que par les tribunaux. En attendant, la seule certitude est que toute détérioration de la situation économique entraînera une multiplication des litiges. Ainsi, les autorités de contrôle seraient bien avisées d'examiner avec attention les concentrations d'expositions à des risques juridiques identifiés, car, comme l'a montré un jugement récent aux États-Unis, les montants en jeu peuvent être considérables.

Enfin, sur le plan des mesures destinées à consolider les fondements du système financier international, de gros efforts ont été accomplis pour améliorer la gestion du risque dans les banques, les compagnies d'assurances et les entreprises d'investissement. Une attention toute particulière a été accordée à l'ensemble révisé de propositions pour un Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres, diffusé en janvier 2001. L'accord initial de 1988 a permis de relever partout les niveaux de fonds propres. Comme il reposait sur la pondération d'un nombre restreint de catégories de risques, il offrait l'avantage de la simplicité et a rapidement été adopté en tant que norme à l'échelle internationale. Avec le temps, cependant, ses insuffisances sont aussi devenues plus apparentes. Étant donné que des crédits de qualité différente recevaient un traitement prudentiel identique, les établissements ont été incités à retirer de leur bilan les prêts de bonne qualité pour accroître leur rentabilité globale. En outre, à mesure que les évaluations internes des risques

par les banques se sont affinées, il est devenu plus évident que les exigences réglementaires de l'accord initial étaient de moins en moins capables de couvrir de manière adéquate les risques effectivement encourus.

Comme le nouvel accord traite ces questions en profondeur, il est nécessairement plus complexe. Il offre, en particulier, différentes options pour le calcul des exigences minimales de fonds propres et cherche à fournir aux banques elles-mêmes des incitations à améliorer constamment leurs capacités internes de gestion des risques. La caractéristique commune de ces options réside dans une différenciation plus marquée de la qualité du crédit, de sorte qu'il est prévu que l'exigence de fonds propres en regard d'un prêt donné varie dans le temps, parallèlement à l'évolution estimée de son niveau de risque au gré des circonstances. Pour la toute première fois, le problème du risque opérationnel, qui revêt manifestement de plus en plus d'importance, se trouve également abordé. Enfin, les propositions soulignent le rôle du processus de surveillance prudentielle, notamment pour l'examen des procédures internes des banques en matière d'évaluation du risque, et la nécessité d'une plus grande transparence des établissements au niveau de leur profil de risque et de leurs transactions. Pour ce dernier aspect, l'idée fondamentale est que la discipline de marché, fondée sur cette communication financière, incitera à davantage de prudence.

Toutes ces propositions représentent des avancées décisives. Cependant, des détails importants restent à régler par les autorités de contrôle, conjointement avec l'ensemble de la profession, avant leur mise en œuvre en 2004. L'une des questions en suspens est de savoir si les évaluations internes du risque par les banques ne sont pas susceptibles de varier de manière excessive au cours du cycle conjoncturel, ce qui pourrait donner lieu à des réductions inopportunes des volants de fonds propres en période d'expansion et à des augmentations lors d'une récession. Les établissements pourraient y être encouragés si les méthodes de mesure se fondent sur des horizons relativement courts et procèdent par extrapolation du passé récent. Heureusement, le processus de surveillance prudentielle permet de traiter ces questions pratiques, à condition, bien sûr, que les autorités de contrôle disposent des ressources, compétences et pouvoirs nécessaires pour garantir le respect des dispositions. Il s'agit là, sans doute, d'un défi majeur, en particulier pour de nombreuses économies émergentes.

Dans un même ordre d'idées, les récentes propositions visant à étendre l'utilisation de la comptabilisation à la juste valeur sont de nature à affecter le fonctionnement de tous les établissements financiers. Sous l'angle de la stabilité financière, il est fait valoir que la discipline de marché s'en trouverait renforcée, puisque les états financiers seraient plus transparents et offriraient une image plus fidèle de la réalité. Cette approche permettrait, en particulier, l'enregistrement immédiat des gains et pertes résultant de toute modification des taux d'intérêt et de la qualité du crédit. Certains objectent, en revanche, que les bénéfices nets et les valorisations pourraient devenir ainsi excessivement volatils d'une période à l'autre et risqueraient de varier beaucoup trop au cours du cycle, rendant le système financier encore plus procyclique qu'il ne le paraît actuellement.

En raison des difficultés que pourrait présenter la comptabilisation à la juste valeur, une voie médiane est proposée; elle consiste à adopter une méthode de provisionnement à caractère préventif en regard des pertes de crédit. En vertu des conventions comptables actuelles, les provisions sont normalement réduites en période d'expansion et ne sont renforcées que lorsque l'activité ralentit. Un préprovisionnement permettrait d'enregistrer plus tôt les pertes de crédit attendues et d'avoir l'assurance de disposer de ressources adéquates pour faire face aux défaillances sur prêts dans une phase de détérioration de la conjoncture. Malheureusement, cette approche médiane n'est pas non plus dénuée de difficultés. La plus importante tient à l'aspect subjectif de ce type de provisionnement, qui donnerait aux banques la possibilité de manipuler leurs comptes pour des raisons fiscales ou autres. En outre, si les modifications de la qualité du crédit au cours du cycle conjoncturel ne sont pas bien prises en compte ex ante, le préprovisionnement n'aura guère d'incidence concrète. Nonobstant ces difficultés, cette approche mérite d'être approfondie, de même que les propositions conférant aux autorités de contrôle la possibilité d'exiger, dès l'octroi d'un prêt, un provisionnement automatique sous une forme ou une autre.

Outre la solidité des établissements, l'efficacité des marchés financiers constitue le deuxième préalable essentiel à la stabilité du système. Au cours de la période sous revue, nombre d'observateurs ont exprimé la crainte que la liquidité de marché, c'est-à-dire la capacité d'effectuer d'importantes transactions sans incidence notable sur les prix, ne soit entravée par plusieurs développements structurels et autres: diminution et concentration manifestes du capital affecté à la tenue de marché, désengagement des fonds spéculatifs des activités d'arbitrage, uniformisation des pratiques de gestion des risques, recours croissant au courtage électronique (caractérisé normalement par l'absence de teneur de marché) et tarissement de l'offre de titres d'État «sans risque». En réalité, les chocs récents n'ont pas eu la même influence généralisée sur le fonctionnement des marchés qu'en 1990 et au troisième trimestre de 1998. Il convient pourtant de rappeler que ces deux épisodes avaient été marqués par un incident de crédit majeur sous la forme de l'effondrement d'un gros opérateur, Drexel Burnham Lambert, et du quasi-effondrement d'un autre, LTCM. Étant donné qu'aucun incident de cette nature ne s'est produit dernièrement, il se pourrait que la liquidité en période de tensions n'ait pas été, en fait, véritablement mise à l'épreuve. À l'inverse, on pourrait aussi faire valoir que ces expériences passées ont entraîné une réduction des opérations à effet de levier, de sorte que les marchés ont eu moins tendance à se gripper en présence de difficultés.

Si ces interrogations restent encore sans réponse, certaines suggestions pratiques ont néanmoins été formulées pour favoriser la poursuite du bon fonctionnement des marchés financiers. De nouveaux progrès dans l'élaboration et l'application de normes en matière de sûretés et de documentation devraient développer la capacité des contrats d'échange de reprendre un grand nombre de fonctions assurées auparavant par les obligations d'État. En Europe, la mise en œuvre rapide des recommandations contenues dans le Rapport Lamfalussy aurait pour effet bénéfique de

contribuer à l'intégration de marchés à présent fragmentés. De plus, comme l'expérience a montré que les préoccupations sur le risque de contrepartie peuvent affecter très vite la liquidité de marché, il conviendrait d'encourager toute initiative visant à améliorer la communication financière. Enfin, les gros établissements, en particulier ceux à qui il pourrait incomber de fournir des liquidités en période de tensions, sont instamment invités à procéder, vis-à-vis du risque de liquidité, à des simulations de crise aussi rigoureuses que celles qu'ils effectuent de plus en plus pour la mesure des risques de marché et de crédit.

Le troisième socle de la stabilité du système financier est l'adéquation de son infrastructure. Outre les fondements comptables et juridiques déjà évoqués, il importe de disposer de systèmes de paiement et de règlement fonctionnant sans heurts, quelles que soient les tensions auxquelles ils sont soumis. D'importants progrès ont été accomplis, ces dernières années, dans le domaine des paiements de gros, en particulier avec l'extension du règlement brut en temps réel. De surcroît, la publication des *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique* a fourni à la Banque mondiale et au FMI un ensemble utile de normes universellement applicables dans leur évaluation des pays. Enfin, des avancées réelles ont été effectuées pour la constitution de CLS (Continuous Linked Settlement) Bank, en vue d'éliminer le risque Herstatt de la compensation et du règlement des opérations de change sur les grandes monnaies. Après vingt-cinq années de temporisation depuis que l'exposition à ce risque mondial est reconnue, il convient de mener à bien avec détermination les dernières étapes conduisant à une solution satisfaisante.

Coopération dans la recherche de la stabilité financière

Si des problèmes difficiles existent dans le domaine de la coopération internationale, il est au moins une question tout aussi délicate au niveau national. Quels devraient être les rôles respectifs des autorités monétaires et prudentielles à l'égard de la stabilité financière? Il s'agit là d'une question d'actualité, même lorsque la banque centrale est chargée de ces deux missions. Elle revêt un caractère encore plus pertinent, du fait de la tendance croissante à concentrer dans un organisme indépendant la responsabilité de la surveillance des établissements financiers et des marchés des titres.

Quels que soient les avis sur cette tendance, elle a au moins le mérite de montrer que l'on peut fort bien combiner deux approches complémentaires du problème de la stabilité financière, l'une au niveau des institutions et l'autre à celui du système. Les méthodes prudentielles traditionnelles privilégient généralement la solidité des établissements pour assurer ainsi celle de tout le système. À l'inverse, les autorités monétaires ont plutôt mis l'accent sur l'éventualité de chocs et de cycles de caractère systémique. Si la validité de ces deux approches est reconnue, il semblerait alors normal, dans un souci de prévention des crises, d'instaurer un dialogue et une coopération permanents entre les diverses parties concernées. Celles-ci doivent pouvoir se concerter sur ce qu'elles considèrent comme des fragilités, pour tenter d'y remédier. En

outre, ce processus garantirait, entre les organismes, la libre communication et la confiance qui sont essentielles pour gérer les crises lorsqu'elles surviennent. Toutes les parties prenantes dans cette gestion devraient s'accorder par avance sur le partage des responsabilités, afin que les décisions nécessaires soient prises en temps opportun.

Dans la recherche de la stabilité financière, une coopération s'établit actuellement au sein de plusieurs instances internationales, parfois d'origine très récente. On peut d'ailleurs se demander si ces formes de dialogue n'ont pas trop tendance à se multiplier. Les hauts responsables doivent assister, en effet, à un nombre impressionnant de réunions, dont il est à craindre que le caractère répétitif ne fasse passer au second plan les analyses pertinentes et n'affaiblisse la volonté de parvenir à des mesures préventives concrètes. L'instauration du Forum sur la stabilité financière a fait redouter, au départ, que cette instance ne complique encore la situation. Concrètement, cependant, le Forum s'est avéré très utile pour permettre aux principaux responsables officiels des grands marchés financiers de se retrouver, afin d'identifier les fragilités, les duplications de travaux ainsi que les aspects restant à traiter dans le domaine de la stabilité financière et d'établir les priorités. De surcroît, si le Forum s'est senti obligé de prendre à son compte une partie de cette tâche, il s'est essentiellement appuyé sur les organes en place pour faire avancer la coopération.

Le Forum s'attache de plus en plus, en particulier, à encourager l'utilisation, au niveau national, des normes et codes agréés à l'échelle internationale pour conforter la stabilité financière. La réalisation de cet objectif comporte au moins quatre étapes: fixation des normes; évaluation du degré de conformité dans chaque pays; mise en œuvre; actualisation régulière en fonction des enseignements obtenus. Si des progrès importants ont été accomplis sur chacun de ces plans, grâce notamment à la volonté manifestée par la Banque mondiale et le FMI de collaborer étroitement avec les commissions techniques des instances nationales de normalisation, beaucoup reste à faire cependant. Certains marchés émergents continuent à s'interroger, par exemple, sur la légitimité de codes qui sont essentiellement établis par un petit nombre de pays développés et font observer que, pour le moins, les normes devraient prendre en compte la réalité des différents stades de développement. S'agissant de la mise en œuvre, il est évident que les codes existants doivent indiscutablement être portés à l'attention des agences de notation et des prêteurs, si l'on veut qu'ils les utilisent vraiment pour récompenser ceux qui les respectent. Il est clair également que de nombreuses économies émergentes auront besoin d'une assistance technique pouvant être importante.

Il est également nécessaire de poursuivre la réflexion et de s'accorder sur la meilleure façon de gérer et de résoudre les crises financières. Un consensus plus large est indispensable sur des principes fondamentaux concernant les modalités de restructuration des banques fragiles lorsque l'ensemble du système est précaire. En outre, le processus actuel de consolidation et de mondialisation financières se traduit par l'apparition de groupes plus grands, plus complexes et plus internationaux, dont les activités recouvrent souvent

plusieurs juridictions prudentielles. Bien que la qualité de leur gestion soit généralement très élevée, il importe d'examiner plus attentivement l'approche à adopter à leur égard en cas de problèmes. Les interconnexions qui existent à présent entre nombre d'entre eux suffisent à montrer l'urgence croissante de cette tâche. Enfin, il serait souhaitable de parvenir à un accord plus vaste sur le rôle que doit jouer le FMI dans la gestion des crises de liquidité d'emprunteurs souverains. D'aucuns continuent d'affirmer que de larges programmes de soutien financier doivent être mis en œuvre en complément de la conditionnalité. Ils arguent de la dureté inacceptable de solutions reposant entièrement sur le marché ainsi que des dangers de tensions politiques et sociales déstabilisatrices. D'autres redoutent que cela n'encourage des comportements imprudents, en particulier de la part des créanciers, et proposent d'utiliser des moratoires de dette et des incitations juridiques pour favoriser le règlement négocié avec les créanciers privés.

Il n'existe pas de réponse toute faite à cette dernière question, qui continuera d'alimenter les discussions durant des décennies. Il semble cependant qu'un consensus se développe sur la manière d'avancer dans un grand nombre de domaines évoqués précédemment, avec des implications tant pour la prévention des crises que pour leur gestion. Il paraîtrait éminemment souhaitable que des actions soient mises en œuvre rapidement à cet égard, de crainte que des événements dans la sphère financière ne montrent, une nouvelle fois, que trop peu a été fait et trop tard.

Activités de la Banque

Le présent chapitre passe en revue les principales activités de la Banque au cours de l'exercice écoulé, qui sont restées concentrées sur deux domaines: promotion de la coopération en matière de stabilité financière et monétaire dans la communauté des banques centrales et instances de réglementation; fourniture, essentiellement aux banques centrales, d'instruments et de services financiers de haute qualité. Le chapitre décrit également plusieurs modifications importantes dans les Statuts et l'organisation de la Banque. Les rapports mentionnés ci-après, de même qu'une grande partie des travaux de recherche, sont disponibles sur le site Internet BRI (www.bis.org) ou, sur demande, en version papier.

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

Les réunions bimestrielles des gouverneurs des banques centrales membres de la BRI et les travaux menés avec le soutien des divers comités œuvrant sous l'égide des gouverneurs du G 10 sont demeurés au centre des contributions de la Banque à la coopération financière internationale. Avec l'élargissement notable de l'actionnariat au cours des six dernières années, les réunions, thèmes de discussion et initiatives en faveur de la coopération revêtent de plus en plus une dimension mondiale. Cette extension de la présence de la BRI a été renforcée par le développement des activités de l'Institut pour la stabilité financière et du Bureau de représentation pour l'Asie et le Pacifique, à Hong-Kong RASS, ainsi que par la décision d'établir un Bureau de représentation pour les Amériques à Mexico. La création, en mars 2001, du Comité consultatif Asie a apporté une nouvelle pierre à l'édifice de la coopération en Asie.

Consultations régulières sur des questions monétaires et financières

Au cours de la période sous revue, les gouverneurs et hauts responsables des banques centrales membres de la BRI se sont réunis tous les deux mois pour examiner l'état de l'économie mondiale, l'évolution des marchés financiers et certaines questions spécifiques intéressant plus particulièrement les banques centrales. En novembre 2000, la réunion s'est tenue hors de Bâle, au Banco de México.

Les *réunions sur l'économie mondiale*, qui rassemblent les gouverneurs des banques centrales des principaux pays industriels et économies émergentes, ont, comme à l'accoutumée, procédé à un examen exhaustif

de l'évolution de l'économie et des marchés financiers dans le monde. Les échanges de vues et d'informations sur les évolutions essentielles ont été particulièrement utiles en présence de ce qui s'est avéré être un retournement marqué du cycle conjoncturel. En outre, ces discussions ont contribué à renforcer la communauté d'idées sur les fragilités et déséquilibres naissants.

Les *réunions des gouverneurs des pays du G 10* ont été consacrées, l'an dernier, à une évaluation plus détaillée des spécificités de la situation conjoncturelle ainsi qu'à l'analyse des discussions et travaux en cours dans le cadre des divers comités qui leur font rapport. En outre, les gouverneurs du G 10 ont approuvé, pour publication ou consultation publique, plusieurs rapports de ces comités (voir ci-après). Enfin, les gouverneurs ont rencontré les responsables du contrôle bancaire des pays du G 10 en mai 2000 et mai 2001 pour examiner divers sujets d'intérêt commun tels que le Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres, la comptabilité à la juste valeur et le traitement des grands établissements financiers complexes.

Lors des réunions bimestrielles, une séance, à laquelle sont conviés les gouverneurs de toutes les banques centrales membres de la BRI, est consacrée à l'étude approfondie d'un sujet présentant un intérêt particulier pour les banques centrales. Durant la période sous revue, ces *réunions de l'ensemble des gouverneurs* ont abordé un large éventail de thèmes dans les domaines de la politique monétaire et de la stabilité financière, notamment: tendances de la liquidité sur les marchés des obligations d'État; consolidation bancaire; procyclicalité et réglementation prudentielle; inflation et cadre de la politique monétaire dans les marchés émergents; mise en œuvre de normes et codes pour renforcer les systèmes financiers.

Le *Comité sur l'or et les changes*, qui regroupe des experts des marchés financiers issus des banques centrales du G 10, s'est également réuni tous les deux mois l'an dernier. À plusieurs occasions, il a aussi accueilli des représentants des principaux marchés émergents. Son ordre du jour a été dominé par les relations de change entre grandes monnaies, mais il a examiné en outre des thèmes intéressants plus particulièrement les opérateurs de marché, comme: avantages des interventions officielles; implications du tarissement des titres d'État pour la conduite de la politique monétaire; liquidité des marchés des changes.

La Banque a poursuivi la collecte, l'analyse et la diffusion d'informations sur la gouvernance des banques centrales. La demande de telles informations a été importante durant l'année, les instituts d'émission placés dans un environnement changeant cherchant à tirer les leçons de l'expérience de leurs pairs. Ces travaux ont continué d'être guidés par un Groupe de coordination où sont représentés les gouverneurs des banques centrales de pays industriels et d'économies émergentes. La Banque s'est largement appuyée, dans ce domaine, sur le réseau qu'elle gère à cet effet et auquel participent environ 40 institutions. Cette structure informelle a permis à la BRI de fournir des informations actuelles de nature comparative sur des questions présentant un caractère d'urgence, tout en enrichissant sa base de connaissances. Enfin, de hauts responsables des banques centrales du monde entier se sont rencontrés,

l'an passé, pour discuter de la gouvernance des banques centrales en période de mutation.

Diverses réunions spéciales de hauts responsables de banques centrales ont également eu lieu l'an dernier. En mars 2001, un séminaire à l'intention des gouverneurs a examiné les pratiques de gestion des risques dans les établissements financiers. Le Département monétaire et économique a, une nouvelle fois, organisé deux rencontres d'économistes de banques centrales, l'une portant sur les dimensions micro et macroprudentielles de la stabilité financière, l'autre sur des questions de conjoncture. En outre, plusieurs ateliers ont été consacrés à différents sujets: objectifs d'inflation et processus de hausse des prix dans les économies industrielles et émergentes; cyberfinance; liquidité de marché. Le secteur privé participe de plus en plus activement aux discussions.

La dimension mondiale des efforts de coopération de la Banque s'est encore manifestée, l'an passé, à travers des réunions rassemblant essentiellement de hauts responsables des banques centrales d'économies émergentes. Outre la session de travail régulière sur la politique monétaire en Amérique latine, au Banco de México en novembre 2000, une rencontre des sous-gouverneurs des banques centrales d'Afrique a été organisée sur le même thème, en octobre 2000, à la South African Reserve Bank. D'autres sont prévues pour mai 2001 en Asie (à la People's Bank of China) et juillet 2001 en Europe orientale. La désormais traditionnelle réunion de deux jours des sous-gouverneurs des économies émergentes, dont la dernière a été tenue à Bâle en décembre 2000, a été consacrée à la concurrence, à la consolidation et à la stabilité systémique dans le secteur financier.

Rôle des comités permanents dans la promotion de la stabilité financière

Les trois comités créés par les banques centrales du G 10 et se réunissant sous l'égide de la BRI ont encore notablement contribué à la promotion de la stabilité financière au cours de la période sous revue. Comme par le passé, ils ont envisagé cet objectif sous trois angles différents mais complémentaires: solidité des établissements (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire), fonctionnement efficient des marchés (Comité sur le système financier mondial) et robustesse de l'infrastructure de paiement (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.

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire

Au cours des douze derniers mois, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a formulé de nouvelles recommandations prudentielles sur des questions bancaires essentielles. Son initiative la plus remarquable a été la publication, pour consultation, d'un deuxième document sur le Nouvel accord de Bâle (qui doit entrer en vigueur en 2004). Le Comité a également diffusé plusieurs études importantes de politique générale destinées à encourager les autorités de contrôle des banques du monde entier à renforcer leur dispositif prudentiel

dans divers domaines. En septembre 2000, le Comité a organisé à la BRI, en collaboration avec la Banque Nationale Suisse et la Commission fédérale des banques de Suisse, la 11^e Conférence internationale des autorités de contrôle bancaire, à laquelle ont assisté 260 personnes originaires de près de 130 pays.

Les propositions du Nouvel accord de Bâle ont été exposées dans un ensemble de documents publiés le 16 janvier 2001. Le cadre conceptuel reste identique à celui du premier processus de consultation, de juin 1999 (décrit dans le Rapport annuel 2000): une approche équilibrée reposant sur trois piliers d'importance équivalente (ratio minimal de fonds propres; processus de surveillance prudentielle; exigences en matière de communication financière). Il a cependant été grandement affiné, suite aux observations de la profession et des autorités de contrôle hors G 10. La plupart des commentaires reçus portaient sur le premier pilier. Destiné à l'origine aux grandes banques internationales, le Nouvel accord est toutefois volontairement conçu de façon à s'appliquer à tous les établissements, quel que soit leur degré de technicité. La complexité des propositions s'explique donc dans une certaine mesure par la nécessité de fournir une gamme correspondante d'options.

Pour l'essentiel, le document de janvier 2001 affine les méthodes de mesure du risque de crédit (premier pilier) et propose un traitement plus différencié en fonction du risque pour les éléments suivants: sûretés, garanties, dérivés de crédit, accords de compensation et titrisation. Il introduit, en outre, pour la première fois un cadre d'application d'une exigence de fonds propres en regard du risque opérationnel.

Le deuxième axe majeur des travaux du Comité, au cours de la période sous revue, a été l'élaboration de normes prudentielles de portée mondiale. Son action à cet égard a été largement soutenue par le Programme d'évaluation du secteur financier (PESF); celui-ci, mené conjointement par le FMI et la Banque mondiale, sert de guide pour évaluer l'application des normes et codes internationaux dans les différents pays. Dans ce cadre, deux documents du Comité ont joué un rôle clé: *Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace* (1997) et *Méthodologie des Principes fondamentaux* (1999). Suite aux évaluations effectuées jusqu'en avril 2001 et aux discussions au sein du Groupe de liaison sur les Principes fondamentaux (pays du G 10 et hors G 10), le Comité prévoit d'engager prochainement une révision des Principes fondamentaux en vue d'en publier un nouvel ensemble en 2002. Le Groupe de liaison a été lui-même actif, créant notamment des groupes de travail sur les fonds propres et sur des recommandations visant à faciliter l'auto-évaluation du respect des principes.

Le Comité de Bâle a entretenu un fructueux dialogue avec les autorités de contrôle de pays non membres. Son Secrétariat a été représenté à la plupart des réunions de groupes régionaux; il a répondu à de nombreuses demandes, d'assistance notamment. Il a participé, lorsque cela était nécessaire, au programme intensif de formation et d'assistance techniques désormais assuré par l'Institut pour la stabilité financière (voir ci-après). Il joue un rôle actif dans la mise en circulation des documents publiés, en préparant et diffusant un *Compendium* des documents majeurs de politique générale, mis à jour chaque année, et en distribuant régulièrement dans 170 pays la Liste de contacts des

autorités de contrôle bancaire. La dimension mondiale de son action a été mise en évidence par la Conférence internationale des autorités de contrôle bancaire.

Le Comité de Bâle a continué de publier régulièrement des recommandations sur des sujets prudentiels spécifiques. L'année dernière, celles-ci ont porté notamment sur les thèmes suivants: évaluation du risque de crédit; banque électronique; obligation de diligence à l'égard de la clientèle; risque de règlement dans les opérations de change; communication financière sur le risque de crédit; audit interne; relations entre autorités de contrôle et auditeurs externes; questions relatives aux institutions à fort effet de levier. Le Comité a fait paraître en outre deux documents de travail sur les notations externes et les systèmes d'alerte. Il a poursuivi le dialogue avec les instances comptables internationales, en particulier sur la comptabilité à la juste valeur.

Comité sur le système financier mondial

Le CSFM a continué de surveiller les marchés internationaux des capitaux et l'évolution du système financier mondial. Il s'est intéressé en priorité à l'analyse et à l'évaluation de facteurs susceptibles d'affaiblir les systèmes financiers, tant nationaux qu'internationaux, et de menacer ainsi le fonctionnement des grandes économies industrielles et émergentes.

Le Comité a poursuivi ses travaux sur la liquidité de marché et les simulations de crise. Une réunion de plusieurs de ses membres avec des représentants du secteur privé a examiné dans quelle mesure les modifications des procédures de gestion des risques dans les établissements pourraient affecter la liquidité de marché. Les principales conclusions, ainsi que les résultats de travaux antérieurs, ont été communiqués au Forum sur la stabilité financière (FSF).

Début 2000, le CSFM a commencé une enquête sur les simulations de crise pratiquées par 43 banques de 10 pays, dans le but de mieux connaître le rôle de ces pratiques dans la gestion des risques et de déterminer les événements exceptionnels considérés comme des risques majeurs. Le rapport a été soumis à consultation fin avril 2001.

Un groupe de travail créé pour étudier les implications de la négociation électronique sur les marchés financiers a présenté un rapport en janvier 2001. Le document analyse le recours à de tels systèmes pour les opérations de change et sur instruments à revenu fixe ainsi que son impact sur la structure, l'efficacité et la transparence des marchés. Il s'attache plus particulièrement aux questions de stabilité financière telles que la liquidité en période de tensions. Le CSFM a également continué de surveiller les changements technologiques et leurs répercussions sur les marchés financiers; il a été représenté au Groupe de contact sur la cyberfinance institué par le FSF.

En mars 2001, un autre groupe de travail du CSFM a publié un rapport sur les tendances récentes, la gestion des risques et la dynamique sur les marchés de gros. Après avoir examiné les changements intervenus dans l'utilisation et la disponibilité des sûretés, le document analyse leurs conséquences possibles pour le fonctionnement des marchés, surtout en période de tensions. Le

Comité a également mis sur pied un groupe de travail sur le financement de la nouvelle économie, afin de déceler les évolutions susceptibles d'avoir un impact sur la politique monétaire ou la stabilité financière. Le mandat de ce groupe couvre notamment les innovations en matière de pratiques de financement et les risques correspondants ainsi que les modifications possibles des rôles de différents prestataires de services financiers.

En septembre 2000, le Groupe de travail sur les statistiques bancaires internationales BRI a publié son rapport contenant des propositions visant à restructurer ces données, afin de faire apparaître le risque final et de mieux couvrir les expositions sur dérivés et les engagements conditionnels. Fondamentalement, ces propositions suivent les recommandations du Groupe de travail du FSF sur les mouvements de capitaux. Enfin, le CSFM, en collaboration avec le Comité de Bâle, l'Association internationale des contrôleurs d'assurance (AICA) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), a participé au rapport du Groupe de travail multidisciplinaire sur l'amélioration de la communication financière, transmis au FSF en mars 2001.

Comité sur les systèmes de paiement et de règlement

Le CSPR a poursuivi son action visant à promouvoir des systèmes de paiement et de règlement solides pour renforcer l'infrastructure des marchés des capitaux et réduire le risque systémique. Il a intensifié sa coopération avec d'autres instances internationales, notamment l'OICV, et a spécialement veillé à associer à ses travaux un nombre croissant de banques centrales hors G 10.

En janvier 2001, le CSPR a publié ses *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique*, à l'issue de deux procédures de consultation publique à l'échelle mondiale. Ces principes fournissent aux banques centrales, organisations internationales et concepteurs ou exploitants des recommandations pour améliorer l'architecture et l'efficacité des systèmes de paiement. L'importance de ces principes pour la stabilité financière est soulignée par le fait que leur respect constitue l'un des critères d'évaluation des pays tant dans le cadre du PESF, mené conjointement par le FMI et la Banque mondiale, que des Rapports sur l'application des normes et codes.

Les Principes fondamentaux témoignent d'une prise de conscience accrue du rôle essentiel des banques centrales dans les systèmes de paiement; ils soulignent notamment qu'il leur incombe de vérifier le respect de ces principes et d'établir une collaboration mutuelle. En ce qui concerne les systèmes ayant des caractéristiques transfrontières ou multidevises, les banques centrales utilisent de plus en plus un cadre de coopération proposé avec le soutien du CSPR.

S'agissant de l'établissement de normes, le CSPR et l'OICV ont publié, en janvier 2001, un rapport soumis à consultation formulant des recommandations destinées à améliorer la sécurité et l'efficacité des systèmes de règlement de titres, surtout pour les dispositifs transfrontières. Ces recommandations devraient être parachevées pour la fin de l'année.

Un aspect essentiel des travaux en cours du Comité porte sur la mise en œuvre de la stratégie de réduction du risque de règlement dans les opérations de change, approuvée par les gouverneurs du G 10 en 1996. Le Comité a

continué de suivre et d'encourager les initiatives du secteur privé, qui constituent un élément clé de cette stratégie; il coopère avec le Comité de Bâle pour élaborer des recommandations à l'intention des autorités de contrôle.

Le Groupe de travail sur les systèmes de paiement de faible montant a poursuivi son étude et présenté ses conclusions sur ces systèmes, les instruments qu'ils traitent et les questions qu'ils soulèvent. 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 carte et réseaux.

Le Comité a renforcé sa coopération avec les banques centrales hors G 10, en particulier celles des économies émergentes. Son Secrétariat a aidé plusieurs institutions et groupes régionaux à préparer une présentation de leurs systèmes de paiement. Le Comité a apporté sa contribution aux ateliers et séminaires mis sur pied par la BRI en collaboration avec les groupes régionaux. Après sa première réunion dans l'hémisphère occidental, en mai 2000, le Comité a organisé à Mexico un atelier pour les banques centrales et autorités monétaires d'Amérique latine et des Caraïbes.

Bureau de représentation pour l'Asie et le Pacifique

Le Bureau de représentation pour l'Asie et le Pacifique (Bureau d'Asie), ouvert en juillet 1998, a poursuivi ses activités visant à renforcer l'échange d'informations et la coopération entre les banques centrales de la région ainsi qu'entre ces dernières et leurs homologues du monde entier. Ces activités ont consisté entre autres à: réunir les responsables des banques centrales, notamment de la région; contribuer aux travaux de recherche et d'analyse financières et économiques de la Banque dans la zone Asie-Pacifique; promouvoir les relations d'affaires avec sa clientèle de banques centrales. Deux grandes initiatives ont marqué la période, avec le début du fonctionnement de la salle des opérations du Bureau d'Asie et la création du Comité consultatif Asie (CCA).

Suite à une décision du Conseil d'administration d'étendre les activités bancaires de la BRI dans la région, une salle des opérations de Trésorerie régionale est entrée en service en octobre 2000 et fait désormais partie intégrante du Département bancaire de la BRI. Elle offre des services bancaires aux banques centrales durant les heures d'ouverture des places asiatiques et contribue au renforcement des relations bancaires avec les contreparties commerciales de la région.

Le CCA, établi début 2001, se compose des gouverneurs des banques centrales de la région Asie-Pacifique membres de la BRI. Il a pour objet d'offrir un moyen de communication entre ces membres et le Conseil d'administration ainsi que la Direction de la BRI sur des questions intéressant la communauté des banques centrales de la région. Son premier Président est Ian Macfarlane, Gouverneur de la Banque de Réserve d'Australie, le Bureau d'Asie assurant les fonctions de secrétariat nécessaires à ses réunions, qui se tiendront au moins une fois par an.

Pendant la période sous revue, le Bureau d'Asie a apporté son soutien à diverses rencontres et leur a souvent servi de cadre. En avril 2000, il a organisé un atelier, destiné expressément aux responsables des banques centrales de la région, sur les aspects statistiques et économiques des emprunts à l'étranger

du secteur privé. En décembre 2000, il a mis sur pied, avec le Département bancaire et l'assistance du Département monétaire et économique, un séminaire à l'intention des gestionnaires de réserves sur les implications du rétrécissement des marchés des titres d'État. La troisième réunion spéciale des gouverneurs, tenue en février 2001, a rassemblé des gouverneurs de la région et de quelques pays hors d'Asie. En outre, le Bureau d'Asie a accueilli plusieurs réunions régionales dans le cadre des travaux de divers comités du G 10, notamment, en collaboration avec la Hong Kong Monetary Authority, un échange de vues entre autorités de réglementation et représentants de banques commerciales sur les propositions du Nouvel accord de Bâle.

Le Bureau d'Asie a collaboré étroitement avec les groupes régionaux de banques centrales. En octobre 2000, à la demande du Groupe de travail sur le contrôle bancaire de l'EMEAP (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks), il a organisé, avec la Hong Kong Monetary Authority, un séminaire de l'Institut pour la stabilité financière sur les risques liés aux instruments dérivés et leur réglementation. Fin 2000, le Bureau d'Asie a accueilli et animé le deuxième Forum EMEAP sur les marchés des changes et les autres marchés financiers. Il a également participé à des rencontres mises sur pied par des institutions régionales ainsi qu'à diverses conférences parrainées par des banques centrales, des institutions gouvernementales ou privées et des établissements universitaires de la région.

Institut pour la stabilité financière

L'ISF a pour mandat de contribuer à l'amélioration et à la consolidation des systèmes et établissements financiers à travers le monde, essentiellement par un dialogue avec les autorités de contrôle sur les modalités d'un renforcement de la surveillance prudentielle. L'ISF les aide également à mettre en œuvre les mesures et procédures prudentielles nécessaires. Pour réaliser ces objectifs, il dispose de divers moyens, en particulier l'organisation de séminaires ciblés et d'ateliers régionaux pour de hauts responsables du contrôle du secteur financier à l'échelle internationale. Ces rassemblements sont destinés à aider les participants à mieux comprendre les techniques prudentielles et à leur donner la possibilité de s'informer des derniers développements dans ce domaine. Jusqu'à présent, les travaux de l'ISF se sont concentrés sur les questions bancaires, principal vecteur de l'intermédiation financière dans de nombreuses parties du globe. Toutefois, compte tenu de la poursuite de l'intégration financière, il ajoute progressivement à son programme des séminaires sur la surveillance des secteurs des titres et de l'assurance, le but étant de couvrir peu à peu tous les aspects de la stabilité financière.

L'an dernier, l'ISF a organisé neuf séminaires ciblés à Bâle et quinze ateliers régionaux en collaboration avec des groupes de contrôle prudentiel. Ces rencontres couvraient divers sujets, choisis après consultation des autorités de contrôle du monde entier: gestion des risques; gouvernance d'entreprise; contrôle consolidé; résolution des problèmes des banques; mise en œuvre des Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace. L'ISF s'est particulièrement attaché à aider les autorités prudentielles hors G 10 à

mieux comprendre les propositions de modifications de l'accord de Bâle, et ses efforts en ce sens se poursuivront pendant la phase de mise en œuvre du Nouvel accord. L'ISF a aussi tenu des séminaires spécialisés, dont l'un sur les risques de crédit et de marché destiné aux sous-gouverneurs de banques centrales, un autre sur la gestion des risques à l'intention des contrôleurs d'assurance et plusieurs sur les questions d'assurance des dépôts. Plus de 1 100 représentants d'agences prudentielles dans le monde ont participé, l'an dernier, à des rassemblements ISF.

L'Institut a également pris l'initiative d'inviter des experts et universitaires reconnus à rédiger des contributions sur des sujets intéressant les autorités prudentielles du secteur financier. Le premier *Occasional Paper* de l'ISF, qui porte sur la structure organisationnelle du contrôle bancaire, a été publié en novembre 2000.

La coopération avec d'autres institutions fournissant des programmes d'aide aux autorités de contrôle occupe toujours une place de choix dans les travaux de l'ISF. Durant la période sous revue, l'Institut a coordonné des activités et collaboré, par exemple, avec le Toronto Centre, l'Institut du FMI, la Banque mondiale et des banques régionales de développement. Il a également soutenu la participation de la BRI à l'Institut multilatéral de Vienne en organisant pour lui deux séminaires bancaires.

Fin 2000, Josef Tošovský a succédé à John Heimann au poste de Président de l'ISF.

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 gouverneurs des banques centrales des pays du G 10, de leurs suppléants et des groupes de travail constitués sous leur égide. Pendant la période sous revue, un groupe d'étude du G 10, auquel l'Australie et l'Espagne ont été invitées à s'associer, a préparé un examen approfondi du mouvement de concentration dans le secteur financier. Ce document, approuvé par les ministres et gouverneurs, a été publié en janvier 2001. Il analyse en détail les caractéristiques et les causes de la concentration dans le secteur financier de treize pays, puis évalue les implications de ce phénomène pour le risque financier, la politique monétaire, l'efficacité, la concurrence et les flux de crédit ainsi que pour les systèmes de paiement et de règlement. Il recense également les domaines dans lesquels il convient de se doter de moyens d'action supplémentaires, tâche dont la réalisation a déjà commencé. En outre, le G 10 a continué d'encourager un large dialogue sur les moyens de prévenir et résoudre les crises financières.

Forum sur la stabilité financière

Le FSF a été créé début 1999 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 rassemble

régulièrement les hauts responsables d'institutions financières internationales (y compris de la BRI), les groupements internationaux d'autorités réglementaires et prudentielles, les comités d'experts des banques centrales et les autorités nationales responsables de la stabilité financière sur les grandes places mondiales. Il est présidé, à titre personnel, par Andrew Crockett, Directeur Général de la BRI. Des informations détaillées sur le Forum, ses membres et ses activités sont disponibles sur son site Internet (www.fsforum.org). Ce site contient un ouvrage de référence (*Compendium of Standards*) récapitulant les diverses normes économiques et financières reconnues, à l'échelle internationale, comme importantes pour la solidité des systèmes financiers. Il comporte également un répertoire de l'offre mondiale de formation dans le domaine de la surveillance financière, projet conjoint de la Banque mondiale, de la BRI, du FMI et de l'ISF.

Un aspect clé de l'activité du FSF consiste en échanges de vues et collecte d'informations sur les fragilités du système financier. Lors de leur réunion de mars 2001, les membres du FSF sont arrivés à la conclusion que les grands marchés et établissements financiers avaient bien résisté aux tensions. Toutefois, l'interaction entre le ralentissement conjoncturel et les déséquilibres financiers préexistants appelle à une vigilance constante et à une coopération accrue entre autorités prudentielles. Une réévaluation de ces fragilités devra être entreprise si les conditions venaient à se détériorer. Le FSF a également identifié deux sources potentielles de vulnérabilité pour le système financier: les mécanismes de transfert de risques et le rôle des technologies et instruments financiers récemment apparus dans la propagation de comportements grégaires. Le Forum a souligné combien il était important et urgent de poursuivre les travaux sur ces questions.

Le FSF examine aussi régulièrement les progrès accomplis dans l'application de ses recommandations antérieures sur les institutions à fort effet de levier, les mouvements de capitaux, les places franches financières ainsi que dans la mise en œuvre de normes internationales pour des systèmes financiers sains. Lors de sa réunion de mars 2001, le Forum a reconnu des avancées dans de nombreux domaines, mais il a indiqué qu'il fallait poursuivre les efforts, notamment par des actions concrètes des autorités nationales et du secteur privé.

Pour répondre aux préoccupations suscitées par les éventuelles répercussions de la faillite non maîtrisée d'un établissement financier très grand et complexe, notamment sur la stabilité du système financier international, le FSF, les ministres et gouverneurs du G 10 et le Comité de Bâle ont constitué en 2000 un groupe d'étude chargé d'examiner les principales questions que risque de soulever la liquidation d'un tel établissement. Ce groupe a défini des mesures préparatoires qui, de même que les procédures d'urgence à mettre en œuvre simultanément au niveau local, sont actuellement étudiées par les diverses autorités nationales et le seront ensuite au niveau international.

Lors de sa réunion de mars 2001 également, le FSF a mis en évidence des lacunes dans l'élaboration de recommandations internationales sur le traitement des banques en situation précaire et des problèmes bancaires

systémiques; il a invité le Comité de Bâle, par l'intermédiaire de son Groupe de liaison sur les Principes fondamentaux, à se pencher sur le sujet. Il a aussi suivi les progrès accomplis dans la mise au point de recommandations internationales sur les mécanismes d'assurance des dépôts, analysé les implications de la cyberfinance pour le contrôle prudentiel et le fonctionnement des marchés (à partir de travaux précédents d'un groupe de contact du FSF), et examiné d'autres questions intéressant les institutions financières internationales, concernant notamment le Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres, les règles comptables et le provisionnement.

Dans un effort d'ouverture, le FSF a récemment inauguré des rencontres régionales pour promouvoir les échanges de vues entre membres et non-membres sur les fragilités du système financier et permettre à ces derniers de faire connaître leur manière de voir. La première de ces réunions, tenue à Mexico début avril 2001, rassemblait de hauts responsables de la stabilité financière de sept pays d'Amérique latine et d'Espagne ainsi que des représentants du FSF. À l'échelle nationale et internationale, les participants ont analysé les fragilités des systèmes financiers et examiné les initiatives de nature à renforcer ces systèmes.

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 objet 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 membres sur leurs expériences respectives. L'AICA a aussi élaboré des principes pour le contrôle des conglomerats financiers, en collaboration avec le Comité de Bâle et l'OICV dans le cadre de l'Instance conjointe, et participe activement au Forum sur la stabilité financière.

À ce jour, l'AICA a publié plusieurs ensembles de principes et recommandations (*Insurance Core Principles; Insurance Concordat; Guidance on Insurance Regulation and Supervision for Emerging Market Economies*, notamment) ainsi qu'une large gamme de documents exposant des normes prudentielles dans le domaine des assurances. En 2000, ceux-ci comprennent: *Insurance Core Principles Methodology; Principles on the Supervision of Insurance Activities on the Internet; Supervisory Standard on Group Coordination; Guidance Paper for Fit and Proper Principles and their Application*. L'AICA formule également des normes sur les sujets suivants: exigences de solvabilité (adéquation des fonds propres); comptabilité; réassurance; risques de marché; commerce électronique; transparence; 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. Au cours de la période examinée, elle a organisé des séminaires de formation régionaux pour les autorités de surveillance d'Afrique, d'Amérique latine, d'Asie, d'Europe centrale et orientale ainsi que de places franches.

3. Autres formes de coopération avec les banques centrales

Coopération sur les questions statistiques

La BRI a poursuivi sa coopération active avec les banques centrales et autres organisations internationales sur diverses questions statistiques. Actuellement, les banques centrales de quelque 30 pays collectent et échangent des données exhaustives sur les positions transfrontières et en devises des banques sises dans leur pays, sur une base territoriale et consolidée. La BRI a présidé un groupe d'experts statisticiens chargé de concevoir un programme de mise en œuvre des recommandations formulées dans le rapport d'un groupe de travail du CSFM (voir ci-avant). Les améliorations proposées devraient être apportées d'ici la fin de 2004.

La Banque a coordonné, en avril 2001, une nouvelle enquête triennale sur les marchés des changes et des dérivés dans quelque 50 places financières, dont les résultats seront disponibles à l'automne. Elle a continué de participer aux statistiques conjointes Banque mondiale-BRI-FMI-OCDE, qui fournissent des données trimestrielles sur les grandes composantes de l'endettement extérieur des économies émergentes. Dans ce contexte, une étude a été menée pour mettre en évidence les principaux écarts entre les chiffres résultant des déclarations des créanciers et ceux publiés par les économies émergentes elles-mêmes. Enfin, la BRI a poursuivi ses discussions avec le FMI et la BCE, en vue de la création d'une base de données mondiale sur les différentes émissions de titres afin d'améliorer les statistiques dans ce domaine ainsi que dans celui des balances des paiements et d'affiner l'analyse des marchés financiers internationaux.

La BRI préside le Groupe d'experts sur les questions relatives à la banque de données monétaires et économiques, offrant aux banques centrales participantes (23 actuellement) des services pour l'échange électronique d'une large gamme de statistiques économiques, monétaires et financières. Un nombre important de banques centrales de marchés émergents ont accepté de s'associer à ces travaux. La plateforme de la banque de données BRI se compose de trois éléments: une structure complexe de codes pour les séries temporelles, correspondant à un cadre communément accepté; un protocole pour le transfert de ces données, au moyen des technologies Internet, à destination et en provenance d'un noyau central situé à la Banque; une norme internationale d'échange (GESMES/CB – Generic Statistical Message for Central Banks) mise au point conjointement par la BRI, les banques centrales et d'autres institutions internationales. À cet égard, la BRI, à la demande du Groupe d'experts banque de données, a pris contact avec d'autres organisations, comme le FMI, l'OCDE, le SEBC et Eurostat pour étudier les moyens d'améliorer la coopération internationale en matière de normes pour l'échange électronique de données, afin de rationaliser les rapports statistiques.

Coopération avec les groupes régionaux de banques centrales

La BRI a continué d'encourager la coopération entre banques centrales dans diverses parties du monde, soit au sein d'associations de politique régionale,

soit dans des organisations de banques centrales spécifiques. En 2000, elle a entretenu des liens actifs avec les organismes suivants: CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos); EMEAP (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks); MEFMI (Macroeconomic and Financial Management Institute of Eastern and Southern Africa); SADC (Southern African Development Community); SEACEN (South-East Asian Central Banks). La BRI a participé aux réunions de ces groupes et organisé, à l'occasion, des rencontres ou ateliers conjoints. Ainsi, après une conférence sur les sites Internet des banques centrales, tenue à la Banque en juin 2000, plusieurs groupes ont repris ce thème, avec l'aide de la BRI, dans leurs régions respectives.

Coordination de l'assistance et de la formation techniques

Comme les années précédentes, la BRI a aidé les banques centrales de plus de vingt pays industrialisés à coordonner l'assistance et la formation techniques destinées à leurs homologues d'Europe centrale et orientale, de la Communauté des États indépendants et de certaines économies en transition d'Asie. Cette coordination consiste à rassembler régulièrement des responsables des banques centrales donatrices et bénéficiaires concernées, de même que du FMI et d'autres organisations internationales. L'une de ces réunions s'est tenue à l'Institut multilatéral de Vienne, que la BRI a continué de soutenir, en collaboration étroite avec l'ISF et les comités établis à Bâle, en organisant des séminaires.

Groupe des experts informaticiens

En juin 2000, le Groupe des experts informaticiens a tenu à Hong-Kong une séance de travail spéciale avec les responsables des services informatiques de banques centrales asiatiques sur les défis stratégiques en matière de technologies de l'information pour les banques centrales du G 10 et d'Asie. Les différentes présentations et discussions ont porté notamment sur l'utilisation d'Internet et des technologies connexes, les plateformes de gestion de documents, les stratégies de recherche de compétences et de services ainsi que sur l'infrastructure informatique des systèmes de paiement.

Les séances régulières ont été consacrées aux développements dans les banques centrales en ce qui concerne la stratégie, l'organisation, l'infrastructure et les projets informatiques – souvent dans la perspective des activités électroniques. Les questions de sécurité informatique, notamment accès à Internet et mesures de protection reposant sur la cryptographie à clé publique, sont restées prioritaires pour les experts informaticiens et leur Groupe d'étude sur les questions de sécurité.

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 2000 la Bundesschuldenverwaltung (BSV – Administration fédérale allemande de la dette publique) avait fait procéder au versement d'un montant total d'approximativement DM 9,1 millions à titre de remboursement du principal et de paiements d'intérêts. Les valeurs d'encaissement et autres détails ont été publiés par la BSV 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, elle 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 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. Opérations du Département bancaire

Au 31 mars 2001, le bilan s'établissait à 76 054 millions de francs or, ce qui constitue un record pour une fin d'exercice et représente une augmentation de 1,6% par rapport au montant de 74 836 millions enregistré douze mois auparavant. En fait, ce résultat aurait encore été supérieur (de quelque 3,2 milliards de francs or) sans l'incidence négative de l'appréciation du dollar EU entre le début et la fin de l'exercice.

Comme les autres années, le bilan s'est sensiblement accru à la fin de l'automne, pour culminer fin décembre puis se replier au premier trimestre 2001. La tendance a cependant été beaucoup moins prononcée que lors des deux exercices antérieurs. Le maximum de 80 673 millions de francs or, atteint fin décembre, se situe bien au-dessous de celui de l'exercice précédent, avec 87 049 millions à la fin de décembre 1999.

Comme mentionné précédemment, la BRI a ouvert, en octobre dernier, une nouvelle salle des opérations de Trésorerie auprès de son Bureau d'Asie de Hong-Kong RASS. Cette Trésorerie régionale n'ayant pas de personnalité juridique propre, toutes les transactions effectuées par cette voie sont donc conclues au nom de la BRI, Bâle.

Passif

Au 31 mars 2001, les fonds empruntés en or et en monnaies (à l'exclusion des opérations de pension) s'élevaient à 70 117 millions de francs or, contre 68 724 millions un an auparavant. Les dépôts en or ont légèrement augmenté, de 22 millions de francs or, à 2 842 millions et représentent, comme pour l'exercice précédent, 4,1% du total des ressources empruntées. Pour leur part,

les dépôts en monnaies ont progressé de 1 371 millions de francs or (hors opérations de pension). Globalement, le volume journalier moyen des monnaies empruntées a été supérieur de 2,5% à celui de 1999/2000, ce qui reflète dans une certaine mesure une tarification plus concurrentielle et une commercialisation plus active des produits financiers de la BRI.

La hausse des fonds empruntés en monnaies s'explique principalement par la progression des placements en dollars EU et, à un degré moindre, en euros. La monnaie américaine représentait, au 31 mars 2001, 66,9% du total des fonds empruntés en monnaies, contre 65,3% sur l'exercice précédent, et la part de l'euro est passée durant la même période de 19,4% à 20,7%.

Les dépôts des banques centrales et autres autorités monétaires ont augmenté, de 60 667 millions à 64 687 millions de francs or, ce qui représente 96,2% du total des fonds empruntés en monnaies (hors opérations de pension) à fin mars 2001, contre 92,1% lors de l'exercice précédent. Les apports des autres déposants (essentiellement des institutions internationales) se sont élevés à 3 578 millions de francs or, contre 5 236 millions au 31 mars 2000. La clientèle de la BRI cherchant de plus en plus à accroître le rendement de ses placements, leur échéance moyenne auprès de la BRI a eu nettement tendance à s'allonger.

Actif

Les fonds déposés auprès de la BRI sont placés sur le marché, essentiellement auprès de banques commerciales bénéficiant d'une excellente réputation sur le plan mondial et par achats de titres d'État à court terme. Depuis l'ouverture de la Trésorerie régionale de Hong-Kong, à l'automne dernier, la BRI a sensiblement développé ses opérations avec des banques et institutions financières en Asie. La Banque accorde également des crédits à court terme, assortis normalement de garanties, aux banques centrales. Les risques de crédit, de transformation et de marché liés aux opérations financières de la BRI à Bâle et à Hong-Kong sont rigoureusement suivis par une unité distincte de contrôle des risques, qui rend compte directement au Directeur Général Adjoint. La BRI s'attache particulièrement à assurer en permanence un degré de liquidité suffisant pour répondre efficacement aux besoins imprévus de sa clientèle.

Les placements en monnaies se sont inscrits à 71 636 millions de francs or au 31 mars 2001, contre 71 127 millions un an auparavant, et recouvrent 210 millions de francs or sous forme d'avances à des banques centrales. Les avoirs en or de la Banque ont légèrement augmenté au cours de l'exercice, passant de 3 506 millions de francs or à 3 521 millions sous l'effet de la progression 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 par les gouvernements des principaux pays industriels; une certaine diversification s'est cependant opérée en faveur d'instruments de crédit de premier rang et de titres d'institutions internationales.

La Banque utilise également divers produits dérivés, en vue d'optimiser la gestion de ses fonds propres et de couvrir les risques sur ses fonds

empruntés (note 10a afférente aux comptes). Ainsi, la tendance, déjà mentionnée ci-dessus, de la clientèle à allonger les échéances a incité la Banque à recourir davantage aux contrats à terme et contrats d'échange sur taux d'intérêt.

6. Bénéfice net et répartition

Les comptes du 71^e exercice clos le 31 mars 2001 font ressortir un bénéfice net de 271,7 millions de francs or, contre 307,8 millions pour l'exercice 1999/2000. Le produit du placement des fonds propres a augmenté, en raison de la hausse moyenne des rendements d'intérêts par rapport à l'exercice précédent. Le revenu sous-jacent des opérations sur fonds empruntés est semblable à l'an passé. Toutefois, des pertes comptables substantielles se sont matérialisées, la clientèle banques centrales ayant géré activement son portefeuille d'instruments BRI lorsque les taux d'intérêt ont fléchi durant les derniers mois de l'exercice et ont accru la valeur de marché de leurs créances sur la BRI. En termes économiques, ces pertes sont compensées par des gains non matérialisés sur les actifs correspondant aux ressources empruntées et opérations de hors-bilan de la Banque, qui, conformément aux conventions comptables de la BRI, ne sont pas comptabilisés dans le compte de profits et pertes. Ces pertes s'inverseront d'ici à l'échéance initiale des créances concernées. Enfin, le Conseil d'administration a décidé que, comme le niveau actuel de la Provision pour risques bancaires et autres éventualités était suffisant, un transfert à cette provision n'est pas nécessaire.

Le résultat du présent exercice est indiqué après déduction de 67,0 millions de francs or au titre des frais d'administration, amortissements inclus, contre un montant de 68,8 millions pour le précédent exercice, ce qui représente une baisse de 3%. En termes de francs suisses, monnaie dans laquelle est opéré le règlement de la plupart des dépenses de la Banque, les frais d'administration se sont accrus de 6%. Au sein de cette catégorie, les amortissements ont augmenté de 18% en francs suisses (et de 8% en francs or), en raison de la poursuite des investissements de la Banque dans le domaine notamment des technologies de l'information, en particulier pour l'amélioration des systèmes bancaires électroniques et l'équipement de la nouvelle salle des opérations, à Hong-Kong.

En application de l'article 51 des Statuts, il est proposé que le bénéfice net de 271,7 millions de francs or soit réparti par l'Assemblée générale de la manière suivante:

- i) 48,6 millions de francs or pour le paiement d'un dividende de 360 francs suisses par action. Il convient de noter que le dividende sera payé sur 452 113 actions. Le nombre des actions émises et libérées avant l'opération de retrait est de 529 165. Sur ce nombre, 77 052 sont des actions propres, qui comprennent 74 952 actions reprises d'anciens actionnaires privés et de banques centrales et 2 100 autres actions. Aucun dividende ne sera versé sur les actions propres;
- ii) 44,6 millions de francs or au Fonds de réserve générale;
- iii) 3,0 millions de francs or au Fonds spécial de réserve de dividendes;

iv) 175,5 millions de francs or, représentant le solde du bénéfice net disponible, au Fonds de réserve libre que le Conseil d'administration 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 2001 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 20 juin 2001.

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 2001 ainsi que des résultats de ses opérations pour l'exercice clos à cette date. Leur rapport figure immédiatement après les comptes.

7. Modification des Statuts de la Banque

Reprise des actions en mains privées

Comme cela a été annoncé le 11 septembre 2000, une Assemblée générale extraordinaire (AGE) de la Banque tenue le 8 janvier 2001 a décidé, sur recommandation du Conseil d'administration, de réserver, à l'avenir, le droit de détenir des actions de la BRI exclusivement aux banques centrales. En conséquence, l'AGE a approuvé une modification des Statuts de la Banque portant rachat obligatoire par la BRI de la totalité de ses actions en mains privées, contre paiement d'une indemnité de 16 000 francs suisses par action (soit environ \$EU 9 950 au cours de change du 8 janvier 2001).

Le montant de l'indemnité de 16 000 francs suisses payable aux actionnaires privés représentait une prime de 95–155% par rapport aux cours de clôture du dernier jour de cotation, en septembre 2000, précédant l'annonce de l'opération proposée; les cours se situaient alors respectivement à 8 195, 7 800 et 6 273 francs suisses pour les actions des émissions américaine, belge et française soumises au rachat obligatoire. Le montant de l'indemnité a été déterminé par le Conseil, puis établi par l'AGE, sur la base de l'évaluation et des recommandations de la banque d'affaires internationale JP Morgan & Cie, qui a procédé à une analyse de valorisation multicritère. De son côté, le cabinet d'expertise comptable Barbier Frinault & Associés (Arthur Andersen), en qualité d'expert indépendant, a confirmé le caractère équitable de l'indemnité offerte.

Les raisons qui ont conduit la Banque à procéder au rachat obligatoire sont essentiellement de deux ordres. Premièrement, l'existence d'un petit nombre d'actionnaires privés dont l'intérêt est avant tout financier devenait de plus en plus incompatible avec la mission internationale d'intérêt public de la BRI et avec le développement futur de l'organisation. En effet, la BRI a principalement pour objet de favoriser la coopération entre banques centrales et donc de contribuer à la stabilisation du système financier mondial; la maximisation des rendements des placements financiers de ses actionnaires ne constitue donc pas un objectif majeur. Deuxièmement, les marchés des actions BRI souffraient d'imperfections irrémédiables: les titres en mains privées appartenaient à trois émissions non fongibles (la totalité de l'émission

américaine et une partie des émissions française et belge); ils faisaient l'objet, sur deux places boursières, d'un faible volume de négociation; et les Statuts de la Banque imposent de lourdes procédures pour le transfert d'actions.

Afin de procéder au rachat obligatoire de toutes les actions en mains privées, les articles 6, 12 et 15 à 18 des Statuts de la Banque ont été modifiés, de façon à réserver exclusivement aux banques centrales le droit de détenir des actions de la BRI. En outre, une disposition transitoire insérée dans les Statuts, article 18 bis, opère la radiation des actionnaires privés inscrits sur les registres de la Banque et le paiement à ces actionnaires d'une indemnité de 16 000 francs suisses par action. Le nouvel article prévoit également la redistribution des actions détenues par la BRI entre les banques centrales actionnaires, selon des modalités à déterminer ultérieurement par le Conseil. Comme, simultanément, les banques centrales possédant des actions BRI d'une émission autre que celle de leur pays se sont vu offrir la possibilité de vendre ces actions à la Banque pour le même montant de 16 000 francs suisses par action, la Banque a racheté 74 952 de ses actions.

Les modifications statutaires effectuées pour mener à bien l'opération se fondent sur les règles juridiques particulières (notamment Charte constitutive et Statuts) applicables à la BRI en sa qualité d'organisation internationale. L'article 54 des Statuts de la Banque, en particulier, dispose que le Tribunal arbitral prévu par l'Accord de La Haye est seul compétent pour connaître des différends soulevés par l'opération, s'agissant de l'interprétation ou de l'application des Statuts. Un petit nombre d'anciens actionnaires privés, contestant le montant de l'indemnité à verser et les méthodes d'évaluation choisies, ont intenté action contre la Banque soit devant le Tribunal arbitral, soit devant des juridictions nationales. La BRI a demandé que l'ensemble de ces actions soient portées devant le Tribunal arbitral de La Haye.

Autres questions

Outre les modifications statutaires visant la reprise des actions de la Banque en mains privées, l'AGE a approuvé la modification de l'article 40 des Statuts concernant le titre en allemand et en anglais du Directeur Général Adjoint ainsi que celle de l'article 45 des Statuts au sujet de la détermination de la date de l'Assemblée générale ordinaire.

8. Modifications dans la composition du Conseil d'administration

Lors de sa séance de juin 2000, le Conseil a réélu Nout H. E. M. Wellink, Président de la Nederlandsche Bank, membre du Conseil d'administration pour une nouvelle période de trois ans se terminant le 30 juin 2003.

En septembre 2000, Alan Greenspan, Président du Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale, a reconduit William J. McDonough dans ses fonctions de membre du Conseil d'administration pour une nouvelle période de trois ans prenant fin le 12 septembre 2003. Lors de la même séance, le Conseil a réélu Masaru Hayami, Gouverneur de la Banque du Japon, en qualité d'administrateur pour un nouveau mandat de trois ans expirant le 12 septembre 2003.

En novembre 2000, Jean-Claude Trichet, Gouverneur de la Banque de France, a reconduit Hervé Hannoun dans ses fonctions de membre du Conseil d'administration pour une nouvelle période de trois ans se terminant le 27 novembre 2003.

Fin décembre 2000, le départ en retraite de Hans Meyer, en tant que Président de la Banque Nationale Suisse, a laissé vacant son siège d'administrateur de la BRI. Le Conseil a élu Jean-Pierre Roth, successeur de M. Meyer à la Banque Nationale Suisse, membre du Conseil d'administration à compter du 1^{er} janvier 2001 pour la durée restant à courir du mandat de M. Meyer, c'est-à-dire jusqu'à fin mars 2001. En mars 2001, M. Roth a été réélu jusqu'au 31 mars 2004.

En septembre 2000, Gordon Thiessen, Gouverneur de la Banque du Canada, a été réélu membre du Conseil d'administration jusqu'au 12 septembre 2003. Toutefois, en raison du départ en retraite de M. Thiessen, qui a laissé vacant son siège d'administrateur de la BRI à la fin de janvier 2001, le Conseil a élu son successeur aux fonctions de Gouverneur de la Banque du Canada, David Dodge, membre du Conseil d'administration pour la durée restant à courir du mandat de M. Thiessen, soit jusqu'au 12 septembre 2003.

Antonio Fazio, Gouverneur de la Banque d'Italie, a nommé Bruno Bianchi pour être son premier Suppléant, à compter de juillet 2000, en remplacement de Carlo Santini. Guy Quaden, Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, a choisi Peter Praet pour succéder à Jean-Jacques Rey comme premier Suppléant à partir d'octobre 2000.

En ce qui concerne la Haute Direction de la Banque, Guy Noppen et Marten de Boer, Directeurs, ont pris leur retraite respectivement fin septembre 2000 et fin mars 2001. Peter Dittus a été nommé Secrétaire Général Adjoint à compter du 1^{er} octobre 2000.

Bilan et compte de profits et pertes

au 31 mars 2001

Bilan au 31 mars 2001

(en millions de francs or – voir note 2a afférente aux comptes)

2000	Actif	2001
	Or	
2 265,4	Détenu en barres	2 195,3
1 240,4	Dépôts à terme et avances	1 325,8
3 505,8		3 521,1
11,4	Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	20,3
7 853,9	Bons du Trésor	4 597,8
	Dépôts à terme et avances en monnaies	
32 401,0	À 3 mois au maximum	27 894,8
9 452,9	À plus de 3 mois	16 901,6
41 853,9		44 796,4
	Titres acquis dans le cadre de pensions	
1 268,1	À 3 mois au maximum	3 882,0
	Titres du secteur public et autres titres à terme	
4 295,8	À 3 mois au maximum	4 490,3
15 844,1	À plus de 3 mois	13 849,2
20 139,9		18 339,5
120,7	Terrains, immeubles et équipement	113,2
82,0	Divers	783,7
74 835,7		76 054,0

Le classement de certains éléments de l'actif et du passif assortis d'une facilité de remboursement anticipé a été modifié par rapport au 31 mars 2000, de manière à refléter pleinement leur échéance contractuelle résiduelle.

Après
répartition du bénéfice
net de l'exercice

Avant
répartition du bénéfice
net de l'exercice

2000	Passif	2001	
330,7	Capital	330,7	330,7
2 911,6	Réserves	2 911,6	3 134,7
	Actions propres	(384,0)	(384,0)
191,9	Compte des différences d'évaluation	56,0	56,0
	Dépôts (or)		
2 240,3	À vue	2 178,1	2 178,1
197,5	À 3 mois au maximum	282,5	282,5
382,4	À plus de 3 mois	381,7	381,7
2 820,2		2 842,3	2 842,3
	Dépôts (monnaies)		
3 423,2	À vue	2 690,5	2 690,5
39 244,7	À 3 mois au maximum	28 204,1	28 204,1
23 235,8	À plus de 3 mois	36 380,2	36 380,2
65 903,7		67 274,8	67 274,8
	Titres cédés dans le cadre de pensions		
103,0	À 3 mois au maximum	990,6	990,6
2 519,9	Divers	1 760,3	1 760,3
	Compte de profits et pertes	271,7	
54,7	Dividende payable le 1 ^{er} juillet		48,6
74 835,7		76 054,0	76 054,0

Compte de profits et pertes

pour l'exercice clos le 31 mars 2001
(en millions de francs or)

	2000	2001
Intérêts, escomptes et autres produits d'exploitation	4 222,4	5 532,0
Moins: charges d'intérêts et d'escomptes	3 845,8	5 193,3
Intérêts nets et autres produits d'exploitation	376,6	338,7
Moins: frais d'administration		
Conseil d'administration	1,2	1,1
Direction et personnel	40,6	39,3
Dépenses de bureau et dépenses diverses	19,4	18,5
Frais d'administration avant amortissements	61,2	58,9
Amortissements	7,6	8,1
	68,8	67,0
Bénéfice net de l'exercice	307,8	271,7
<p>Le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale ordinaire de répartir le bénéfice net de l'exercice clos le 31 mars 2001 comme suit, en application de l'article 51 des Statuts:</p>		
Dividende: 360 francs suisses par action sur 452 113 actions		48,6
340 francs suisses par action sur 517 165 actions	54,5	
sur 12 000 actions nouvellement émises (au prorata à compter de la date de valeur de la souscription)	0,2	
	54,7	48,6
	253,1	223,1
Transfert au Fonds de réserve générale	50,6	44,6
	202,5	178,5
Transfert au Fonds spécial de réserve de dividendes	3,0	3,0
	199,5	175,5
Transfert au Fonds de réserve libre	199,5	175,5
	-	-

Évolution du capital et des réserves de la Banque

au cours de l'exercice clos le 31 mars 2001

(en millions de francs or)

I. Capital

	Nombre d'actions	Francs or (millions)
Actions de 2 500 francs or, libérées de 25%:		
Solde au 31 mars 2000 tel qu'il apparaît au bilan	529 165	330,7
Solde au 31 mars 2001 tel qu'il apparaît au bilan	529 165	330,7

Voir point 7 des notes afférentes aux comptes.

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 2000, après répartition du bénéfice net de l'exercice 1999/2000	33,1	1 259,1	68,5	1 550,9	2 911,6
À ajouter: répartition du bénéfice net au titre de l'exercice 2000/01	–	44,6	3,0	175,5	223,1
Soldes au 31 mars 2001 tels qu'ils apparaissent au bilan	33,1	1 303,7	71,5	1 726,4	3 134,7

III. Capital et fonds de réserve au 31 mars 2001 (après répartition) représentés par des:

	Capital	Fonds de réserve	Total capital et réserves
Avoirs nets en			
Or	330,7	331,0	661,7
Monnaies	–	2 803,7	2 803,7
Soldes au 31 mars 2001 tels qu'ils apparaissent au bilan	330,7	3 134,7	3 465,4

Notes afférentes aux comptes

pour l'exercice clos le 31 mars 2001

(en millions de francs or)

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 2000/01 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 1,94149... . L'article 4 des Statuts de la Banque définit le franc or (en abrégé FO) comme représentant 0,29032258... 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 1,94149...). 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

Le coût des terrains, immeubles et équipement de la Banque est comptabilisé en tant qu'actif. Il est amorti sur une base linéaire par rapport à la durée d'utilité prévue des actifs concernés:

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, le Conseil d'administration revoit le niveau de cette provision, qui est incluse au passif sous Divers, et la renforce si nécessaire.

3. Encaisse-or

Le tableau ci-après montre la composition de l'encaisse-or de la Banque.

Actif	2000	2001
Barres détenues auprès de banques centrales	2 265,4	2 195,3
Dépôts à terme en or		
À 3 mois au maximum	261,4	372,0
À plus de 3 mois	979,0	953,8
	<u>3 505,8</u>	<u>3 521,1</u>

Au 31 mars 2001, l'encaisse-or appartenant en propre à la Banque s'élève à FO 661,7 millions, équivalant à 192 tonnes d'or fin (2000: FO 661,7 millions; 192 tonnes).

4. Bons du Trésor

La valeur du portefeuille de la Banque est la suivante:

	2000	2001
Valeur comptable	<u>7 853,9</u>	<u>4 597,8</u>

La valeur de marché, au 31 mars 2001, est de FO 4 601,1 millions (2000: FO 7 854,1 millions).

5. Titres du secteur public et autres titres à terme

La valeur du portefeuille de la Banque est la suivante:

	2000	2001
Valeur comptable	<u>20 139,9</u>	<u>18 339,5</u>

La valeur de marché, au 31 mars 2001, des titres du secteur public et autres titres à terme est de FO 18 558,4 millions (2000: FO 20 120,0 millions).

6. Terrains, immeubles et équipement

	Terrains et immeubles	Équipement TI et autre	Total
Coût:			
Solde d'ouverture au 1 ^{er} avril 2000	129,6	48,2	177,8
Dépenses d'investissement	0,9	4,1	5,0
Mises hors service et sorties		(18,6)	(18,6)
Variations de change	(4,7)	(1,8)	(6,5)
Coût au 31 mars 2001	<u>125,8</u>	<u>31,9</u>	<u>157,7</u>
Amortissements:			
Amortissements cumulés			
au 1 ^{er} avril 2000	28,3	28,8	57,1
Dotation aux amortissements			
pour l'exercice actuel	2,2	5,9	8,1
Mises hors service et sorties		(18,6)	(18,6)
Variations de change	(1,0)	(1,1)	(2,1)
Amortissements cumulés au 31 mars 2001	<u>29,5</u>	<u>15,0</u>	<u>44,5</u>
Valeur comptable nette au 31 mars 2001	<u>96,3</u>	<u>16,9</u>	<u>113,2</u>

Le coût des terrains de la Banque au 31 mars 2001 est de FO 22,9 millions (2000: FO 23,8 millions).

7. Capital

Le capital de la Banque est constitué ainsi:

	2000	2001
Capital autorisé:		
600 000 actions, de 2 500 francs or chacune	1 500,0	1 500,0
Capital émis: 529 165 actions libérées de 25%	1 322,9 330,7	1 322,9 330,7

- a) L'Assemblée générale extraordinaire du 8 janvier 2001 a modifié les Statuts de la Banque pour réserver le droit de détenir des actions BRI exclusivement aux banques centrales, en procédant ainsi à une reprise obligatoire de 72 648 actions des émissions américaine, belge et française détenues par des actionnaires privés (c'est-à-dire autres que banques centrales) contre une indemnité de 16 000 francs suisses par action. En ce qui concerne les actions de ces émissions détenues par des banques centrales autres que celles des trois pays d'émission, la Banque a repris aux mêmes conditions 2 304 actions, dont 500 après le 31 mars 2001. Le moment venu, le Conseil d'administration redistribuera ces actions aux banques centrales déjà membres de la manière qu'il jugera appropriée. Les droits de vote attachés à ces actions demeurent inchangés; ils continuent d'être exercés respectivement par les banques centrales américaine, belge et française.
- b) Le coût de la reprise de l'ensemble des 74 952 actions ci-dessus, qui s'élève à FO 384,0 millions, apparaît au bilan comme passif négatif sous «Actions propres».
- c) Le nombre d'actions ouvrant droit au paiement du dividende pour l'exercice 2000/01 est ainsi obtenu:

Capital émis	529 165
Moins: actions propres	
Provenant d'actionnaires privés et de banques centrales	74 952
Autres	2 100
Nombre total d'actions ouvrant droit à dividende	<u>452 113</u>

8. Réserves

Les réserves de la Banque sont ainsi constituées:

	2000	2001
Fonds de réserve légale	33,1	33,1
Fonds de réserve générale	1 259,1	1 303,7
Fonds spécial de réserve de dividendes	68,5	71,5
Fonds de réserve libre	1 550,9	1 726,4
	<u>2 911,6</u>	<u>3 134,7</u>

Les dotations annuelles aux divers fonds de réserve sont régies par l'article 51 des Statuts de la Banque. Les montants transférés sont également indiqués dans le tableau intitulé «Évolution des fonds de réserve».

9. 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:

	2000	2001
Banques centrales		
À vue	3 351,8	2 293,7
À 3 mois au maximum	50 119,9	27 176,4
À plus de 3 mois	7 195,8	35 216,9
Autres déposants		
À vue	71,4	396,8
À 3 mois au maximum	5 164,8	1 027,7
À plus de 3 mois	0,0	1 163,3
	65 903,7	67 274,8

10. 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 duration 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

	2000	2001
Contrats de change		
Terme et swaps cambistes	9 291,3	11 542,4
Contrats d'échange	2 259,3	1 776,1
Contrats de taux		
Contrats d'échange	9 842,5	41 012,6
Terme et instruments à terme	15 629,6	21 864,3

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 2001 s'inscrit à FO 1 476,1 millions (2000: FO 354,4 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.

	2000	2001
Valeur nominale des titres conservés en dépôt	7 093,0	8 400,5
Or détenu sous dossier	666,1	700,3

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 2001, la valeur de marché des actifs nets du Fonds de pension s'élève à FO 256,3 millions (2000: FO 266,7 millions), soit un ratio de couverture de 117% (2000: 125%) par rapport à la valeur actuarielle annuelle la plus récente des obligations incombant au fonds au 30 septembre 2000. La valeur de marché des actifs nets du Fonds d'épargne s'inscrit à FO 23,8 millions au 31 mars 2001 (2000: FO 23,8 millions), ce qui représente un ratio de couverture de 102% (2000: 105%) par rapport aux exigibilités du système à cette date. Si ce ratio reste inchangé au 30 septembre 2001, prochain terme de l'exercice financier du Fonds d'épargne, la Banque sera tenue de verser au Fonds d'épargne une contribution additionnelle de FO 0,7 million. Les derniers comptes annuels des Fonds de pension et d'épargne se réfèrent à l'exercice clos le 30 septembre 2000.

11. Passifs éventuels

Certains ex-actionnaires privés ont exprimé leur mécontentement à l'égard du montant de l'indemnité qui leur est versée par la Banque en liaison avec la reprise obligatoire des actions non détenues par des banques centrales. Des procédures distinctes ont été entreprises auprès des Tribunaux fédéraux des États-Unis et une instance a été engagée devant le Tribunal arbitral de La Haye. La Banque a déclaré que, si le Tribunal arbitral décidait de relever l'indemnité, cette majoration s'appliquerait à toutes les actions reprises.

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 2001 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 2 mai 2001

Synthèse du bilan sur les cinq derniers exercices

(en millions de francs or)

	Exercice clos le 31 mars				
	1997	1998	1999	2000	2001
Or					
<i>Détenu en barres</i>	3 547,3	3 037,1	2 801,5	2 265,4	2 195,3
<i>Dépôts à terme et avances</i>	956,7	1 122,4	1 077,2	1 240,4	1 325,8
	4 504,0	4 159,5	3 878,7	3 505,8	3 521,1
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	384,4	7,8	8,3	11,4	20,3
Bons du Trésor	2 813,4	1 863,9	7 314,0	7 853,9	4 597,8
Dépôts à terme et avances en monnaies	42 355,1	34 862,2	32 423,0	41 853,9	44 796,4
Titres acquis dans le cadre de pensions	884,2	2 781,0	276,0	1 268,1	3 882,0
Titres du secteur public et autres titres à terme	15 651,1	18 517,1	22 167,9	20 139,9	18 339,5
Terrains, immeubles et équipement	–	–	124,7	120,7	113,2
Actif divers	200,8	258,7	44,5	82,0	783,7
Actif total	66 793,0	62 450,2	66 237,1	74 835,7	76 054,0
Capital libéré	323,2	323,2	323,2	330,7	330,7
Réserves (après répartition du bénéfice net de l'exercice)					
<i>Fonds de réserve légale</i>	32,3	32,3	32,3	33,1	33,1
<i>Fonds de réserve générale</i>	974,9	1 016,3	1 156,4	1 259,1	1 303,7
<i>Fonds spécial de réserve de dividendes</i>	59,5	62,5	65,5	68,5	71,5
<i>Fonds de réserve libre</i>	995,1	1 157,4	1 351,4	1 550,9	1 726,4
	2 061,8	2 268,5	2 605,6	2 911,6	3 134,7
Actions propres					(384,0)
Compte des différences d'évaluation	351,1	247,2	265,4	191,9	56,0
Dépôts					
<i>Or</i>	3 836,4	3 473,7	3 192,6	2 820,2	2 842,3
<i>Monnaies</i>	57 585,6	54 023,6	57 705,8	65 903,7	67 274,8
	61 422,0	57 497,3	60 898,4	68 723,9	70 117,1
Titres cédés dans le cadre de pensions	674,8	30,7	121,5	103,0	990,6
Système de pensions du personnel	252,6	257,0	–	–	–
Passif divers	1 658,7	1 773,7	1 965,6	2 519,9	1 760,3
Dividende	48,8	52,6	57,4	54,7	48,6
Passif total	66 793,0	62 450,2	66 237,1	74 835,7	76 054,0

Synthèse du compte de profits et pertes sur les cinq derniers exercices

(en millions de francs or)

Exercice clos le 31 mars	1997	1998	1999	2000	2001
Intérêts nets et autres produits d'exploitation	263,8	314,9	370,4	376,6	338,7
Moins: frais d'administration					
<i>Conseil d'administration</i>	1,3	1,3	1,3	1,2	1,1
<i>Direction et personnel</i>	42,9	39,4	40,9	40,6	39,3
<i>Dépenses de bureau et dépenses diverses</i>	16,3	15,0	18,6	19,4	18,5
Frais d'administration avant amortissements	60,5	55,7	60,8	61,2	58,9
<i>Amortissements</i>	–	–	6,0	7,6	8,1
	60,5	55,7	66,8	68,8	67,0
Excédent net d'exploitation	203,3	259,2	303,6	307,8	271,7
Moins: montants transférés à la					
<i>Provision pour frais d'administration exceptionnels</i>	3,0	–	–	–	–
<i>Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement</i>	6,0	–	–	–	–
	9,0	–	–	–	–
Bénéfice net de l'exercice	194,3	259,2	303,6	307,8	271,7
Dividende	48,8	52,6	57,4	54,7	48,6
	145,5	206,6	246,2	253,1	223,1
Transfert au Fonds de réserve générale	41,0	41,3	49,2	50,6	44,6
	104,5	165,3	197,0	202,5	178,5
Transfert au Fonds spécial de réserve de dividendes	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
	101,5	162,3	194,0	199,5	175,5
Transfert au Fonds de réserve libre	101,5	162,3	194,0	199,5	175,5
	–	–	–	–	–

Conseil d'administration

Urban Bäckström, Stockholm
Président du Conseil d'administration,
Président de la Banque

Lord Kingsdown, Londres
Vice-Président

Vincenzo Desario, Rome
David Dodge, Ottawa
Antonio Fazio, Rome
Sir Edward George, Londres
Alan Greenspan, Washington
Hervé Hannoun, Paris
Masaru Hayami, Tokyo
William J. McDonough, New York
Guy Quaden, Bruxelles
Jean-Pierre Roth, Zurich
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

Bruno Bianchi ou Stefano Lo Faso, Rome
Roger W. Ferguson ou Karen H. Johnson, Washington
Jean-Pierre Patat ou Marc-Olivier Strauss-Kahn, Paris
Ian Plenderleith ou Clifford Smout, Londres
Peter Praet ou Jan Smets, Bruxelles
Jürgen Stark ou Stefan Schönberg, Francfort-sur-le-Main

Sous-comités du Conseil d'administration

Comité consultatif
Comité d'audit

présidés l'un et l'autre par Lord Kingsdown, Londres

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
Renato Filosa	Directeur, Département monétaire et économique
Mario Giovanoli	Conseiller juridique, Directeur
Günter Pleines	Chef Adjoint du Département bancaire
Peter Dittus	Secrétaire Général Adjoint
Josef Tošovský	Président, Institut pour la stabilité financière

