

Banque des Règlements Internationaux

69^e Rapport annuel

1^{er} avril 1998 – 31 mars 1999

Bâle, 7 juin 1999

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

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

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

© *Banque des Règlements Internationaux, 1999.*

Tous droits réservés.

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

ISSN 1021-2493

ISBN 92-9131-299-1

Également publié en allemand, anglais, espagnol (automne 1999) et italien.

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

Table des matières

	Page
Lettre introductive	1
 I. Introduction: des zones d'ombre dans les processus de marché ...	 3
Désinflation mondiale et dynamique de crise	4
Gestion et prévention des crises	8
 II. Évolution dans les pays industriels avancés	 11
Faits saillants	11
Ajustement et réaction des autorités aux chocs extérieurs	12
Commerce extérieur et solde des paiements courants	14
Politique budgétaire	17
Autres composantes de la demande	19
Marchés du travail	24
<i>Chômage</i>	24
<i>Productivité du travail</i>	25
Évolution récente des salaires et des prix	26
<i>Apparition de rigidités nominales</i>	30
 III. Propagation de la crise dans les pays émergents	 33
Faits saillants	33
Influences essentielles sur la situation des économies émergentes	33
<i>Mouvements de capitaux</i>	35
<i>Échanges commerciaux</i>	40
Ajustement à la crise en Asie	42
<i>Évolution récente</i>	42
<i>La politique économique après le dénouement de la crise</i>	47
<i>Chine et Inde</i>	50
<i>Restructuration des banques et des entreprises</i>	51
L'effondrement financier de la Russie et son impact sur l'Europe orientale	53
Amérique latine	57
<i>La crise brésilienne</i>	59
<i>Contagion dans d'autres économies d'Amérique latine</i>	61
 IV. Politique monétaire dans les pays industriels avancés	 65
Faits saillants	65
États-Unis	66
Japon	68
Zone euro	70
<i>Évolution économique et monétaire</i>	70
<i>Stratégie monétaire de la BCE</i>	73
Pays à objectif d'inflation explicite	76
<i>Cours de change et politique monétaire</i>	79
Politique monétaire dans un contexte de stabilité des prix	82
<i>Rétrospective</i>	83

	Page
<i>Ancrage des anticipations</i>	84
<i>Implications d'une inflation faible</i>	85
V. Turbulences sur les marchés des actifs	87
Faits saillants	87
Marchés des actifs dans le monde industriel	87
<i>Actions</i>	88
<i>Obligations</i>	93
<i>Immobilier</i>	97
Marchés des capitaux en période de crise	97
<i>Changements d'attitude des investisseurs</i>	98
<i>Recherche de la qualité et de la liquidité</i>	100
<i>Évolution atypique des cours des actifs</i>	104
<i>L'épisode LTCM: un signe des temps?</i>	105
<i>Enseignements de la crise de septembre–octobre 1998</i>	107
VI. Marchés des changes	109
Faits saillants	109
Dollar, yen, mark et euro	109
<i>Déterminants conjoncturels et techniques du cours du dollar</i>	109
<i>Évolution à long terme du dollar</i>	116
Marchés émergents	117
Marchés intra-européens	120
Conséquences de l'instauration de l'euro	122
VII. Marchés internationaux des capitaux	126
Faits saillants	126
Marché bancaire	127
<i>Activité intrazone</i>	129
<i>Activité avec les pays hors zone</i>	130
Marchés des titres	133
<i>Catégorie et pays d'origine des émetteurs</i>	135
<i>Catégories d'instruments et ventilation par monnaie</i>	136
Marchés dérivés	138
<i>Marchés organisés</i>	139
<i>Gré à gré</i>	142
<i>Liens entre marchés et transparence</i>	143
VIII. Conclusion: ombres et lumière	147
Politiques en faveur de la stabilité macroéconomique	149
Politiques en faveur de la stabilité financière	153
Activités de la Banque	161
Coopération monétaire et financière internationale	161
<i>Consultations régulières sur des questions monétaires et financières</i>	161
<i>Réunions des comités permanents sur les questions de stabilité financière</i>	163
<i>Comité de Bâle sur le contrôle bancaire</i>	163
<i>Comité sur le système financier mondial</i>	164
<i>Comité sur les systèmes de paiement et de règlement</i>	166
<i>Coopération internationale élargie</i>	167
<i>Contributions de la BRI aux travaux du Groupe des Dix</i>	167
<i>Contributions de la BRI à la refonte de l'architecture financière internationale</i>	168

	Page
Association internationale des contrôleurs d'assurance	168
Conseil conjoint an 2000	169
Autres formes de coopération avec les banques centrales	170
Service de coordination banques centrales et organisations internationales	170
Groupe d'experts sur les questions relatives à la banque de données monétaires et économiques	170
Groupe des experts informaticiens	171
Bureau de représentation pour l'Asie et le Pacifique	171
Institut pour la stabilité financière	172
Fonctions d'Agent et de Mandataire (Trustee)	172
Agent du Système de compensation et de règlement de l'Écu privé	172
Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux	173
Agent détenteur des sûretés garantissant les obligations brésiliennes	173
Agent détenteur des sûretés garantissant les obligations péruviennes	174
Agent détenteur des sûretés garantissant les obligations ivoiriennes	174
Assistance financière aux banques centrales	174
Opérations du Département bancaire	174
Passif	175
Actif	175
Bénéfice net et répartition	176
Modifications dans la composition du Conseil d'administration	177
 Bilan et compte de profits et pertes au 31 mars 1999	 179
 Conseil d'administration	 194
 Haute Direction de la Banque	 195

Les chapitres du présent Rapport ont été mis sous presse entre le 10 mai et le 19 mai 1999.

Liste des graphiques (*) et tableaux

	Page
Évolution dans les pays industriels avancés	
Contributions à la croissance du PIB dans certains pays	13
Croissance du PIB en 1997 et 1998*	14
Commerce et prix dans le monde	15
Solde des paiements courants	15
Demande intérieure et solde des paiements courants*	16
Soldes effectif et structurel des administrations publiques*	18
Solde primaire et variation de la dette publique*	19
États-Unis: endettement du secteur privé*	20
Évolution de l'épargne intérieure dans certains pays	21
Investissement fixe des entreprises et déterminants potentiels: évolution récente	22
Entreprises: ratio capital/production et taux de rendement en 1998*	23
Taux de chômage en 1997 et 1998*	24
Sources des gains de productivité dans les entreprises	26
Variation des prix à la consommation en 1997 et 1998*	27
Inflation et écart de PIB*	28
Cours des produits de base, en termes réels*	28
Rigidité nominale des prix (estimation)	31
Propagation de la crise dans les pays émergents	
Marchés émergents: principales étapes de la crise	34
Marchés émergents: entrées de capitaux et réserves	35
Marchés émergents: financements internationaux	36
Marchés émergents: marges des obligations*	37
Marchés émergents: moyenne et volatilité journalières des marges des obligations	38
Marchés émergents: marges des obligations selon leur notation*	39
Incidence des cours des produits de base sur certaines économies	41
Marchés émergents: destination des exportations en 1998	41
Déterminants des échanges	42
Croissance, inflation et solde des paiements courants	43
Asie et Amérique latine: échanges de marchandises	44
Asie: indicateurs financiers*	45
Indicateurs des prix de l'immobilier dans certaines villes d'Asie	46
Asie: production industrielle*	47
Marchés émergents: solde budgétaire	49
Russie: indicateurs financiers*	54
Amérique latine: inflation, taux d'intérêt réel et cours de change*	58
Brésil: indicateurs financiers*	60
Argentine: indicateurs financiers*	62
Politique monétaire dans les pays industriels avancés	
États-Unis: indicateurs économiques*	67
Japon: indicateurs économiques*	68
Zone euro: écart de PIB, inflation et taux d'intérêt*	71
Prix des actifs dans la zone euro et aux États-Unis*	72

Zone euro: taux d'intérêt effectif et taux calculé selon la règle de Taylor*	74
Zone euro: inflation et croissance monétaire*	76
Pays à objectif d'inflation explicite: inflation et taux directeur*	78
Norvège et Suisse: indicateurs économiques*	80
Pays à objectif d'inflation: caractéristiques*	81
Déflation: rétrospective	84

Turbulences sur les marchés des actifs

Indices boursiers*	88
Cours des actions: indicateurs d'évaluation	89
Actions: cours observé, cours «justifié» et dividende*	90
Dividende réel et bénéfices réels par action	91
Taux de rendement des actions et (en termes réels) des obligations*	92
Segmentation du marché des actions aux États-Unis*	93
Rendement des obligations*	94
Écart de rendement obligataire*	95
Volatilité des rendements obligataires*	95
Immobilier: prix nominaux et corrigés de l'inflation	96
Attitude des investisseurs envers le risque et liquidité*	99
Asie et Amérique latine: émissions d'obligations internationales des agents non financiers*	100
Écart de liquidité aux États-Unis et en Allemagne*	101
Écart entre taux des contrats d'échange et rendement de l'obligation d'État 10 ans*	102
Asie et Amérique latine: sources du financement international des agents non bancaires*	103
Corrélations inhabituelles sur les marchés obligataires*	104

Marchés des changes

Cours de change de certaines monnaies par rapport au dollar*	110
Taux d'intérêt futur à six mois*	111
Yen, mark et euro: cours de change par rapport au dollar, volatilité implicite et risque de retournement*	112
Cours des actions, écart de rendement obligataire et cours yen/dollar*	113
Distribution des probabilités de fluctuation du yen par rapport au dollar*	114
Stratégies spéculatives courtes sur le yen et cours yen/dollar en 1998*	115
Valeur d'équilibre à long terme du dollar (estimations)	117
Volume de transactions et volatilité sur certains marchés émergents*	118
Cours par rapport au dollar sur certains marchés asiatiques*	119
Sources des pressions concurrentielles sur les monnaies asiatiques	120
Cours de certaines monnaies par rapport au mark et à l'euro*	121
Marchés des changes et Union économique et monétaire	123
Réserves officielles en devises	124
Opérations transfrontières sur obligations et actions	124
Rôle du dollar, du mark et du yen comme monnaies d'ancrage	125

Marchés internationaux des capitaux

Marchés internationaux des capitaux*	126
Financements nets sur les marchés internationaux (estimations)	127
Activité bancaire internationale	128
Prêts bancaires internationaux: ventilation par monnaie et pays d'origine*	129
Créances des banques sur les pays hors zone	130
Financements internationaux, par région*	131
Créances bancaires, par région*	132
Titres internationaux: émissions nettes	133

	Page
Taux d'intérêt à long terme*	134
Marchés internationaux d'obligations et effets*	135
Obligations internationales en dollars EU: prime des émetteurs souverains*	136
Marchés de certains instruments financiers dérivés	138
Contrats financiers dérivés négociés sur les marchés organisés	140
Contrats dérivés: principaux marchés organisés*	141
Contrats dérivés de taux d'intérêt européens: ventilation par monnaie et échéance*	142
Dérivés de gré à gré: catégories d'instruments	144

69^e Rapport annuel

*soumis à l'Assemblée générale ordinaire
de la Banque des Règlements Internationaux
tenue à Bâle le 7 juin 1999*

Mesdames, Messieurs,

J'ai le plaisir de vous soumettre le soixante-neuvième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice commencé le 1^{er} avril 1998 et clos le 31 mars 1999.

Le bénéfice net de l'exercice s'élève à 303 618 800 francs or, contre 259 160 599 francs or au titre du précédent exercice. Les résultats détaillés de l'exercice 1998/99 sont indiqués dans la section «Bénéfice net et répartition» (page 176 du présent Rapport).

Le Conseil d'administration recommande à la présente Assemblée générale d'affecter, en application de l'article 51 des Statuts de la Banque, la somme de 57 366 159 francs or au paiement d'un dividende de 320 francs suisses par action.

Le Conseil recommande, en outre, de transférer 49 250 528 francs or au Fonds de réserve générale, 3 000 000 de francs or au Fonds spécial de réserve de dividendes et le reliquat, soit 194 002 113 francs or, au Fonds de réserve libre.

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 1998/99 sera payable aux actionnaires le 1^{er} juillet 1999.

Bâle, 19 mai 1999

ANDREW CROCKETT
Directeur Général

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

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

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

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

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

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

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

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

Désinflation mondiale et dynamique de crise

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Gestion et prévention des crises

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

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

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

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

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

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

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

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

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

II. Évolution dans les pays industriels avancés

Faits saillants

La croissance s'est accélérée en 1998 dans la plupart des pays industriels avancés, malgré les répercussions de plus en plus défavorables de la crise économique et financière qui se propageait dans les économies émergentes d'Asie et d'autres régions. On a toutefois observé d'importantes différences entre pays dans la capacité de la demande intérieure à compenser la dégradation de la composante extérieure. Contrairement à de nombreuses projections de ralentissement de l'activité, la croissance du PIB s'est poursuivie au rythme de 1997 aux États-Unis et s'est même accélérée en fin d'année. En revanche, la dynamique s'est nettement essoufflée en cours d'année dans la zone euro, alors qu'au Japon les mesures budgétaires et monétaires de relance n'ont pas empêché une aggravation de la récession.

Dans un contexte caractérisé par des politiques accommodantes, une faible inflation, des conditions de financement favorables, un essor des marchés des actions et une progression relativement soutenue de l'emploi, les dépenses des ménages ont constitué le principal moteur de l'expansion de la demande intérieure dans les pays ayant le mieux résisté aux chocs extérieurs l'an dernier. Dans certains cas, l'épargne des ménages est même tombée à des creux historiques. La formation de capital fixe des entreprises a également profité d'une conjoncture propice sur les marchés des capitaux et d'augmentations marquées des marges bénéficiaires et de la rentabilité. La poursuite de la baisse des prix relatifs des biens de production ainsi que l'intensification des pressions internationales poussant à comprimer les coûts et à renforcer l'efficacité ont constitué des stimulants supplémentaires, notamment aux dépenses en biens d'équipement. À l'inverse, dans les pays où la croissance de la production s'est ralentie durant l'année, les dépenses des ménages ont été généralement faibles et les entreprises ont eu tendance à réinvestir leurs bénéfices dans des actifs financiers plutôt que réels.

La croissance effective de la production étant supérieure au potentiel dans la majorité des pays, le taux de chômage a reculé presque partout. L'inflation a néanmoins poursuivi sa trajectoire descendante, du fait de la modération des salaires nominaux, du recul des cours des produits de base et des surcapacités sur les marchés mondiaux des biens. Au Japon, l'ampleur croissante de l'écart de PIB a fait redouter une baisse généralisée des prix. À ce stade, pourtant, on ne perçoit guère de signes annonciateurs d'une spirale déflationniste, puisque le rythme de désinflation et les anticipations d'inflation sont restés stables.

Les soldes du commerce extérieur et des paiements courants ont également enregistré des changements majeurs en 1998. Tout en exportant moins vers les autres pays asiatiques, le Japon a bénéficié d'une progression marquée de son excédent courant. En revanche, avec une croissance vigoureuse de la demande

intérieure et un dollar en hausse, les États-Unis ont absorbé la moitié de l'augmentation des excédents courants asiatiques depuis 1996. Le solde courant des pays exportateurs de pétrole s'est, lui aussi, sérieusement détérioré en raison de la chute des revenus pétroliers, tandis que l'excédent cumulé des pays de la zone euro n'a pas varié.

Ajustement et réaction des autorités aux chocs extérieurs

Au cours de l'année, la récession et les turbulences financières dans les économies émergentes ont eu une incidence croissante sur les pays industriels avancés. Son intensité et ses canaux de transmission ont cependant nettement différé d'un pays et d'un secteur à un autre, en fonction de la nature des relations avec les économies touchées, de l'avancement dans le cycle économique, des variations de change et, surtout, des réactions des autorités.

La récession dans les économies émergentes ...

Globalement, les termes de l'échange se sont améliorés dans les pays industriels avancés, mais les exportations nettes ont diminué, car la progression des exportations en termes réels a chuté, alors que la baisse des prix à l'importation a maintenu à un niveau élevé le volume des achats à l'étranger. De plus, même lorsque les variations du solde commercial et des termes de l'échange ont été neutres à l'égard du revenu et de l'activité, d'importants déplacements intersectoriels ont compliqué l'action des autorités. Les secteurs exposés à la concurrence mondiale, en particulier, ont été affectés par des pressions sur les prix et un affaiblissement de la demande. Inversement, la diminution des prix à l'importation a profité aux ménages ainsi qu'aux entreprises vendant sur les marchés intérieurs habituellement moins concurrentiels. Ces divergences ressortent aussi des indicateurs de confiance: amélioration presque générale au niveau des consommateurs et détérioration pour les entreprises. Ce cas est apparu très nettement au second semestre, où le tassement de la demande d'exportations et la concurrence des importations à bas coût ont été les plus sensibles.

... s'est propagée par différents canaux

Dans ce contexte, la croissance du PIB a été étroitement liée à la capacité de la demande intérieure à compenser la dégradation du solde commercial. Dans l'ensemble, la réorientation des flux financiers mondiaux vers les pays industriels avancés, l'existence de politiques monétaires et budgétaires accommodantes ou neutres ainsi que les conditions de financement généralement favorables ont contribué au renforcement de la demande. Cependant, étant donné les déplacements intersectoriels déjà évoqués, la réaction positive des ménages à ce nouveau contexte a constitué un élément essentiel de soutien. Ainsi, aux États-Unis, leurs dépenses ont été stimulées par la forte progression de l'emploi et des salaires, le bas niveau des taux d'intérêt et une importante valorisation des patrimoines liée à l'envolée des cours des actions américaines. Compte tenu des investissements dans l'immobilier d'habitation, les dépenses des ménages ont augmenté, en effet, de plus de 5% et le PIB, pour la deuxième année, s'est accru de près de 4% (tableau II.1).

Rôle majeur des dépenses des ménages ...

Avec des exportations largement composées de matières premières, les autres pays anglophones du tableau étaient vulnérables aux variations défavorables des prix relatifs et aux chocs sur le commerce extérieur. Pourtant, les situations ont évolué de manière sensiblement différente dans les trois pays,

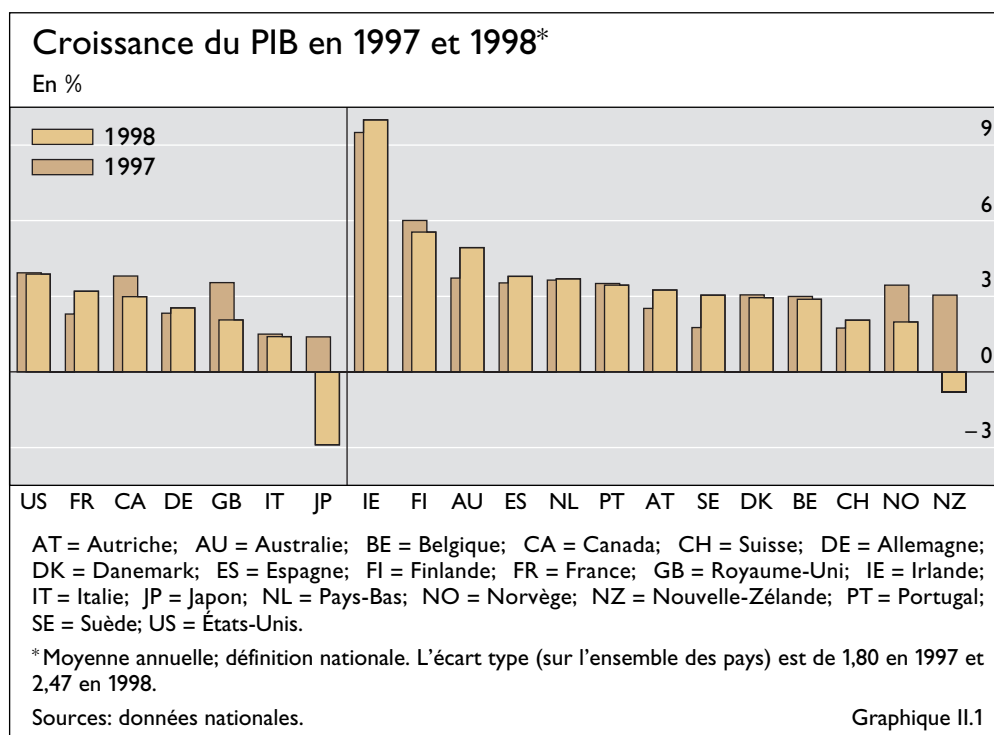
... et des réactions officielles

Contributions à la croissance du PIB dans certains pays									
	1997	1998	1998 T4	1997	1998	1998 T4	1997	1998	1998 T4
	variation annuelle, en %								
	États-Unis			Japon			Zone euro		
Demande intérieure	4,3	5,3	5,6	0,0	-3,5	-3,1	1,9	3,3	3,0
Consommation	2,3	3,3	3,6	0,6	-0,6	0,0	0,9	1,8	2,1
Exportations nettes	-0,4	-1,4	-1,4	1,4	0,6	0,1	0,7	-0,2	-0,6
PIB	3,9	3,9	4,3	1,4	-2,9	-3,0	2,5	3,0	2,4
	Canada			Australie			Nouvelle-Zélande		
Demande intérieure	5,3	2,3	0,9	3,5	6,3	5,2	3,4	-0,1	0,0
Consommation	2,4	1,6	1,2	2,0	2,6	2,4	1,8	1,0	0,6
Exportations nettes	-1,5	0,7	1,8	0,2	-1,3	-0,5	-0,4	-0,6	-0,8
PIB	3,8	3,0	2,8	3,7	4,9	4,7	3,0	-0,8	-0,8
Sources: Banque centrale européenne; données nationales.									
Tableau II.1									

en raison surtout des mesures prises par les autorités. L'*Australie*, généralement disposée à laisser la dépréciation de la monnaie amortir la dégradation des termes de l'échange, a abaissé ses taux d'intérêt. En conséquence, l'expansion de la demande intérieure a plus que compensé le mauvais résultat des exportations nettes et la croissance du PIB a pratiquement atteint 5%. Le *Canada* a également laissé glisser le cours de change pour absorber l'évolution défavorable des termes de l'échange; toutefois, lorsque la dépréciation est allée au-delà de l'ajustement aux prix relatifs à l'exportation et a paru entamer la confiance, la politique monétaire a été resserrée, ce qui a freiné la demande intérieure et l'activité. Préoccupée par l'effet potentiellement inflationniste de la dépréciation de sa monnaie induite par l'évolution des termes de l'échange, la *Nouvelle-Zélande* a d'abord tenté de maintenir les conditions monétaires en relevant les taux d'intérêt. Le PIB a alors diminué, en partie à cause de cette mesure, et n'a amorcé un redressement qu'après un assouplissement substantiel de la politique monétaire, motivé par un recul de l'inflation et un élargissement de l'écart de PIB.

Dans la *zone euro*, l'effet négatif du ralentissement des exportations s'est accentué au fil de l'année, la décélération de la croissance dans plusieurs pays d'Europe orientale s'étant ajoutée à la baisse de la demande d'importations en Asie. Néanmoins, grâce à des conditions de financement favorables et à un léger desserrement de la politique budgétaire dans certains pays, les dépenses des ménages ont redémarré et la croissance moyenne du PIB est montée à 3% en glissement annuel – avec, cependant, des différences prononcées entre pays (graphique II.1). L'*Allemagne*, confrontée au fléchissement de la demande d'exportations, à l'essoufflement connexe des investissements en biens d'équipement et à l'atonie relative des dépenses des ménages, a enregistré une évolution négative du PIB en fin d'année. En *Italie* aussi, la croissance a perdu de son élan: les exportations ont reculé et la réduction des taux d'intérêt n'est pas parvenue à stimuler la demande intérieure, notamment parce qu'une telle mesure érode le revenu des ménages. En *France* et en *Espagne*, en revanche, le dynamisme du secteur des ménages et la forte progression de l'emploi ont porté la

Divergences au sein
de la zone euro ...



production près de son niveau potentiel. La conjoncture a été encore meilleure dans d'autres pays de la zone euro; en *Irlande* et aux *Pays-Bas*, des déséquilibres et des pressions inflationnistes sont même apparus très récemment.

Dans d'autres pays européens, pour la plupart en avance dans le cycle conjoncturel par rapport à la zone euro, la croissance moyenne est retombée en 1998. La décélération la plus nette s'est produite au *Royaume-Uni* et en *Norvège*, où la grande vulnérabilité aux chocs du commerce et des prix extérieurs – combinée à un durcissement monétaire – a progressivement pesé sur la demande intérieure et l'activité. Le *Danemark* a également enregistré un fléchissement de croissance, alors qu'en *Suisse* et en *Suède* les dépenses des ménages et la formation de capital ont largement contrebalancé le recul de la demande d'exportations.

Au *Japon*, la situation a évolué de façon radicalement différente. Ce pays a été l'un des premiers à ressentir l'impact négatif de la crise affectant les économies émergentes d'Asie, à laquelle son commerce extérieur l'exposait davantage que les États-Unis ou l'Europe. Comme, de surcroît, la demande privée n'a réagi que faiblement aux mesures budgétaires et monétaires expansionnistes, la récession amorcée au début de 1997 s'est aggravée. En réalité, bien que les exportations vers les économies émergentes d'Asie aient régressé de près de 20%, le solde commercial a contribué positivement au PIB car, du fait de la contraction de la demande intérieure, la diminution des importations a été supérieure à celle des exportations.

... et tassement de la croissance dans d'autres pays européens

Aggravation de la récession au Japon

Commerce extérieur et solde des paiements courants

La crise en Asie et dans d'autres économies émergentes a également eu, en 1998, un impact significatif sur le commerce mondial et les soldes des paiements

Commerce et prix dans le monde				
	1990–95	1996	1997	1998
	variation annuelle, en %			
Production mondiale	2,9	4,3	4,2	2,5
Commerce mondial, en volume	6,2	6,9	9,9	3,3
<i>Ratio: commerce/production</i>	2,2	1,6	2,4	1,3
Exportations nettes, marchandises				
Économies avancées	0,3	-0,2	0,2	- 1,1
Économies émergentes	0,7	0,7	3,3	4,6
Prix des échanges, en DTS	-0,4	3,2	-1,3	- 2,9
Produits manufacturés	0,5	1,3	-2,8	- 0,1
Pétrole	-2,7	23,7	-0,2	-31,2
Produits primaires hors pétrole	-0,9	3,3	2,0	-13,5
Termes de l'échange				
Économies avancées	0,5	-0,3	-0,3	1,3
Économies émergentes	-1,1	2,2	-0,7	- 6,4

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

Tableau II.2

Ralentissement du commerce mondial et baisse des prix

courants. Reflet du ralentissement planétaire de l'activité, l'expansion du commerce mondial est tombée à seulement 3½%, taux le plus bas depuis 1991 (tableau II.2). En outre, l'affaiblissement de la demande et la sous-utilisation croissante des capacités ont entraîné une baisse d'environ 3% des prix des échanges mondiaux (exprimés en DTS), avec d'importants reculs pour les produits de base dont les cours, mesurés par rapport aux prix à la production dans les pays industriels, se situent bien en deçà de leurs niveaux du début des années 60.

Solde des paiements courants ¹			
	1978–80		1996–98
Exportateurs de pétrole	99	Économies émergentes, Asie	136
Pays industriels avancés	-75	Japon	54
États-Unis	17	Autres pays industriels avancés	-133
Japon	-29	États-Unis	- 99
Zone euro	-66	Zone euro	1
Allemagne	-22	Allemagne	2
France	-11	France	19
Italie	-16	Italie	- 15
Espagne	- 8	Espagne	- 2
Royaume-Uni	5	Royaume-Uni	3
Divers ²	4	Divers ²	- 31
Économies émergentes (hors exportateurs de pétrole)	-33	Exportateurs de pétrole	- 66
Asie	-11	Économies émergentes (hors exportateurs de pétrole) ³	- 27
Afrique	- 1	Afrique	- 3
Amérique latine	-14	Amérique latine	- 27

¹ Variation, en milliards de dollars EU. ² Australie, Canada, Norvège et Nouvelle-Zélande. ³ Hors Asie.

Sources: FMI, *Statistiques financières internationales*, *Perspectives de l'économie mondiale*; données nationales.

Tableau II.3

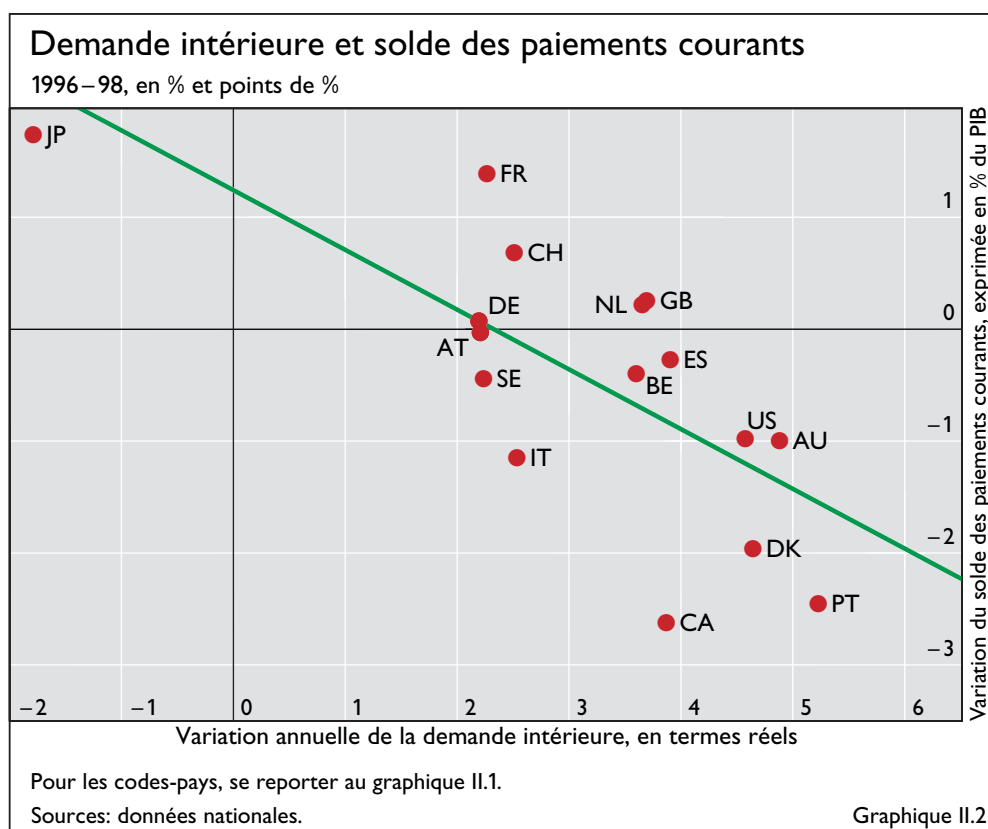
La récession dans certaines économies émergentes d'Asie et au Japon a fortement influencé, en outre, les soldes des paiements courants. Depuis 1996, l'excédent cumulé du groupe des marchés émergents d'Asie et du Japon s'est élargi de près de \$200 milliards, soit environ deux fois plus que les excédents des pays exportateurs de pétrole à l'époque de la hausse des cours du brut, entre 1978 et 1980 (tableau II.3). Par comparaison avec cette période, l'ensemble des pays industriels avancés (hors Japon) a absorbé, cette fois, à peu près la même part de l'augmentation des excédents mondiaux et l'Amérique latine légèrement plus. Cependant, comme les recettes pétrolières ont diminué ces deux dernières années, les déficits courants des pays exportateurs de pétrole se sont creusés d'un montant à peu près équivalant au tiers de la progression des excédents asiatiques.

Amélioration des paiements courants en Asie ...

En outre, ces déficits accrus se sont répartis de façon sensiblement différente entre pays industriels, par comparaison avec 1978–80. D'une manière générale, ce sont les différences d'expansion de la demande intérieure (graphique II.2) et les variations de change qui modifient les soldes des paiements courants depuis 1996. Aux États-Unis, la vigueur de la demande et le raffermissement du dollar expliquent l'absorption, par ce pays, de près de la moitié de l'augmentation globale des excédents asiatiques, alors que, durant la période 1978–80, l'affaiblissement de la monnaie et le tassement de la demande intérieure s'étaient traduits par une amélioration du solde courant. L'expansion rapide de la demande, conjuguée à l'évolution défavorable des prix relatifs, a beaucoup contribué à la détérioration observée au Canada, en Australie et en Norvège, pays où les exportations comportent un pourcentage appréciable de

... principalement absorbée par les États-Unis ...

... et les pays exportateurs de produits de base



produits de base. À l'inverse, la progression de l'excédent courant du Japon résulte surtout de la contraction de la demande intérieure et de la dépréciation du yen. L'excédent global des paiements courants de la zone euro a très peu bougé depuis 1996, car des améliorations en France et en Allemagne – découlant en grande partie du renforcement des positions concurrentielles – ont nettement compensé les détériorations enregistrées ailleurs, notamment en Italie.

Exportations nettes
et termes de
l'échange

En raison de fluctuations marquées des prix relatifs des échanges et de décalages conjoncturels, les variations des soldes des paiements courants ne fournissent qu'une indication partielle des répercussions de la récession asiatique et du ralentissement de la croissance du commerce mondial selon les pays et, pour chacun d'eux, selon le secteur d'activité. Aux États-Unis, par exemple, la chute brutale de la hausse des exportations (surtout vers l'Asie), combinée à une expansion vigoureuse et continue des importations, a entraîné une détérioration du solde commercial équivalant à 1¾% du PIB sur les deux dernières années. Cependant, l'amélioration des termes de l'échange a limité le recul du solde courant à quelque 1% du PIB nominal. De même, au Royaume-Uni, l'effet négatif de la contraction des exportations nettes a été largement supérieur à l'érosion des paiements courants, du fait du redressement de la livre – qui a permis d'améliorer les termes de l'échange malgré la baisse des prix pétroliers – et d'une embellie du solde des services. Le Canada, la Nouvelle-Zélande et la Norvège, par contre, ont accusé une dégradation notable de leurs paiements courants, des termes de l'échange plus défavorables ayant alourdi l'influence déjà négative des exportations nettes. Dans la majeure partie de la zone euro, la progression du solde commercial s'est ralentie en cours d'année, mais l'incidence sur les paiements courants a été atténuée par un renforcement des termes de l'échange, en dépit de la dépréciation des monnaies européennes face au dollar EU. Au Japon, à l'inverse, la contribution apportée par l'augmentation des exportations nettes a été supérieure à l'amélioration des paiements courants résultant de la détérioration des termes de l'échange.

Politique budgétaire

Relance budgétaire
appuyée au Japon

L'an dernier, le fait le plus marquant en matière de politique budgétaire s'est produit au Japon, avec la suspension de la loi de réforme structurelle du budget, suivie par l'adoption (en avril et en novembre) de mesures axées sur la fiscalité, les dépenses et le crédit, afin de dynamiser la demande intérieure. En outre, les autorités ont mis en place un vaste programme destiné à recapitaliser les banques, faciliter l'accès au crédit et assainir le secteur financier. Le dispositif de recapitalisation ne sera opérationnel que cette année, mais l'effet des dépenses et de la stimulation du crédit était déjà perceptible fin 1998. Les investissements publics ont enrayé la chute de la production, tandis que l'octroi de garanties officielles a contribué à faciliter les emprunts des petites et moyennes entreprises et à freiner le rythme des faillites. L'impact des dépenses de l'administration centrale a été atténué néanmoins par la détérioration rapide de la situation financière des collectivités locales et leur incapacité à financer leur part du programme d'investissements publics. De plus, ces efforts ne semblent pas avoir

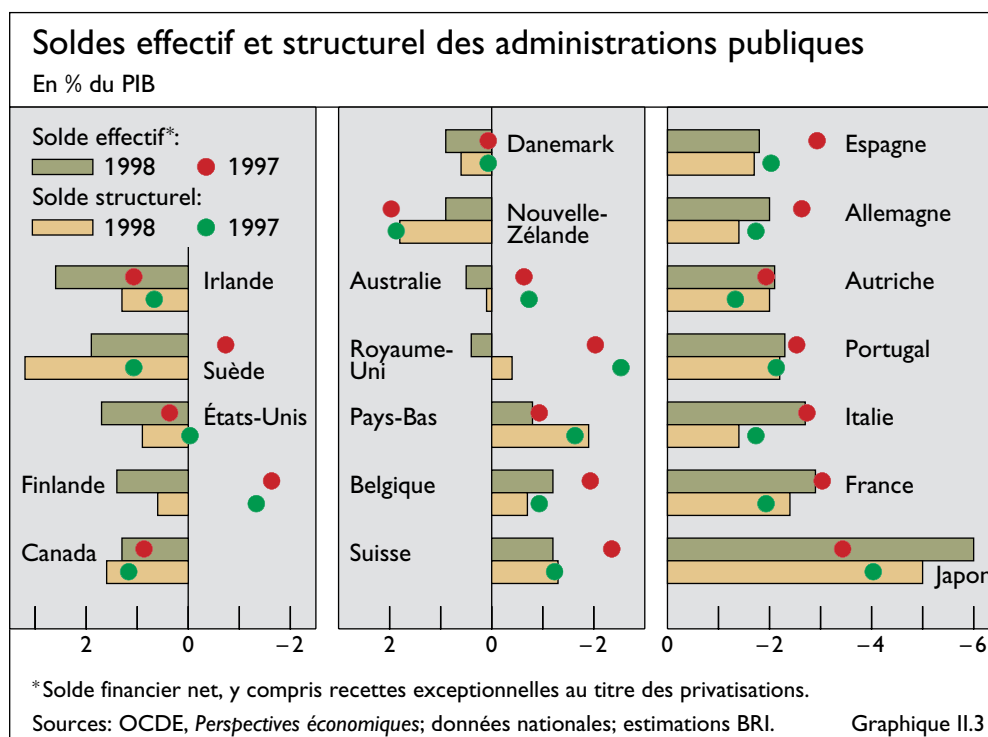
revigoré le secteur privé, de sorte que l'influence conjuguée de l'aggravation de la récession et des mesures de relance a porté le déficit des administrations publiques à 6% du PIB en 1998 (graphique II.3).

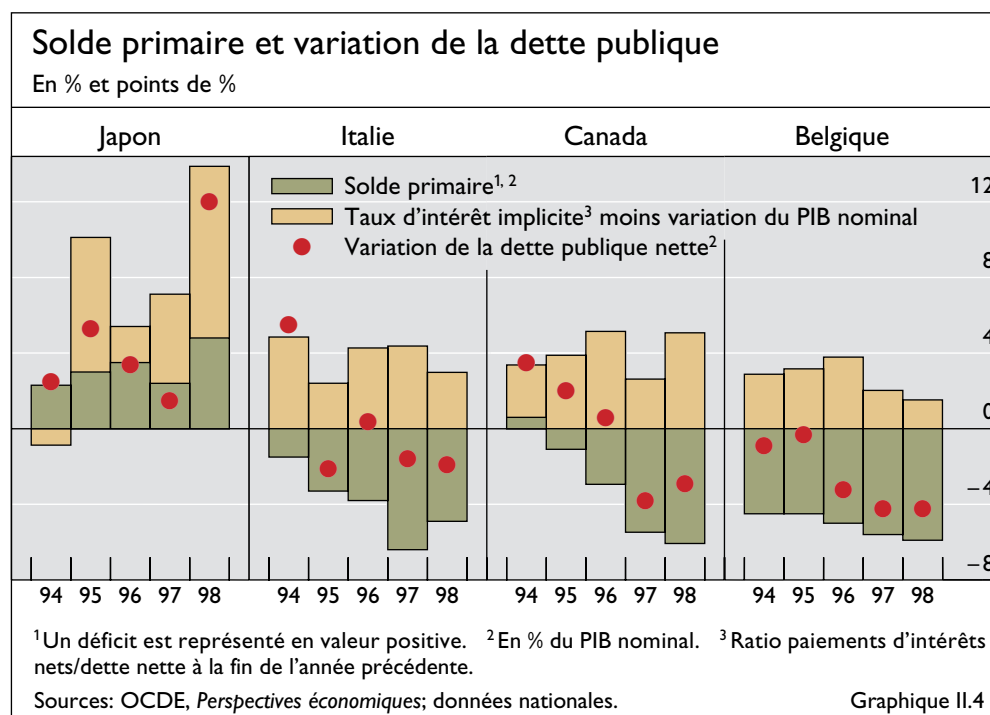
Dans les pays les plus avancés dans le cycle économique, en revanche, les mesures discrétionnaires et les facteurs conjoncturels ont permis d'améliorer le solde budgétaire. Les États-Unis ont dégagé un excédent équivalent à 1¼% du PIB l'an passé, contre un déficit de 4½% en 1992. Au Royaume-Uni, au Canada, en Australie, en Finlande, en Suède et en Irlande, les progrès ont été également notables; en termes de PIB, l'excédent structurel du Canada est désormais le plus élevé du G7. De nombreux autres pays, qui avaient atteint leur objectif à court terme d'assainissement budgétaire, sont revenus à une politique plus neutre, voire légèrement plus souple. Dans plusieurs cas, une partie seulement des recettes supplémentaires découlant de l'embellie conjoncturelle a été consacrée au renforcement du solde structurel. Parfois, l'assouplissement a été encore plus marqué. En Nouvelle-Zélande, par exemple, l'excédent a été plus modeste qu'en 1997, car les stabilisateurs automatiques ont accentué l'effet de la faible augmentation des dépenses discrétionnaires. En France, aux Pays-Bas et en Autriche, les mesures de soutien ont été quelque peu renforcées et le déficit structurel s'est creusé, malgré une croissance plus forte.

De nombreux pays sont également parvenus à réduire leur ratio dette publique/PIB. Sauf au Japon, les soldes primaires ont été excédentaires les deux dernières années et le service de la dette a diminué en termes nets. Les progrès butent toutefois sur un obstacle: avec une inflation plus faible et des versements d'intérêts sur la dette publique ne réagissant que lentement à la modification des taux longs du marché, il faut un solde primaire plus élevé pour abaisser le ratio dette/PIB. Cela s'est clairement vérifié en Italie, au Canada et en Belgique, où le processus d'assainissement partait de niveaux de dette relativement élevés. En

Excédent
budgétaire dans
plusieurs pays ...

... et baisse du
ratio dette/PIB ...





Belgique, par exemple, le solde primaire est excédentaire depuis le milieu des années 80, alors que le ratio dette nette/PIB n'a commencé à décroître qu'en 1994 (graphique II.4). L'Italie a enregistré son premier excédent primaire en 1992, mais il a fallu cinq ans pour obtenir un fléchissement régulier du ratio d'endettement. Au Canada aussi, le ratio a diminué ces deux dernières années, après un durcissement marqué de la politique budgétaire au milieu de la décennie. Le Japon, au contraire, semble entré dans une phase d'alourdissement très rapide de sa dette: l'augmentation massive du déficit primaire a amené le ratio dette nette/PIB au-dessus de 30% et le ratio dette brute/PIB à 100% fin 1998 (contre 4% et 60% six ans plus tôt seulement).

... sauf au Japon

Autres composantes de la demande

Niveau généralement soutenu des dépenses des ménages ...

L'année 1998 restera sans doute associée dans les esprits aux chocs financiers et extérieurs du second semestre. Il convient de noter également que, dans les pays les ayant le mieux surmontés, la consommation privée a constitué le principal moteur de la croissance. De plus, là où l'activité a diminué ou ralenti de manière significative, la bonne tenue des dépenses des ménages a évité d'aggraver la tendance. On observe toutefois des exceptions. Préoccupés par les impôts futurs et les perspectives de l'emploi, les consommateurs japonais ont réagi aux allègements fiscaux en augmentant leur épargne de précaution. En Allemagne et en Italie, l'atonie du marché du travail semble aussi avoir freiné la consommation. En vérité, il s'est avéré, l'an dernier, que la création d'emplois tend à renforcer la confiance et les dépenses des ménages, ce qui est apparu clairement en France et en Espagne.

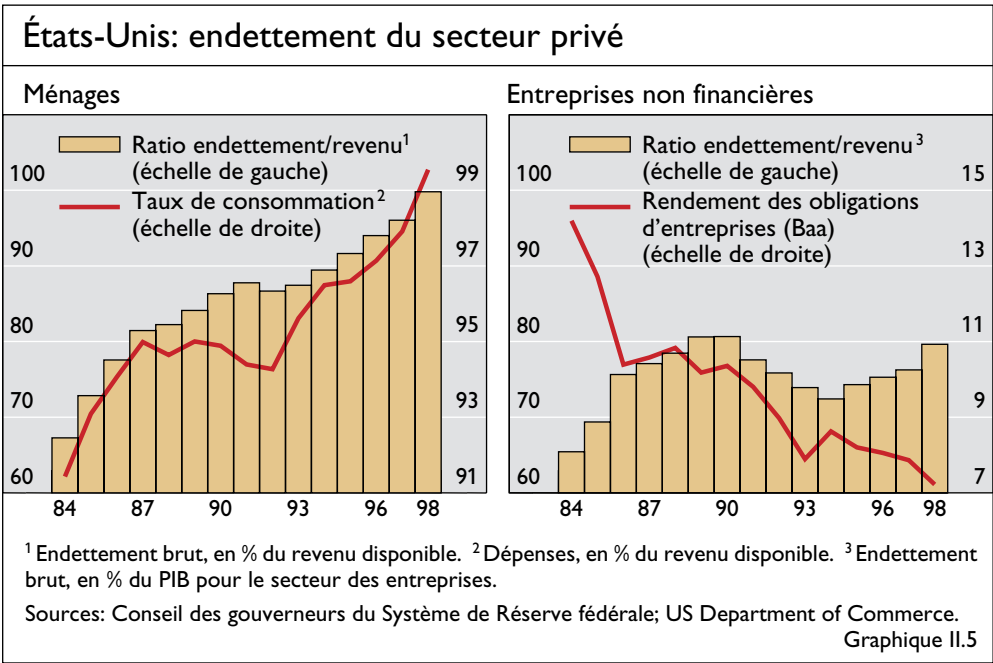
Cette confiance a également été stimulée par la valorisation des patrimoines, qui a incité les ménages à s'endetter davantage et/ou à réaliser des

plus-values et à accroître leurs dépenses au-delà de la hausse de leur revenu disponible. Aux États-Unis, les ménages comme les entreprises ont plus largement recouru au crédit pour financer leurs dépenses élevées, ce qui suscite des interrogations sur le caractère durable d'une telle tendance. L'endettement des ménages a atteint un niveau record et celui des entreprises est au plus haut depuis 1990 (graphique II.5). Jusqu'ici, les faibles taux d'intérêt et l'allongement des échéances ont permis de contenir le service de la dette dans des limites acceptables. Pour les ménages, il faut, en outre, replacer cet accroissement de l'endettement dans le contexte d'une revalorisation encore plus forte de leur patrimoine. L'insolvabilité de particuliers a pris néanmoins une ampleur sans précédent. Enfin, comme le taux d'épargne est quasiment nul et que les sociétés ont notamment utilisé leurs emprunts pour des rachats d'actions, les ménages et les entreprises pourraient se trouver plus vulnérables à une hausse des taux, même si leurs emprunts nets, l'an dernier, étaient en grande partie assortis de taux fixes.

... reflétant une progression de l'emploi et des plus-values sur actions ...

La réalisation de gains de patrimoine a aussi stimulé les dépenses des ménages dans plusieurs autres pays, de sorte que, çà et là, des pressions inflationnistes et des déséquilibres apparaissent. En Irlande, cinq années de croissance annuelle supérieure à 7%, une diminution des taux hypothécaires et une forte expansion du crédit ont engendré une pression excessive de la demande sur le marché du logement. À Dublin, les prix moyens de l'immobilier d'habitation ont augmenté de quelque 80% ces deux dernières années, ce qui paraît avoir intensifié les tensions sur les salaires nominaux. Un excédent de la demande pourrait aussi se dessiner aux Pays-Bas, où les plus-values réalisées sur logements et actions ont alimenté la consommation privée et où la production semble supérieure à son potentiel. Les dépenses des ménages ont également été très soutenues au Danemark et en Finlande, grâce notamment à la valorisation des patrimoines liée à la hausse des prix des logements. Si les craintes de

... ainsi qu'un renchérissement du patrimoine immobilier



Évolution de l'épargne intérieure dans certains pays										
	en % du PIB									
	États-Unis		Japon		Allemagne		France		Italie	
	1992*	1998	1991*	1998	1991*	1998	1993*	1998	1991*	1998
Épargne totale	15,2	16,3	32,7	27,2	22,5	21,7	18,2	20,0	18,5	20,4
Publique	-1,1	4,4	9,4	1,5	1,3	0,7	-2,5	-0,2	-5,7	0,5
Privée	16,3	11,9	23,3	25,7	21,2	21,0	20,7	20,2	24,2	19,9
Ménages	4,2	0,3	8,4	9,5	9,2	7,7	10,0	10,1	12,8	8,0
Entreprises	12,1	11,6	14,9	16,2	12,0	13,3	10,7	10,1	11,4	11,9
	Royaume-Uni		Canada		Australie		Suède		Suisse	
	1993*	1998	1992*	1998	1992*	1998	1993*	1998	1993*	1998
Épargne totale	14,3	18,1	14,3	18,0	17,2	19,8	11,2	16,6	28,8	30,2
Publique	-4,8	1,4	-4,8	3,7	-3,4	2,7	-7,6	4,4	-0,9	1,9
Privée	19,1	16,7	19,1	14,3	20,6	17,1	18,8	12,2	29,7	28,3
Ménages	7,9	5,0	7,6	0,7	3,5	1,5	5,0	0,6	7,2	5,8
Entreprises	11,2	11,7	11,5	13,6	17,1	15,6	13,8	11,6	22,5	22,5
* Année du plus fort déficit des administrations publiques depuis 1990; Japon: année du plus fort excédent; Allemagne: année suivant la réunification.										
Sources: OCDE, <i>Perspectives économiques</i> ; données nationales; estimations BRI.										Tableau II.4

pressions inflationnistes ont incité le gouvernement danois à prendre des mesures pour accroître l'épargne des ménages et limiter le renchérissement de l'immobilier d'habitation, les signes de surchauffe ou de déséquilibre ont été peu nombreux en Finlande, bien que l'écart de PIB, qui atteignait 11% en 1993, soit aujourd'hui comblé. Le Royaume-Uni fait exception à cette tendance, car l'incertitude croissante sur l'avenir économique a rendu les ménages réticents à convertir en dépenses des gains de patrimoine pourtant substantiels.

Le dynamisme des dépenses des ménages et le recul correspondant du taux d'épargne pourraient être également associés à l'assainissement budgétaire et au renforcement de l'épargne publique. Aux États-Unis, par exemple, la contraction de l'épargne des ménages depuis 1992 a contrebalancé, à hauteur des trois quarts, la hausse de l'épargne publique (tableau II.4). Au Canada, les ménages ont réduit leur épargne de façon encore plus prononcée, malgré une décélération de la consommation et de l'investissement résidentiel au second semestre; avec un niveau d'épargne déjà bas et un ratio d'endettement élevé, ils semblent de moins en moins enclins à emprunter davantage. En Italie, l'augmentation de l'épargne publique s'est accompagnée d'une diminution presque équivalente de celle des ménages, les consommateurs finançant leurs dépenses au-delà du faible relèvement de leur revenu en liquidant des actifs financiers. Dans d'autres pays, la réaction à l'assainissement budgétaire a été plus discrète, si bien que l'épargne nationale a été influencée plus nettement par la progression de l'épargne publique.

Le cycle actuel est aussi caractérisé par une forte expansion de la formation de capital fixe des entreprises, surtout dans les pays en situation conjoncturelle avancée. Quoique leur contribution directe à l'augmentation de la demande soit inférieure à celle de la consommation, des dépenses en capital soutenues

Épargne des ménages et assainissement budgétaire

L'expansion de l'investissement des entreprises ...

réduisent le risque d'insuffisance des capacités de production et, par conséquent, d'apparition de pressions inflationnistes, ce qui a aidé à prolonger la phase de conjoncture favorable. D'ailleurs, même si le cycle américain est l'un des plus longs de l'après-guerre, le taux d'utilisation des capacités dans l'industrie manufacturière était encore, en fin d'année, bien en deçà des records antérieurs. Dans de nombreux pays de la zone euro, en revanche, les dépenses d'équipement ont été assez faibles et le tassement de la croissance vers la fin de 1998 n'a pas empêché la persistance de taux d'utilisation relativement élevés.

L'investissement a été principalement stimulé par des conditions d'emprunt favorables, des cours d'actions élevés et en hausse ainsi que par une nette progression des marges bénéficiaires. Comme on l'a vu, la montée en flèche des investissements américains s'est accompagnée d'une augmentation marquée de l'endettement des entreprises, mais, dans plusieurs autres pays, les conditions de financement attrayantes et les profits substantiels ont également dynamisé les dépenses en capital. En Suède, la reprise de l'investissement des entreprises, l'an passé, a compensé un mouvement négatif des exportations nettes équivalant à 2% du PIB. Cet investissement a aussi constitué l'une des principales sources de croissance en Finlande et en Espagne; il reflète essentiellement une hausse des

... et sa contribution à la croissance globale ...

Investissement fixe des entreprises et déterminants potentiels: évolution récente

	Investissement ¹	PIB ²	CMRC ³	Rentabilité ⁴	Pi/S ⁵
Irlande	43,1	30,7	6,8	15,4	90,4
Norvège	40,6	13,4	1,4	7,5	95,5
États-Unis	35,3	10,0	2,3	18,7	85,2
Royaume-Uni	33,4	9,2	2,1	11,6	83,4
Finlande	32,9	15,3	3,8	10,3	82,3
Canada	31,8	7,8	1,9	14,3	80,8
Australie	26,4	11,8	2,5	13,5	81,6
Danemark	25,9	9,7	1,4	11,4	80,0
Pays-Bas	24,1	9,3	2,2	18,6	89,5
Espagne	20,8	8,9	1,7	18,3	84,6
Suède	15,8	7,1	1,8	12,3	79,0
Belgique	14,2	6,8	1,8	13,8	88,1
Suisse	12,0	2,3	0,6	12,3	76,7
France	8,7	6,0	1,7	15,7	85,7
Italie	8,4	5,2	1,5	15,4	93,0
Allemagne	6,9	5,0	1,3	13,6	83,8
Japon	5,6	8,1	0,5	13,6	86,1
Pour mémoire ⁶		0,72	0,63	-0,17	0,18

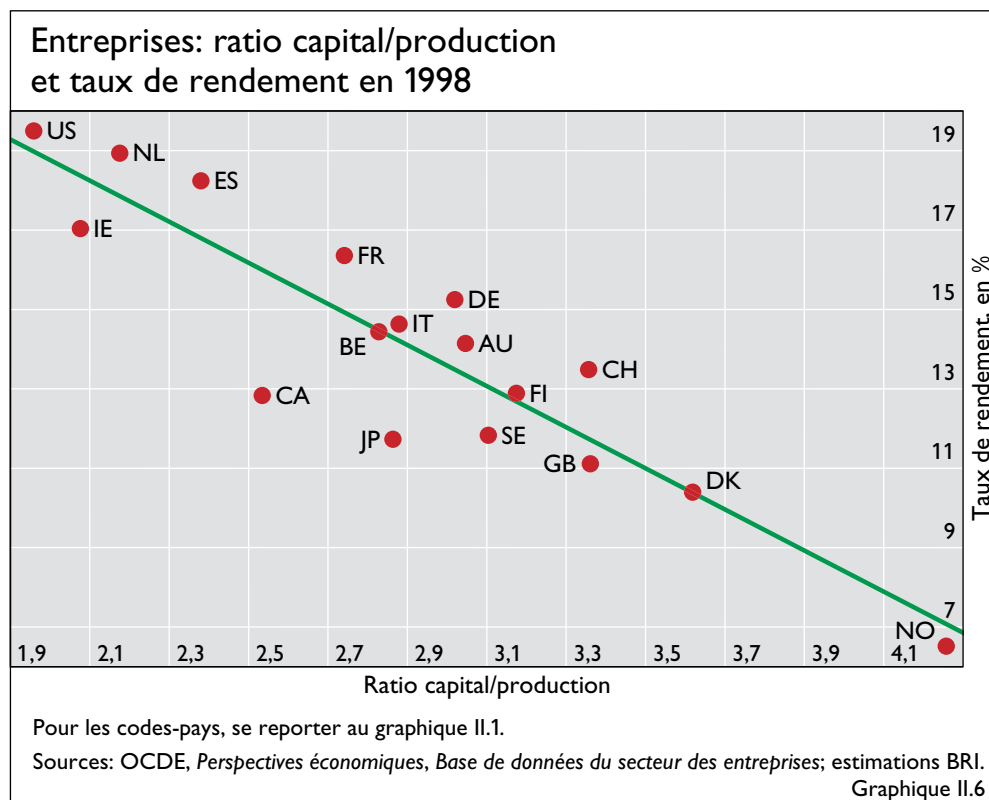
Données relatives au secteur des entreprises, sauf PIB (économie globale).

¹ Variation cumulée de l'investissement fixe en volume entre 1995 et 1998, en %. ² Variation cumulée du PIB réel entre 1994 et 1997, en %. ³ Coefficient marginal de rentabilité du capital = rythme de variation de la valeur ajoutée (en termes réels) divisé par le ratio investissement/valeur ajoutée (à prix constants); moyenne sur la période 1994-98. ⁴ Rentabilité du capital avant impôts en 1996.

⁵ Ratio prix des biens d'investissement/salaires en 1996; indice 1990 = 100. ⁶ Corrélations bilatérales entre investissement et, selon la colonne, PIB, CMRC, rentabilité et Pi/S.

Sources: OCDE, *Perspectives économiques*, Base de données du secteur des entreprises; données nationales; estimations BRI.

Tableau II.5



profits et, pour ce dernier pays, un assouplissement des conditions du crédit résultant de la qualification pour l'UEM. À l'inverse, les profits négatifs, les restrictions de crédit et les incertitudes sur la croissance future ont conduit les entreprises japonaises à réduire de plus de 11% leurs dépenses d'équipement. Leur stock de capital n'en a pas moins continué à croître, renforçant ainsi l'élargissement de l'écart de PIB induit par la baisse de la demande.

Le facteur qui a le plus influencé les formes prises par les dépenses d'investissement, ces dernières années, a probablement été la divergence des anticipations de croissance par les entreprises, qui tendent à refléter des différences dans les taux précédents et dans les évolutions récentes de la production par unité de capital installé (tableau II.5). De surcroît, les pays présentant un ratio capital/production relativement modeste (États-Unis, Pays-Bas, Irlande et Espagne, par exemple) semblent avoir obtenu une rentabilité supérieure et ont donc accru leurs investissements (graphique II.6). Inversement, au Japon et en Norvège, le ratio capital/production élevé et la faible rentabilité peuvent indiquer un excès d'investissement antérieur et un sous-emploi des capacités n'incitant pas à effectuer des dépenses en capital. La baisse du prix relatif du capital, biens d'équipement notamment, alors que les entreprises sont poussées à réduire les coûts par unité produite, a également joué un rôle en les incitant à substituer du capital au travail pour accroître la productivité de la main-d'œuvre. Ces pressions paraissent avoir été le moteur de l'investissement en Allemagne et en Suisse, récemment. Enfin, vu la progression modeste des salaires, la hausse de l'investissement aux États-Unis apparaît singulièrement forte par rapport à la croissance de la production, ce qui pourrait indiquer que les entreprises ont augmenté leurs achats d'équipement pour devancer d'éventuelles

... reflètent
des anticipations
divergentes sur la
croissance ...

tensions sur l'offre de travail et sur les salaires. Ce comportement préventif semble expliquer en partie le recul du taux d'utilisation des capacités.

... et la rentabilité future

Marchés du travail

Chômage

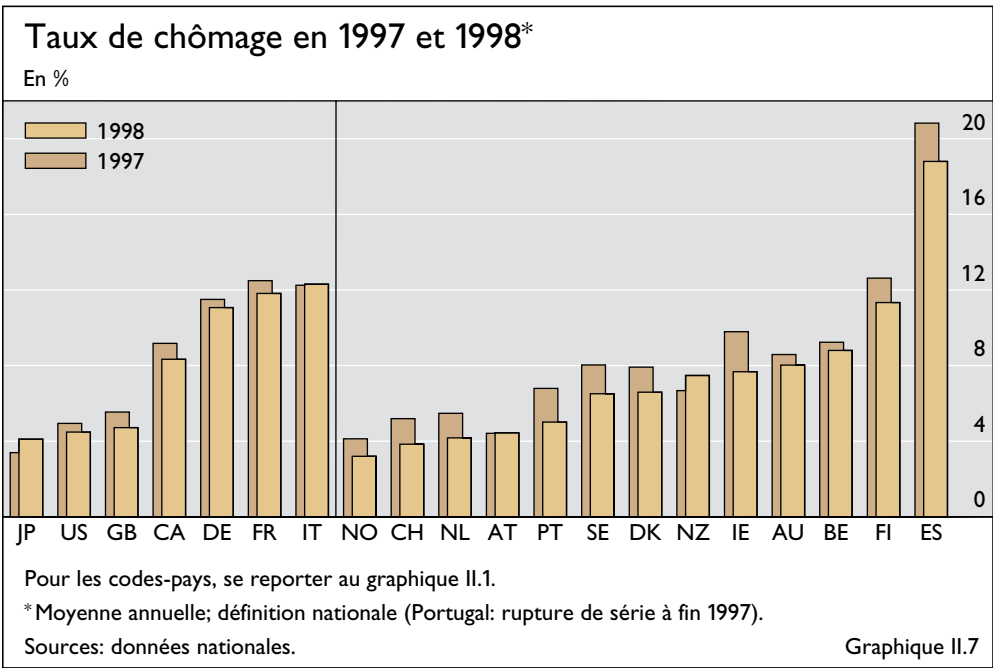
Les marchés du travail se sont généralement améliorés en 1998 (graphique II.7). Aux États-Unis, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas, le taux de chômage, déjà faible, a encore baissé. Pourtant, les cas rapportés de pénurie de main-d'œuvre ont été rares et les tensions sur les salaires sont demeurées modestes. Le chômage a aussi diminué de façon notable dans de nombreux pays européens de moindre dimension ainsi qu'au Canada et en Australie. La situation de l'emploi s'est, en revanche, dégradée au Japon et en Nouvelle-Zélande. Au Japon, le taux de chômage officiel dépasse même à présent celui des États-Unis, ce qui ne s'était jamais produit depuis la fin de la guerre.

Recul conjoncturel du chômage ...

Ces évolutions divergentes reflètent essentiellement des écarts conjoncturels. L'an passé, le chômage a baissé dans pratiquement toutes les économies où l'expansion dépassait sa croissance tendancielle; il a généralement régressé davantage là où l'activité progressait plus vite. À l'inverse, il a augmenté au Japon et en Nouvelle-Zélande, en raison surtout du ralentissement de la conjoncture.

Toutefois, certaines divergences s'expliquent apparemment par la réussite plus ou moins grande des efforts de réduction du chômage structurel. Les résultats ont été particulièrement remarquables en Irlande, au Danemark, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni, qui ont entrepris, ces dernières années, d'importantes réformes du marché du travail. L'Espagne s'est aussi engagée dans cette voie, spécialement dans les domaines de la protection de l'emploi et des allocations de chômage; le taux de chômage structurel estimé, moins élevé qu'il y a quelques années, y reste cependant supérieur à 15%.

... et amélioration structurelle dans certains pays ...



... mais pas partout

Ailleurs, le chômage structurel a résisté et demeure à des niveaux élevés ou s'inscrit même en hausse. En Allemagne et en France, par exemple, les estimations dépassent généralement 10% et le taux de chômage est plus important qu'en 1995, en dépit d'un écart de PIB comparable, voire plus faible en France. Bien que la nette progression de l'emploi dans ce pays, l'an dernier, reflète en partie des réformes structurelles destinées à accroître les perspectives d'embauche des femmes et des jeunes, surtout dans les services, ces initiatives ont eu également tendance à augmenter le taux d'activité, atténuant leur impact sur les chiffres du chômage. L'Allemagne s'est efforcée, elle aussi, d'améliorer la flexibilité du marché du travail, mais les mesures prises semblent avoir davantage stimulé la productivité que la création d'emplois; dans ce contexte, l'attitude plus revendicative des syndicats pourrait éventuellement provoquer une hausse du chômage effectif et structurel.

Productivité du travail

Progrès
différenciés de la
productivité ...

En matière de productivité du travail, des divergences marquées ont également été observées. Les gains de productivité dans les entreprises ont dépassé 2½% en Australie et en Allemagne et n'ont guère été inférieurs à ce chiffre aux États-Unis, en Finlande et en France (tableau II.6). La productivité n'a augmenté que marginalement dans de nombreux pays et a chuté au Japon.

... en fonction
de l'évolution
conjoncturelle ...

Comme le chômage, la productivité du travail dépend de facteurs conjoncturels et structurels. À long terme, son expansion est déterminée par les facteurs d'offre, notamment la variation du montant de capital physique par travailleur, les compétences de la population active ainsi que l'apparition de nouvelles technologies et leur diffusion sur les lieux de travail. À court terme, toutefois, elle suit le cycle économique, car les entreprises tendent à n'ajuster que tardivement l'emploi au niveau de la production. Cette influence de la conjoncture explique en grande partie la chute brutale de la productivité qui a accompagné l'aggravation de la récession japonaise. Les autres pays se trouvaient, pour la plupart, dans une phase de croissance relativement avancée, durant laquelle les influences conjoncturelles ont moins d'importance.

... et des tendances
longues

Ce sont donc les tendances longues qui ont eu le plus d'influence. En Allemagne, par exemple, la croissance tendancielle de la productivité est actuellement estimée à plus de 3%, contre 2% environ dans les années 80. Pour une bonne part, cette accélération est liée à une progression significative du ratio capital/travail, due à la substitution du capital au travail dans les entreprises confrontées à l'augmentation des coûts relatifs de main-d'œuvre et à l'intensification des pressions concurrentielles. La tendance semble également avoir été à la hausse en Australie, au Danemark, en Norvège et en Suède, et les ratios sont demeurés élevés en Finlande et en Irlande malgré des investissements de productivité moins substantiels.

Rôle du
renforcement
de l'intensité
capitalistique ...

À l'inverse, l'expansion tendancielle de la productivité semble s'être ralentie au Canada, en raison d'une accumulation de capital plus lente, quoique toujours relativement soutenue. D'après les estimations, elle a également fléchi au Royaume-Uni. En Suisse, elle est demeurée assez faible. Aux États-Unis, la tendance des années 90 est similaire, dans l'ensemble, à celle de la décennie précédente; son accélération récente ne peut toutefois être clairement attribuée

Sources des gains de productivité dans les entreprises						
	PIB par employé				Ratio capital installé/emploi	
	Total observé en 1998	Composante ¹				
		Conjoncturelle	Tendancielle ²	Résiduelle	Années 80	Années 90
Australie	3,3	0,5	1,8 (1,1)	1,0	2,1	1,5
Allemagne	2,8	0,2	3,1 (1,8)	-0,5	2,2	3,6
États-Unis	2,3	0,3	1,1 (1,3)	0,9	1,2	1,9
Finlande	2,1	0,0	3,7 (3,8)	-1,6	3,6	1,8
France	2,0	0,3	1,9 (2,5)	-0,2	2,6	2,5
Irlande	1,8	-0,3	3,2 (4,1)	-1,1	3,4	-0,4
Suède	1,6	0,1	2,6 (1,7)	-1,1	2,4	3,7
Belgique	1,5	0,1	1,8 (1,6)	-0,4	2,8	2,7
Italie	1,4	-0,2	2,3 (2,4)	-0,7	2,2	3,1
Suisse	0,9	0,1	0,6 (0,3)	0,2	0,9	2,8
Danemark	0,7	0,4	2,3 (1,7)	-2,0	2,7	2,1
Pays-Bas	0,7	0,3	1,4 (1,4)	-1,0	1,1	1,2
Royaume-Uni	0,6	-1,1	1,0 (2,1)	0,7	1,6	1,3
Norvège	0,5	-0,1	2,0 (1,4)	-1,4	2,9	0,7
Canada	0,1	-0,5	0,7 (1,6)	-0,1	5,5	3,6
Japon	-2,4	-4,3	2,2 (2,6)	-0,3	4,4	3,7

¹ La répartition des gains de productivité entre les trois composantes est obtenue par estimation, sur la période 1980–98, à partir d'un modèle dynamique de demande de main-d'œuvre. Le modèle établit une relation entre les gains de productivité et la croissance du PIB avec, comme variable de correction d'erreur, la productivité de l'année précédente moins son niveau tendanciel à long terme (estimé sous forme de fonction spline avec point de rupture en 1990). ² Le niveau tendanciel estimé des gains de productivité pour les années 80 est indiqué entre parenthèses.

Sources: OCDE, *Perspectives économiques*; données nationales; estimations BRI.

Tableau II.6

aux influences conjoncturelles ni aux tendances longues. Si cette vigueur tient en partie à la modification de la méthode de mesure de l'inflation, elle peut aussi témoigner d'évolutions plus profondes. Ainsi, la persistance d'investissements élevés a renforcé l'intensité capitaliste, malgré des gains d'emplois encore substantiels. Par ailleurs, on fait parfois valoir que les récents investissements en technologies de pointe ont des retombées particulièrement importantes par leur incidence sur la productivité. Pourtant, si les ordinateurs ont constitué une part essentielle des dépenses d'investissement réalisées dernièrement, ils ne représentent toujours que 2% du stock net de capital hors logement. Les investissements informatiques ont beau avoir une rentabilité supérieure à celle d'autres équipements, ils n'ont exercé jusqu'ici qu'un effet modeste sur la croissance globale de la productivité. Cet effet s'accroît néanmoins et pourrait être source de grands progrès dans les années à venir.

... et des investissements en technologies de pointe

Évolution récente des salaires et des prix

En 1998, l'évolution de l'économie réelle s'est accompagnée d'une poursuite de la désinflation observée ces dernières années (graphique II.8), due notamment à la nouvelle modération des coûts unitaires de main-d'œuvre. La progression des salaires nominaux s'est encore ralentie dans la zone euro, tandis qu'aux

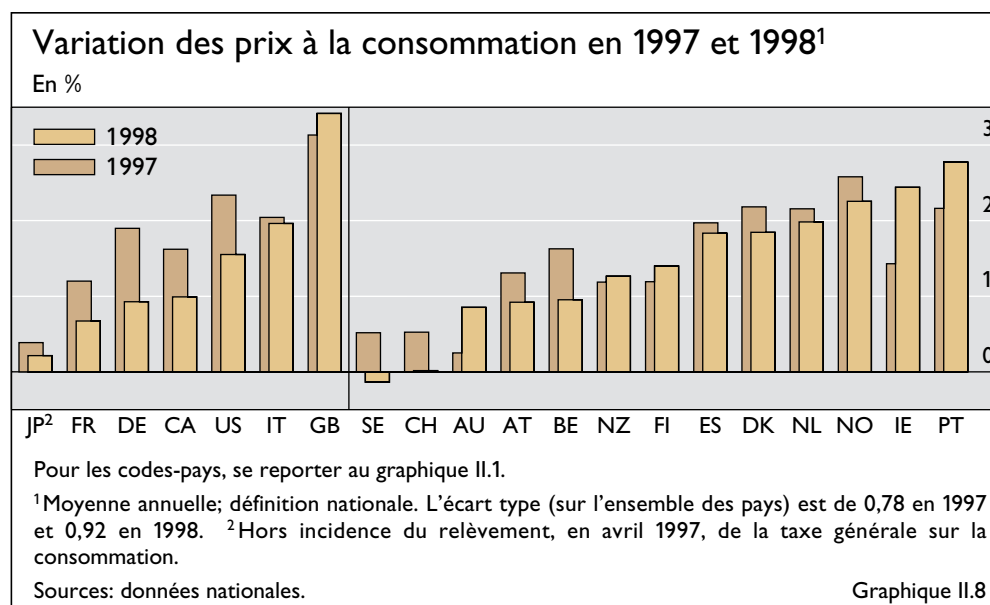
Nouveau
ralentissement
de l'inflation, dû
à l'expansion
modérée des
salaires ...

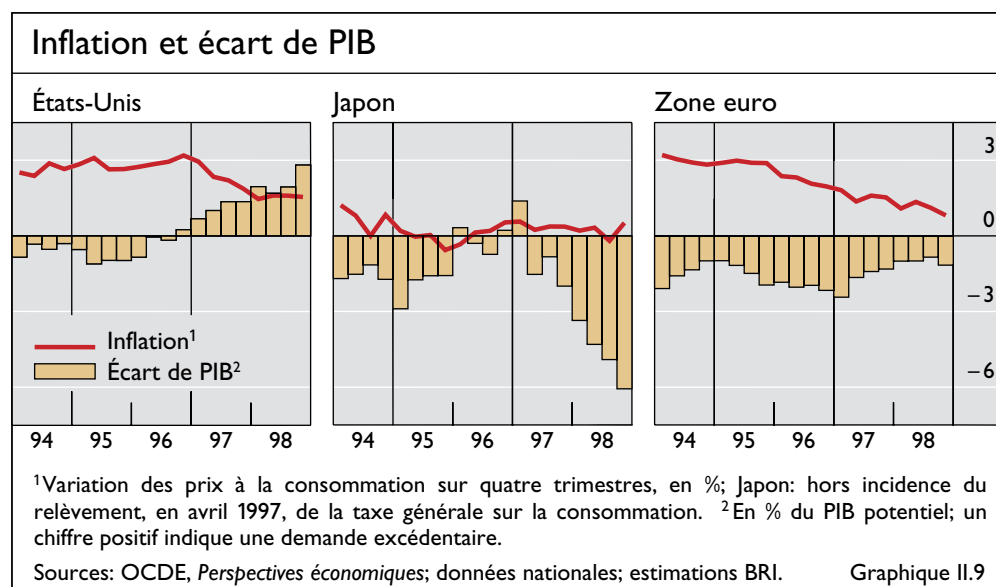
... à la baisse des
cours des produits
de base ...

États-Unis d'importants gains de productivité ont fait pendant à de faibles tensions sur les salaires. De surcroît, malgré la diminution de l'écart de PIB négatif ou l'augmentation de l'écart positif dans la plupart des pays, la marge des prix par rapport aux coûts unitaires de main-d'œuvre a généralement diminué, reflétant, d'une part, la baisse du coût des facteurs de production (autres que le travail) faisant l'objet d'un échange international et, d'autre part, une concurrence plus vive et une sous-utilisation croissante des capacités sur les marchés mondiaux des biens (graphique II.9).

La diminution des coûts autres que ceux du travail provient essentiellement de la baisse des cours des produits de base (graphique II.10). Le prix du pétrole brut, surtout, a fortement chuté: fin 1998, il était inférieur de plus de 60% à son sommet de 1996, en termes réels. La récession dans les économies émergentes d'Asie, qui avaient absorbé les deux tiers environ de l'augmentation de la consommation totale de pétrole sur les quatre années précédentes, explique en grande partie ce recul, qui résulte également d'un climat exceptionnellement clément, de stocks pléthoriques et d'une offre mondiale accrue. Depuis ce creux, les cours ont regagné près de 50%, suite à un accord entre les principaux exportateurs pour réduire l'offre en 1999. Étant donné que de nombreux pays exportateurs éprouvent le besoin d'accroître les recettes pour financer un déficit budgétaire plus élevé, on peut douter de la viabilité de l'accord. Malgré tout, les analystes du marché estiment actuellement que la hausse sera davantage qu'un phénomène temporaire.

L'atonie de la demande mondiale et l'accroissement de l'offre ont également entraîné la chute des cours de divers autres produits de base. Les denrées alimentaires s'inscrivent dans une longue tendance baissière, qui s'est accentuée l'an dernier, l'offre ayant été gonflée par des facteurs climatiques. Pour les matières premières agricoles, le recul par rapport aux sommets de 1995 a été aggravé, en outre, par la récession en Asie et par une expansion de l'offre liée au progrès technique, à l'accélération des privatisations dans la production et aux prix élevés pratiqués auparavant dans la décennie. Ces facteurs ont aussi déprimé

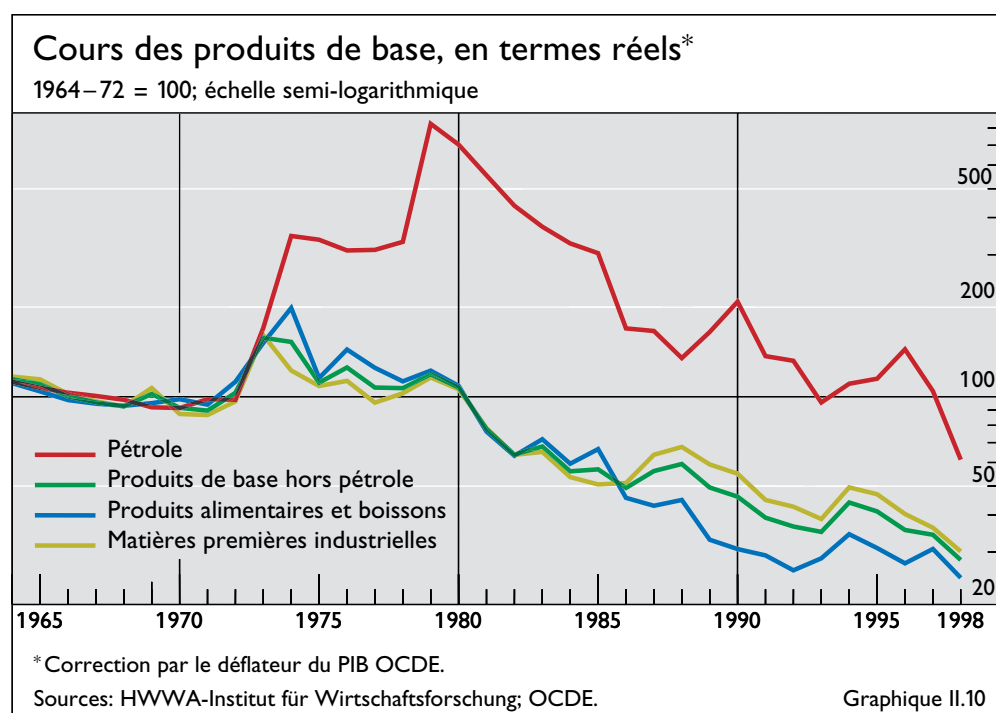




les cours des matières premières industrielles, bien que cet effet, particulièrement pour les métaux non précieux, ait probablement été renforcé, en 1998, par les tentatives des producteurs de compenser leurs pertes de revenu par une augmentation de la production et une réduction des marges – au point que les prix ne couvraient parfois plus les coûts. Plus généralement, comme la plupart des produits de base sont évalués en dollars EU, le raffermissement de la monnaie américaine depuis 1995 a eu tendance à amplifier les pressions sur les prix.

La faiblesse de la demande mondiale a également amplifié la sous-utilisation des capacités pour de nombreux biens intermédiaires et produits finis. Ce déséquilibre entre offre et demande a contribué à la désinflation dans les pays industriels à travers la diminution du prix des marchandises importées et le

... et à la sous-utilisation mondiale des capacités



durcissement des pressions concurrentielles sur les fabrications nationales. De fait, les prix à la production dans l'industrie au sein des pays du G 10 ont perdu environ 2% en un an et ceux des biens de consommation ont même baissé dans de nombreux cas. Enfin, les prix des services ont augmenté moins rapidement en 1998, en raison de la croissance modérée des salaires nominaux, déjà évoquée, mais aussi, dans plusieurs pays, de la déréglementation et de la privatisation de services précédemment fournis par le secteur public.

Forces désin-
flationnistes aux
États-Unis ...

Aux États-Unis, où la hausse des prix à la consommation est tombée autour de 1½%, en dépit d'une nouvelle progression de la production par rapport au potentiel estimé, les effets désinflationnistes de la baisse du coût des facteurs autres que le travail et de la sous-utilisation mondiale des capacités ont été renforcés par deux éléments. Premièrement, la valeur externe du dollar américain est demeurée relativement forte pendant la majeure partie de 1998, ce qui a permis de contenir le renchérissement des biens importés et des productions locales en concurrence avec les importations. Deuxièmement, le dynamisme de l'investissement des entreprises américaines, ces dernières années, aboutit maintenant à des taux d'utilisation des capacités inférieurs à la moyenne, ce qui accentue l'impact de l'intensification de la concurrence internationale sur les prix intérieurs et comprime notablement les marges bénéficiaires.

... et diversité des
résultats en Europe

Si les tendances générales déjà mentionnées ont globalement atténué l'inflation en Europe, on note des différences sensibles d'un pays à l'autre. Ainsi, l'augmentation des prix s'est amplifiée en Irlande et au Portugal, en raison d'une croissance rapide de la production et, pour l'Irlande, d'une poussée des coûts de main-d'œuvre. Aux Pays-Bas, bien que l'inflation ait poursuivi son repli, le taux de chômage est tombé à seulement 3,8% (l'un des meilleurs résultats de la zone euro) et les tensions sur les coûts de main-d'œuvre s'intensifient. À l'inverse, la modération des salaires nominaux et les importants gains de productivité ont permis aux entreprises françaises et allemandes de limiter la montée des coûts unitaires de main-d'œuvre et de maintenir leur compétitivité internationale, malgré l'appréciation du cours de change effectif nominal. De même, en Espagne, en Finlande et en Belgique, le freinage continu des salaires nominaux a aidé à atténuer les tensions sur les prix, en dépit de la croissance relativement soutenue de l'emploi. En Suède et en Suisse, les prix à la consommation ont diminué ou sont restés à peu près stables.

Pressions sur
les prix au Japon

Au Japon, l'aggravation de la récession et l'élargissement de l'écart de PIB ont laissé entrevoir l'apparition de sévères pressions sur les prix. Jusqu'à présent, les indices d'une spirale déflationniste naissante (réduction des dépenses par anticipation d'un recul des prix) semblent cependant peu nombreux. En soi, la hausse marquée du taux d'épargne pourrait être interprétée comme l'amorce d'un tel processus. Toutefois, alors que les salaires nominaux et les prix de gros des produits manufacturés ont diminué l'an passé, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté et les prix à la consommation ont quasiment stagné. Fait plus significatif, certains éléments indiquent un degré élevé d'inertie de l'inflation au Japon. Selon des enquêtes auprès des ménages et des entreprises, la plupart des personnes interrogées anticipent néanmoins une majoration des prix. De surcroît, malgré la forte accentuation de l'écart de PIB, la tendance de l'IPC

n'a guère varié, alors que les antécédents impliquaient plutôt une décélération brutale et continue de l'inflation.

Apparition de rigidités nominales

L'environnement économique de ces dernières années a conduit à se demander si le processus inflationniste ne s'est pas modifié par rapport aux décennies précédentes. Il est possible que les salaires nominaux fassent preuve d'une rigidité à la baisse, du fait que les salariés considèrent inéquitable une réduction de leur rémunération, alors qu'ils seraient peut-être prêts à accepter une amputation équivalente de leur pouvoir d'achat par l'inflation. Si cette rigidité prévaut, les entreprises pourraient éprouver plus de difficultés à diminuer les salaires réels en période de faible hausse des prix et se voir ainsi contraintes de recourir davantage à des suppressions d'emplois pour répondre à une contraction de la demande ou à des chocs affectant la productivité. Certes, un tel scénario pourrait, en période de basse inflation, accentuer le risque d'augmentation du chômage, mais son recul récent et le manque de données attestant l'étendue de ces rigidités amènent à ne pas accorder trop d'importance à cette possibilité.

Un autre thème mérite sans doute plus d'attention: en raison des rigidités nominales sur les marchés du travail et des produits, l'inertie générale de la hausse des salaires et des prix pourrait s'accroître lorsque l'inflation est faible. Si tel est le cas, les modifications du revenu nominal, consécutives ou non à l'action des autorités, auraient une incidence plus forte sur la production réelle qu'en période d'inflation plus vive. Ces rigidités sont souvent attribuées à la réticence des entreprises à modifier les salaires ou les prix nominaux, parce que la négociation de nouveaux contrats ou l'ajustement des tarifs entraînent des coûts. Or, avec la baisse de l'inflation mesurée et anticipée, ces coûts auront un poids grandissant par rapport aux avantages d'un ajustement plus fréquent des prix.

Certaines évolutions récentes sur les marchés du travail et des produits confortent ces hypothèses. Aux États-Unis, par exemple, les conventions collectives renégociées portent sur des durées souvent majorées, atteignant même parfois six ans. En outre, les ajustements automatiques au coût de la vie dans les contrats signés avec les syndicats du secteur privé sont nettement moins fréquents et, en Europe, l'indexation des salaires a pratiquement disparu. Sur les marchés des produits, un nombre croissant de fabricants ont exigé et obtenu de leurs fournisseurs des garanties de prix sur de longues périodes, ce qui peut limiter la capacité de ces derniers à répercuter une hausse de leurs coûts de production. Inversement, la diffusion de nouvelles technologies (lecteurs optiques pour les prix, Internet pour la vente sur catalogue, logiciels évolués pour le traitement des fiches de paie, etc.) pourrait avoir un effet opposé, en facilitant des ajustements, même minimes, des salaires et des prix. Enfin, il est possible que les institutions, les anticipations, voire la notion d'équité, s'ajustent à l'environnement de faible inflation, dès lors, en particulier, que les autorités monétaires ont assuré la crédibilité de leur engagement.

Il est difficile de mesurer directement les rigidités nominales, mais on peut en évaluer l'ampleur à la façon dont les changements de la demande nominale se «partagent» entre variations de la production et du taux d'inflation. Même si, en longue période, la production réelle dépend de facteurs liés à l'offre, des

Une inflation faible
peut accroître
les rigidités
nominales ...

... en raison
d'ajustements
moins fréquents
des prix ...

... et de la
signature de
contrats plus longs

Signes
d'accentuation
des rigidités ...

Rigidité nominale des prix (estimation)				
	Prix*		Inflation moyenne	
	1970–85	1986–98	1970–85	1986–98
États-Unis	0,86	0,86	6,4	2,8
Suisse	0,74	0,59	4,8	2,4
Suède	0,74	0,57	9,0	4,1
Allemagne	0,63	0,78	4,7	2,5
France	0,56	0,93	9,4	2,4
Canada	0,55	0,73	7,6	2,3
Danemark	0,54	0,64	9,0	2,7
Australie	0,48	0,62	9,7	3,6
Royaume-Uni	0,46	0,83	11,3	4,2
Belgique	0,41	0,80	6,6	2,7
Italie	0,37	0,58	14,2	5,4
Espagne	0,36	0,53	13,4	5,5
Japon	0,31	0,85	6,1	0,8

* Le degré de rigidité nominale des prix est estimé à 1 moins le coefficient de croissance nominale du revenu, obtenu par régression de l'inflation (prix du PIB) sur la croissance du revenu nominal, l'écart de PIB décalé, l'inflation décalée et la variation décalée des prix relatifs à l'importation. La valeur 1 correspond à une rigidité totale et 0 à une flexibilité totale.

Sources: OCDE, *Perspectives économiques*; données nationales; estimations BRI. Tableau II.7

modifications du côté de la demande peuvent influencer la production à court terme, car les prix ne tendent que progressivement vers leur équilibre. Par conséquent, avec des rigidités nominales plus prononcées, la demande nominale mettra davantage de temps à agir sur les prix et aura donc des effets plus marqués, à court terme, sur l'activité réelle. Les estimations empiriques partant de cette observation indiquent une rigidité nominale accrue dans nombre de pays industriels: cela vaut non seulement pour le Japon, où l'inflation a été particulièrement faible ces dernières années, mais aussi pour certains pays à objectif d'inflation explicite (tableau II.7). Aux États-Unis, en Suède ou en Suisse, en revanche, les rigidités nominales ne paraissent pas s'être aggravées; en fait, elles ont toujours été bien présentes dans le processus inflationniste.

Il y a peu, les signes d'accentuation des rigidités nominales en période de faible inflation ont servi de justification aux partisans de l'application de politiques de relance pour lutter contre le chômage. Leur raisonnement est le suivant: si le processus inflationniste est caractérisé par une forte inertie, les déséquilibres des marchés du travail et des produits agissent sur l'inflation avec un certain décalage, de sorte qu'une politique erronée peut être corrigée à temps, à condition d'être rapidement identifiée comme telle. Ainsi, le potentiel inflationniste de cette méthode de lutte contre le chômage serait limité et d'autres avantages pourraient être obtenus si le chômage structurel était également abaissé. Les résultats récents de l'économie américaine sont parfois cités en exemple à cet égard, car il est présumé que sa capacité à maintenir un taux de chômage aussi bas pendant si longtemps a renforcé le capital humain dans les catégories de la population peu qualifiées et contribué de la sorte au recul du chômage structurel.

Les politiques reposant sur de tels arguments comportent toutefois des risques majeurs. Il convient de rappeler que le recul du chômage aux États-Unis

... invoqués par les partisans de politiques de relance ...

s'est accompagné, et a profité, d'exceptionnelles pressions extérieures sur les prix, découlant non seulement de la dépréciation des produits de base, mais aussi de la vigueur du dollar ces dernières années. De plus, le raisonnement postule une symétrie de l'inertie. Pourtant, si l'augmentation des rigidités nominales dans certains pays traduit principalement une résistance à la baisse des salaires et des prix plutôt qu'une viscosité générale de l'inflation, tout effort de lutte contre le chômage qui ne serait pas complété par des réformes structurelles pourrait rapidement attiser l'inflation. Enfin, le principal risque est que, si les tentatives de réduction du chômage par des mesures macroéconomiques ont des conséquences inattendues et indésirables sur l'inflation, l'accentuation des rigidités nominales va précisément alourdir le coût des mesures correctives.

... mais cette
approche n'est
pas sans danger

III. Propagation de la crise dans les pays émergents

Faits saillants

La plupart des économies émergentes ont souffert de la chute des cours des produits de base en 1998 et ont été confrontées à une très grande instabilité des marchés financiers internationaux. Après le milieu de l'année, en particulier, le risque associé aux investissements dans les marchés émergents s'est nettement accru, ce qui a amené les banques et autres créanciers à réduire considérablement leur exposition. Jusqu'au milieu de 1998, la crise financière avait été pour l'essentiel confinée à l'Asie, mais elle s'est ensuite rapidement propagée à la Russie et à certains pays d'Amérique latine.

En Asie, l'ajustement à la crise a entraîné une contraction brutale de la production. Toutefois, dans le courant de l'année, la situation financière s'est quelque peu stabilisée et, dans les économies les plus touchées, la chute de la production a été enrayée. Il est encore trop tôt pour apprécier la vigueur de la reprise. Les excédents de capacités cumulés de ces dernières années dépriment l'investissement, et l'expansion de la demande extérieure est restée faible, en partie à cause de l'atonie de nombreux marchés d'exportation de la région, Japon en particulier. De plus, les perspectives économiques de la Chine demeurent incertaines.

La crise financière qui a frappé la Russie en août 1998 a été due à un certain nombre de faiblesses économiques et financières importantes. Il manque à ce pays plusieurs des éléments fondamentaux d'une économie de marché, les finances publiques doivent être réformées d'urgence et les établissements financiers ne jouent pas encore leur rôle clé dans le processus d'intermédiation. Dans les autres pays d'Europe orientale, la transition est plus avancée et la contagion de la crise russe a été limitée.

La victime la plus notable de l'engouement pour la qualité et la liquidité à la fin de 1998 a été le Brésil. Comme bien souvent dans le passé, un régime de change extrêmement rigide, associé à une aggravation des déséquilibres macroéconomiques internes et externes, s'est révélé impossible à défendre. La plupart des autres pays d'Amérique latine se sont aussi heurtés à un environnement plus hostile sur les marchés internationaux des produits et des capitaux et ont dû adopter des politiques plus restrictives.

Influences essentielles sur la situation des économies émergentes

La crise financière qui a éclaté au milieu de 1997 avec le flottement du baht thaïlandais s'est propagée à un grand nombre d'économies émergentes. Elle est passée par plusieurs étapes (tableau III.1), sous l'effet de différents mécanismes, souvent complexes, de transmission et de contagion. La vulnérabilité des entreprises et du secteur financier, la fragilité des finances publiques, la

Marchés émergents: principales étapes de la crise	
1997 Juillet Août Octobre Novembre Décembre	Flottement du baht thaïlandais (2 juillet). Flottement de la rupiah indonésienne (14 août). Approbation d'un montage de soutien de \$20,1 milliards conduit par le FMI en faveur de la Thaïlande (20 août). Chute des cours des actions en Amérique latine, Asie et Russie. Fortes pressions sur le change au Brésil, en Corée, à Hong-Kong et à Taiwan. Approbation d'un montage de soutien de \$40 milliards conduit par le FMI en faveur de l'Indonésie (5 novembre). Approbation d'un montage de soutien de \$57 milliards conduit par le FMI en faveur de la Corée (4 décembre). Flottement du won coréen (6 décembre). Baisse de 30% sur l'année des prix pétroliers.
1998 Janvier Février Mai Juin Juillet Août Septembre Sept./oct./nov./déc. Octobre Décembre	Rattachement du rouble russe au dollar avec une bande de fluctuation de $\pm 15\%$ (1 ^{er} janvier). «Pause» sur la dette des entreprises en Indonésie (27 janvier). Accord de restructuration portant sur \$24 milliards entre la Corée et ses créanciers extérieurs (29 janvier). Proposition de création d'une caisse d'émission par l'Indonésie. Changement de Président en Indonésie à la suite d'émeutes (21 mai). Le taux de refinancement russe atteint 150% à la fin du mois. Accord entre l'Indonésie et un comité de créanciers sur la restructuration de \$70 milliards de dette extérieure privée (4 juin). Signature d'un nouvel accord entre le FMI et l'Indonésie (24 juin). Intenses pressions sur le rand sud-africain qui se déprécie fortement. Les taux d'intérêt brésiliens retrouvent leurs niveaux du début d'octobre 1997 (26 juin). Montage de soutien de \$22,6 milliards conduit par le FMI en faveur de la Russie, sur 1998–99 (mise à disposition de \$4,8 milliards le 20 juillet). Le yen enregistre son plus bas niveau depuis huit ans (11 août). Interventions en Bourse des autorités de Hong-Kong (14 août). La Russie modifie son régime de change, suspend les paiements sur sa dette d'État à court terme et impose un moratoire sur les paiements de la dette commerciale aux non-résidents (17 août). La Russie cesse de soutenir le rouble (1 ^{er} septembre). La Malaysia rattache sa monnaie au dollar et impose de sévères contrôles sur les capitaux (1–2 septembre). En Amérique latine, chute des cours des actions et pressions sur les monnaies: la Colombie relève de 9% la bande de fluctuation de change (2 septembre); au Brésil, les taux d'intérêt sont multipliés par deux, à près de 50% (10 septembre); au Mexique, le taux court culmine à 48% (11 septembre); le Chili élargit sa bande de fluctuation et relève ses taux d'intérêt (16 septembre). La Chine durcit sa réglementation de change (27 septembre). Séries de réductions des taux d'intérêt dans les grandes zones monétaires. À la suite des élections présidentielles, le Brésil annonce un programme d'ajustement budgétaire sur trois ans (20 octobre). Approbation d'un montage de soutien de \$41,5 milliards conduit par le FMI en faveur du Brésil, comprenant un prêt de \$13,3 milliards organisé par la BRI et assorti de la garantie de dix-neuf banques centrales de pays industriels (2 décembre).
1999 Janvier Mars	Flottement du real brésilien (15 janvier). La banque centrale d'Argentine soulève la question de la dollarisation (21 janvier). Une agence de notation internationale relève la note de la dette souveraine de la Corée (25 janvier). Nouveau programme du FMI pour le Brésil (8 mars). Première réduction des taux d'intérêt brésiliens depuis le flottement (25 mars).

Tableau III.1

détérioration des déficits courants et le manque de cohérence des politiques ont été les causes fondamentales des difficultés dans la plupart des pays. De nombreuses économies s'étant davantage intégrées dans le système financier mondial, l'inversion brutale des flux de capitaux a presque toujours été le facteur qui a déclenché puis aggravé les problèmes internes. Elles ont connu, de ce fait, une profonde récession et une dépréciation marquée du cours de change, avec d'importantes répercussions sur les prix et les flux des échanges commerciaux. Ces phénomènes ont contribué, à leur tour, à la propagation de la crise dans l'ensemble du monde émergent et même au-delà.

Mouvements de capitaux

Tarissement des
capitaux privés
en 1997–98

Une longue période pendant laquelle les économies émergentes pouvaient accéder facilement aux financements internationaux s'est brutalement interrompue au second semestre de 1997. Les apports de capitaux du secteur privé, qui avaient atteint \$140 milliards en 1996, sont tombés à \$40 milliards en 1997, après les premières turbulences financières, et se sont taris l'an passé (tableau III.2). Le déficit de financement a été en partie compensé par un accroissement des entrées de fonds officiels. Les entrées d'investissement direct, représentant plus de \$120 milliards, ont été soutenues ces deux dernières années, ce qui donne à penser que la confiance dans les perspectives à long terme de la plupart des économies émergentes est restée intacte.

Toutefois, les données annuelles globales sur les flux de capitaux privés masquent d'importantes variations, dans le temps et selon les régions, des crédits

Marchés émergents: entrées de capitaux et réserves				
	1990–95	1996	1997	1998
	en milliards de dollars EU, taux annuel			
	Entrées nettes de capitaux privés			
Asie ¹	33	81	–45	–69
Amérique latine ²	35	70	77	57
Europe orientale ³	5	10	11	21
Russie	–9	–25	–7	–12
	Entrées nettes de capitaux officiels			
Asie ¹	14	4	37	29
Amérique latine ²	6	–12	–5	12
Europe orientale ³	1	–1	–1	–2
Russie	8	9	5	7
	Accroissement net des réserves			
Asie ¹	41	58	15	66
Amérique latine ²	15	25	13	–10
Europe orientale ³	6	1	2	9
Russie	2	–3	2	–5
Les flux de capitaux sont calculés par différence entre le solde des paiements courants et la variation des réserves; les flux privés sont calculés par différence à partir d'une estimation des flux officiels.				
¹ Chine, Corée, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taiwan et Thaïlande. ² Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. ³ Hongrie, Pologne et République tchèque.				
Sources: FMI; Institute of International Finance (IIF).				Tableau III.2

bancaires transfrontières et émissions obligataires internationales (chapitre VII). Le tableau III.3 montre la brutale inversion de ces flux en faveur de l'Asie au deuxième semestre de 1997. À la fin de l'année, les créances des banques sur les cinq pays d'Asie les plus directement touchés par la crise financière (Corée, Indonésie, Malaysia, Thaïlande et, dans une moindre mesure, Philippines) s'étaient contractées à un rythme presque deux fois plus élevé que celui auquel elles avaient augmenté en 1996 et au début de 1997 – passant de près de +5½% du PIB en 1996 à –10% à la fin de 1997. Les banques créancières ont continué de réduire rapidement leurs prêts à cette région au premier semestre de 1998. Par la suite, toutefois, les soldes courants de ces pays sont devenus excédentaires et il est apparu que la crise pourrait être contenue. En conséquence, l'environnement financier est devenu un peu moins sombre pour les économies d'Asie touchées par la crise. Les émissions nettes de titres internationaux ont évolué de façon similaire mais avec un décalage, dû peut-être au fait que la mise sur pied des montages exige davantage de temps. Ces derniers ont sensiblement diminué à la fin de 1997 et au début de 1998 et sont devenus négatifs au second semestre, lorsque les investisseurs se sont détournés en masse des titres de qualité inférieure. Un regain de confiance dans ces économies a cependant permis à certaines, les Philippines surtout, de retrouver, au début de 1999, l'accès aux marchés internationaux des capitaux.

Inversion des
flux bancaires
vers l'Asie

Marchés émergents: financements internationaux								
	Moyenne 1990–95 ¹	1996	1997			1998		
			S1	T3	T4	S1	T3	T4
en milliards de dollars EU, taux annuel								
Prêts bancaires internationaux ²								
Asie ³	37	80	74	– 8	–109	–103	–94	–32
dont: Chine	7	13	13	21	– 1	– 6	–25	4
Autres pays ⁴	28	58	49	–39	– 96	– 96	–59	–43
Amérique latine	1	29	27	43	40	30	–32	–24
dont: Argentine	0	5	4	10	12	3	5	–11
Brésil	0	17	13	18	– 1	17	–32	–18
Mexique	0	0	3	– 5	8	2	– 4	6
Europe orientale ^{5, 6}	0	2	4	8	6	7	4	2
Russie ⁶	–2	7	8	17	6	12	–43	– 6
Émissions nettes de titres internationaux								
Asie ³	15	43	40	44	13	10	–15	– 3
dont: Chine	2	2	7	2	1	0	– 4	2
Autres pays ⁴	11	38	28	36	10	7	–16	– 5
Amérique latine	13	41	48	76	– 3	50	– 1	– 8
dont: Argentine	6	11	13	26	2	20	5	2
Brésil	4	12	15	19	– 6	16	– 8	–12
Mexique	2	13	13	11	– 2	3	0	2
Russie	0	0	9	5	6	11	25	– 1

¹ Émissions nettes de titres: 1993 T4–1995. ² Variation, hors effets de change, des créances des banques déclarantes BRI.
³ À l'exclusion de Hong-Kong et Singapour. ⁴ Pays touchés par la crise: Corée, Indonésie, Malaysia, Philippines et Thaïlande.
⁵ Hongrie, Pologne et République tchèque. ⁶ Données disponibles à partir de 1994 seulement.

Source: BRI.

Tableau III.3

Évolution des flux
vers l'Amérique
latine ...

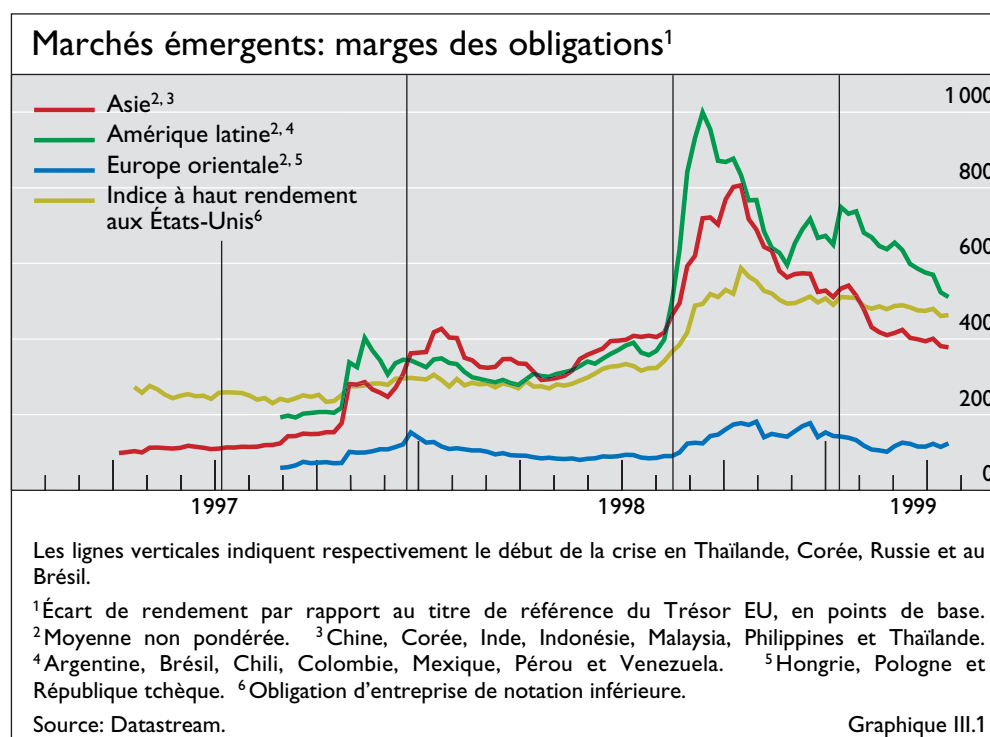
Les chiffres du tableau III.3 montrent, pour l'Amérique latine, une situation nuancée et, à plusieurs égards, surprenante. Les flux de crédits bancaires en direction de cette région sont restés soutenus, alors que la crise se propageait dans toute l'Asie au deuxième semestre de 1997. Si les créances sur le Brésil ont diminué à la fin de 1997, le ralentissement a été de courte durée. En effet, les six premiers mois de 1998 ont été marqués par des apports de crédits bancaires particulièrement importants, équivalant à plus de 2% du PIB. Ce n'est que vers le milieu de l'année, après la crise en Russie, que ces flux se sont inversés, l'encours des créances chutant brutalement au semestre suivant. De même, la contraction nette des émissions d'obligations internationales pour le compte de débiteurs latino-américains ne s'est produite que durant cette période.

... et la Russie

Malgré des carences largement connues, la Russie a continué, elle aussi, d'attirer les financements internationaux pratiquement jusqu'à l'éclatement de la crise financière d'août 1998. Les crédits bancaires sont restés aussi soutenus au premier semestre de 1998 que sur l'ensemble de 1997, tandis que les émissions d'obligations ont vivement augmenté. Toutefois, en août, lorsque la crise est apparue, les flux se sont taris et les créances des banques se sont contractées à un rythme annualisé de près de \$43 milliards au troisième trimestre. À la fin de l'année, le montant net des émissions d'obligations était tombé à zéro.

Obligations des
marchés émergents:
augmentation des
marges et de la
volatilité ...

L'incertitude des marchés s'est aussi reflétée dans la volatilité marquée des cours des obligations internationales. Ce processus est passé par une première phase qui a commencé au milieu de 1997. Lorsque la crise de l'Asie du Sud-Est a submergé la Corée et affecté Hong-Kong et Taiwan (trois économies considérées comme relativement plus avancées), démontrant ainsi son intensité et sa capacité de contagion, les marges sur le marché secondaire des obligations internationales se sont progressivement creusées (graphique III.1) et la volatilité a considérablement augmenté (tableau III.4). Bien que les marges se soient ensuite



Marchés émergents: moyenne et volatilité journalières des marges des obligations*						
	Janvier 1997 – juin 1997		Juillet 1997 – juin 1998		Juillet 1998 – mars 1999	
	Moyenne	Écart type	Moyenne	Écart type	Moyenne	Écart type
	en points de base					
Asie	104	0,07	268	1,02	542	1,26
Amérique latine	–	–	289	0,67	664	1,64
Europe orientale	–	–	90	0,20	131	0,30

* Par rapport à l'obligation de référence du Trésor EU.

Tableau III.4

réduites par rapport aux sommets de fin 1997 et début 1998, elles n'ont pas retrouvé les niveaux qu'elles occupaient avant la crise. La persistance d'une forte volatilité peut s'expliquer par l'ampleur inattendue de la récession dans la majeure partie de l'Asie, les troubles sociopolitiques en Indonésie et la multiplication de signes montrant que des pays aussi différents et éloignés que l'Afrique du Sud et le Chili étaient également touchés.

Le milieu de 1998 a marqué le début d'une nouvelle phase d'aversion plus généralisée pour le risque (examinée plus en détail au chapitre V). L'annonce du moratoire russe sur le service de la dette intérieure ainsi que sur le remboursement des dettes des entreprises et des banques envers les créanciers étrangers a déclenché une véritable crise de confiance. Les marges sur le marché secondaire des obligations internationales de la Russie ont atteint des niveaux lui enlevant quasiment toute possibilité d'émission. Début octobre, les marges sur les titres de la plupart des économies émergentes d'Amérique latine et d'Asie dépassaient 800 points de base. Celles des titres d'entreprises américaines de second rang, qui jusqu'alors n'avaient guère été affectées par la crise des pays émergents, se sont aussi élargies. Le climat s'est toutefois amélioré lorsque le processus d'inversion des effets de levier sur les marchés internationaux est arrivé pratiquement à son terme, qu'un programme d'ajustement appuyé par la communauté internationale a été annoncé pour le Brésil et qu'une série de réductions des taux d'intérêt aux États-Unis ont atténué les pressions sur l'obligataire international. Début 1999, les primes sur les titres asiatiques étaient revenues à leurs niveaux antérieurs à la crise russe. Les marges sur le papier latino-américain avaient aussi diminué, tout en restant nettement plus élevées qu'avant cette crise.

La dévaluation du real brésilien en janvier 1999 a constitué un fait marquant dans l'évolution de la crise des marchés émergents, mais elle n'a pas déclenché de nouvelle hausse des marges sur les obligations. Contrairement à ce qui s'était passé en août, lorsque le Brésil a abandonné son régime de change administré, les divers intervenants, en particulier ceux qui pratiquaient des stratégies à effet de levier, avaient déjà réduit leur exposition. De plus, cette dévaluation avait été mieux anticipée, car elle est intervenue après une période prolongée de pertes de réserves et d'aggravation des déséquilibres budgétaires. L'idée que le FMI continuerait probablement de soutenir le Brésil, même après la dévaluation, et que les problèmes d'ordre politique, social et bancaire du pays n'étaient pas aussi profonds qu'en Russie a également contribué à en atténuer l'impact sur la

... en particulier après la mi-1998

Impact limité du flottement du real brésilien

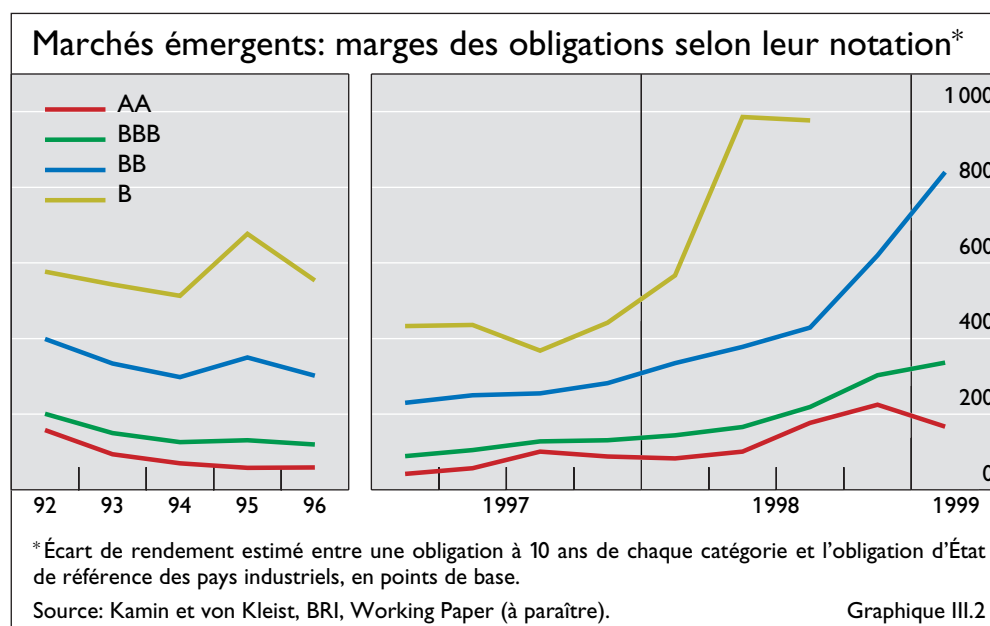
Évaluation du
risque sur le
marché primaire

confiance des investisseurs. Reflet de cette contagion limitée, l'Argentine et le Mexique ont pu émettre un volume notable de titres sur les marchés internationaux au premier trimestre de 1999.

Au-delà de ces modifications brutales du sentiment des investisseurs, illustrées par l'évolution des marges sur le marché secondaire, on observe depuis quelques années des différences significatives dans l'appréciation portée sur les débiteurs. Le graphique III.2, qui indique les primes estimées payées par diverses catégories d'emprunteurs du monde émergent sur les nouvelles émissions d'obligations, fait apparaître plusieurs tendances. Tout d'abord, après le règlement de la crise du peso mexicain, on constate un resserrement général pour les différents profils de risque, principalement par réduction des primes demandées aux emprunteurs à haut risque. La crise asiatique a mis un terme à cette convergence pour les emprunteurs moins bien cotés, qui ont été obligés d'accepter des taux nettement plus élevés. Au contraire, pour les signatures de premier rang, il n'y a quasiment pas eu d'élargissement des marges durant la période qui a précédé la crise russe. Celle-ci a provoqué une vaste réévaluation du risque: dans son sillage, même les emprunteurs les plus réputés ont dû s'acquitter d'une prime sensiblement plus forte par rapport au taux de référence, des considérations de liquidité venant s'ajouter au risque de crédit. Toutefois, début 1999, on pouvait observer un retour partiel à la situation antérieure.

Influence sur les
flux de capitaux de
régimes de change
rigides ...

L'une des caractéristiques frappantes des flux de capitaux du secteur privé, ces dernières années, est leur afflux massif vers les pays relativement fragiles sur le plan structurel ou macroéconomique – pratiquement jusqu'à la veille de la crise financière – puis leur retrait brutal. Dans plusieurs cas, le régime de change a joué un rôle important. Des programmes de stabilisation fondés sur la politique de change peuvent fausser le comportement des investisseurs comme celui des débiteurs. Les taux d'intérêt internes élevés souvent nécessaires pour soutenir la monnaie encouragent les résidents à emprunter en devises sans se couvrir et les non-résidents à acheter des actifs en monnaie nationale. Au Brésil de même qu'en Russie, la situation était caractérisée, au premier semestre de 1998, par un régime



de parités quasiment fixes, qui était la pierre angulaire de la politique macroéconomique, et de hauts niveaux de taux d'intérêt en présence d'un déficit budgétaire croissant. On a observé une situation similaire dans plusieurs économies d'Asie avant 1997, sauf que, dans leur cas, c'est le déséquilibre extérieur qui a joué le rôle assumé par le déficit budgétaire au Brésil et en Russie.

Un autre facteur qui peut avoir joué un rôle majeur est la mise en place d'importants programmes de soutien officiel depuis la crise mexicaine de 1994–95. Étant donné que ces financements permettent aux pays de continuer à assurer le service de leur dette, la perception du risque-pays a été atténuée et les banques et investisseurs internationaux ont éprouvé une fausse impression de sécurité, qui a pesé sur leurs décisions. Les obligations internationales, en particulier, ont fini par être considérées comme des titres présentant un faible risque de défaillance. Parfois, des garanties explicites ou implicites de l'État, non seulement dans les pays débiteurs mais aussi dans les pays créanciers, permettaient aux banques de minimiser encore le risque-pays et le risque de crédit.

... et de programmes de soutien officiel

L'impact profond de la crise russe sur les marchés financiers internationaux donne à penser qu'une réévaluation brutale du risque s'est alors produite. En particulier, la perception du risque-pays a changé lorsque les investisseurs se sont rendu compte qu'une cessation de paiements n'était pas exclue et que l'aide officielle n'avait pas un caractère systématique. La soudaine inversion des flux de capitaux au deuxième semestre de 1998 peut aussi s'expliquer par un autre élément complexe. Les appels à une prise en charge partielle des coûts par le secteur privé, qui se sont fait entendre de plus en plus clairement après les importantes opérations officielles de sauvetage en faveur du Mexique et de l'Asie, peuvent avoir incité les créanciers à réduire leur risque-pays dès que la nécessité d'une aide officielle a été évoquée. D'ailleurs, la diminution brutale des crédits bancaires au Brésil au troisième trimestre de 1998 a été interprétée par certains observateurs comme une précaution de la part des banques craignant d'être forcées à reconduire des crédits existants, ou à en accorder de nouveaux, dans le cadre du futur programme d'ajustement du FMI.

Modification des perceptions après la crise russe

Échanges commerciaux

Les cours des produits de base ont été soumis à de très fortes pressions en 1997–98 (chapitre II). Les prix du pétrole exprimés en dollars ont cédé 30% en 1998, incitant les producteurs, en mars 1999, à tenter une nouvelle fois de réduire leur offre. Les cours des produits non pétroliers exportés par les pays en développement ont diminué de près de 15% en 1998, chute sans précédent depuis deux décennies. Si l'érosion des cours a eu aussi un certain effet positif, sous forme de baisse des prix à l'importation, la plupart des pays en développement ont subi, l'an dernier, une importante dégradation des termes de l'échange, allant de 5½% en Amérique latine à plus de 9% au Moyen-Orient et de 10% en Afrique.

Effets sur le commerce international de la chute des cours des produits de base ...

Pour de nombreux pays, la faiblesse des cours des produits de base a aggravé une situation économique et financière déjà difficile. Le tableau III.5 indique à quel point l'Arabie Saoudite, l'Indonésie, le Mexique, le Nigeria, la Russie et le Venezuela dépendent du pétrole pour leurs recettes budgétaires et leurs revenus d'exportations. Il montre aussi la dépendance du Chili à l'égard du cuivre, dont

Incidence des cours des produits de base sur certaines économies						
	Part (en %) des produits de base dans les exportations	Part (en %) des produits de base dans les recettes publiques	Variation (en % du PIB) des exportations de produits de base	Variation (en % du PIB) des recettes budgétaires liées aux produits de base	Pour mémoire:	
					Variation des réserves ¹	Variation du change ²
	1997		1998			
Pétrole						
Arabie Saoudite	68	78	-3,7	-10,8	1,2	0,0
Indonésie	13	19	-3,9	- 1,7	39,2	-71,4
Mexique	10	36	-1,0	- 1,4	11,8	-13,3
Nigeria	98	63	-8,0 ³	- 0,9	-13,9	- 1,3
Russie ⁴	17	25	-1,3	- 2,4	-40,1	-41,9
Venezuela	79	56	-6,5	- 6,5	-17,1	-10,8
Cuivre						
Chili	42	4	-2,2	- 0,6	-11,4	- 8,9

¹ Réserves de change, en %. ² Cours monnaie locale contre \$EU, en %. ³ PIB converti en dollars EU en utilisant la moyenne du cours officiel et du cours du marché libre. ⁴ Pétrole brut uniquement.

Sources: FMI; IIF; données nationales; estimations BRI.

Tableau III.5

le prix exprimé en dollars a diminué de plus de 30% au deuxième semestre de 1997. Souvent, les exportations de ces produits constituent le principal poste de la balance commerciale et les recettes publiques sont fortement tributaires de la production et de la vente d'un seul d'entre eux. Dans bien des cas, la chute des cours est venue aggraver des déséquilibres extérieur et budgétaire déjà importants, qu'il était parfois difficile de financer en raison des incertitudes éprouvées par les investisseurs et qui pesaient sur le change. En Arabie Saoudite, par exemple, les déficits des opérations courantes et du budget ont atteint l'un et l'autre 9% du PIB l'année dernière. À cause notamment de l'accentuation de ces déséquilibres et du pessimisme qui régnait à l'époque au sujet de l'évolution

Marchés émergents: destination des exportations en 1998					
	Union européenne	Japon	Autres pays d'Asie	États-Unis	Amérique latine
	en % des exportations totales				
Asie	16	10	38	22	3
dont: Chine et Hong-Kong	15	10	40 ¹	23	3
Autres pays ²	15	11	37 ¹	20	3
Amérique latine	14	3	4	46	22
dont: Argentine	17	3	9	7	50
Brésil	24	4	7	18	29
Chili	24	14	19	15	22
Mexique	4	1	1	82	7
Europe orientale ³	64	1	2	4	1
Russie	33	3	8	7	3

¹ Y compris échanges internes au groupe. ² Pays touchés par la crise: Corée, Indonésie, Malaysia, Philippines et Thaïlande. ³ Hongrie, Pologne et République tchèque.

Sources: FMI; données nationales; estimations BRI.

Tableau III.6

Déterminants des échanges			
	Conjoncture ¹	Prix ²	Expansion des exportations nettes ³
Asie			
Chine	– 1,7	3,7	0,8
Autres pays ⁴	–15,5	–36,2	28,0
Amérique latine			
Argentine	– 0,6	10,8	0,8
Brésil	– 2,9	– 0,5	8,9
Mexique	– 0,3	16,0	7,6
¹ Variation du taux de croissance du PIB réel de 1996 à 1998. ² Variation du cours de change effectif réel de 1996 à 1998. ³ Différence d'expansion entre exportations et importations (en volume) en 1998. ⁴ Pays touchés par la crise (Corée, Indonésie, Malaysia, Philippines et Thaïlande): moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 1990.			

Tableau III.7

des prix du pétrole, le riyal saoudien a été l'objet de violentes attaques au milieu de 1998 puis au début de 1999.

Un autre facteur qui a eu une influence déterminante dans ce domaine, l'an passé, a été l'extrême faiblesse de la demande d'importations au Japon. La plupart des économies émergentes d'Asie ont réussi à diversifier dans une certaine mesure leurs marchés d'exportation, mais il est probable que l'importance du Japon en tant que destination finale et moteur du commerce intrarégional a constitué un obstacle de taille à un redémarrage rapide de leurs échanges et de leur croissance en général (tableau III.6). Les marchés d'exportation des pays d'Amérique latine et d'Europe orientale étaient, en revanche, plus dynamiques.

Enfin, les crises financières du deuxième semestre de 1997 en Asie ont eu une influence sur les déterminants des échanges internationaux de marchandises. L'an dernier, la situation économique de plusieurs pays d'Asie a été caractérisée par une récession sans précédent et d'importants gains de compétitivité, contrairement à ce qui s'est passé pour d'autres économies émergentes, où la conjoncture n'a guère varié tandis que le cours de change effectif réel s'est apprécié (tableau III.7). L'incidence de ces évolutions sur les revenus et les prix ainsi que les effets de substitution ont provoqué de profondes modifications des soldes commerciaux, qui risquent fort de se poursuivre, car les crises plus récentes en Russie et au Brésil ont influé sur la compétitivité et les positions conjoncturelles.

... de la faiblesse
de la demande
japonaise ...

... et des amplies
variations de la
conjoncture et
des prix

Ajustement à la crise en Asie

Évolution récente

La crise financière généralisée a déclenché une sévère récession en Asie (tableau III.8). Dans les cinq pays les plus touchés, la production a chuté de 8½% l'année dernière, ce qui constitue un recul sans précédent depuis plus de quarante ans. Les économies relativement épargnées, comme Singapour et Taiwan, ont connu une croissance d'une faiblesse inhabituelle et, à Hong-Kong, la défense du régime de rattachement au dollar a été assurée au prix d'une forte contraction de la production.

Sévère récession ...

... et contraction
de la demande

L'intensité de la crise de 1998 a eu plusieurs autres manifestations. Dans la plupart des pays, la demande intérieure s'est effondrée. La formation de capital fixe a considérablement diminué, car les entreprises se sont retrouvées avec des excédents de capacités et ont cherché à assainir des bilans très fragilisés par un endettement excessif. En Corée, par exemple, l'investissement fixe a reculé de plus d'un quart l'an dernier. Les consommateurs ont aussi nettement réduit leurs dépenses, en raison de la détérioration des perspectives de revenus dans un environnement caractérisé par des licenciements, des compressions de coûts et une déflation des prix des actifs.

Augmentation
du chômage ...

Le chômage, qui, jusqu'à la crise, n'était qu'un épiphénomène normal dans une économie très changeante et dynamique, a atteint des niveaux élevés et particulièrement pénibles dans des pays où le système de protection sociale est

Croissance, inflation et solde des paiements courants									
	PIB réel			Prix à la consommation			Solde des paiements courants		
	1991-96	1997	1998	1991-96	1997	1998	Moyenne 1991-96	1997	1998
	variation annuelle, en %						en % du PIB		
Asie ¹	8,6	6,4	1,8	10,1	4,0	7,7	- 0,4	0,5	3,3
Chine	11,6	8,8	7,8	13,7	2,8	-0,9	0,7	3,3	3,1
Hong-Kong	5,2	5,3	- 5,1	8,7	5,7	2,6	1,7 ²	-3,5 ²	0,3 ²
Inde	5,5	5,1	5,8	9,7 ³	5,2 ³	7,1 ³	- 1,2	-1,7	- 2,4
Corée	7,4	5,0	- 5,8	6,0	4,4	7,5	- 2,1	-1,8	12,5
Singapour	8,3	8,0	1,5	2,4	2,0	-0,3	13,9	15,4	17,8
Taiwan	6,5	6,8	4,8	3,6	0,9	1,7	3,7	2,7	1,9
Indonésie	7,3	4,9	-13,7	8,8	6,2	58,4	- 2,5	-2,3	4,5
Malaysia	8,6	7,8	- 6,7	3,9	2,7	5,3	- 6,3	-4,9	11,7
Philippines	2,8	5,1	- 0,5	10,1	5,0	9,0	- 3,7	-5,3	2,0
Thaïlande	7,9	-1,3	- 8,0	5,0	5,6	8,1	- 6,8	-2,0	12,3
Amérique latine ¹	3,7	5,4	2,0	135,6	13,8	10,8	- 2,2	-2,9	- 4,4
Argentine	5,7	8,6	4,2	26,2	0,5	0,9	- 2,0	-2,9	- 4,5
Brésil	3,8	3,6	0,2	505,5	6,0	3,8	- 1,2	-4,2	- 4,5
Chili	8,5	7,6	3,4	12,7	6,1	5,1	- 3,4	-5,3	- 6,3
Colombie	4,2	3,0	0,6	24,1	18,5	20,0	- 3,0	-5,9	- 6,7
Mexique	2,1	7,0	4,8	20,2	20,6	15,9	- 4,5	-1,9	- 3,8
Venezuela	2,8	5,9	- 0,7	52,4	50,0	35,8	2,5	5,3	- 1,8
Europe orientale ¹	1,3	5,1	3,1	30,8	14,1	11,9	- 2,4	-4,2	- 3,9
Hongrie	-1,8	4,6	5,2	25,1	18,3	14,2	- 4,6	-2,1	- 4,8
Pologne	2,8	6,9	4,8	38,0	15,1	11,7	- 2,1	-4,0	- 4,4
République tchèque	-0,3	1,0	- 2,7	18,3	8,5	10,7	- 2,8	-6,3	- 1,9
Russie	-8,2	0,8	- 4,6	263,4 ⁴	14,8	27,6	2,9	0,8	0,0
Arabie Saoudite	2,1	1,9	- 0,7	2,1	0,1	-0,4	-10,5	0,2	- 8,9
Israël	5,8	2,7	2,0	12,6	9,0	5,4	- 4,8	-5,1	- 2,3
Afrique	2,1	2,8	3,3	39,4	13,6	6,7	- 9,8 ⁵	-4,7 ⁵	-15,3 ⁵
Afrique du Sud	1,2	1,7	0,1	10,6	8,6	6,9	0,1	-1,5	- 2,0
Les données pour 1998 sont en partie estimées.									
¹ Moyenne pondérée des pays cités, sur la base des PIB et PPA de 1990. ² Solde des échanges de biens et services hors revenus des facteurs. ³ Prix de gros. ⁴ 1993-96. ⁵ En % des exportations de biens et services.									

Tableau III.8

encore sous-développé. En Corée, son taux est monté à 8½% au début de 1999, contre seulement 3% en 1997, tandis qu'à Hong-Kong il a doublé, pour s'inscrire à 6%.

Le renversement des soldes commerciaux illustre parfaitement l'importance de l'ajustement réalisé au niveau des économies internes. Le tableau III.9 indique la compression de la demande d'importations dans la plupart des économies d'Asie, qui a dépassé 30% en Corée, en Indonésie et en Thaïlande. Les exportations en valeur ont aussi diminué, mais beaucoup moins que les importations, principalement à cause du niveau très bas des prix à l'exportation des produits de base et des biens manufacturés, dont l'offre était excédentaire. Ce manque de dynamisme a également été dû à des ruptures de production, aux difficultés de financement du commerce extérieur et, comme on l'a déjà vu, à la structure géographique des échanges de l'Asie. En revanche, les gains de compétitivité ont stimulé dans une certaine mesure les exportations en volume. Par suite de ces développements, des excédents commerciaux notables se sont substitués aux importants déficits antérieurs. Le revirement a correspondu à un quart ou plus du commerce de marchandises des pays touchés par la crise.

En général, la crise de l'économie réelle s'est accompagnée d'une chute des prix des actifs qui avaient été gonflés par la spéculation. Exprimés en dollars, les cours des actions dans la plupart des cas étaient tombés, début septembre 1998,

... et apparition
d'excédents
commerciaux

Déflation des
prix des actifs

Asie et Amérique latine: échanges de marchandises							
	Expansion des exportations ¹			Expansion des importations ¹			Variation relative du solde commercial en 1998 ²
	Moyenne 1990-96	1997	1998	Moyenne 1990-96	1997	1998	
	en %						
Asie							
Chine	17,0	21,0	0,4	14,0	2,3	- 1,3	1,6
Hong-Kong	13,9	4,1	- 7,5	15,7	5,1	-11,5	5,6
Inde	11,3	3,6	- 4,1	9,8	9,7	2,9	- 6,8
Corée	11,3	5,0	- 2,2	14,1	- 3,8	-35,5	42,7
Singapour	16,1	0,0	-12,0	15,1	0,8	-21,4	12,3
Taiwan	7,9	5,3	- 9,3	10,2	11,8	- 8,4	- 1,6
Indonésie	12,3	7,3	- 8,8	15,0	- 2,9	-34,4	25,4
Malaysia	17,8	0,7	- 6,8	20,1	0,8	-25,8	22,7
Philippines	15,1	22,9	16,3	17,6	12,0	-16,4	33,7
Thaïlande	16,0	3,3	- 5,8	16,3	-13,1	-31,6	34,0
Amérique latine							
Argentine	14,6	10,8	- 1,7	33,2	28,1	3,1	- 4,8
Brésil	5,1	10,9	- 3,5	17,7	16,6	- 7,4	5,0
Chili	10,4	10,8	-12,0	14,3	10,4	- 4,5	- 7,5
Colombie	9,6	8,8	- 7,0	17,0	12,4	- 0,5	- 5,6
Mexique	23,7	15,0	6,4	21,2	22,7	14,1	- 6,9
Pérou	8,4	15,5	-15,8	21,5	8,3	- 4,6	- 7,7
Venezuela	9,5	0,4	-25,3	6,1	45,6	17,2	-48,6

¹ Variation annuelle (en %) des valeurs à l'exportation/importation, exprimées en dollars EU. ² En % de la moyenne des exportations et importations de marchandises.

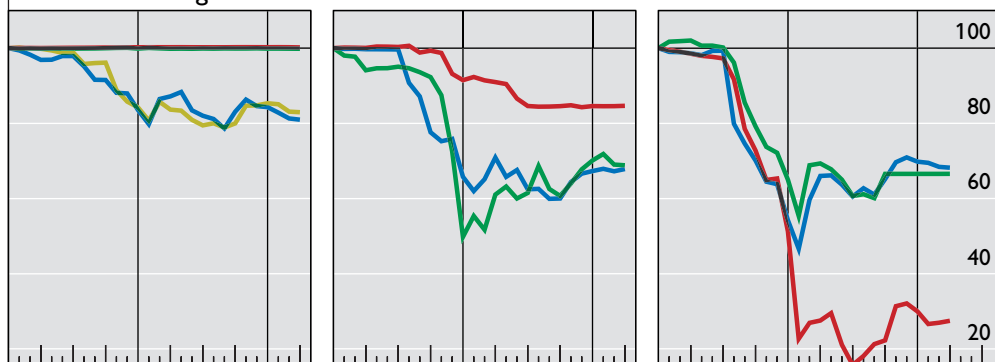
Sources: FMI; IIF; données nationales.

Tableau III.9

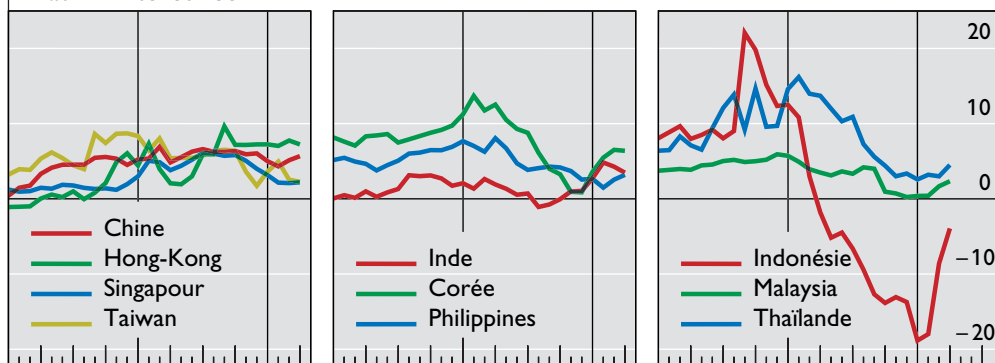
Tableau III.9

Asie: indicateurs financiers

Cours de change¹



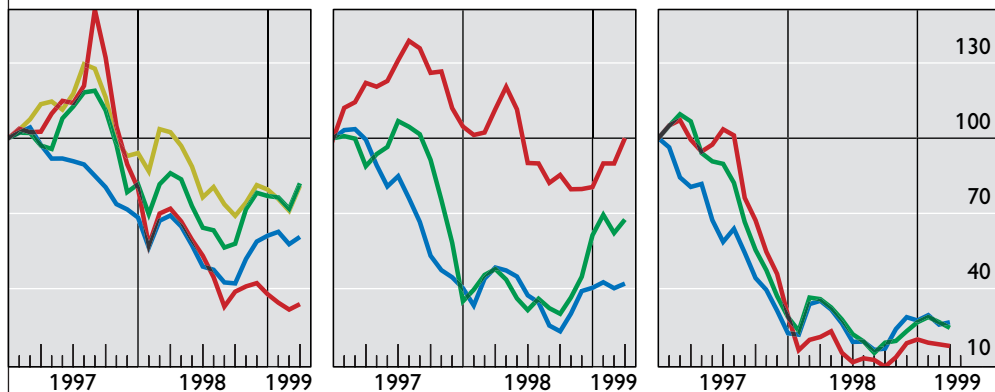
Taux d'intérêt réel²



Expansion du crédit en termes réels³



Cours des actions⁴



¹Monnaie nationale contre dollar EU, décembre 1996 = 100. ²Taux à trois mois corrigé du taux d'inflation annuel, en %. ³Variation annuelle du crédit intérieur au secteur privé corrigée du taux d'inflation annuel, en %. ⁴En termes de dollars EU, décembre 1996 = 100.

Graphique III.3

Indicateurs des prix de l'immobilier dans certaines villes d'Asie						
	Taux d'occupation des bureaux		Variation, à fin 1998, des loyers* de bureaux par rapport à		Variation, à fin 1998, des loyers* des magasins de détail par rapport à	
	Décembre 1997	Décembre 1998	1997	1998 T3	1997	1998 T3
	chiffres de fin de période, en %					
Bangkok	23,6	29,7	-20,3	- 5,8	-27,6	-3,8
Hong-Kong	6,4	16,6	-37,1	- 9,9	-50,7	-3,8
Jakarta	8,9	22,1	-11,4	- 7,7	-47,6	0,0
Kuala Lumpur	3,7	15,5	-29,1	- 2,5	-31,1	-7,4
Singapour	8,0	12,3	-19,1	-11,9	-25,1	-8,9
* En monnaie locale.						
Source: Jones Lang LaSalle.						Tableau III.10

à moins de la moitié de leurs maximums de 1997, car les investisseurs se sont désengagés des marchés locaux des actions et les bénéfices des entreprises ont fondu (graphique III.3). Par ailleurs, une correction spectaculaire a affecté les prix de l'immobilier (tableau III.10). En raison d'une offre abondante et souvent croissante, et d'une contraction de la demande, les prix et les loyers n'ont quasiment pas cessé de baisser l'an dernier. Des données préliminaires laissent penser que cette situation perdurait au début de 1999.

Dans ces économies en profonde récession, le crédit bancaire au secteur privé s'est tari en 1998. À la fin de l'année, il diminuait rapidement en Indonésie, aux Philippines ainsi qu'en Thaïlande et à peine moins en Corée et à Hong-Kong. En Malaysia, l'expansion du crédit est restée positive toute l'année, quoique nettement en deçà de l'objectif du gouvernement, mais une contraction s'est aussi fait sentir au début de 1999.

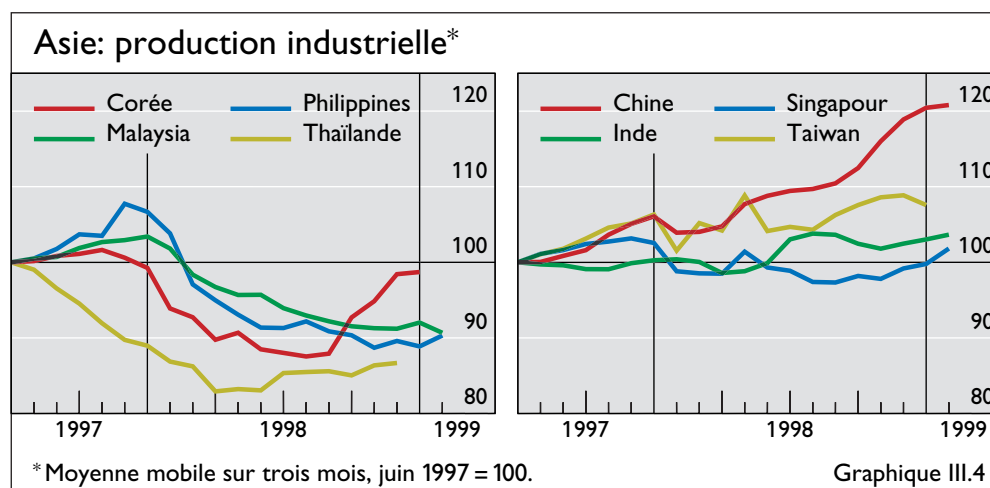
Malgré ce tableau généralement sombre, on relève plusieurs faits plus positifs, surtout après la mi-1998. Premièrement, des signes annonçant la fin de la récession ont commencé à apparaître quelques mois plus tard lorsque, hormis en Indonésie, la chute de la production industrielle a été enrayée (graphique III.4). En Corée, où des mesures d'ajustement énergiques ont été rapidement mises en œuvre, une forte augmentation s'est même produite au dernier trimestre et les prévisions pour 1999 ont été revues à la hausse à compter de fin 1998. L'impression que le pire était passé a été renforcée par une certaine reprise du commerce extérieur dans plusieurs économies vers la fin de 1998. Les cours des actions se sont vivement redressés au quatrième trimestre.

Un second facteur positif est le fait que, dans la plupart des pays d'Asie, l'inflation a été beaucoup moins avivée par la dépréciation de la monnaie qu'on aurait pu s'y attendre. En Malaysia, en Corée, aux Philippines et en Thaïlande, le cours de change a chuté d'environ 60% entre mi-1997 et mi-1998, mais les prix à la consommation ont augmenté tout au plus de 10%. Même en Indonésie, l'accélération de l'inflation a été nettement moins forte que ce que laissait prévoir la dépréciation du change. Comme l'expliquait déjà en détail le 68^e Rapport annuel, la faible répercussion de la dévalorisation sur les prix a été due en grande partie à l'atonie de la demande, à la flexibilité du coût du travail et aux pressions

Contraction du crédit bancaire

Signes positifs: évolution récente de la production industrielle ...

... impact modéré des dépréciations sur l'inflation ...



exercées sur les prix par l'existence d'importants stocks de marchandises ou de biens immobiliers.

... et stabilisation
des monnaies

Une autre raison importante de la modération de l'inflation tient peut-être à ce qu'un nombre croissant d'intervenants ont eu l'impression que la dépréciation brutale intervenue au deuxième semestre de 1997 et au début de 1998 ne durerait pas. En effet, le cours de change de la plupart des monnaies d'Asie vis-à-vis du dollar s'est stabilisé et s'est même apprécié quelque peu vers la fin de l'année. Comme il n'a généralement pas retrouvé son niveau d'avant la crise et que l'inflation a été maîtrisée, la moitié environ des gains de compétitivité réalisés à la suite de la crise de mi-1997 a été préservée en Malaysia, aux Philippines et en Thaïlande. En Corée, le won s'est notablement apprécié en 1998 en termes réels, sans retrouver toutefois son niveau antérieur à la crise. Le renforcement de la compétitivité de la majorité des pays d'Asie permet d'espérer une reprise des exportations, à condition que la demande sur les principaux marchés soit suffisamment soutenue.

La politique économique après le dénouement de la crise

Une fois les marchés des changes stabilisés, dans le courant de l'année dernière, un assouplissement de la politique monétaire et budgétaire en Asie est apparu de plus en plus justifié, non seulement pour stimuler la demande intérieure mais aussi pour faciliter la restructuration des banques et des entreprises.

Assouplissement
de la politique
monétaire ...

La détente monétaire a entraîné une baisse notable des taux d'intérêt à court terme dans presque tous les pays, où ils sont souvent tombés à des niveaux inférieurs à ceux d'avant la crise. Un débat s'est ouvert à cet égard sur la possibilité d'aller plus loin. Au début de 1999, dans plusieurs économies, ils étaient nettement positifs en termes réels, alors que l'activité restait déprimée et que la restructuration des banques aurait pu être facilitée par une politique monétaire plus souple (voir ci-après). L'une des considérations qui ont joué un rôle important dans de nombreux cas était qu'un assouplissement trop rapide risquait de compromettre la stabilité retrouvée sur les changes. En outre, comme les intérêts perçus représentent une part substantielle du revenu des ménages dans beaucoup d'économies d'Asie à taux d'épargne élevé, une forte réduction des taux pouvait affecter la confiance des consommateurs. Enfin, vu la profondeur de

la crise et les perturbations qu'elle avait causées dans la structure de l'économie et le processus d'intermédiation financière, il était difficile d'évaluer l'impact probable sur l'économie réelle des réductions notables de taux déjà opérées au début de 1999.

Les économies d'Asie ont, en général, également opté pour un assouplissement de leur politique budgétaire l'an dernier. Leurs finances publiques ont souvent enregistré d'importants déficits en 1998 (tableau III.11). Les objectifs budgétaires assignés dans le cadre de programmes d'ajustement du FMI ont été, eux aussi, nettement atténués: dans un premier temps, la Corée, l'Indonésie et la Thaïlande étaient censées équilibrer le budget de leur administration centrale, mais en milieu d'année un déficit de 3 à 8% du PIB était toléré. À l'évidence, ces déficits étaient dus en grande partie à la gravité de la récession, et le desserrement discrétionnaire de la politique budgétaire a été généralement modeste. En fait, certains gouvernements ont même eu du mal à porter leurs dépenses aux niveaux prévus dans les programmes révisés. Compte tenu de la tradition de forte discipline budgétaire et de faible endettement du secteur public dans la plupart des économies concernées, un déficit relativement important est probablement justifié pour une période limitée. Néanmoins, en raison des coûts budgétaires requis par la vaste restructuration des entreprises et du secteur financier qui sera nécessaire, il faudrait peut-être que les déficits soient réduits sur le moyen terme et que le soutien conjoncturel direct à l'économie demeure modéré.

... et de la politique budgétaire

Hong-Kong et la Malaysia ont suivi l'orientation générale des politiques budgétaire et monétaire observées dans presque toute la région, mais ont aussi pris l'année dernière des mesures moins classiques. À plusieurs reprises en 1997 et 1998, des pressions intenses et simultanées se sont produites à Hong-Kong sur les marchés des changes et des actions, que les autorités ont eu de plus en plus tendance à considérer plutôt comme l'effet d'une manipulation que comme le signe d'une dégradation des facteurs fondamentaux. Selon elles, des investisseurs se sont lancés au milieu de 1998 dans une double stratégie spéculative, en prenant d'importantes positions courtes en actions et en dollars de Hong-Kong. Compte tenu du régime de caisse d'émission à Hong-Kong, les pressions ainsi exercées sur le change devaient faire monter les taux d'intérêt internes, provoquant une baisse des cours des actions et permettant aux spéculateurs de réaliser des bénéfices. Pour déjouer cette stratégie, les autorités ont acheté en août l'équivalent de quelque \$EU 15 milliards d'actions au comptant et à terme (6% de la capitalisation boursière à l'époque). Cette intervention a entraîné une détente des taux d'intérêt et une stabilisation des cours boursiers. Pour dissiper toute crainte au sujet du respect de leur attachement traditionnel au libre jeu des forces du marché, les autorités se sont alors engagées à gérer leur portefeuille d'actions de façon neutre et à le liquider progressivement. En outre, elles ont pris, en septembre, certaines mesures visant à réduire la volatilité des taux d'intérêt et la sensibilité du marché financier local aux manipulations.

Intervention en Bourse à Hong-Kong

Pour faciliter un assouplissement de sa politique macroéconomique, la Malaysia a rattaché le cours du ringgit au dollar EU en septembre 1998 et introduit une réglementation rigoureuse (modifiée ensuite au début de 1999) afin de freiner les sorties de capitaux et de limiter les opérations à l'étranger sur la

Contrôle des mouvements de capitaux en Malaysia

Marchés émergents: solde budgétaire ¹				
	Excédent/déficit (–)			Paiements d'intérêts
	Moyenne 1994 – 96	1997	1998 ²	1998 ²
	en % du PIB			
Asie				
Chine	–1,0	–0,8	–1,2	1,0
Corée	0,4	–1,5	–4,2	0,8
Hong-Kong	0,7	5,7	–1,6	–
Indonésie	0,7	–0,9	–3,4	2,3
Malaysia	3,7	6,3	–1,7	2,5
Singapour ³	13,2	9,6	16,4	2,4
Thaïlande	2,3	–0,7	–2,4	0,7
Amérique latine				
Argentine	–1,4	–1,4	–1,1	1,9
Brésil	–2,4 ⁴	–4,3 ⁴	–7,5 ⁴	8,0
Chili	2,2	1,9	0,4	0,7
Colombie	–2,0	–4,2	–5,5	3,2
Mexique	0,0	–0,5	–0,7	3,6
Pérou	–0,2	–0,9	0,9	1,7
Venezuela	–1,3	1,9	–4,0	2,6

¹ Les définitions du secteur public varient d'un pays à l'autre. Chine: budget de l'État; Corée et Hong-Kong: administration centrale élargie; Brésil, Malaysia et Mexique: secteur public; Argentine: secteur public non financier; Chili, Colombie, Pérou, Singapour, Thaïlande et Venezuela: administration centrale. ² Chiffres en partie estimés. ³ Le montant élevé des paiements d'intérêts reflète l'émission d'emprunts publics principalement destinés à développer le marché obligataire local et à constituer des titres de référence. ⁴ Solde opérationnel: hors incidence de l'inflation sur les paiements d'intérêts relatifs à la dette interne.

Sources: FMI; IIF; données nationales.

Tableau III.11

monnaie nationale. Ces mesures ont affecté Singapour, qui a perdu le quart du volume de ses transactions boursières et une part importante de son activité en devises. En outre, certaines règles prudentielles concernant le classement des prêts ont été assouplies. Autre mesure inhabituelle, les autorités ont ordonné aux banques d'accroître leurs prêts de 8% sur l'année 1998.

Le fait que la Malaysia a eu recours à des contrôles des flux de capitaux a relancé le débat sur l'opportunité d'une libéralisation complète de ces mouvements pour la plupart des économies émergentes. Ces dernières années, en particulier, une tendance se dégage de plus en plus en faveur de mesures visant à freiner les entrées à court terme jusqu'à ce que les marchés, les institutions et les cadres réglementaires soient suffisamment renforcés. Ce genre d'approche, surtout si elle est appliquée au moyen d'instruments de marché, tels que des réserves obligatoires qui pénalisent davantage les afflux à court terme, peut s'avérer utile. Bien conçue, elle peut contribuer à éviter une explosion du crédit intérieur et la bulle des prix des actifs qui va souvent de pair, tout en conservant une attitude ouverte à l'égard des entrées à plus long terme dans le cadre, par exemple, d'investissements directs étrangers.

Les restrictions sur les sorties de capitaux sont moins bien acceptées, en revanche, surtout dans les pays qui ont déjà mis en place un régime plus libéral.

L'un des arguments fréquemment mentionnés en faveur de tels contrôles est qu'ils peuvent donner aux autorités la marge de manœuvre nécessaire pour formuler et exécuter des programmes d'ajustement susceptibles de rétablir la confiance des investisseurs. Le contre-argument est que ces restrictions peuvent aussi être mal utilisées, soit pour maintenir trop longtemps une politique économique inadaptée, soit pour différer la restructuration d'un secteur financier fragile. En outre, leur efficacité diminue à mesure qu'on trouve de nouvelles échappatoires. Pour y remédier, les pays sont souvent amenés à mettre en place une réglementation toujours plus complexe et plus vaste, jusqu'au moment où elle risque d'entraver sérieusement l'activité économique. Autre effet pervers de ces restrictions, elles peuvent être perçues comme un signal négatif qui décourage les entrées à un stade critique. Si cette perte de confiance vient à affecter des économies voisines aux prises avec des problèmes similaires (mais qui n'ont pas appliqué de contrôles), elle peut leur causer des dommages. Enfin, freiner les sorties de capitaux peut entraîner une perte de confiance et de crédit à l'égard de la politique des autorités, qui risque d'avoir sur le coût des emprunts internationaux un impact beaucoup plus durable que la crise elle-même.

Dangers des restrictions sur les sorties de capitaux

Chine et Inde

Étant donné surtout qu'ils ne sont guère intégrés aux marchés financiers mondiaux, les deux pays d'Asie les plus peuplés ont été moins touchés par la crise qui a frappé le reste de la région. Néanmoins, leur situation économique et financière s'est détériorée et des faiblesses sont apparues.

D'après les statistiques officielles, la croissance de la production chinoise a diminué l'année dernière, pour se situer juste au-dessous de l'objectif de 8%. Toutefois, divers indicateurs font apparaître un ralentissement de l'activité, qui ne s'est pas encore répercuté sur les statistiques de la production globale: le chômage a augmenté; le gonflement des stocks de marchandises a exercé des pressions sur les prix; la production d'énergie a chuté de près de 4%, en partie à cause de la faiblesse de la demande des entreprises; l'expansion des importations et des exportations a fléchi; et la rentabilité des entreprises d'État s'est détériorée. Pour lutter contre ce ralentissement, la Chine a accru ses dépenses publiques au deuxième semestre. Les dépenses d'infrastructure ont été accélérées, les entreprises d'État incitées à intensifier leurs investissements et les banques d'État poussées à développer leurs prêts au titre des infrastructures et du logement. La politique monétaire a revêtu un caractère plus expansionniste, avec une réduction des taux d'intérêt et des mesures visant à stimuler le crédit bancaire.

En Chine, la croissance reste au rendez-vous, malgré des signes de ralentissement

Les autorités ont poursuivi, pour plusieurs raisons, leur politique de stabilisation du cours du yuan par rapport au dollar EU. Les soldes du commerce et des opérations courantes étaient largement excédentaires et les réserves internationales abondantes et protégées par un vaste dispositif de restriction sur les flux de capitaux. De plus, le risque de nouvelles attaques spéculatives contre le dollar de Hong-Kong était jugé élevé et l'on craignait beaucoup qu'un décrochage de la monnaie ne déclenche une autre série de dévaluations compétitives dépassant le cadre de la région. Dans le même temps, les sorties de capitaux et les importations non enregistrées se sont toutefois accélérées puisque, l'année dernière, l'augmentation des réserves de change (\$5 milliards) a

Stabilité du cours yuan/dollar

été inférieure, dans des proportions bien plus importantes que les deux années précédentes, à l'excédent des transactions courantes (\$20 milliards) et aux apports d'investissements directs (quelque \$40 milliards).

Préoccupations
concernant le
secteur financier

La crise financière dans la région a aussi mis en évidence les fragilités du système financier chinois. L'existence d'un important portefeuille de prêts improductifs dans les principales banques d'État ainsi que l'insuffisance de la réglementation et du contrôle des marchés boursiers apparaissaient de plus en plus clairement depuis quelques années et avaient incité les créanciers étrangers à davantage de prudence en 1998. À la fin de l'année, une société de développement fortement engagée envers l'étranger a été liquidée. Contrairement aux attentes, les autorités centrales ne se sont pas considérées tenues d'en honorer la dette extérieure non déclarée. Si cette décision a fait monter le coût des emprunts à l'étranger, elle a aussi montré que les autorités avaient conscience des effets pervers d'une politique de garantie aveugle des dettes extérieures. En outre, des programmes de restructuration des banques d'État et de renforcement de la réglementation et du contrôle prudentiels ont été élaborés. Toutefois, le recours permanent à ces établissements pour stimuler l'activité pose inévitablement un dilemme aux autorités.

Inde

La croissance de l'économie indienne a encore été soutenue l'année dernière. L'inflation s'est accélérée et le déficit des opérations courantes est demeuré important, en raison notamment de la faiblesse des exportations. Le déficit de l'administration centrale s'est creusé, dépassant 6% du PIB. Comme d'autres parties du secteur public connaissaient également un besoin de financement, la ponction exercée par le déséquilibre budgétaire sur l'épargne intérieure a continué d'entraver l'activité du secteur privé. Afin d'assainir la situation budgétaire, le gouvernement a annoncé, en mars 1999, un plan à moyen terme; la banque centrale, pour sa part, a assoupli sa politique monétaire et, devant la crise financière frappant la région, a renforcé la réglementation prudentielle des banques. Cependant, la réforme financière est encore incomplète, de même que la réforme structurelle entreprise dans d'autres domaines importants.

Restructuration des banques et des entreprises

L'aggravation des difficultés économiques et financières, l'an dernier, a soumis le système bancaire de plusieurs pays d'Asie à de fortes tensions. Fin 1998, les prêts improductifs auraient atteint plus de 10% (jusqu'à 45% en Indonésie et en Thaïlande) du portefeuille global, et presque toutes les banques des pays touchés par la crise ont subi des pertes importantes.

Le coût d'une crise
bancaire dépend ...

Le coût macroéconomique d'une crise bancaire et de sa résolution est souvent très élevé. L'impact budgétaire des précédentes crises bancaires des années 90 s'est échelonné entre 4% (Norvège et Suède) et 17% (Venezuela) du PIB alors que, pour la plupart de ces crises, les ratios des prêts improductifs étaient restés très inférieurs aux niveaux actuellement enregistrés en Asie. Pour évaluer ce coût macroéconomique, deux éléments sont à prendre en considération. Premièrement, il faut voir dans quelle mesure la confiance du public envers les établissements bancaires peut être préservée. Si celle-ci fait défaut, les déposants peuvent être incités à retirer leurs fonds, ce qui réduit

... de la confiance
de la clientèle ...

l'importance de l'intermédiation financière et l'efficience de l'allocation des ressources. Si des actifs sont transférés à l'étranger, cela peut déclencher ou aggraver une crise monétaire. En 1995, le système bancaire d'Argentine a été soumis à une perte de confiance temporaire, nécessitant de sévères mesures d'ajustement qui ont contribué à une contraction sensible de l'économie. De même, en Indonésie, des retraits massifs de dépôts bancaires, à la fin de 1997, ont rendu la gestion de la crise plus difficile.

Le second aspect important est le degré de contraction du crédit durant la crise. Vu le rôle essentiel du crédit dans l'activité économique, particulièrement en Asie où son niveau par rapport au PIB est très élevé, une diminution brutale des octrois de prêts peut avoir des répercussions macroéconomiques majeures. Même dans un système bancaire sain, la demande de crédit doit logiquement baisser en réaction au manque d'opportunités d'investissement après une période d'expansion. Toutefois, cette contraction se trouve accentuée lorsque les banques, comme en Asie, ont accumulé de gros portefeuilles de prêts improductifs en finançant des investissements considérables dans des actifs réels. Si les banques ferment, même les emprunteurs solvables perdront «leur» banque et auront généralement du mal à obtenir un prêt dans un autre établissement. Si les banques sont renflouées, il est probable qu'elles appliqueront des critères plus rigoureux en matière de prêt et qu'elles rationneront le crédit. Ce resserrement accentue le recul de la demande globale et aggrave encore les problèmes des emprunteurs et des banques. À la suite des crises bancaires antérieures, le crédit en termes réels a chuté de moitié en deux ans au Mexique et a diminué de plus de 20% en Finlande et en Suède. Il convient de rappeler que le crédit bancaire en termes réels a commencé à fléchir l'année dernière dans tous les pays touchés par la crise.

... et du degré
de contraction
du crédit

La contraction rapide du crédit dans le cadre d'une crise bancaire amène à se demander ce que peut faire la politique monétaire pour y remédier. Un assouplissement entraîne une baisse des taux courts et, probablement, une accentuation de la courbe des rendements. Cela améliore la situation en stimulant la demande et en élargissant les marges d'intérêt des banques. Les États-Unis ont appliqué cette stratégie avec succès au début des années 90. Toutefois, dans les petites économies ouvertes d'Asie, une politique monétaire plus souple que celle qui a été menée jusqu'à présent serait dangereuse, car une orientation laxiste pourrait faire réapparaître une situation chaotique sur les changes. De plus, des taux d'intérêt très bas auraient notamment pour effet de réduire considérablement les coûts de portage des créances improductives, ce qui pourrait atténuer les pressions en faveur d'une restructuration efficace du secteur financier.

Incidence possible
d'un assouplissement
de la politique
monétaire

Les crises bancaires ont motivé plusieurs initiatives officielles de restructuration et de recapitalisation en Asie au cours des deux dernières années. Les phases initiales de ces programmes de restructuration bancaire présentent des caractéristiques communes. Premièrement, pour éviter des retraits massifs, les autorités ont généralement dû mettre en place des mécanismes implicites ou explicites de garantie des dépôts bancaires. Le deuxième trait commun a été la modification du cadre réglementaire. Les dispositions prudentielles ont été durcies, même si certains pays (Malaysia et, dans une moindre mesure, Thaïlande)

Restructuration et
recapitalisation des
banques en Asie

ont fait des concessions temporaires pour aider les banques à résoudre leurs problèmes financiers les plus urgents.

Troisièmement, la plupart des pays touchés par la crise ont créé des organismes de reprise d'actifs déchargeant les établissements financiers d'une partie de leurs crédits improductifs. Cette mesure visait souvent à lutter contre la réticence de plus en plus grande des banques à consentir de nouveaux prêts, en raison de leurs préoccupations croissantes au sujet de la gestion des créances douteuses. Diverses stratégies ont été appliquées, certains pays (Thaïlande) essayant de se débarrasser rapidement de ces actifs, tandis que d'autres (Malaysia) cherchaient à éviter de vendre en catastrophe.

Enfin, la crainte que la liquidation forcée d'une banque ne déclenche une vague généralisée d'insolvabilité bancaire et n'aggrave le problème du rationnement du crédit explique pourquoi un nombre relativement restreint d'établissements ont été mis en faillite au début de 1999. En fait, les autorités ont préféré miser sur la recapitalisation et les fusions. Divers mécanismes de recapitalisation, souvent subordonnés à une participation des actionnaires ou à une recherche d'efficience et à un changement de direction, ont été mis en place au cours des quelque dix-huit derniers mois. En cas de nécessité, des banques en difficulté ont été temporairement placées sous contrôle de l'État. Les rachats d'établissements fragilisés par des banques plus importantes et plus solides ont aussi été encouragés (notamment en Corée et en Thaïlande) mais, en raison du caractère systémique des crises bancaires, les acheteurs qualifiés ont souvent été très difficiles à trouver. En outre, les autorités sont devenues beaucoup plus favorables à des rachats par des banques étrangères. Dans plusieurs pays, comme en Indonésie et en Thaïlande, les restrictions aux prises de contrôle par des capitaux étrangers ont été atténuées ou totalement abolies.

Dans la majorité des pays, les programmes visant à résoudre les problèmes des banques ont été complétés par des initiatives destinées à aider les entreprises viables à se restructurer et à assurer le service de leur dette, devenu beaucoup plus onéreux du fait de la réduction des flux de trésorerie. Au début de 1999, cependant, nombre de ces programmes n'en étaient encore qu'au stade de l'élaboration. Dans la plupart des pays, cette situation était due en partie à certaines carences du droit des sociétés, notamment en matière de faillite, qui ont empêché de réaliser plus rapidement et efficacement le rééchelonnement des dettes et la restructuration des entreprises; elle s'explique aussi par le fait que des créanciers affaiblis n'étaient guère disposés à faire des concessions. C'est en Corée que les progrès ont été généralement les plus probants: fin 1998, les cinq principaux *chaebol* (conglomérats) ont conclu avec le gouvernement un accord dans lequel ils promettaient de rationaliser et de spécialiser leurs activités, tout en réduisant leur endettement. Il reste à voir, cependant, si ces promesses seront tenues.

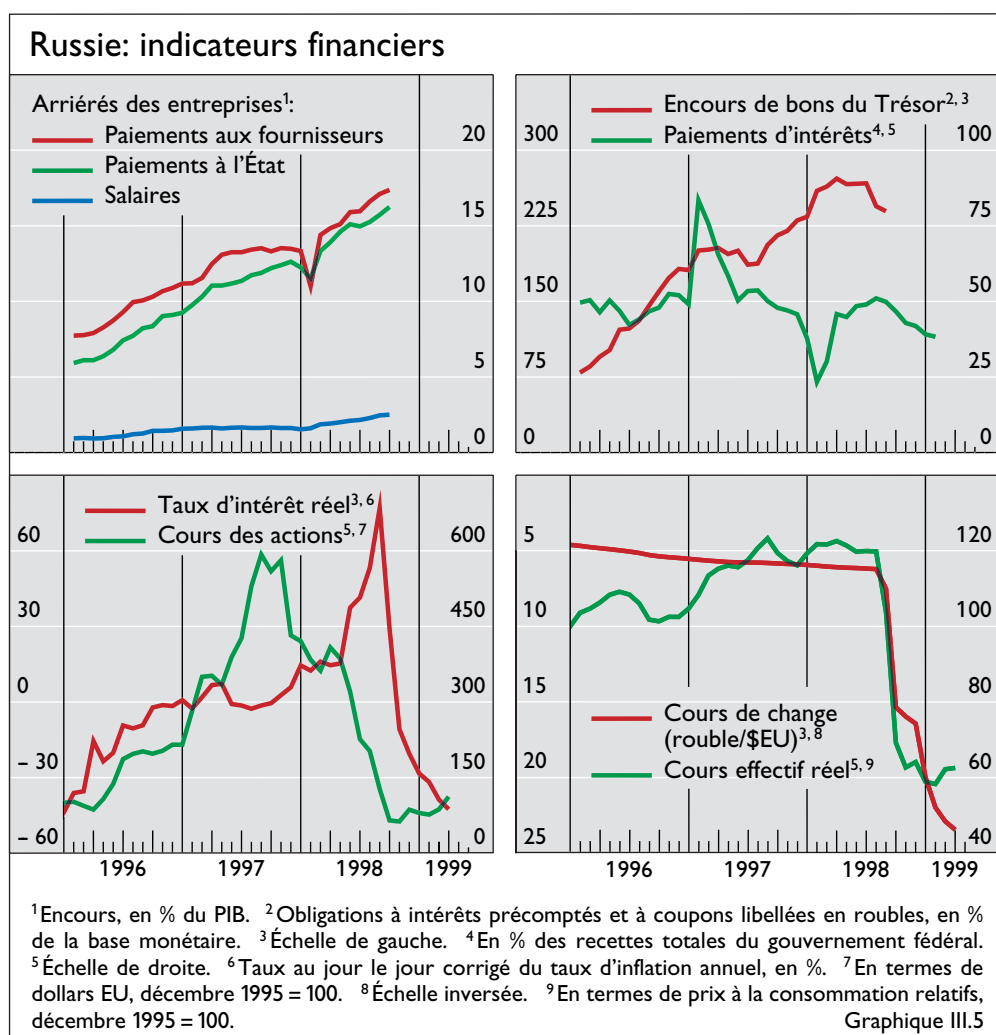
L'effondrement financier de la Russie et son impact sur l'Europe orientale

Les problèmes de maîtrise des finances publiques, l'accélération des émissions d'emprunts publics à court terme, la chute des cours des produits de base et

Initiatives en
matière de
restructuration
d'entreprises

Étapes de la
crise russe

l'appréciation du cours de change réel ont amené à douter de plus en plus de la capacité de la Russie d'assurer le service de sa dette vers la fin de 1997 et au premier semestre de 1998. En conséquence, le rouble a subi plusieurs attaques spéculatives, auxquelles les autorités ont répondu par des relèvements successifs des taux d'intérêt qui ont atteint 150% fin mai, alors que le taux d'inflation restait inférieur à 10%. Pour sauvegarder la stabilité du rouble, clef de voûte de la politique monétaire depuis quelques années, une aide financière internationale sur deux ans, d'un montant de près de \$23 milliards, dont \$4,8 milliards mis à disposition immédiatement par le FMI, a été offerte à la Russie en juillet. Comme le Parlement s'est toutefois fortement opposé à d'énergiques mesures d'accroissement des rentrées fiscales, l'exécution du programme d'ajustement s'est révélée difficile. Les taux d'intérêt réels étant très élevés, le service de la dette publique absorbait environ la moitié des recettes budgétaires (graphique III.5). Les pertes de réserves se sont poursuivies et une tentative d'allongement de l'échéancier très tendu de la dette négociable du Trésor a échoué, si bien que près de \$20 milliards de dette à court terme en roubles devaient être financés avant la fin de l'année. En outre, les cours des actions sont tombés à leur plus bas, les taux d'intérêt intérieurs se situaient à de hauts niveaux et les marges sur les euro-obligations russes atteignaient 2 000 points de base.



Réactions des
autorités

Face à l'aggravation des problèmes de financement interne et externe, les autorités russes ont annoncé, à la mi-août 1998, un changement d'orientation radical. Les principales mesures ont concerné l'élargissement, puis l'abandon, de la bande de fluctuation de change, la suspension de la négociation des bons du Trésor, associée à une restructuration obligatoire de la dette publique, et un moratoire de 90 jours sur le remboursement des dettes des entreprises et des banques envers les créanciers étrangers. L'impression d'une modification fondamentale des règles du jeu entre débiteurs et créanciers déclencha une réaction d'une vigueur inattendue (analysée au chapitre V) sur les marchés financiers internationaux.

Le gouvernement essaya de gérer les répercussions de la crise d'août en revenant à des mesures administratives précédemment abolies. Il imposa de sévères restrictions sur les opérations de change, finança son déficit public par des emprunts directs à la banque centrale et obligea les exportateurs à céder 75% de leurs recettes. La survie du secteur bancaire, très vulnérable, fut assurée par des crédits directs de la banque centrale, mais l'organisme prévu pour la recapitalisation des banques ne devint jamais opérationnel. Privées d'accès au crédit bancaire, les entreprises furent contraintes de recourir encore davantage à leurs propres ressources financières, à l'accumulation d'arriérés et au troc. De nombreux comptes en banque furent également bloqués.

Répercussions
sur l'économie ...

La crise et le caractère incomplet des politiques mises en œuvre ont eu des effets opposés sur la croissance et sur l'inflation. La production mesurée a chuté de 9% au dernier trimestre de 1998, s'inscrivant ainsi à un niveau inférieur de moitié environ à celui de 1989, tandis que l'inflation a bondi à 100% au début de 1999. La demande d'importations a subi l'essentiel de l'ajustement, fléchissant de plus de moitié, en termes de dollars, au dernier trimestre de 1998. Comme les matières premières restent la principale composante du commerce extérieur de la Russie, le volume des exportations n'a guère réagi à la dévaluation du rouble, mais leur prix s'est senti de la chute des cours des produits de base.

... et sur le
financement
extérieur

À partir de la fin de 1998, la Russie n'a plus assuré le service de sa dette en devises de plus de \$100 milliards héritée de l'Union soviétique (la dette contractée depuis le démantèlement de l'URSS est estimée à \$60 milliards), tandis que la prime sur les euro-obligations russes restait élevée, empêchant le pays d'accéder au marché international des capitaux. Fin mars 1999, la Russie et le FMI ont relancé leurs négociations sur un programme visant à aider le pays à faire face au service de sa dette pour l'année, d'un montant évalué à \$17,5 milliards. Les réserves officielles étant alors tombées à \$6,5 milliards, les appels à une annulation, et non à une simple restructuration, d'une partie de la dette héritée de l'ère soviétique se sont faits de plus en plus pressants.

Carences
fondamentales:
réforme
structurelle
incomplète ...

La crise russe a résulté des carences fondamentales que le processus de transition amorcé en 1992 n'avait pas réussi à corriger. Premièrement, la Russie a été incapable de mettre en place certains des piliers essentiels d'une économie de marché. Le cadre institutionnel nécessaire à l'application du droit des contrats privés et à l'exercice d'une concurrence effective est encore rudimentaire. Dans l'économie réelle, la réforme structurelle n'a pas été menée à son terme. Contrairement à d'autres économies en transition, comme la Pologne, la Russie a créé peu de moyennes entreprises dynamiques pour soutenir la croissance, tandis

que l'établissement de grands groupes industriels ou financiers a généralement pérennisé les anciennes structures. De plus, les progrès accomplis dans la privatisation n'ont pas été complétés par l'instauration d'une saine gouvernance d'entreprise. La fuite des capitaux, reflétant en partie des démembrements d'actifs, a été importante depuis le début de la transition. La mobilité de la main-d'œuvre est demeurée faible et les écarts de revenus ont alimenté le mécontentement social.

La situation des finances publiques a été une deuxième carence majeure. Le déficit de l'État fédéral a atteint en moyenne 7½% du PIB sur la période 1992–98. La Russie ne dispose toujours pas d'un système équitable et efficient de recouvrement de l'impôt et les relations entre les recettes et les dépenses de la Fédération et des États restent obscures. De plus, en accumulant des arriérés de paiements, le gouvernement a contribué à inciter tous les secteurs de l'économie à faire de même (graphique III.5). Les problèmes budgétaires ont souvent fait obstacle à la formulation et à l'application des programmes du FMI.

... finances
publiques fragiles ...

Enfin, le rôle de l'intermédiation financière dans l'économie réelle n'a pas été suffisamment développé. Les banques ont privilégié l'arbitrage financier résultant soit de la dévaluation continue du rouble (avant 1998), soit d'achats massifs de titres d'État à haut rendement (depuis la création d'un marché de la dette publique en 1993). Ces titres ont souvent été financés par des emprunts en devises, faisant apparaître d'importantes positions à découvert. En revanche, l'encours du crédit au secteur privé est demeuré très modeste (environ 15% du PIB) et le recours au crédit reste donc une rareté. De plus, la plupart des banques russes n'ont pas développé leur capacité de collecte de dépôts. En fait, beaucoup ont été créées par de grandes entreprises, dans le but explicite d'obtenir, à des conditions avantageuses, un accès facile au crédit de la banque centrale. Il n'est pas surprenant que l'utilisation du rouble au niveau interne ait peu augmenté tandis que le dollar a continué de jouer un rôle essentiel dans l'économie.

... et
intermédiation
financière réduite

La crise russe a eu un impact important, mais de courte durée, sur les marchés financiers d'Europe orientale. Les grands investisseurs étrangers, en particulier les fonds de placement, ont liquidé une partie considérable de leurs portefeuilles d'actions d'Europe orientale et les Bourses de la région ont donc chuté, tandis que la plupart des monnaies subissaient des pressions. En Hongrie, pays doté du marché des capitaux le plus développé et le plus liquide, les cours des actions ont perdu 45% entre fin juillet et fin septembre, ce qui a annulé tous les gains des deux années précédentes. La baisse a été moins spectaculaire dans les autres pays; en Pologne et en Slovaquie, la participation des investisseurs étrangers avait toujours été relativement modeste et, en République tchèque, les non-résidents avaient déjà réduit leurs portefeuilles d'actions à la fin de 1996. Comme les cours sont remontés après octobre 1998, l'année s'est soldée par une perte modeste dans l'ensemble pour ces marchés. L'incidence sur le coût et le volume des flux de capitaux privés est restée, elle aussi, limitée. Les écarts de rendement sur les obligations de cette région ont peu augmenté par comparaison avec d'autres économies émergentes, la variation n'ayant pas dépassé 100 points de base dans le cas de la Hongrie, de la Pologne et de la République tchèque (graphique III.1). Néanmoins, les taux d'intérêt plus élevés et les difficultés d'accès au crédit ont effectivement gêné certains gouvernements et forcé

L'impact sur
l'Europe orientale
n'est que
temporaire ...

plusieurs grandes entreprises privées à renoncer temporairement à emprunter directement à l'étranger. Il n'y a pas eu toutefois d'inversion des flux de crédits bancaires internationaux (tableau III.3) et les émissions de titres internationaux se sont poursuivies à leur rythme modeste.

Les turbulences financières consécutives à la crise russe ont affaibli le forint hongrois et le zloty polonais, qui étaient auparavant poussés à la hausse. Avant la crise, les entrées de capitaux à court terme avaient porté le zloty vers la limite supérieure de sa bande de fluctuation et il en avait été de même pour le forint. La crise ayant mis fin à cette appréciation en termes réels, la crainte d'une perte de compétitivité s'est atténuée. En octobre, le zloty était retombé au milieu de sa bande de fluctuation, de sorte que la banque centrale a abandonné l'idée d'introduire un contrôle des changes plus rigoureux. Plusieurs pays de la région ont réagi aux turbulences financières en relevant les taux courts, mais les répercussions sur les taux longs ont été limitées. Une fois la stabilité retrouvée, les banques centrales polonaise et tchèque ont donc pu procéder aux réductions de taux prévues antérieurement.

... en raison
de mutations
fondamentales

L'effet de contagion limité de la crise russe témoigne, pour les pays d'Europe orientale, de la réorientation des relations commerciales et financières vers l'Europe occidentale et des progrès accomplis dans la transition vers une économie de marché moderne. Le commerce extérieur de la région s'est transformé en profondeur: aujourd'hui, près des deux tiers des exportations sont absorbées par l'Union européenne, contre 5% seulement par la Russie. Par ailleurs, l'engagement des banques d'Europe orientale à l'égard de la Russie est également limité. En fait, elles n'ont pas subi de pressions particulières et le cours de leurs actions n'a pas chuté par rapport à celui des autres entreprises lorsque les perturbations ont touché la région en milieu d'année. Grâce au succès de la transition, la Hongrie et la Pologne ont obtenu des taux de croissance élevés ces dernières années. Par contre, en République tchèque, la nécessité d'une restructuration des entreprises et du secteur financier a entraîné un certain tassement de l'activité. L'inflation a progressivement baissé dans la région, tout en restant plus forte que dans les pays de l'UE. En outre, la Hongrie et la Pologne ont cherché à renforcer leur système bancaire, notamment en s'ouvrant davantage à la concurrence étrangère. L'UE a engagé des pourparlers d'adhésion avec plusieurs pays d'Europe orientale, ce qui témoigne des progrès accomplis dans le processus de transition.

Des fragilités
subsistent

Des fragilités subsistent néanmoins. L'importance des déficits budgétaire et courant reste préoccupante pour beaucoup d'économies en transition. Malgré les progrès souvent réalisés, les établissements bancaires sont encore vulnérables, comme en témoigne la faiblesse des notations des agences internationales. Les marchés financiers n'ont pas atteint leur maturité et le contrôle prudentiel a besoin d'être renforcé. Enfin, le système de protection sociale demeure sous-développé.

Amérique latine

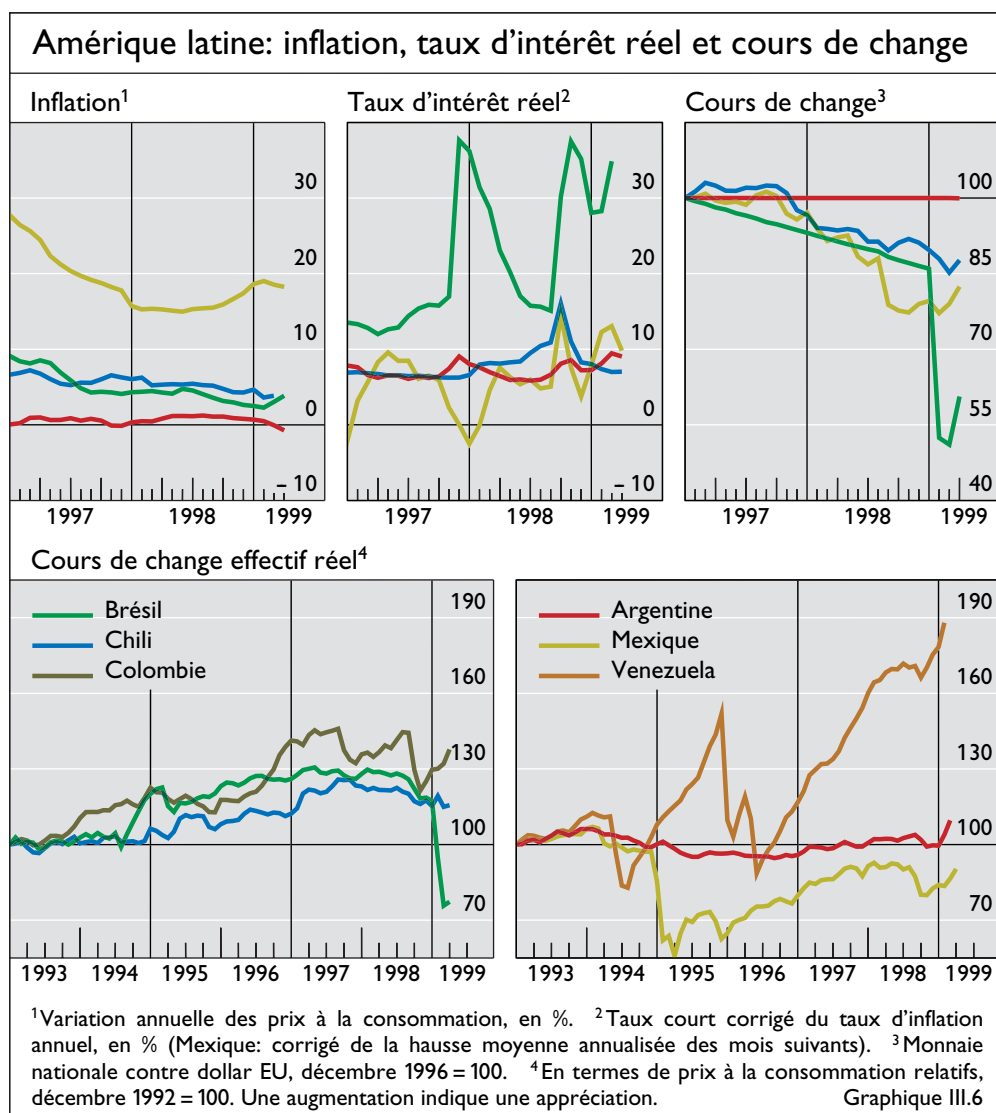
Bien que l'Amérique latine ait continué d'attirer des flux de capitaux substantiels après la crise asiatique, plusieurs difficultés de fond donnaient à penser qu'elle n'était pas à l'abri de perturbations financières. Tout d'abord, les comptes

extérieurs y sont précaires depuis quelques années; l'an dernier, les déficits commercial et courant se sont à nouveau fortement creusés dans presque tous les pays. L'une des causes importantes de l'ample divergence entre les rythmes d'expansion des exportations et des importations durant la majeure partie des années 90 a souvent été l'appréciation continue du cours de change réel (graphique III.6). Plus récemment, la région a aussi été affectée par la faiblesse des cours des produits de base, tandis que la contraction de l'activité en Asie a eu parfois un impact négatif sur les exportations. Le bas niveau du taux d'épargne, en contraignant à recourir sur une grande échelle au financement extérieur, a constitué une deuxième cause de vulnérabilité. Enfin, plusieurs pays ont eu du mal à maîtriser leur déficit public. Sous l'effet notamment de la baisse des cours des matières premières, des taux d'intérêt élevés et du ralentissement de la croissance, les finances publiques se sont encore détériorées dans bien des cas, l'an passé.

La crise de confiance qui a frappé les marchés internationaux au milieu de 1998 a aggravé ces difficultés. Elle a eu pour effets immédiats un quasi-tarissement des financements extérieurs et une chute de la valeur des obligations latino-américaines négociées sur le marché international et des actions, tandis que

Les problèmes de fond en Amérique latine ...

... ont été mis en évidence par la crise financière



plusieurs monnaies subissaient de fortes pressions. Les pays à déficit budgétaire élevé (comme le Brésil et la Colombie) ou présentant une situation politique incertaine (Venezuela) ont été les plus touchés. En réaction, les autorités ont pris des mesures d'ajustement énergiques, à commencer par un resserrement monétaire. Les perspectives de croissance se sont rapidement détériorées et, au dernier trimestre, le taux annuel est devenu négatif, alors qu'il atteignait près de 3% au premier semestre.

En outre, certaines économies de moindre dimension ont été affectées par des catastrophes naturelles (El Niño et ouragan Mitch). En Équateur, les chocs déjà sévères ont été aggravés par l'absence de mesures susceptibles de remédier au déficit budgétaire et aux problèmes du secteur bancaire, ce qui a empêché le pays d'obtenir une aide financière de la communauté internationale.

La crise brésilienne

Déséquilibres
macroéconomiques

La crise asiatique a fait ressortir plusieurs déséquilibres macroéconomiques importants au Brésil. Le Plan real lancé au milieu de 1994 a certes permis de ramener l'inflation au-dessous de 10%, mais il exigeait le maintien de taux d'intérêt réels élevés pour contenir la vigueur croissante de la demande intérieure. En outre, ces niveaux de taux ont contribué à creuser le déficit budgétaire (hors effets de l'inflation sur les paiements d'intérêts), qui est passé d'une moyenne de 2,4% du PIB en 1994–96 à près de 8% en 1998 (tableau III.11). Toutefois, cette dégradation a aussi été due à une diminution de l'excédent primaire, qui était de 2% du PIB en 1994–96 et avait presque disparu en 1998. De plus, les étapes initiales du Plan real ont été marquées par une forte appréciation réelle de la monnaie, ce qui a contribué à alourdir le déficit des opérations courantes.

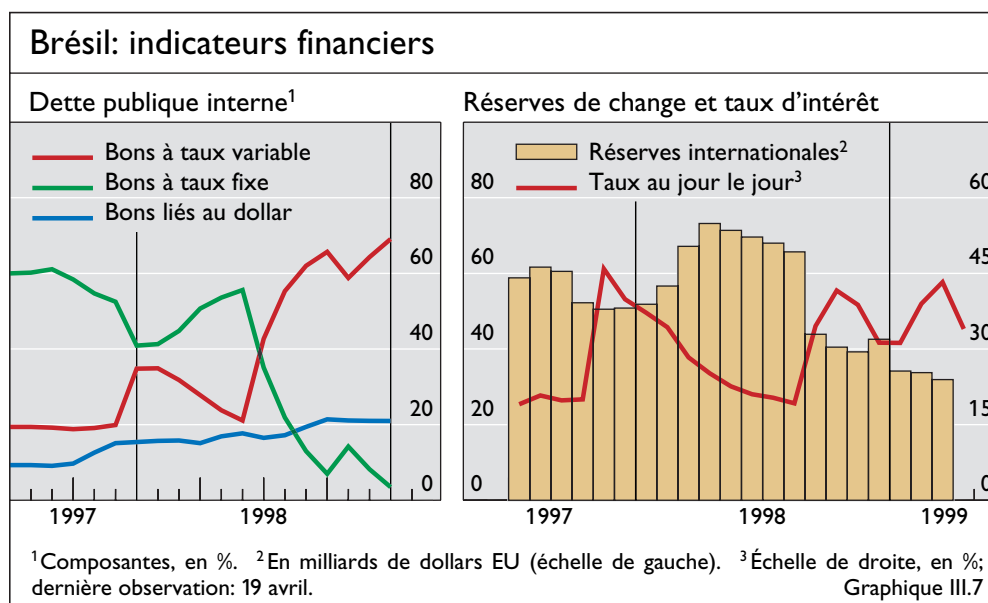
Première réaction
des autorités fin
1997

Ces déséquilibres ont causé une première attaque massive contre le real aussitôt après les événements survenus en Asie à la fin de 1997. Les autorités ont réagi par un resserrement monétaire énergique et l'annonce de mesures budgétaires visant à réduire le déficit d'un montant équivalant à 2% du PIB en 1998. Le niveau élevé des taux d'intérêt et l'assouplissement des restrictions sur les opérations en capital ont provoqué un nouvel afflux de fonds au début de l'année, ce qui a permis de reconstituer les réserves (graphique III.7). De plus, la banque centrale a fait savoir qu'elle allait progressivement adopter un régime de change plus souple. En revanche, l'ajustement budgétaire annoncé a été difficile à réaliser, les mesures essentielles ne pouvant être mises en œuvre qu'après l'approbation du Congrès.

La cessation de paiements de la Russie a eu un impact considérable sur le Brésil. Si la contagion a été due principalement aux carences budgétaires et à la vulnérabilité externe, la vente massive d'obligations internationales émises par le Brésil (obligations Brady, en particulier, dont le marché est très liquide), pour répondre peut-être à des appels de marge sur d'autres positions, a beaucoup contribué à la transmission des perturbations financières. Comme les détenteurs de titres d'État internes à rendement relativement faible les ont vendus pour acheter des obligations internationales brésiliennes mieux rémunérées, les sorties de capitaux se sont intensifiées.

Gestion de la
crise fin 1998

Les autorités ont alors pris plusieurs mesures. Premièrement, elles ont offert des incitations additionnelles, sous la forme de garanties de taux d'intérêt et de



change, aux détenteurs de titres d'État internes pour prévenir des ventes massives. La profonde transformation de la structure de la dette publique, entreprise peu avant les événements survenus en Russie, a été accélérée: des bons du Trésor à taux variable et des bons indexés sur le dollar ont remplacé progressivement les bons traditionnels à taux fixe (graphique III.7). Deuxièmement, les autorités sont intervenues pour des montants élevés sur le marché des changes. Il est possible que la variation nette des réserves internationales ne reflète pas totalement l'ampleur de ces interventions, car la privatisation du réseau de télécommunications a entraîné d'importantes entrées de capitaux vers le milieu de l'année; en outre, le soutien de la monnaie s'est fait en partie à travers des opérations à terme et sur dérivés. Enfin, les autorités monétaires ont relevé sensiblement leurs taux directeurs.

Après les élections présidentielles d'octobre, un programme d'aide sous l'égide du FMI a été annoncé; les décaissements devaient être concentrés sur la phase initiale et subordonnés à un important ajustement budgétaire. Les fonds mobilisés atteignaient environ \$41,5 milliards. La contribution du FMI était de \$18 milliards et celles de la Banque mondiale et de la BID de \$4,5 milliards chacune. En outre, une ligne de crédit de \$13,3 milliards, coordonnée par la BRI avec la garantie des banques centrales de dix-neuf pays industriels, a été offerte à la banque centrale, de même qu'une facilité parallèle de \$1,25 milliard ouverte par les autorités japonaises. La conclusion de l'accord avec le FMI et le premier décaissement, début décembre, n'ont guère amélioré les perspectives. Les marges sur la dette internationale du Brésil sont restées élevées et les sorties de capitaux se sont poursuivies. Sur le plan intérieur, le Congrès a refusé d'approuver plusieurs mesures budgétaires essentielles et, plus tard, certains États importants n'ont pas adhéré au processus d'ajustement, ce qui a aussi fait douter de l'efficacité des efforts entrepris.

Au début de 1999, en raison peut-être du moratoire partiel déclaré par le gouvernement d'un État fédéré, la pression s'est intensifiée et les autorités ont abandonné le régime de change appliqué depuis de nombreuses années. Elles ont

Ajustement
budgétaire et
aide officielle

Le flottement du
real brésilien ...

essayé de procéder à une dévaluation limitée et maîtrisée, en misant sur deux facteurs positifs: premièrement, le pays disposait d'abondantes réserves de change et d'un programme d'aide international déjà en place; deuxièmement, les entreprises et les banques n'étaient pas aussi exposées que dans les pays d'Asie, car elles avaient couvert leurs positions pour se protéger contre d'éventuelles variations brutales des taux d'intérêt et de change. Toutefois, le Brésil souffrait d'une faiblesse majeure, due au fait que le déficit budgétaire était très sensible à la dévaluation et aux taux d'intérêt élevés, en raison de l'existence d'un important stock de bons du Trésor à taux variable et de bons indexés sur le dollar ainsi que de la position courte de la banque centrale sur les marchés dérivés et à terme en devises. En définitive, le real a perdu 40% de sa valeur dans les deux mois qui ont suivi sa mise en flottement.

... soulève la question du service de la dette ...

La dévaluation a suscité deux préoccupations majeures. La première était que le ratio dette intérieure/PIB risquait d'exploser si les taux d'intérêt et le service de la dette ne diminuaient pas. Pour calmer ces craintes et prévenir un cercle vicieux de pressions sur la monnaie et de tensions sur les taux d'intérêt, les autorités ont annoncé, en mars 1999, des mesures de correction budgétaire rigoureuses. Outre les dispositions déjà convenues avec le FMI en novembre, elles ont proposé de nouvelles compressions des dépenses et des majorations d'impôts pour porter l'excédent primaire du secteur public à plus de 3% du PIB en 1999.

... et celle de la maîtrise de l'inflation

La seconde préoccupation concernait le risque d'inflation consécutif à la dépréciation en termes nominaux. Comme il est connu que l'inflation est très sensible aux variations de change en Amérique latine, on s'attendait à des hausses de prix importantes et rapides au Brésil. Toutefois, plusieurs facteurs se sont conjugués pour empêcher une poussée immédiate d'inflation. Tout d'abord, l'accentuation de la récession a limité les tensions sur les prix. Deuxièmement, la déréglementation s'était intensifiée depuis le début des années 90 et les mécanismes d'indexation jouaient un rôle nettement moindre. Enfin, malgré les implications négatives évidentes sur les finances publiques, les autorités ont opté pour un nouveau durcissement monétaire afin de restaurer la confiance. Elles ont laissé monter les taux au jour le jour, d'un peu moins de 30% fin 1998 à 45% début mars, de manière à freiner ou inverser le fléchissement du change et limiter ainsi son incidence sur l'inflation constatée et anticipée. La devise s'est effectivement appréciée, ce qui a permis à la banque centrale de commencer à réduire les taux à partir de fin mars. En outre, l'inflation sur un mois semblait se stabiliser à 1,3% en mars. Du fait de l'amélioration du sentiment des investisseurs, le pays a retrouvé l'accès aux marchés internationaux. En avril, une émission de \$2 milliards d'obligations souveraines a été lancée avec succès, avec un écart de rendement qui restait cependant substantiel.

Contagion dans d'autres économies d'Amérique latine

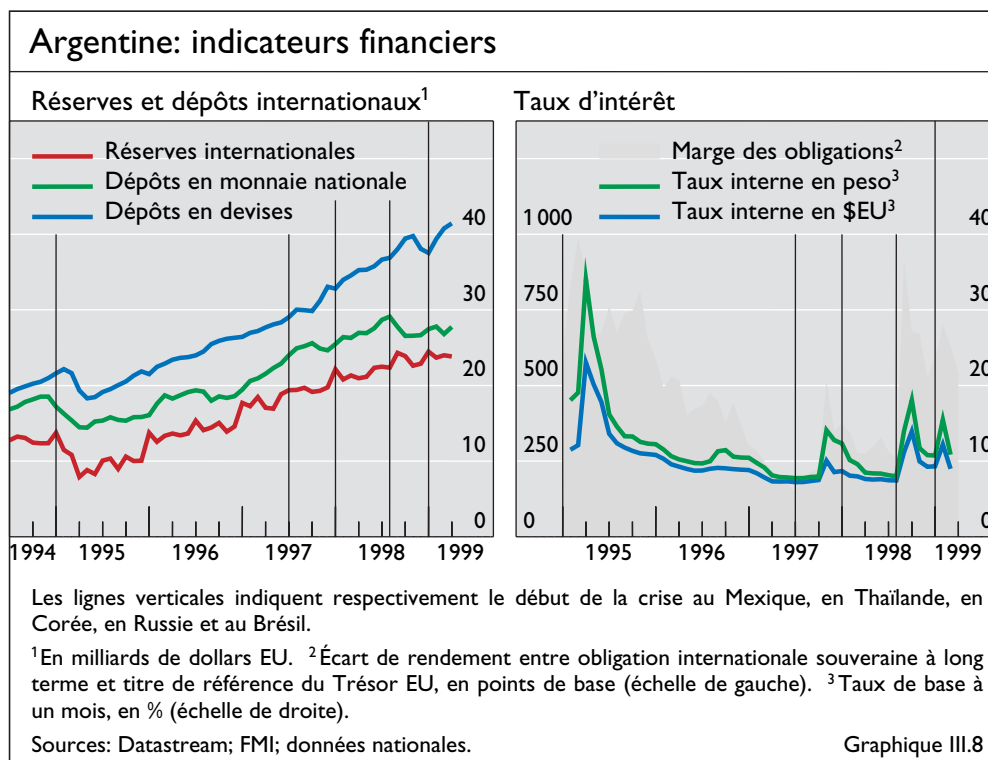
Répercussions sur l'Argentine par le biais des échanges commerciaux ...

En 1998, l'Argentine a fait de nouveaux progrès dans l'assainissement budgétaire et le renforcement de son secteur bancaire. Grâce à un engagement ferme à l'égard d'un mécanisme de type caisse d'émission, l'augmentation des prix à la consommation est restée inférieure à 1%. Toutefois, la croissance annuelle du PIB a nettement fléchi par rapport au taux de 7% du début de 1998, pour tomber à -½% en fin d'année, et le déficit des opérations courantes a atteint 4½% du PIB.

Bien que l'économie argentine soit relativement fermée, le ralentissement dans la région, au Brésil en particulier, qui absorbe un tiers des exportations du pays, a pesé sur l'activité dans plusieurs secteurs, notamment celui de l'automobile. Les ajustements de change au sein du Mercosur ont renforcé les pressions concurrentielles sur l'industrie argentine, ce qui conduit d'autant plus à favoriser une plus grande flexibilité des marchés du travail et des produits au lieu de recourir à des ajustements de change.

Certains indicateurs donnent à penser que, depuis quelques années, l'Argentine est un peu moins exposée à la contagion des perturbations financières survenant dans d'autres économies émergentes (graphique III.8). Contrairement à ce qui s'était passé après la crise mexicaine, les turbulences qui ont frappé l'Asie, la Russie et le Brésil n'ont guère eu d'incidence sur ses réserves internationales. Les dépôts bancaires, qui avaient diminué de 13% dans les trois mois suivant la crise mexicaine, n'ont cessé de progresser jusqu'en août dernier. Néanmoins, la crise russe a eu un impact significatif sur l'Argentine, puisqu'elle a entraîné une chute de 9% des dépôts libellés en pesos, tandis que les dépôts en dollars se sont renforcés, traduisant probablement une perception accrue du risque de change. De plus, pendant une brève période, les marges sur les obligations internationales du gouvernement argentin se sont élargies, atteignant un niveau similaire à celui observé après la crise mexicaine. Les taux courts, tant en peso qu'en dollar, ont aussi considérablement augmenté. La mise en flottement du real brésilien a de nouveau exercé des pressions temporaires à la fois sur les marges et sur les taux d'intérêt, les maintenant au-dessus des niveaux où ils se trouvaient avant la crise russe. Malgré ces primes élevées, l'Argentine a pu revenir sur les marchés mondiaux des capitaux début 1999, soit plus tôt que dans le cas des crises antérieures.

... et des
mécanismes
financiers



Dollarisation

Le climat d'incertitude a poussé les autorités à annoncer qu'elles pourraient envisager une dollarisation de l'économie pour stimuler la confiance dans leur engagement à l'égard de la stabilité de la monnaie. Une telle éventualité soulève plusieurs questions. Si elle est perçue comme irréversible, la dollarisation aurait pour effet immédiat d'éliminer la prime liée au risque de change (telle qu'elle est mesurée par l'écart de taux d'intérêt entre les contrats en pesos et en dollars en Argentine). Toutefois, l'incidence qu'elle aurait sur la prime au titre du risque-pays n'est pas évidente (cette prime est mesurée par convention au moyen de l'écart entre le taux des valeurs du Trésor des États-Unis et les obligations de l'Argentine libellées en dollars). Les taux sur les contrats en dollars, tant à court qu'à long terme, sont restés élevés (graphique III.8), ce qui laisse penser que les emprunteurs argentins, y compris le Trésor public, doivent payer des primes importantes pour le risque-pays. Ces écarts pourraient s'expliquer en grande partie par l'ampleur de la dette extérieure. La dollarisation soulève aussi d'autres questions concernant le rôle de prêteur en dernier ressort et la répartition du seigneurage associé à l'émission de monnaie.

Réaction des
autorités au
Mexique ...

La crise financière a aussi eu des répercussions sur le Mexique. Bien que l'économie se soit nettement diversifiée ces dernières années, la chute des prix du pétrole, à laquelle la crise asiatique a contribué, a encore eu une incidence notable, en particulier sur les recettes publiques. Les autorités ont réagi par des mesures budgétaires énergiques, avec trois séries de réductions des dépenses en 1998. En outre, les entrées de capitaux ont considérablement diminué après les événements survenus en Russie, ce qui a provoqué une baisse brutale de la monnaie. Cette dépréciation a eu des effets inflationnistes presque immédiats; or, comme parallèlement certains prix administrés ont été majorés, l'inflation, qui avait tendance à se résorber, s'est accélérée, amenant la banque centrale à durcir les conditions monétaires (graphique III.6). Début 1999, l'inflation constatée et anticipée s'inscrivait de nouveau en recul. Le resserrement des politiques monétaire et budgétaire a entraîné un ralentissement notable de la croissance.

... et
restructuration
des banques

L'amélioration des perspectives de l'économie mexicaine dépendra non seulement de la croissance aux États-Unis, mais aussi des progrès réalisés dans l'assainissement d'un système bancaire encore fragile. Le volume du crédit bancaire demeure nettement inférieur, en termes réels, à son niveau d'avant la crise de 1994. Des mesures additionnelles de soutien à la clientèle d'emprunteurs ont été annoncées à la fin de 1998, peut-être pour calmer les craintes liées aux niveaux élevés des taux d'intérêt, nécessaires pour contenir les pressions sur le change mais susceptibles d'inverser la tendance baissière des prêts improductifs. De plus, après un différend qui a duré une année, le Congrès a conclu, à la fin de 1998, un accord permettant la création d'un organisme d'assurance des dépôts, qui sera aussi chargé de la gestion des créances improductives retirées du bilan des banques ces dernières années. La mise en œuvre de cet accord est indispensable, car elle conditionne l'expansion du crédit et des fonds propres du système bancaire, dont le pays a le plus grand besoin.

Chili

Le Chili a été lourdement frappé par la crise des marchés émergents: les cours du cuivre ont chuté, les exportations vers l'Asie se sont effondrées et l'expansion des marchés d'exportation dans les pays voisins a sensiblement fléchi du fait de la propagation des turbulences en Amérique latine. La banque centrale

a réagi promptement, en majorant ses taux d'intérêt au début de 1998 pour freiner l'accroissement rapide de la demande intérieure, puis de nouveau en septembre pour lutter contre l'extension de la crise. En outre, comme le peso était soumis à des pressions, les autorités sont intervenues sur les changes bien avant qu'il ne soit à la limite inférieure de la fourchette-objectif. L'inversion des flux de capitaux les a aussi incitées à ramener de 30% à 10% en juin, puis à zéro en septembre, la proportion des capitaux importés qui doit être déposée sur un compte de réserve non rémunéré. À la fin de 1998 et au début de 1999, le taux d'inflation étant revenu dans la fourchette, la banque centrale a progressivement assoupli sa politique pour remédier au ralentissement prononcé de l'économie, tout en évitant une nouvelle faiblesse du peso.

En Colombie, les incertitudes politiques de la période précédant les élections présidentielles du milieu de 1998 et l'existence d'importants déficits budgétaire et courant ont déclenché des attaques massives contre la devise et nécessité un resserrement énergique de la politique monétaire. Après une brève période de calme à la suite des élections, les pressions sur le change sont réapparues en août, sous l'effet cette fois d'événements extérieurs. Cela a incité les autorités à adopter une bande de fluctuation minorée de 9% et à relever les taux d'intérêt pour défendre la nouvelle parité. Avec l'application de mesures budgétaires plus décisives à la fin de 1998 et l'approbation d'une série de crédits d'organisations financières internationales, les taux ont commencé à baisser. En fin de compte, la politique monétaire restrictive pratiquée durant la majeure partie de l'année a entraîné un sérieux ralentissement de l'économie et un chômage record, même si elle a aussi contribué au recul de l'inflation au début de 1999. Le système bancaire a également ressenti les effets de cette contraction: l'encours des prêts improductifs a sensiblement augmenté, tandis que les bénéfices ont considérablement diminué, en particulier au sein des banques d'État. Face à cette situation, le gouvernement a annoncé des mesures visant à consolider le système bancaire et à recapitaliser l'organisme d'assurance des dépôts.

Colombie

IV. Politique monétaire dans les pays industriels avancés

Faits saillants

Alors que l'inflation avoisine zéro dans certaines économies et que les prix baissent même dans d'autres, les questions concernant le choix de la politique monétaire appropriée dans des conditions de quasi-stabilité des prix ont acquis une importance nouvelle l'an passé, dans les principaux pays industriels. L'une d'elles est de savoir comment les banques centrales peuvent empêcher une diminution des prix d'engendrer des anticipations de baisses supplémentaires. La persistance de taux moyens d'inflation proches de zéro sur une certaine durée conduit aussi à s'interroger sur les avantages respectifs d'objectifs établis en termes de niveau des prix ou d'inflation. La possibilité d'une perte d'efficacité de la politique monétaire en période de stabilité ou de recul des prix constitue un autre sujet de préoccupation. Par ailleurs, les turbulences sur les marchés internationaux des capitaux après la crise russe d'août dernier amènent à se demander dans quelle mesure les autorités monétaires devraient réagir à une évolution des marchés des actifs quand rien n'indique qu'elle a commencé d'influer sur les prix des biens et services.

Les conditions monétaires ont été assouplies aux États-Unis, malgré la vigueur de la croissance et l'apparition de tensions sur le marché du travail, en raison de perspectives d'inflation favorables et dans l'attente d'un ralentissement économique. Les difficultés liées à la conduite de la politique monétaire en présence d'une très faible inflation et d'une volatilité des marchés des capitaux sont apparues le plus nettement au Japon, où les autorités ont été confrontées à une vive détérioration de l'économie et des marchés. Si les taux d'intérêt à court terme ont été pratiquement réduits à zéro, de sérieuses lacunes dans le système financier semblent avoir rendu les banques et les ménages moins sensibles aux incitations monétaires.

L'avènement de l'euro en janvier 1999 a constitué un événement exceptionnel durant la période sous revue. À cet égard, l'attention des autorités s'est d'abord portée, l'an passé, sur la nécessité de déterminer le niveau vers lequel les taux d'intérêt devaient converger pendant la phase de transition vers l'UEM. Malgré une conjoncture relativement favorable dans plusieurs petites économies de la zone euro, la faiblesse de l'activité en Allemagne et en Italie – qui représentent conjointement quelque 50% du PIB de la zone – et l'incertitude entourant les perspectives mondiales de reprise ont conduit à opter pour un niveau de 3%. Ce choix a entraîné un abaissement des taux d'intérêt, même là où ils étaient jusqu'alors les plus bas. La Banque centrale européenne (BCE) a dû se doter des moyens de conduire sa politique dans l'environnement totalement nouveau qui résultait de l'instauration de la monnaie unique. À cette fin, elle a adopté un dispositif comportant trois volets: une définition quantifiée de la stabilité des prix, objectif primordial de la politique monétaire; une valeur de

référence pour la croissance de M3, variable clé; une évaluation des perspectives d'inflation reposant sur une large gamme d'indicateurs. Ce dispositif combine ainsi des éléments relevant de stratégies en termes d'objectifs d'agrégat monétaire et d'inflation.

Dans les pays dotés d'un objectif d'inflation, l'orientation monétaire a été également assouplie l'an passé, les banques centrales ayant pris des mesures pour que l'inflation reste ou remonte à l'intérieur de la bande cible en dépit du ralentissement de l'activité et de l'atténuation concomitante des pressions sur les prix. Cette détente est intervenue malgré une dépréciation du change due à la baisse des cours des produits de base dans la plupart de ces pays. Les autorités, en effet, ont généralement considéré que les pressions sur le change constituaient une perturbation de l'économie réelle, à laquelle la politique monétaire n'avait pas à réagir. Au Canada, la rapidité de la dépréciation de la monnaie a fait craindre l'apparition d'anticipations de poursuite du mouvement, ce qui a amené la Banque du Canada à relever temporairement ses taux directeurs.

États-Unis

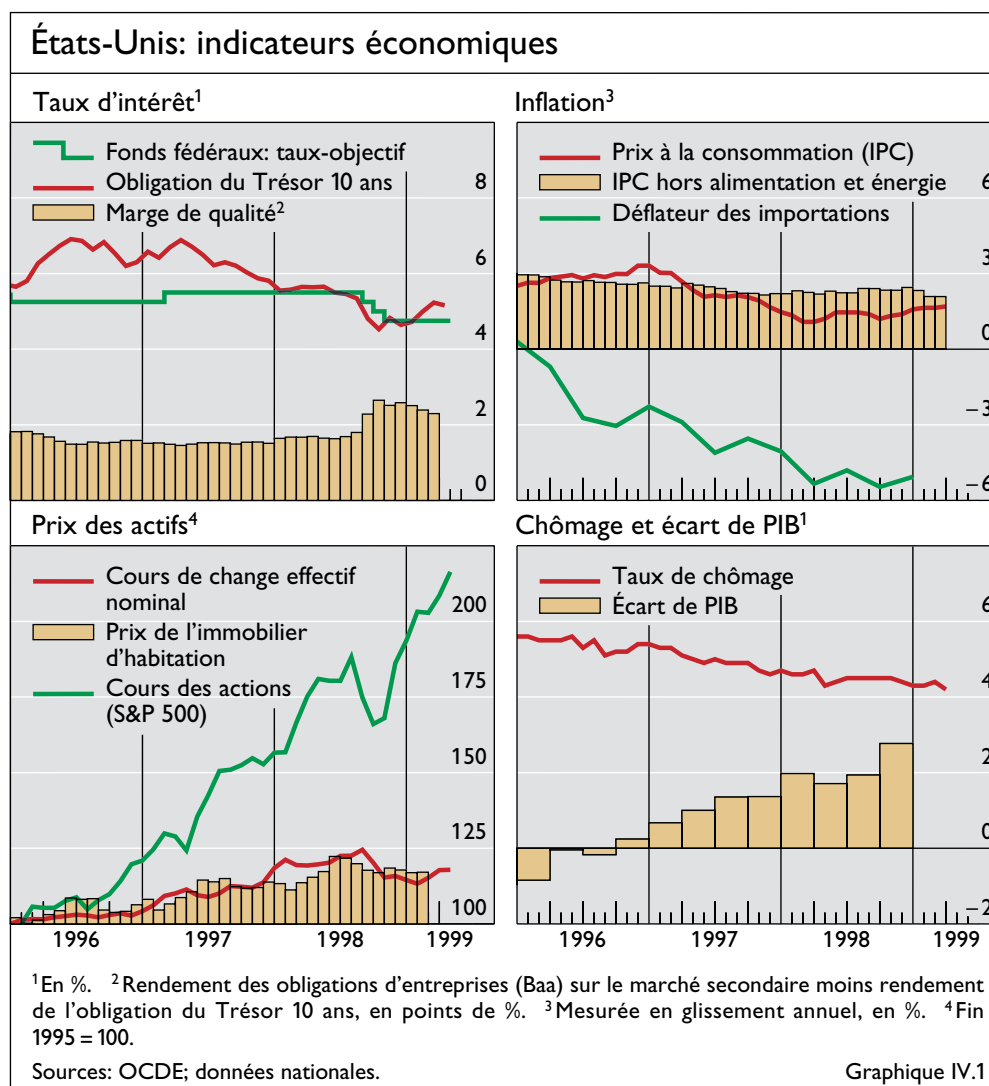
Pour évaluer les perspectives d'inflation, la Réserve fédérale a dû examiner soigneusement, ces derniers temps, les conditions prévalant sur les marchés des capitaux, en plus des indicateurs conjoncturels plus traditionnels. Avec une croissance du PIB de 3,9% en 1998, une production dépassant constamment les précédentes estimations du potentiel et un taux de chômage au plus bas depuis près de trente ans, les autorités devaient prendre en compte une possible intensification des pressions inflationnistes. En outre, la hausse des prix des actifs amenait à redouter le développement d'une bulle financière, considération qui allait également dans le sens d'un durcissement. Toutefois, avec le ralentissement mondial de l'activité, faisant chuter les cours des produits de base et énergétiques, et l'appréciation du dollar jusqu'en août, les pressions inflationnistes sont restées modérées, de sorte que l'orientation monétaire a été maintenue jusqu'à la fin de l'été.

Maintien de l'orientation monétaire jusqu'à la fin de l'été ...

La crise financière russe de la mi-août a suscité, notamment aux États-Unis, beaucoup d'incertitudes sur les marchés des capitaux, pouvant comporter d'importantes implications pour la demande intérieure et les perspectives d'inflation. En minorant la richesse des ménages et en renchérissant le coût du capital, une forte baisse des cours des actions aurait pu freiner les dépenses de consommation et d'investissement. De plus, d'amples primes de risque, un haut degré de volatilité et une contraction de la liquidité dans de nombreux segments du marché augmentaient la probabilité de pertes substantielles pour les institutions financières, susceptibles d'entraîner un durcissement des conditions du crédit. Pour protéger l'économie et se prémunir contre un ralentissement d'une ampleur inattendue, la Réserve fédérale a réduit les taux d'intérêt de 75 points de base au total, les ramenant à 4,75% en trois étapes (septembre, octobre et novembre). Les conditions se sont alors améliorées sur les marchés des capitaux. Les cours des actions, qui avaient chuté de 19% entre mi-juillet et fin août, repartaient à la hausse, pour gagner 34% fin mars 1999. La politique monétaire est restée inchangée par la suite, en l'absence d'indices

... quand la crise russe a rendu les marchés des capitaux très instables

Assouplissement en automne



d'intensification des pressions inflationnistes, et ce malgré la persistance d'une croissance rapide et des tensions sur le marché du travail.

D'amples variations des prix des actifs financiers, comme celles de l'automne dernier, représentent un défi pour les autorités monétaires. Les perturbations financières engendrent immédiatement une vive augmentation des échanges et de la volatilité sur les marchés ainsi qu'une recherche de la sécurité et de la liquidité. Toutefois, étant donné que les modifications du sentiment des opérateurs se répercutent avec des décalages sur l'activité économique et l'inflation, la véritable dimension des effets macroéconomiques peut être difficile à identifier au départ. L'orientation monétaire peut ainsi s'avérer trop sévère ou trop laxiste. On l'a vu dans certains pays après la chute des cours des actions d'octobre 1987: plusieurs banques centrales avaient, à l'époque, choisi d'assouplir les conditions monétaires pour prévenir un ralentissement possible de l'activité. Rétrospectivement, on s'aperçoit cependant que les répercussions de cette chute sur la demande globale avaient été surestimées et que la baisse des taux a pu contribuer à l'accélération ultérieure de la production et de l'inflation. Cet épisode suggère donc que, s'il est souhaitable que la politique monétaire réagisse aux turbulences, il importe

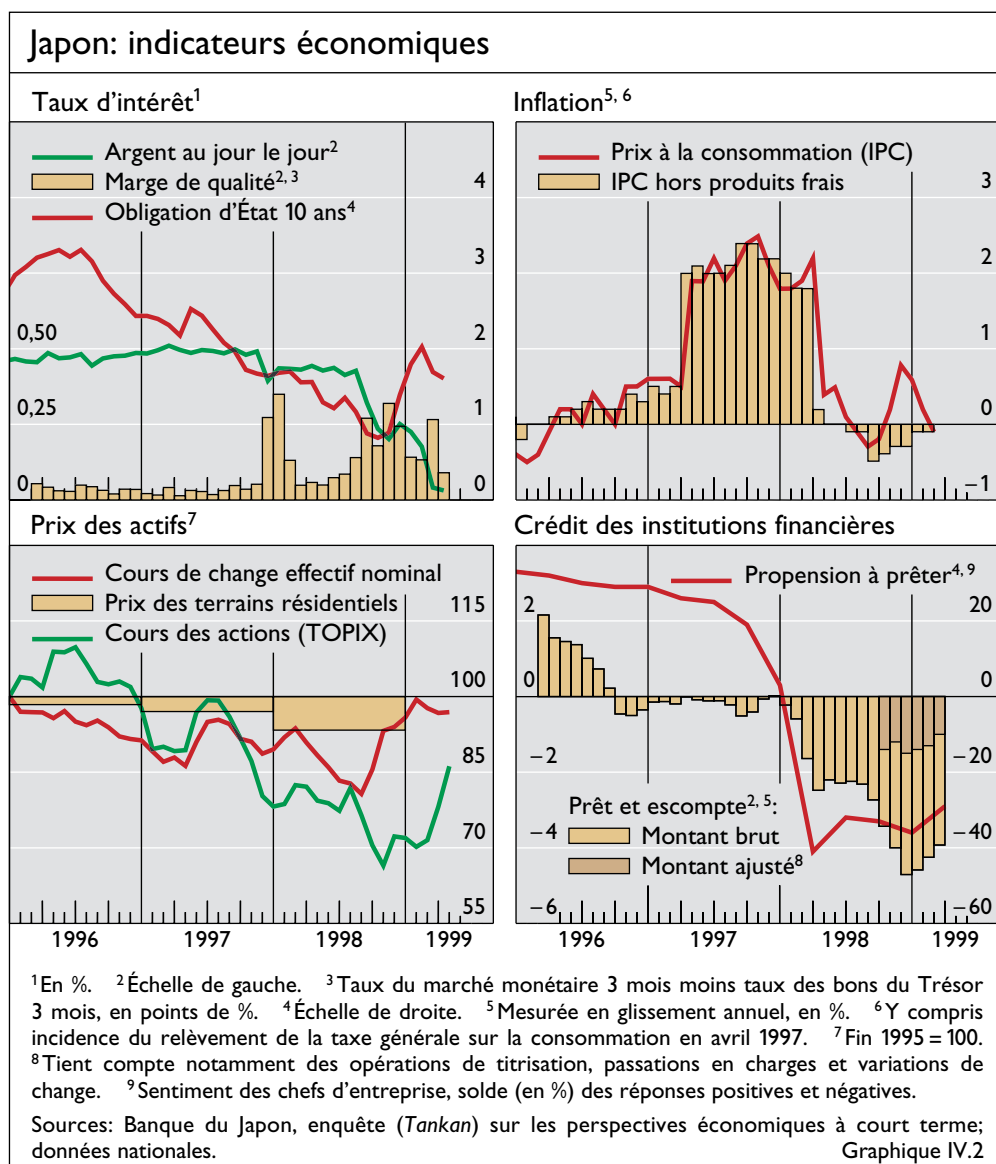
Il importe de privilégier la stabilité des prix intérieurs dès que le calme est revenu sur les marchés

qu'elle redonne la priorité à la stabilité des prix intérieurs dès que le calme est suffisamment revenu sur les marchés.

Japon

L'an passé, la Banque du Japon a dû prévenir le développement possible d'un cycle déflationniste, étant donné les niveaux élevés de capacités excédentaires et d'endettement des entreprises ainsi que la persistance de sérieux problèmes dans le secteur bancaire. Les conditions économiques se sont encore détériorées dans l'ensemble, avec une contraction de 3% du PIB réel en 1998 et la poursuite de pressions à la baisse sur les prix. Sous l'effet du recul des prix des importations et des produits pétroliers, résultant de la situation mondiale, et de l'appréciation du yen à partir d'octobre, les prix à la consommation ont enregistré leur première diminution depuis 1995-96. Les prix de gros intérieurs, en repli depuis 1991, ont continué à décroître.

Nouvelle
détérioration
des conditions ...



... et taux au jour
le jour ramené en
fait à zéro

La détérioration des perspectives économiques s'est produite à un moment où le canal traditionnel de transmission de la politique monétaire, celui des taux d'intérêt, semblait voué à une efficacité limitée. Si le taux d'escompte a été maintenu à 0,5%, la Banque du Japon a décidé, en septembre, d'abaisser à 0,25% le loyer de l'argent au jour le jour, jusqu'alors maintenu légèrement au-dessous du taux d'escompte. Destinée à empêcher un développement supplémentaire des forces déflationnistes, cette mesure a aussi été jugée adéquate pour préserver la stabilité des marchés des capitaux. L'orientation monétaire a été de nouveau assouplie en février 1999, le taux de l'argent au jour le jour ayant été ramené à 0,15% ou en deçà, puis début mars, quand il est tombé à zéro, sous l'effet d'injections massives de liquidités par la banque centrale.

Mesures pour
faciliter le
financement
des entreprises

Pendant la période de turbulences sur les marchés mondiaux des capitaux, à l'automne passé, les préoccupations concernant le risque de contrepartie ont fortement élargi l'écart entre taux interbancaire à trois mois et rendement des bons du Trésor. La Banque du Japon a ainsi été amenée à fournir d'abondantes liquidités. L'écart de rendement s'est alors rétréci, tout en demeurant substantiel. Malgré une accélération de l'expansion de la base monétaire, ces dernières années, le rythme de croissance de M2+CD, principal agrégat, est resté modéré. Les banques se sont montrées de plus en plus réticentes à octroyer des crédits dans un environnement où la solvabilité de la clientèle, voire de certaines d'entre elles, est remise en question. Afin d'améliorer le mécanisme d'allocation des crédits, l'institut d'émission a pris des mesures pour faciliter les opérations de financement des entreprises en augmentant ses opérations de pension sur papier commercial, ce qui a permis aux banques d'accroître leurs activités sur le marché primaire de cet instrument. En outre, la Banque du Japon a mis en place une facilité destinée à refinancer en partie les prêts accordés par les institutions financières au quatrième trimestre.

Les pressions
politiques
peuvent être
contre-productives

Le caractère de plus en plus incitatif de l'orientation monétaire a été contrebalancé, dans une certaine mesure, par la vive appréciation du yen en octobre, puis, à partir de novembre, par l'envolée des rendements des obligations d'État à long terme. Ce dernier phénomène, attribué à l'extension du programme d'émission pour l'exercice 1999 et à l'annonce d'un arrêt des acquisitions de titres par le Trust Fund Bureau, a également fait monter les rendements des obligations d'entreprises et les taux à long terme pour les meilleures signatures. Si elle se prolongeait, cette tendance pourrait déprimer davantage les conditions économiques. Pour la freiner, le monde politique a fait pression sur la Banque du Japon afin qu'elle intensifie ses achats d'obligations d'État. De telles pressions peuvent aller à l'encontre du but recherché si elles donnent le sentiment que l'orientation monétaire relève d'un choix politique. La crédibilité de la banque centrale pourrait ainsi être compromise, ce qui pousserait les taux à la hausse plutôt qu'à la baisse.

Pendant l'année, le gouvernement a pris diverses mesures visant à restaurer la solidité du système financier. Il a, par exemple, nationalisé temporairement Long-Term Credit Bank et Nippon Credit Bank, favorisé la fusion de plusieurs institutions et persuadé les autres de se restructurer pour bénéficier de fonds publics. Bien que la réaction des opérateurs ait été favorable, comme l'indiquent la disparition de la «prime japonaise» et la remontée des cours des

actions des banques, il reste à voir si les établissements parviendront à réaliser les restructurations qu'ils se sont engagés à mettre en œuvre. Un conflit pourrait naître, notamment, entre deux de leurs objectifs: accroître les prêts domestiques et réduire les coûts. Une diminution marquée de leurs opérations internationales pourrait les aider à résoudre ce problème, mais risquerait toutefois d'en faire apparaître d'autres.

Zone euro

Dans les pays participant à l'UEM, la politique monétaire a été dominée, en 1998, par la nécessité d'amener les taux d'intérêt vers un niveau commun en fin d'année. La démarche a été rendue plus complexe par le fait que, malgré l'impressionnante convergence nominale obtenue les années précédentes, les conditions économiques présentaient encore des différences prononcées entre pays. En définitive, les taux directeurs ont convergé à 3%, ce qui a requis de faibles réductions dans les pays où ils étaient les plus bas, mais d'assez importantes dans les autres.

Convergence
des taux à 3%

Dans les mois qui ont précédé l'instauration de l'euro (janvier 1999), la BCE a fait connaître son dispositif de politique monétaire, comprenant un objectif quantifié de stabilité des prix, une valeur de référence pour la croissance monétaire et une évaluation des perspectives d'inflation reposant sur une large gamme d'indicateurs.

Évolution économique et monétaire

Les conditions économiques dans les pays constituant la zone euro sont demeurées inégales durant la période sous revue, une croissance soutenue dans plusieurs économies de moindre dimension coexistant avec une conjoncture faible dans certaines des plus grandes. Avant janvier 1999, les banques centrales ont dû concilier les considérations liées à l'inflation et l'impératif de convergence des taux d'intérêt.

En Irlande, une croissance très dynamique, pour la cinquième année consécutive, s'est traduite par une nouvelle progression de la production au-dessus de son potentiel et par une accentuation des pressions inflationnistes. Durant l'automne, cependant, l'activité s'est ralentie et les pressions inflationnistes se sont atténuées. La hausse des prix refluant, d'un maximum de 3,2% en août à 1,7% en décembre, et les taux d'intérêt devant diminuer pour les besoins de la convergence, la politique monétaire a été assouplie à partir d'octobre. La croissance a également été très forte en Finlande et aux Pays-Bas où, selon les estimations, les écarts de PIB sont devenus positifs. En Finlande, les pressions inflationnistes, qui s'étaient progressivement accumulées en 1997 et au début de 1998, ont commencé à fléchir au printemps après une décélération des prix à l'importation, si bien que l'inflation était tombée au-dessous de 1% fin décembre. Aux Pays-Bas aussi, l'augmentation des prix s'est modérée, pour s'établir à 2% en moyenne sur l'année.

Irlande

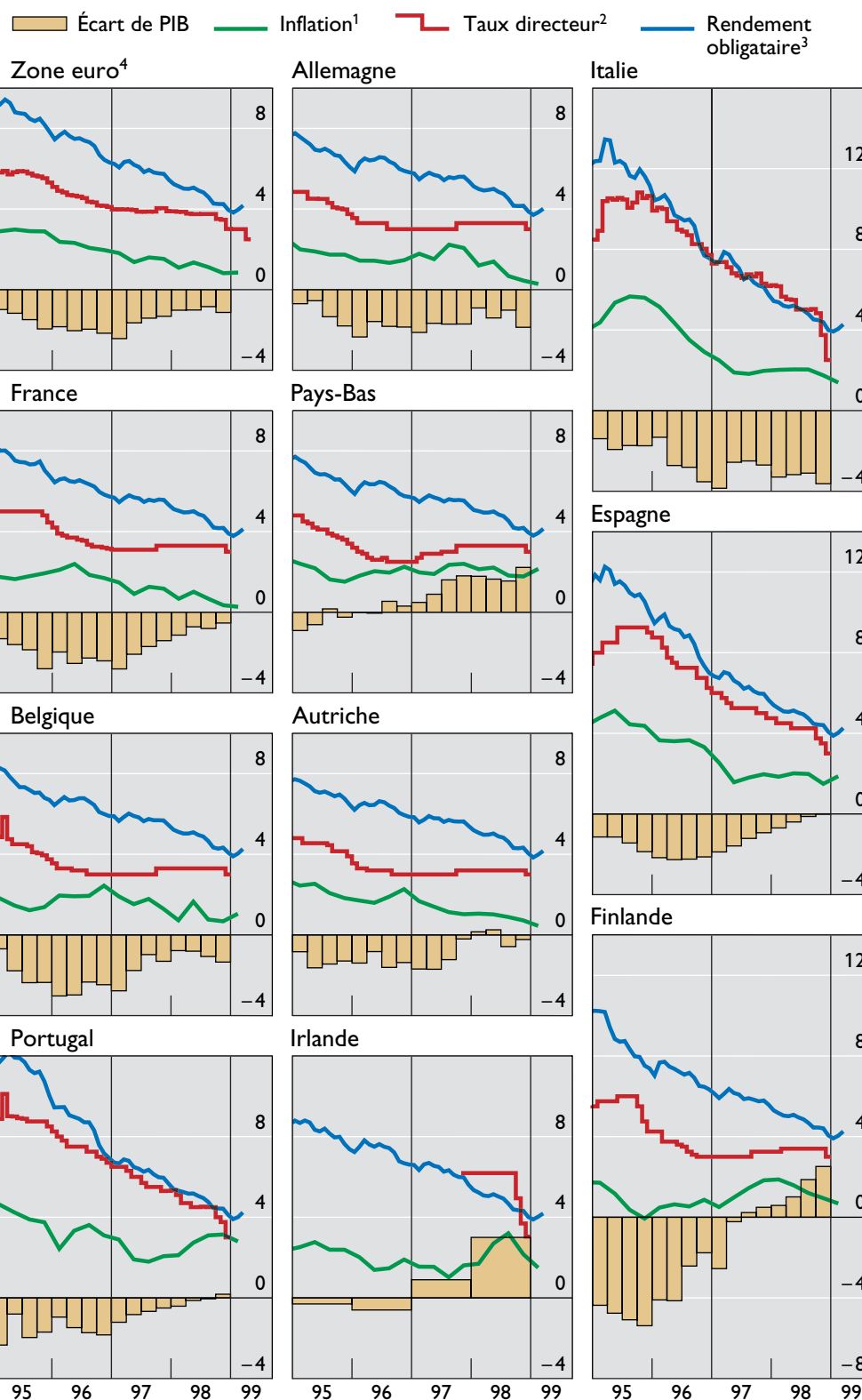
Finlande et Pays-Bas

L'écart de PIB s'est également comblé au Portugal, où la hausse des prix s'est ravivée, passant de 2,3% fin 1997 à 3,2% un an plus tard. L'expansion forte et continue de la production et les pressions concomitantes sur les prix s'expliquent

Portugal

Zone euro: écart de PIB, inflation et taux d'intérêt

En %



¹Variation sur quatre trimestres des prix à la consommation; zone euro: définition harmonisée à partir de 1996; pays: définition nationale. ²Taux des appels d'offres, sauf Belgique (taux central), Pays-Bas (taux des avances spéciales) et Portugal (taux d'intervention). ³Obligation d'État représentative (en général 10 ans). ⁴Hors Luxembourg.

Sources: BCE; OCDE; données nationales; estimations BRI.

Graphique IV.3

en partie par la convergence des taux d'intérêt. Comme les taux officiels ont été ramenés de 6% à 3% entre mi-1997 et fin 1998 alors que l'inflation s'accélérait, les taux réels ont fléchi de plus de 4 points de pourcentage. Une évolution similaire, quoique moins prononcée, s'est produite en Espagne. Étant donné que, sur la même période, les taux directeurs ont été réduits de 5,25% à 3% et que l'inflation n'a guère baissé, les taux courts ont diminué de quelque 2,5 points de pourcentage en termes réels.

Espagne

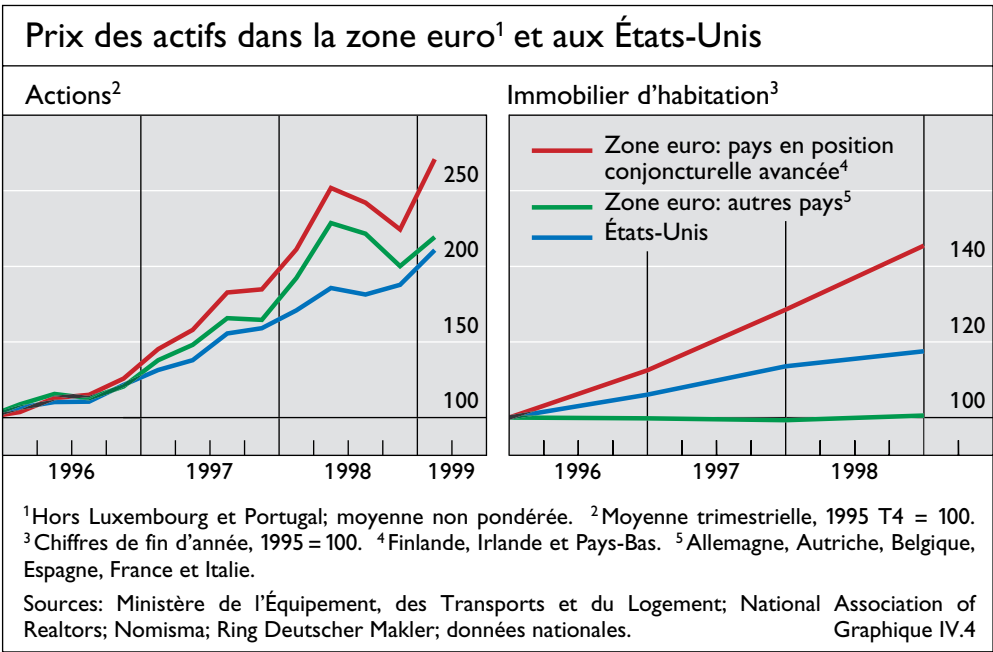
Parmi les trois grandes économies, la France a connu la situation la plus favorable. Avec une croissance de 3,2% en 1998, l'écart de PIB s'est fortement contracté. Pourtant, l'inflation est tombée à 0,3% sur l'année. À l'opposé, l'activité est restée globalement morose en Allemagne et en Italie et s'est détériorée au fil des mois. Après avoir nettement progressé au premier trimestre, la croissance du PIB s'est tassée en Allemagne, Autriche et Belgique, pour se situer à 3% environ sur l'année. En Italie, la croissance a été faible, à seulement 1,4%. Les écarts de PIB élevés demeurant pratiquement inchangés dans ces pays, la hausse des prix s'est généralement ralentie, s'établissant entre 0,4% en Allemagne et 0,7% en Autriche. En Italie, elle a baissé à 1,7%.

Les trois grandes économies: France, Allemagne et Italie

Compte tenu de ces évolutions et de la crédibilité de la stratégie monétaire de la BCE, reconnue sur les marchés des capitaux, les taux d'intérêt de la zone euro ont pu converger à 3% après une réduction coordonnée en décembre 1998. En avril 1999, la BCE a abaissé son taux directeur à 2,5%, dans un environnement de pressions inflationnistes modérées.

Si l'orientation monétaire a reflété l'évolution économique globale dans la zone euro, le processus de convergence a entraîné une baisse des taux d'intérêt plus marquée en Irlande, en Italie, en Espagne et au Portugal, où les taux d'inflation restent relativement élevés. Il convient cependant de ne pas surestimer les conséquences des disparités d'inflation entre pays membres. Certes, elles peuvent menacer la viabilité d'un engagement de change dans un système de taux fixes mais ajustables; toutefois, leur influence n'est pas comparable dans un régime

Baisse des taux plus marquée où l'inflation est relativement élevée



de monnaie unique. En outre, l'incidence de cette diversité régionale est encore limitée par le fait qu'elle reflète des divergences dans la demande et l'évolution des prix des biens du secteur protégé. En revanche, puisqu'il n'est plus possible de modifier les cours de change nominaux pour corriger une évolution constatée des prix relatifs, le poids de l'ajustement est entièrement transféré aux marchés du travail et des biens. Il est d'autant plus important d'encourager la flexibilité des salaires et des prix intérieurs face à une perte de compétitivité.

Évolution
divergente des
prix des actifs

Une autre source de préoccupation pourrait venir d'une évolution disparate des prix des actifs. Comme le montre le graphique IV.4, ceux-ci ont augmenté davantage, en moyenne, en Finlande, en Irlande et aux Pays-Bas, où l'activité a été vigoureuse, que dans le reste de la zone euro. Si les banques centrales s'accordent généralement sur le fait que l'orientation monétaire ne doit pas être directement fondée sur les évolutions des prix des actifs, la possibilité de divergences dans ce domaine donne à penser qu'une politique monétaire commune pourrait aussi conduire à l'apparition de cycles immobiliers régionaux, ainsi qu'on le constate aux États-Unis et au Canada.

Stratégie monétaire de la BCE

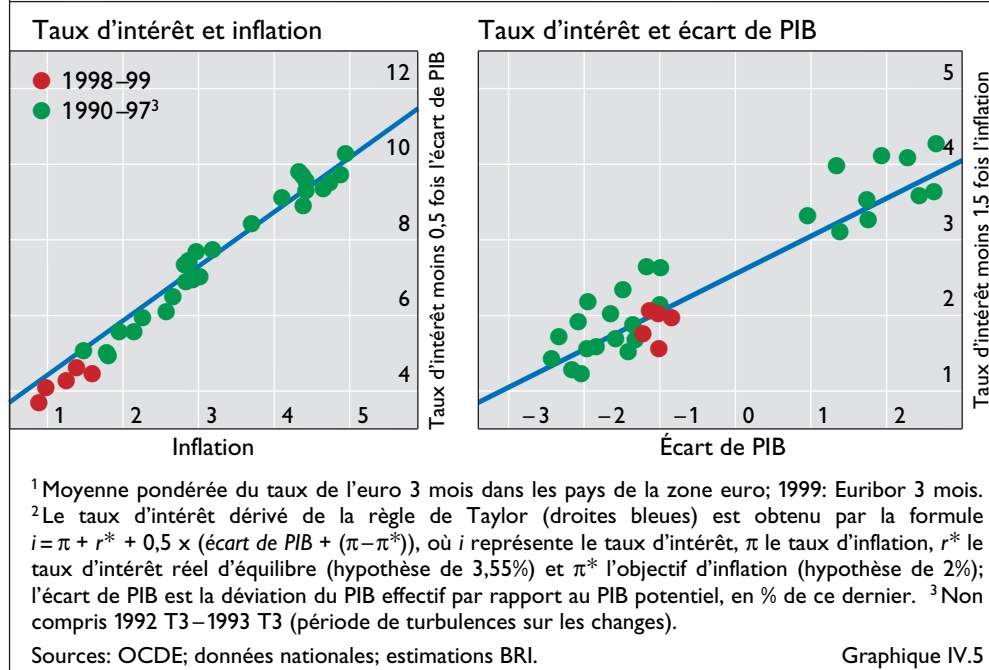
Comme le notait le 68^e Rapport annuel de la BRI, les taux d'intérêt des pays de la zone euro, mesurés par une moyenne pondérée des taux à trois mois, se montraient étroitement corrélés dans le passé avec des moyennes, pareillement pondérées, des écarts de PIB et des indices des prix. Les taux courts, en particulier, semblent avoir évolué selon la règle de Taylor, c'est-à-dire qu'ils se sont élevés de 1,5 point de pourcentage pour une hausse de 1 point d'inflation, et de 0,5 point chaque fois que la production excédait son potentiel de 1 point. Il ressort du graphique IV.5 que cette relation empirique s'est encore vérifiée en 1998 et que l'assouplissement de l'orientation monétaire durant la période sous revue était bien justifié par l'évolution des écarts de PIB et de l'inflation dans l'ensemble de la zone euro.

Bien que la règle
de Taylor se soit
vérifiée ...

Malgré ce parallélisme durable entre le taux d'intérêt moyen de l'UEM et celui qu'implique la règle de Taylor, la BCE ne se fonde pas sur cette relation pour conduire sa politique. Plusieurs arguments font penser qu'une telle attitude serait périlleuse. Premièrement, le «niveau d'équilibre» du taux d'intérêt réel est très incertain; en outre, il pourrait varier dans le temps sous l'effet de divers facteurs, notamment un changement de régime monétaire. Par exemple, s'il existe une relation entre une diminution de l'inflation et une réduction de la prime de risque, il pourrait avoir baissé récemment. Régler l'orientation en fonction de relations antérieures entre taux d'intérêt, prix et écart de PIB risque donc d'aboutir à des conditions monétaires inadéquates. Deuxièmement, l'UEM induira vraisemblablement des changements structurels qui pourraient ôter toute fiabilité aux corrélations précédentes entre écart de PIB et inflation. Avec la monnaie unique, les salaires peuvent devenir plus sensibles aux conditions de compétitivité des pays de la zone et moins aux écarts de PIB. Si, pour un écart de PIB donné, les pressions inflationnistes sont réduites, il conviendrait que la BCE ne réagisse pas aussi vivement qu'en fonction des corrélations passées. Troisièmement, même si le rythme d'inflation et l'écart de PIB fournissent des indications sur les pressions inflationnistes à court terme, plusieurs autres facteurs – dont les

Zone euro: taux d'intérêt effectif¹ et taux calculé selon la règle de Taylor²

En % et points de %



conditions économiques à l'étranger, les modifications de la politique budgétaire et l'évolution des prix à l'importation – jouent également un rôle clé dans le processus d'inflation. Puisque aucune règle simple ne permet de saisir toute la complexité de ce processus, rien ne pourra se substituer au jugement des autorités monétaires.

À l'automne 1998, la BCE a fait connaître le dispositif qu'elle utiliserait pour conduire sa politique monétaire dans le nouvel environnement, encore changeant, créé par l'entrée en vigueur de l'euro. Le pivot en est l'objectif primordial de stabilité des prix. Définir la stabilité des prix pour le public permet de lui fournir un critère clair à l'aune duquel il pourra apprécier le cours de la politique monétaire; la transparence s'en trouve accrue et l'identification des responsabilités de la banque centrale facilitée si l'inflation vient à s'écarter de cet objectif.

La stabilité à moyen terme a ainsi été définie comme une progression de 0-2% sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) pour la zone euro. Ce choix est révélateur à plusieurs égards. Il signifie que la BCE a adopté la pratique, suivie par de nombreuses banques centrales, consistant à cibler l'IPC, qui fournit rapidement des chiffres bien compris par le public et non soumis à révisions périodiques. L'utilisation d'une mesure de l'inflation pour l'ensemble de l'UEM souligne aussi le fait que la conduite de la politique monétaire de la BCE se fera en fonction des évolutions économiques à l'échelle de la zone euro plutôt qu'à celle des États participants. En déterminant un horizon à moyen terme, la BCE reconnaît les limites du contrôle qu'elle peut exercer sur les mouvements des prix résultant de facteurs temporaires tels que chocs dus aux cours des produits de base ou modifications de la fiscalité. Enfin, cette définition

... le jugement des
autorités reste
irremplaçable

Annonce d'une
stratégie monétaire
comportant un
objectif primordial
de stabilité des
prix ...

implique que des périodes de baisse prolongée de l'IPCH ne seraient pas jugées compatibles avec la stabilité des prix.

... une valeur de
référence pour la
croissance de M3 ...

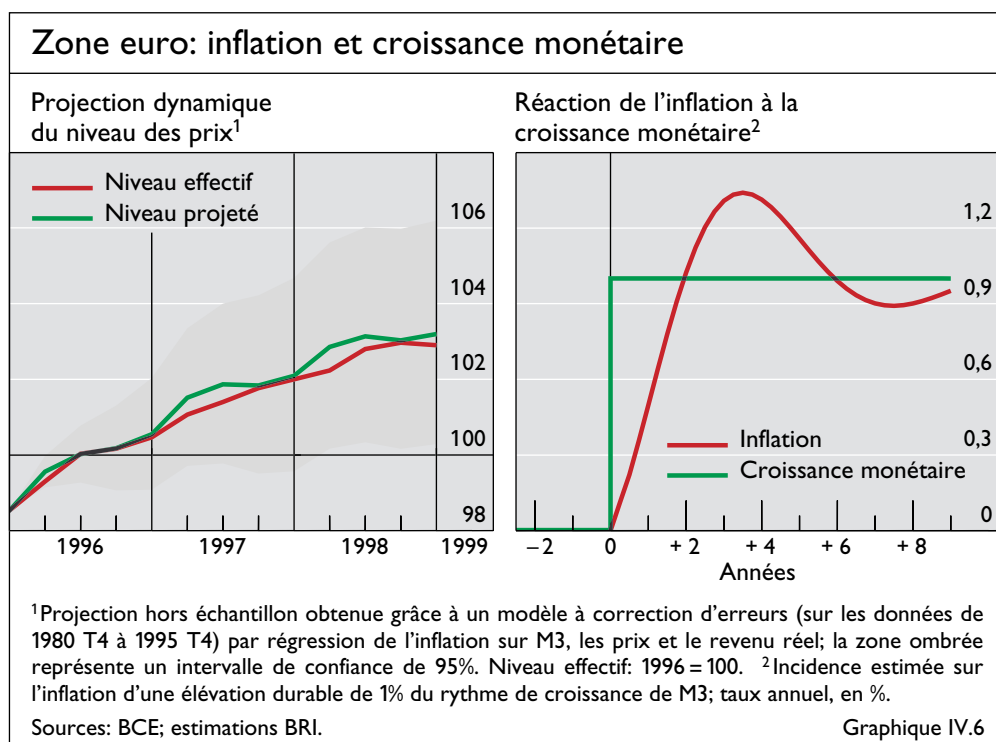
La stratégie que se propose de suivre la BCE pour obtenir la stabilité des prix repose sur deux piliers. L'un est une valeur de référence pour la croissance de M3, fixée à 4,5% pour 1999. Ce choix indique que l'expansion de la masse monétaire constitue un déterminant structurel de l'inflation sur longue période. La BCE a expliqué que cette valeur de référence ne devait pas être considérée comme un objectif, ce qui supposerait, chose peu probable, que l'évolution de l'agrégat monétaire est contrôlable à court terme. Ainsi, une déviation de M3 par rapport à la valeur de référence ne déclenchera pas systématiquement un ajustement des instruments de la BCE; en revanche, elle donnera lieu à une analyse approfondie de ses causes, afin de déterminer s'il peut y avoir un risque pour la stabilité des prix.

Pour conférer un rôle d'indicateur au sentier de croissance de la monnaie au sens large, il faut supposer que les déséquilibres monétaires influencent les rythmes d'inflation futurs. Cette hypothèse est confirmée par une estimation. Le cadre de gauche du graphique IV.6 présente une projection dynamique du niveau des prix dans la zone euro, obtenue à partir d'un modèle de prévision simple. Celui-ci privilégie les origines monétaires de l'inflation, mais ne tient pas compte de variables telles que les prix des produits énergétiques et les prix à l'importation, qui jouent habituellement un rôle important dans la détermination du niveau général des prix à court terme. En dépit de sa simplicité, le modèle n'en prédit pas moins avec une précision raisonnable le niveau des prix dans la zone euro. Le cadre de droite montre comment il prévoit la réaction de l'inflation à une élévation durable de 1% du taux de croissance de M3 euro. La projection indique que, si l'expansion monétaire n'a guère d'impact sur l'inflation en courte période, l'incidence devient importante à moyen terme. De toute évidence, ces résultats ne signifient pas qu'il serait souhaitable, ni même réalisable, de définir un objectif en termes de masse monétaire, surtout si l'on pense que la stabilité de la relation estimée n'est pas garantie. Il n'est d'ailleurs pas exclu que d'autres modèles prévoient encore mieux l'inflation sans faire intervenir la croissance monétaire. Ces résultats confirment néanmoins de manière empirique la validité de l'utilisation de M3 euro comme indicateur de l'inflation à horizon de deux ou trois ans.

... et des
perspectives
d'inflation repo-
sant sur plusieurs
indicateurs

Le second pilier de la stratégie de la BCE est l'évaluation des perspectives d'inflation à partir d'une large gamme d'indicateurs économiques, parmi lesquels les prévisions établies par la BCE, des organisations internationales, des autorités nationales et des acteurs du marché. Contrairement à la pratique suivie par certaines banques centrales – mais non par toutes – qui se sont dotées d'un objectif d'inflation explicite, la BCE n'a pas l'intention de publier ses prévisions, car cela ne lui apparaît pas de nature à renforcer la transparence et la clarté de sa stratégie, étant donné les incertitudes inhérentes au processus d'estimation.

Le recours à une valeur de référence pour la croissance de M3 et à une évaluation des perspectives d'inflation amène à conclure que, en pratique, la conduite de la politique monétaire de la BCE sera voisine de l'approche pragmatique suivie par la Deutsche Bundesbank. Celle-ci réagissait toujours



vigoureusement à l'évolution de l'inflation pour préserver l'objectif final de stabilité des prix, alors qu'elle n'accordait pas la même importance aux déviations de la masse monétaire par rapport à la trajectoire cible lorsque les relations monétaires étaient perturbées par des facteurs temporaires peu dangereux pour les perspectives d'inflation. Il convient également de noter que de nombreuses banques centrales ayant adopté un objectif d'inflation explicite sont aussi très attentives aux agrégats monétaires, qu'elles utilisent comme indicateurs des conditions conjoncturelles. D'une certaine manière, le dispositif stratégique présenté par la BCE n'est donc guère différent d'un régime à objectif d'inflation, sauf que les prévisions d'inflation ne sont pas annoncées et que la croissance de M3 sert de variable informative clé.

Pays à objectif d'inflation explicite

Dans les pays à objectif d'inflation explicite, la politique monétaire a également été influencée par le ralentissement généralisé de l'activité, la baisse des cours des produits de base et énergétiques et l'élévation de la volatilité sur les marchés mondiaux des capitaux. Dans l'ensemble, les conditions monétaires ont été desserrées pendant l'année sous revue. Alors que l'inflation, mesurée par l'indice et par la tendance sous-jacente, était proche du seuil inférieur de la bande-objectif, les autorités ont estimé important de démontrer leur engagement à réagir aussi fermement à un franchissement des limites de la bande par le bas que par le haut. Une telle symétrie d'approche contribue à assurer l'adhésion du public à la politique monétaire, adhésion sur laquelle repose en dernier ressort l'indépendance des banques centrales.

Au Royaume-Uni, où la politique monétaire avait été durcie à plusieurs reprises en raison de la vigueur de la croissance et des préoccupations

Influences diverses
sur la politique
monétaire

Royaume-Uni

concernant l'inflation, un processus d'assouplissement s'est amorcé en octobre 1998. Les taux d'intérêt ont été abaissés de 7,5% à 7,25%, vu les perspectives moins favorables pour la production mondiale et les exportations britanniques, la hausse brutale des primes de risque sur les marchés des capitaux et la dégradation de la confiance des entrepreneurs et des consommateurs. À mesure que les statistiques confirmaient que le ralentissement économique était plus marqué que prévu, les taux d'intérêt ont été progressivement réduits, de 2 points de pourcentage au total, pour s'inscrire à 5,25% en avril 1999.

Canada

L'inflation au Canada a été proche de la limite basse de la bande de contrôle l'an passé. Si la dépréciation du dollar canadien a fortement renchéri les importations de nombreux biens de consommation (hors énergie) et services, ce facteur a été atténué par une offre excédentaire dans l'économie interne ainsi que par la diminution continue des cours des produits de base et énergétiques. Compte tenu de la spécialisation du pays dans l'exploitation des ressources naturelles, le recul des cours des produits de base pendant l'année a exercé des pressions baissières sur la monnaie. Celles-ci se sont notablement intensifiées après la crise russe, en août, lorsque les turbulences affectant les marchés internationaux des capitaux ont rejaili sur l'économie canadienne. Suite à la vive augmentation de la prime de risque sur les marchés obligataires et à la dépréciation de la monnaie, le taux de base bancaire a été relevé de 1 point fin août, à 6%, malgré le ralentissement tendanciel de l'activité consécutif à l'évolution en Asie. Cette mesure a permis de stabiliser les marchés, et les taux d'intérêt ont été diminués par étapes de 0,25 point en septembre, octobre et novembre, dans le sillage des taux américains, puis en mars 1999. Bien que les taux d'intérêt se soient tendus dans l'ensemble en 1998, l'orientation globale de la politique monétaire a été nettement assouplie, sous l'effet de la baisse du dollar canadien.

Australie

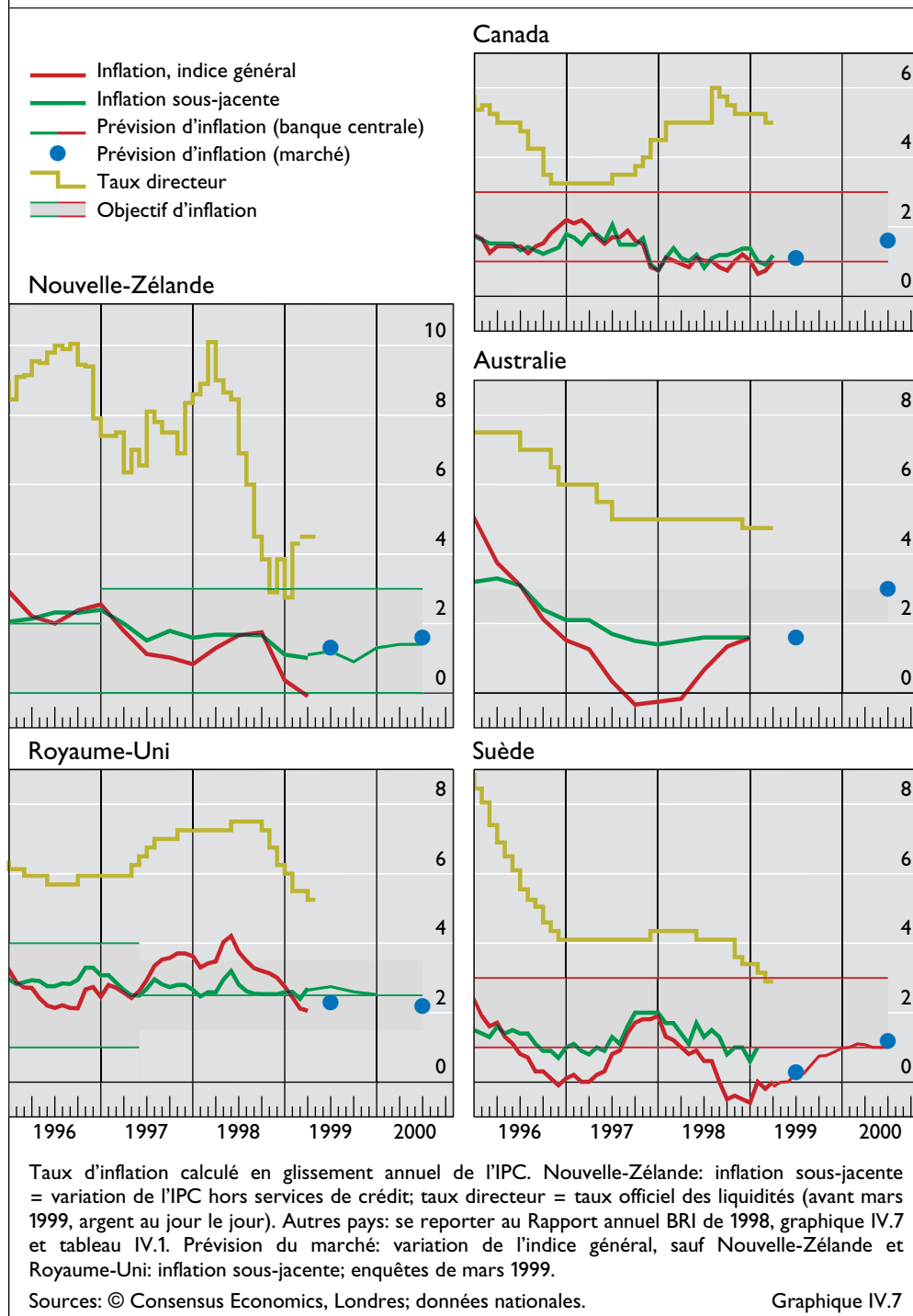
En Australie, où la politique monétaire utilise comme objectif un taux moyen d'inflation de 2–3% sur le cycle, la hausse des prix s'est ravivée, tout en restant inférieure à 2%. Bien que la dépréciation du dollar australien ait majoré les prix de gros à l'importation, l'IPC n'a pas augmenté autant qu'on aurait pu le penser sur la base des expériences antérieures. Compte tenu des bonnes perspectives d'inflation et en prévision des répercussions de la détérioration des conditions économiques mondiales et de la crise asiatique sur le dynamisme de l'économie locale, les taux ont été abaissés de 0,25 point en décembre, à 4,75%, pour soutenir l'activité.

Nouvelle-Zélande

Amorcé fin 1996, l'assouplissement des conditions monétaires globales, mesurées par une moyenne des taux d'intérêt et du cours de change, s'est poursuivi l'an passé en Nouvelle-Zélande, grâce aux perspectives favorables de l'inflation, essentiellement attribuables au large excédent de capacités apparu lors du précédent creux conjoncturel. Contrairement à l'habitude, toutefois, cet assouplissement s'est surtout opéré par le biais d'une baisse des taux d'intérêt, plutôt que par une dépréciation du change. Après les récentes turbulences sur les marchés internationaux des capitaux et l'aversion accrue pour le risque qui en est résultée, les investisseurs ont généralement dénoué leurs positions courtes sur plusieurs devises. Cela a fortifié la monnaie, tout comme l'attitude des opérateurs, qui tablaient sur la fin de la détente monétaire.

Pays à objectif d'inflation explicite: inflation et taux directeur

En %



En Suède, où l'économie a marqué le pas et l'inflation est devenue négative sous l'effet de la diminution des taux hypothécaires, la politique monétaire a été assouplie durant la période sous revue. Comme les prévisions indiquent que l'inflation restera au-dessous de la bande de tolérance de 1–3% sur l'ensemble de l'horizon temporel de la Sveriges Riksbank (un à deux ans), le taux des pensions a été abaissé, en plusieurs étapes, de 4,35% en juin 1998 à 2,9% en mars 1999. Les conditions monétaires se sont détendues plus nettement

Suède

encore, car le cours de change s'est également déprécié au second semestre de 1998.

Cours de change et politique monétaire

Le cours de change joue un rôle dans le mécanisme de transmission ...

... et agit sur l'inflation par deux canaux

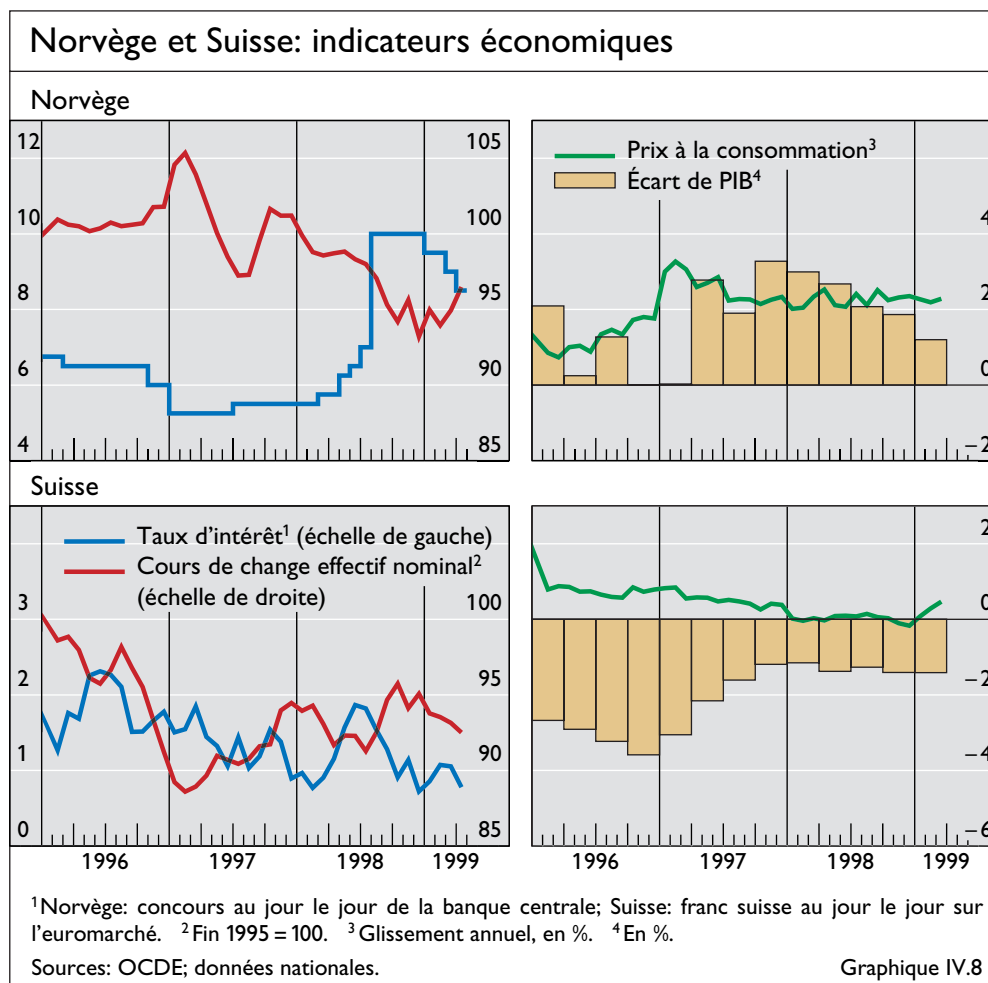
Problèmes découlant de la régulation du change pour compenser un choc endogène sur les prix

L'expérience récente des pays à objectif d'inflation explicite illustre le rôle capital du cours de change dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire. En raison du lien entre cours de change et prix intérieurs, un relèvement des taux d'intérêt officiels exerce sur les prix une influence d'autant plus forte et rapide que l'économie est ouverte. Le cours de change agit sur l'inflation par deux canaux différents: l'un direct, par le coût des biens importés inclus dans l'IPC, l'autre indirect, via l'incidence du cours de change réel sur la demande globale. Cela soulève d'importantes questions quant à l'action des autorités. Étant donné que le canal direct produit des effets relativement rapides, les banques centrales des économies plus ouvertes pourraient, en principe, l'utiliser pour contrôler l'inflation de manière plus précise et sur un horizon plus rapproché. Toutefois, compenser un choc d'origine interne sur le niveau des prix pourrait exiger d'amples mouvements des cours de change nominaux et réels, susceptibles d'avoir un impact profond sur l'activité. Cela pourrait aussi engendrer une instabilité de l'instrument. Pour limiter ces risques, les banques centrales qui se sont dotées d'un objectif d'inflation suivent toujours une approche graduelle et s'accordent un délai avant de compenser tout écart de l'inflation par rapport au niveau désiré. Dans certains cas, l'horizon temporel a été allongé à la lumière de l'expérience: la Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande l'a ainsi porté de 6–18 mois, à l'origine, à 18–24 mois. Il est également approprié de différer les réactions lorsque des incertitudes existent sur l'efficacité du mécanisme de transmission et l'état de l'économie. De plus, une telle approche évite de multiplier les réorientations de la politique monétaire; cela est d'autant plus souhaitable qu'il est généralement difficile d'expliquer au public qu'une inflexion se justifie par de nouvelles informations et non par la nécessité de corriger une erreur antérieure.

Utilisation d'un ICM

Le canal du cours de change présente également de l'intérêt pour apprécier et déterminer l'orientation d'ensemble de la politique monétaire, puisque tant le cours de change que les taux d'intérêt affectent la demande globale, l'écart de PIB et l'inflation. Certaines banques centrales se sont même dotées d'un indicateur des conditions monétaires (ICM), défini comme une moyenne pondérée d'un taux à court terme et d'un cours de change, qui leur sert à la fois d'instrument pour la conduite de la politique et d'outil de mesure des effets des changements d'orientation. Dans une telle approche, les variations de change seront plus vraisemblablement contrebalancées par des ajustements des taux courts pour maintenir l'ICM au niveau désiré.

Les banques centrales admettent parfaitement, toutefois, que la politique monétaire ne devrait pas répondre automatiquement à une variation de change. La réaction appropriée dépend, en fait, de l'origine de cette variation: si elle s'explique par une modification de l'économie réelle, les autorités monétaires n'ont pas à intervenir; si elle est due à une poussée inflationniste, elles doivent agir, en revanche. L'une des difficultés de l'utilisation explicite d'un ICM est que les opérateurs peuvent croire, à tort, que la politique monétaire sera



mécaniquement adaptée à l'évolution du change. Lorsqu'ils constatent que les autorités ne prennent aucune mesure, contrairement à leur attente, ils peuvent alors avoir le sentiment qu'elles ne contrôlent plus la situation. Une forte baisse de la monnaie peut donc engendrer des anticipations de baisses supplémentaires. En pareil cas, les autorités doivent viser avant tout à maintenir le calme sur les changes. C'est ce qu'elles ont fait au Canada, après le moratoire russe, quand la monnaie a été soumise à de vives pressions et que la banque centrale a dû relever brutalement les taux d'intérêt pour restaurer la confiance. Puisque les opérateurs sont enclins à mal interpréter l'évolution de l'ICM, la Banque du Canada et la Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande ont récemment annoncé, l'une comme l'autre, qu'elles laisseront fluctuer largement cet indicateur avant d'intervenir.

Les considérations de change ont également influencé la conduite de la politique monétaire en Suisse durant la période sous revue. Depuis l'effondrement du système de parités fixes au début des années 70, des ajustements brutaux de portefeuille trouvant leur origine à l'étranger ont souvent engendré des phases d'appréciation du franc suisse, qui ont eu pour effet de ralentir l'activité interne. C'est ce qui s'est passé à la suite des turbulences sur les marchés internationaux des capitaux, à l'automne 1998. Dans le contexte actuel, marqué par une inflation pratiquement nulle et un

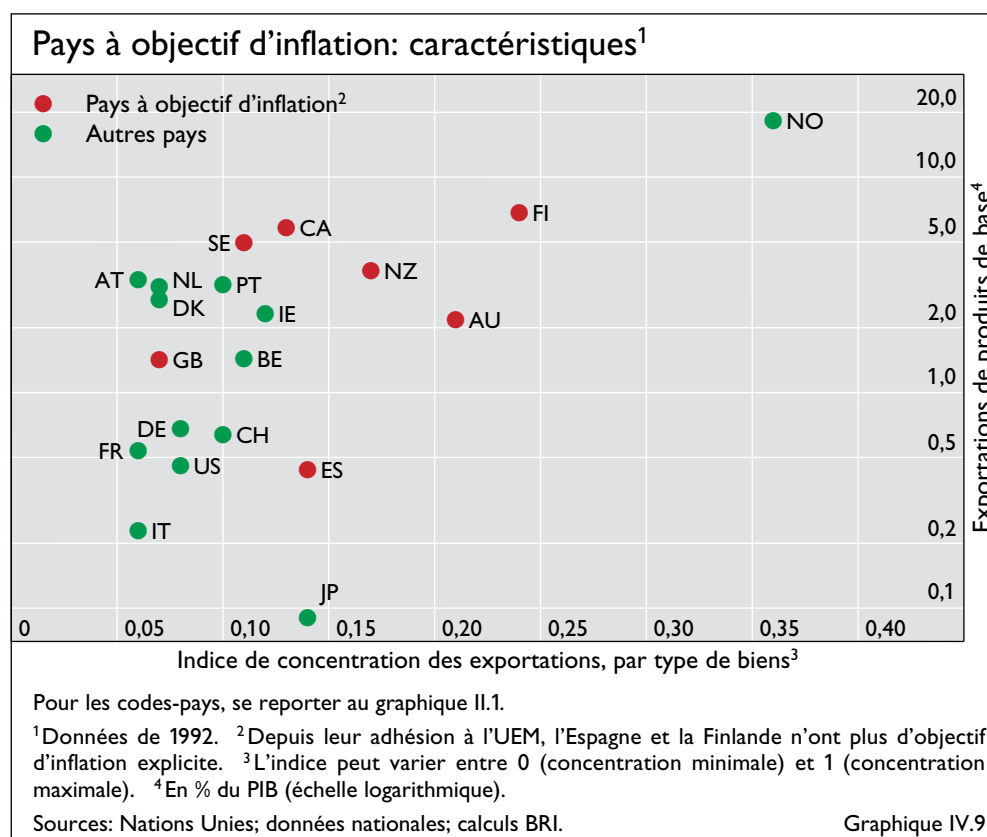
important écart de PIB, il a été jugé essentiel de s'opposer à une appréciation du change pour empêcher toute pression baissière sur les prix en présence d'une croissance insuffisante. La Banque nationale suisse a réagi en fournissant d'abondantes liquidités et en réduisant le taux de l'argent au jour le jour au-dessous de 1%, maintenant ainsi l'orientation expansionniste de ces dernières années.

Si l'avènement récent de l'euro n'a pas eu de répercussions immédiates sur le change, toute variation durable, en termes réels, du franc suisse à son égard pourrait avoir une incidence majeure sur l'économie helvétique, étant donné l'étroitesse de ses liens commerciaux avec la zone euro. La Banque nationale suisse a fait savoir, par conséquent, qu'elle pourrait s'opposer à de telles variations, selon leur cause et leur ampleur. Un lien permanent n'est toutefois pas envisagé. Comme les marchés des capitaux tablent apparemment sur une appréciation tendancielle du franc suisse, un tel lien se traduirait par un relèvement du niveau général des taux d'intérêt internes, au détriment de certains secteurs économiques.

Les variations de change ont également joué un rôle important l'an passé dans la détermination des taux d'intérêt en Norvège, où la politique monétaire vise à maintenir le cours de change par rapport à l'Écu/euro à l'intérieur d'une bande implicite, sans qu'il soit prévu de défendre cette bande en toutes circonstances. Les instructions du gouvernement à la banque centrale stipulent que, si le cours de change variait fortement, la politique monétaire devrait progressivement le ramener à l'intérieur de la bande. Quand la couronne norvégienne a été soumise à des pressions en août 1998, à l'instar des monnaies

Importance du
cours de change
pour la Suisse

Cours de change
et taux d'intérêt
en Norvège



d'autres pays dont les exportations comportent une grande part de produits de base, les taux d'intérêt ont été relevés de 3 points en plusieurs étapes. Sur l'année, ils ont été augmentés de 4,5 points au total pour limiter la dépréciation de la couronne. Même si ce durcissement a pu s'avérer justifié pour prévenir une surchauffe de l'économie, il illustre les difficultés inhérentes au ciblage du cours de change dans les pays où les termes de l'échange peuvent fluctuer largement. En fait, comme le suggère le graphique IV.9, les pays dont les exportations comportent surtout des produits de base et sont concentrées sur une gamme étroite de marchandises ont généralement adopté un objectif d'inflation explicite. Une telle approche n'oblige la banque centrale à réagir aux variations de change que lorsqu'elles ont une incidence sur l'évolution des pressions inflationnistes.

Politique monétaire dans un contexte de stabilité des prix

La stabilité des prix et la perspective de devoir parfois conduire la politique monétaire alors que les prix baissent soulèvent des questions pour les banques centrales. Il s'agit notamment de savoir si un objectif explicite de stabilité des prix permet d'empêcher la formation d'anticipations de baisses supplémentaires et, dans ce cas, de déterminer les avantages respectifs des objectifs en termes de niveau des prix et d'inflation. Il importe également d'établir si la politique monétaire perd de son efficacité lorsque les prix diminuent. (Le chapitre II analyse les conséquences, pour la politique monétaire, d'une accentuation de la rigidité des prix nominaux consécutive au recul de l'inflation ces dernières années.)

L'une des principales sources de préoccupation, lorsque la stabilité des prix est acquise, est qu'une baisse des prix s'auto-entretienne et que s'instaure une spirale déflationniste. À présent, les risques d'un tel engrenage ne semblent pas grands. Premièrement, seuls l'Australie, le Japon, la Suède et la Suisse ont enregistré récemment un repli des prix à la consommation – mais sur un ou deux trimestres uniquement. Encore faut-il signaler que l'inflation sous-jacente n'est pas devenue négative. Deuxièmement, le faible niveau d'inflation a essentiellement résulté d'une chute des cours des produits de base et du pétrole, qui a réduit les prix à l'importation. Comme cette chute reflète en partie l'incidence du ralentissement mondial sur la demande de matières premières, elle peut s'avérer temporaire. D'ailleurs, le retournement des cours des produits de base depuis le début de 1999 fait penser que l'inversion du processus est peut-être amorcée. Troisièmement, les banques centrales veillent de plus en plus, ces dernières années, à maintenir l'inflation sur une trajectoire proche d'un objectif explicite ou implicite, et elles ont souligné la nécessité de réactions symétriques, quel que soit le sens de l'écart par rapport à cet objectif. Au vingtième siècle, les épisodes de forte contraction des prix ont été directement associés à des mesures de politique monétaire. Le rétablissement de l'étalon-or à son niveau d'avant-guerre dans de nombreux pays, durant les années 20, et une politique monétaire inadaptée pendant la grande dépression en sont deux exemples, dont, sans nul doute, les banques centrales ont su tirer des enseignements. L'importance croissante qu'elles accordent, partout dans le monde, au maintien de l'inflation à

Risque d'une spirale déflationniste ...

... atténué par l'importance croissante de la stabilité des prix dans l'orientation monétaire

un niveau faible mais légèrement positif devrait réduire le risque d'apparition d'épisodes de déflation.

Rétrospective

L'une des difficultés que pose l'évaluation des conséquences d'un recul des prix et de ses implications pour les autorités tient au fait qu'il n'en existe pratiquement aucun exemple depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Il est donc nécessaire de se référer au passé plus lointain. Le tableau IV.1 indique les taux moyens d'augmentation des prix et de la production pour dix pays à partir de 1882, en précisant dans des colonnes distinctes les périodes de déflation. Étant donné que des perturbations transitoires peuvent avoir une grande influence sur le niveau des prix, la déflation a été définie comme une période d'au moins deux années consécutives de baisse de l'IPC. En outre, puisque les épisodes de déflation peuvent être de nature différente selon qu'ils se situent avant la Première Guerre mondiale ou durant l'entre-deux-guerres, le tableau présente séparément les périodes 1882–1913 et 1923–39. Il va sans dire que, pour interpréter ce tableau, il ne faut pas oublier que les données historiques sont vraisemblablement de moins bonne qualité que les statistiques d'aujourd'hui et que la structure des économies a changé radicalement depuis une centaine d'années, car la part des services, dont le comportement cyclique est peut-être plus stable, s'est nettement accrue.

Fréquentes baisses des prix avant la Première Guerre mondiale, sans chute de la production

Le tableau montre que les phases de baisse des prix étaient tout à fait habituelles avant la Première Guerre mondiale. Ce qui surprend davantage, c'est que la croissance est restée chaque fois positive, avec cependant un léger ralentissement par rapport aux périodes de hausse des prix. Entre les guerres, en revanche, les épisodes de déflation ont été associés à une contraction de la production, ce qui paraît toutefois entièrement dû à la grande dépression. Comme il est raisonnable de penser que cette évolution a été provoquée, ou accentuée, par des politiques monétaires erronées, il est intéressant de faire abstraction de la période 1930–33; on constate alors que les taux de croissance étaient également positifs en moyenne les autres années. Les chiffres permettent donc de conclure que c'est surtout à cause de la grande dépression que la déflation est réputée exercer un effet de contraction sur la production.

Une exception: la grande dépression

On est tenté de chercher à comprendre pourquoi, à l'exception du début des années 30, les périodes de baisse des prix ne se sont pas accompagnées d'une chute de la production. Deux explications viennent à l'esprit. Puisque le recul des prix peut provenir d'une contraction de la demande globale ou d'une expansion de l'offre globale, une première hypothèse est que les prix ont diminué en présence d'une évolution relativement favorable de l'offre. On pense, bien sûr, à la diffusion d'innovations technologiques comme les chemins de fer et l'électricité à la fin du dix-neuvième siècle et, plus récemment, l'informatique et les télécommunications. La seconde hypothèse est que les prix n'avaient pas fléchi suffisamment ou assez longtemps pour enclencher un engrenage d'anticipations. Cela est corroboré par le fait que les taux d'intérêt à long terme ne se sont généralement pas beaucoup détendus pendant ces périodes (sauf lors de la grande dépression), vraisemblablement parce que les opérateurs des marchés financiers considéraient qu'il s'agissait de phénomènes temporaires.

Déflation: rétrospective					
	Périodes de déflation ¹		Autres périodes		Pour mémoire: nombre d'années de déflation
	Prix	Production	Prix	Production	
	variation annuelle, en %				
États-Unis Japon ² Allemagne France Italie Royaume-Uni Canada Belgique Suède Danemark Moyenne	1882 – 1913				
	–3,7	–1,2	1,4	4,4	5
	–3,7	1,8	4,4	2,7	4
	–2,0	4,0	1,8	2,6	8
	–1,1	2,1	0,2	1,6	2
	–1,2	1,3	1,4	2,2	14
	–3,0	1,4	1,0	1,9	8
	–4,7	1,1	1,1	4,6	3
	–4,2	1,6	1,5	2,1	8
	–2,8	2,0	2,2	3,3	12
	–3,5	2,8	1,8	3,0	10
	–3,0	1,7	1,7	2,8	7
	1923 – 39				
	–4,2	–3,8	1,8	7,3	8
	–6,7	0,9	5,7	6,6	8
	–6,4	–2,2	1,6	7,1	4
	–5,8	–1,9	10,2	3,7	5
	–5,4	1,1	6,1	3,4	8
	–3,1	0,6	1,9	4,1	9
–6,2	–8,6	0,6	6,6	4	
–5,6	–1,1	8,7	2,6	5	
–3,0	2,7	1,5	4,2	8	
–5,0	2,3	3,0	3,5	7	
–5,1	–1,0	4,1	4,9	7	
États-Unis Japon Allemagne ³ France Italie Royaume-Uni Canada Belgique Suède Danemark Moyenne	1923 – 39, sauf 1930 – 33				
	–1,6	1,1	1,8	7,3	4
	–4,2	0,5	6,3	7,9	6
	–	–	1,6	7,1	0
	–6,1	–1,8	11,1	4,4	2
	–5,5	3,1	6,1	3,4	4
	–2,3	1,8	1,9	4,1	5
	–	–	0,6	6,6	0
	–3,8	1,3	9,6	2,7	2
	–3,3	5,9	1,5	4,2	4
	–5,8	3,0	2,9	3,5	4
	–4,1	1,9	4,4	5,1	4

¹ Au minimum deux années consécutives de baisse des prix.

² 1885 – 1913.

³ 1926 – 38.

⁴ 1926 – 29 et 1934 – 38.

Sources: B. R. Mitchell, *International Historical Statistics: Europe 1750–1993*, Macmillan, 1998; US Department of Commerce, Bureau of the Census, *Historical Statistics of the US*, 1975.

Tableau IV.1

Ancrage des anticipations

L'hypothèse selon laquelle la grande dépression aurait été aggravée par la tendance de la baisse des prix à entraîner des anticipations de nouvelles baisses

Importance de l'ancrage des anticipations	souligne combien il est important pour les banques centrales d'essayer d'ancrer les anticipations d'inflation à un niveau faible, afin de les rendre moins sensibles à l'évolution de la conjoncture. En outre, dans la mesure où la détermination des prix dépend des prévisions d'inflation, fournir à celles-ci un repère à long terme peut réduire l'incidence d'un tassement de l'activité sur les prix.
Choix de l'objectif visé: niveau des prix ou inflation?	Pour tenter de prévenir un engrenage de baisse des prix provoqué par les anticipations, les banques centrales peuvent adopter une définition chiffrée de la stabilité des prix. Plusieurs sont allées récemment jusqu'à se fixer un objectif d'inflation explicite, sur lequel repose leur dispositif de politique monétaire. Toutefois, lorsque le but est de compenser une baisse des prix, on peut se demander s'il n'y aurait pas avantage à retenir le niveau des prix comme objectif explicite (qui pourrait être relevé de temps à autre). Dans ce cas, la banque centrale doit alors corriger toute déviation constatée par rapport à l'objectif. Cette différence pourrait avoir son importance dans une situation de diminution imprévue des prix. En régime d'objectif d'inflation, la banque centrale est simplement tenue de ramener la hausse des prix dans la fourchette cible. Avec un objectif de niveau des prix, elle doit aussi faire remonter l'indice des prix. Par conséquent, une baisse inattendue pourrait se traduire par un taux d'inflation prévu à court terme plus élevé. En corollaire, les taux d'intérêt réels anticipés pourraient être plus faibles et l'orientation monétaire plus incitative. Cela peut expliquer pourquoi le seul exemple de mise en œuvre d'une telle stratégie – par la Sveriges Riksbank lorsqu'elle a brièvement abandonné sa parité de change en 1931 – correspond à une situation où la politique monétaire avait principalement pour tâche de contrer les tendances déflationnistes.
Rôle essentiel de la crédibilité	De toute évidence, l'objectif – quel qu'il soit – doit être perçu comme crédible pour être efficace. Il serait donc préférable qu'il soit en place bien avant qu'une phase de recul des prix ne se produise. Annoncer un objectif explicite lorsque de fortes pressions baissières se sont déjà développées risque de mettre les autorités en situation de ne pas pouvoir tenir leur engagement.
Rigidité possible à la baisse des salaires nominaux ...	<i>Implications d'une inflation faible</i> Il est largement admis qu'un faible niveau d'inflation est souhaitable parce qu'il est favorable à la croissance économique. Toutefois, avec des taux proches de zéro dans plusieurs pays, les banques centrales pourraient se voir confrontées plus fréquemment à de brefs épisodes de diminution des prix. Deux aspects préoccupants retiennent l'attention. Tout d'abord, les salaires nominaux pourraient présenter une rigidité à la baisse, auquel cas un fléchissement du niveau des prix pourrait faire augmenter les salaires réels, ce qui pèserait sur l'emploi et l'activité. Deuxièmement, les taux d'intérêt nominaux ne peuvent devenir négatifs; si les prix commencent à décroître sous l'effet d'un choc freinant la demande, les taux d'intérêt réels se tendront, ce qui pourrait réduire encore la demande globale.
... qui ne doit pas être surestimée	Les faits ne permettent ni de confirmer ni d'infirmer la rigidité à la baisse des salaires nominaux, mais il existe au moins deux raisons pour lesquelles l'importance d'une telle viscosité ne doit pas être surestimée. Les périodes de recul des prix ayant été rares dans un passé récent, il n'est guère surprenant que les réductions des salaires nominaux aient été inhabituelles. Si les taux moyens

d'inflation demeureraient durablement proches de zéro, la flexibilité des salaires nominaux à la baisse pourrait alors s'accroître. En outre, l'effet de la rigidité se trouve atténué par le fait que les coûts unitaires de main-d'œuvre peuvent diminuer, même si les salaires nominaux restent constants, à condition que la productivité augmente.

On ne sait pas davantage si la politique monétaire est moins efficace – et alors, dans quelle mesure – en période de décrue des prix, du fait que les taux d'intérêt nominaux ne peuvent être inférieurs à zéro. Ce qui importe sans doute le plus, dans le mécanisme de transmission, ce ne sont pas les taux courts réels constatés, mais plutôt les taux longs réels anticipés. Comme on l'a vu, une baisse des prix ne serait donc vraiment préoccupante que si elle durait assez longtemps pour générer des anticipations de baisses supplémentaires. Il ne faut pas oublier non plus que la politique monétaire agit sur la demande globale non seulement par le canal des taux d'intérêt réels, mais aussi par les effets de change et la disponibilité du crédit. Ramener à zéro les taux courts nominaux pourrait parfaitement suffire à stimuler la demande en dépréciant la monnaie – sous réserve, évidemment, que cette stratégie ne soit suivie que par très peu de pays. Enfin, même avec des taux d'intérêt nominaux voisins de zéro, les mesures de politique monétaire destinées à faciliter l'octroi de crédits seront probablement efficaces.

Les taux nominaux ne peuvent descendre au-dessous de zéro

Les épisodes de baisse prolongée des prix n'en constituent pas moins un problème sérieux, dans la mesure où ils affectent la valeur des actifs. L'aspect particulièrement préoccupant à cet égard est la dévalorisation des garanties remises en nantissement des prêts bancaires. Les prix des actifs étant inversement corrélés aux taux d'intérêt réels, une augmentation de ces derniers pour cause de déflation pourrait avoir une incidence majeure sur la valeur des garanties; ceci provoquerait un durcissement des conditions de crédit et pourrait alors accentuer les forces de récession. Comme l'illustre l'expérience récente du Japon, où le recul des prix des actifs depuis le début de la décennie a fragilisé les banques, c'est par ses répercussions sur le système bancaire qu'une chute du niveau des prix pourrait avoir le plus d'influence sur les conditions économiques.

Rôle des prix des actifs

V. Turbulences sur les marchés des actifs

Faits saillants

Un observateur disposant uniquement de données annuelles ne verrait dans la période sous revue que le prolongement des tendances de l'année précédente. Par rapport au début de 1998, les marchés des actions, dynamiques, ont atteint de nouveaux sommets dans la plupart des pays industriels, les rendements des obligations d'État ont poursuivi leur baisse et les prix de l'immobilier ont confirmé leur remontée. Au vu de ce tableau, on ne pourrait guère deviner que les faits marquants de l'année se sont produits pendant les deux mois qui ont suivi l'annonce du moratoire sur la dette russe, à la mi-août. Durant ce court laps de temps, les marchés des capitaux du monde entier ont été soumis à des tensions extrêmes, faisant redouter aux intervenants et aux autorités une implosion imminente du système financier. Comme les investisseurs fuyaient pratiquement tous les types de risques, la liquidité s'est tarie, tant dans les économies industrielles que dans les marchés émergents, et nombre d'emprunteurs se sont trouvés dans l'incapacité de lever des fonds, même à des taux pénalisants. Les prix de toutes les catégories d'actifs ont baissé, sauf ceux des obligations d'État des principaux pays industriels, et les émissions se sont progressivement interrompues. Toutefois, la suite des événements s'est révélée aussi remarquable: les cours des actions se sont redressés dans la plupart des pays après novembre 1998 et les marchés des titres à revenu fixe ont recouvré un calme relatif. La première partie du présent chapitre analyse l'évolution des prix des actifs dans les pays industriels et propose quelques réflexions sur les questions suscitées par les cours actuels des actions.

On serait fondé à considérer les événements de l'an dernier, malgré leur ampleur exceptionnelle, comme un résultat logique de la modernisation du paysage financier sous l'influence conjuguée de l'innovation et de la libéralisation. En effet, si la taille et la complexité croissantes des marchés permettent une allocation plus efficiente des capitaux et des risques, les perturbations peuvent les affecter davantage, du fait que les tensions peuvent se propager plus rapidement qu'auparavant entre des compartiments plus étroitement intégrés. Tirant les leçons de ce récent épisode de turbulences, la seconde partie du chapitre analyse quelques caractéristiques marquantes du comportement des marchés en période de crise.

Marchés des actifs dans le monde industriel

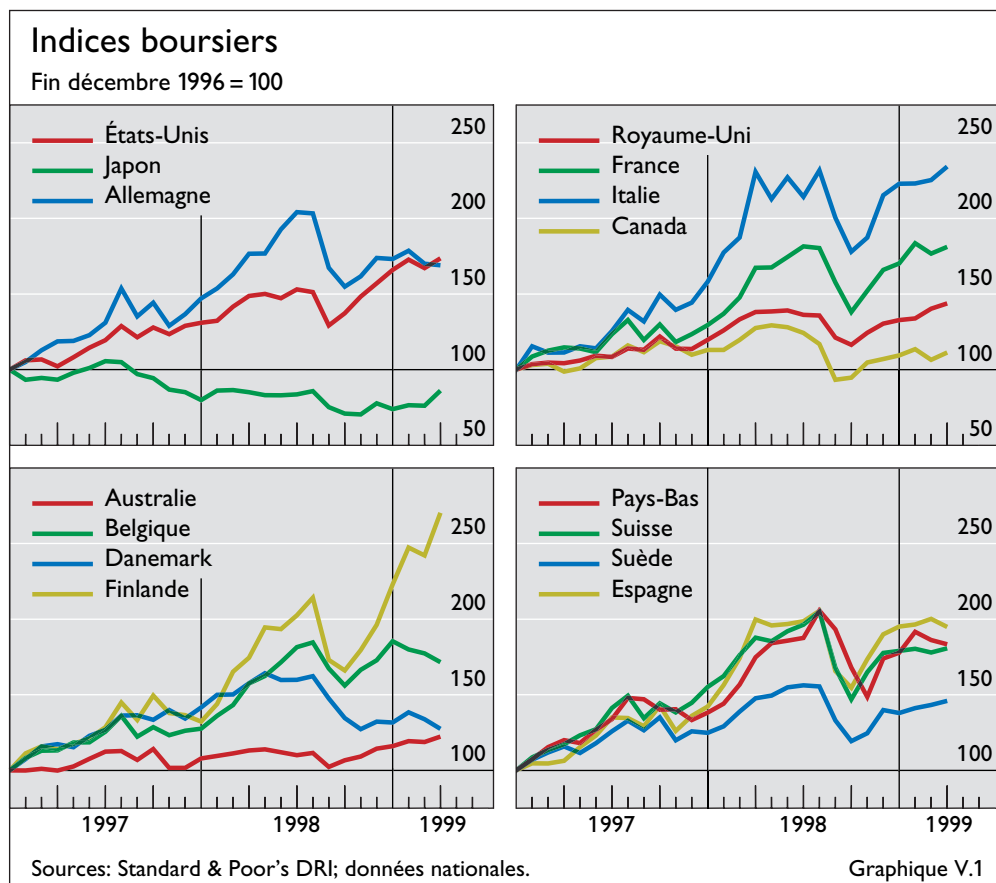
Les grands marchés des capitaux, en dehors du Japon, avaient fait preuve d'une solide capacité de résistance à la tourmente qui avait frappé l'Asie du Sud-Est en 1997. Au début de 1998, il semblait même que seule la prise en compte de critères d'évaluation historiques pouvait freiner la hausse des cours des actifs financiers. On considérerait que le fléchissement de la demande en Asie exercerait un effet

bénéfique en atténuant les tensions sur les prix en Amérique du Nord, dans la perspective d'une demande intérieure toujours vigoureuse. En Europe, à mesure que les doutes se levaient sur la composition initiale de la zone euro, les marchés anticipaient déjà les bénéfices potentiels de la mise en place de la monnaie unique. Comme les cours des actions regagnaient le terrain perdu et atteignaient de nouveaux records, le seul vestige de la chute d'octobre 1997 était un arrière-goût d'incertitude, la volatilité restant relativement élevée. Cette euphorie a été brutalement interrompue par l'annonce du moratoire sur une partie de la dette russe. La nouvelle, agissant comme un catalyseur, a provoqué une réévaluation générale des prévisions des intervenants et déclenché une réaction en chaîne qui s'est rapidement propagée à presque tous les segments du marché, mettant en péril, dans bien des cas, leur capacité de fonctionnement. Le reflux progressif de ces tensions à partir d'octobre 1998 a été facilité par l'assouplissement des conditions monétaires dans la plupart des principales économies, non sans que la crise ait fait naître des appréhensions concernant la rentabilité, et parfois la survie, de grands intermédiaires financiers.

Actions

À l'exception notable du Japon, les actions ont continué à battre des records jusqu'au milieu de 1998. Dans la plupart des grands marchés, cette tendance a été interrompue à la mi-juillet par les préoccupations concernant les effets possibles de la crise financière asiatique sur les bénéfices des entreprises. La réévaluation du risque par les intervenants, à la suite du moratoire sur la dette russe, est venue

Fortes baisses
des cours
à l'automne ...



... inversées
par la suite

renforcer les pressions sur les cours. En conséquence, les Bourses ont enregistré leur recul le plus marqué depuis 1987, les indices de référence perdant de 20 à 40% entre la mi-juillet et la première semaine d'octobre. La chute a été particulièrement forte en Europe continentale, à cause peut-être de ses liens économiques étroits avec la Russie, mais aussi parce qu'au même moment on y percevait les signes d'un affaiblissement de l'activité. Les marchés des actions de toutes les grandes économies se sont rétablis au quatrième trimestre de 1998 et, dans bien des cas, les cours ont retrouvé leurs niveaux élevés du début de l'été. Si l'assouplissement de la politique monétaire aux États-Unis et en Europe a contribué à la reprise, ne serait-ce qu'en prouvant que les banques centrales étaient prêtes à parer les périls résultant des turbulences sur les marchés des capitaux, la rapidité de la remontée n'en a pas moins surpris nombre d'observateurs. Elle a été particulièrement vive aux États-Unis, où les cours ont terminé l'année à de nouveaux sommets. Au Japon, en revanche, la récession a continué de les déprimer pendant la plus grande partie de la période sous revue. Toutefois, une hausse des actions bancaires, due à un regain de confiance des investisseurs dans la restructuration prévue de ce secteur, a contribué au léger redressement de la Bourse japonaise au premier trimestre de 1999.

Les cours actuels
ne s'expliquent
ni par les
antécédents ...

Les niveaux actuels des cours semblent préoccupants, du moins si on les compare à leurs valeurs passées. En effet, les rendements des actions ont baissé dans la plupart des économies du G 10 depuis le début des années 80, car les cours ont progressé plus vite que les dividendes. À présent, exception faite du Japon, de l'Italie et de la Suède, les rendements sont presque tombés à leurs plus bas niveaux, et s'y trouvent même aux États-Unis et au Royaume-Uni (tableau V.1). En partant de l'hypothèse que la croissance des dividendes se poursuivra au même rythme moyen que dans le passé, la faiblesse générale des rendements impliquerait qu'un grand nombre de Bourses sont actuellement surévaluées. Dans le cas des États-Unis, le marché haussier apparu au début des

Cours des actions: indicateurs d'évaluation ¹								
	Taux de rendement				Ratio cours/bénéfices ²			
	Minimum		Moyen	Fin mars 1999	Maximum		Moyen	Fin mars 1999
	niveau	année			niveau	année		
États-Unis	1,3	1999	2,7	1,3	34	1998	11	34
Japon	0,4	1987	0,9	0,8	77	1987	27	60
Allemagne	1,2	1998	1,9	1,4	26	1998	9	19
France	2,0	1998	2,9	2,2	30	1973	9	22
Italie	1,0	1981	2,1	2,0	34	1998	13	26
Royaume-Uni	2,6	1999	3,4	2,6	26	1994	9	24
Canada	1,4	1998	2,4	1,6	37	1998	9	26
Pays-Bas	1,7	1998	3,4	2,2	27	1998	8	27
Belgique	1,4	1998	3,0	1,6	29	1973	9	21
Suisse	1,0	1998	1,7	1,4	28	1998	9	24
Suède	1,1	1994	1,7	1,8	30	1994	12	21

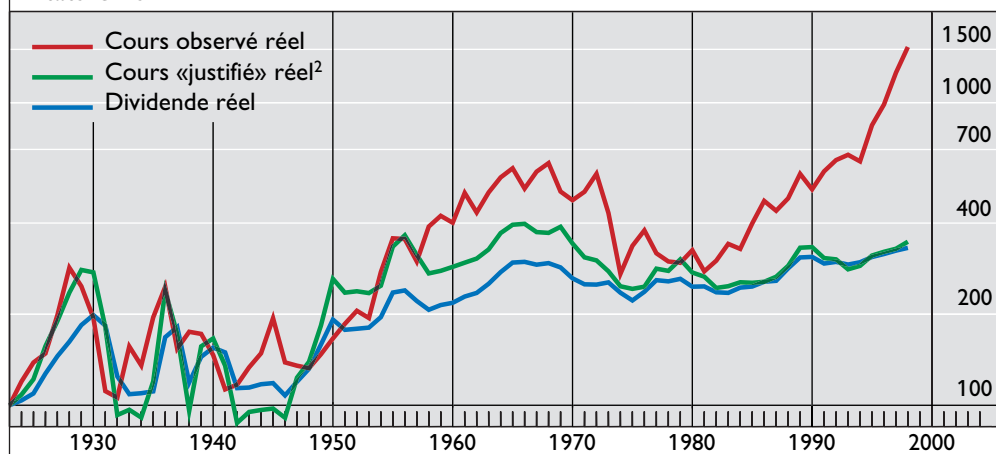
¹ Depuis 1973; sur la base de données quotidiennes. ² Italie: depuis juin 1986; Royaume-Uni: depuis 1980; Canada: sauf 1991-94, période de ratio exceptionnellement élevé en raison de bénéfices très faibles dus à des annulations de créances (maximum en 1994: 504).
Source: Datastream.

Tableau V.1

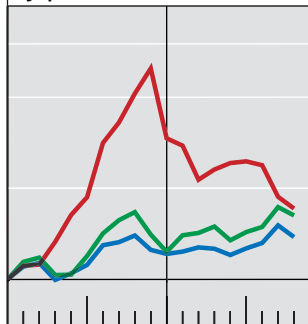
Actions: cours observé, cours «justifié» et dividende

Indices corrigés par les prix à la consommation, en fin d'année (échelle semi-logarithmique)¹

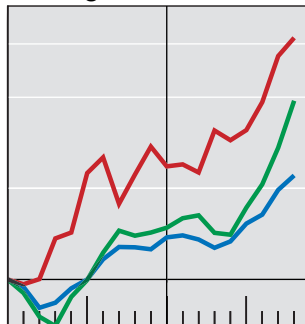
États-Unis



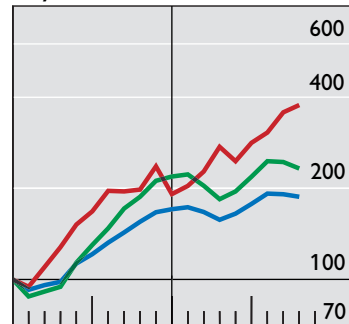
Japon



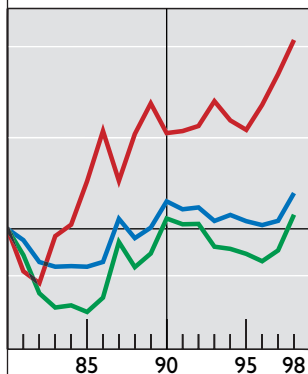
Allemagne



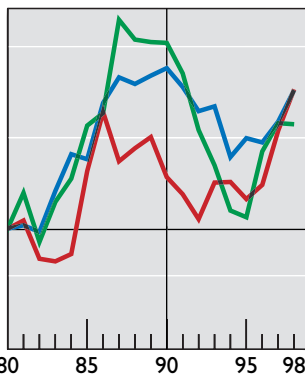
Royaume-Uni



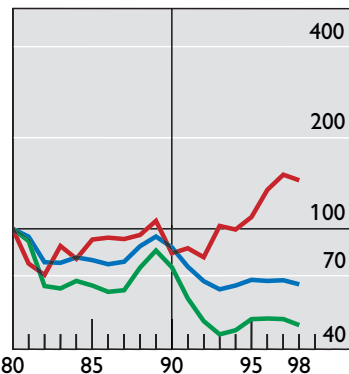
France



Italie



Canada



¹États-Unis: 1923 = 100; autres pays: 1980 = 100. ²Calculé en supposant que les investisseurs extrapolent la croissance du dividende futur à partir de sa moyenne passée (voir Barsky et De Long, «Why does the stock market fluctuate?», *The Quarterly Journal of Economics*, mai 1993).

Sources: Standard & Poor's Statistical Service; Datastream; données nationales; calculs BRI.

Graphique V.2

années 80 présente des points communs avec celui des années 50 et 60, caractérisé également par une diminution des taux de rendement. Or, cette période prolongée d'euphorie s'était terminée par une chute des cours après le premier choc pétrolier de 1973.

Une baisse continue des rendements pourrait traduire l'anticipation d'une accélération permanente de la progression des dividendes réels. Si les investisseurs extrapolent le taux récent de croissance des dividendes, son

... ni par
les tendances
récentes ...

envolée au Royaume-Uni et en Allemagne depuis le milieu des années 80 et 90 respectivement peut être à l'origine de l'essor encore plus vif des cours dans ces pays. Toutefois, les évaluations actuelles restent en partie inexplicables, étant donné que l'augmentation «justifiée» des cours fondée sur cette hypothèse est inférieure aux hausses constatées (graphique V.2). En outre, ce raisonnement ne peut rendre compte de la vigueur des marchés des actions dans le monde, puisque la progression récente des dividendes a été relativement modeste dans des pays comme les États-Unis et la France et s'est ralentie au Canada. L'anticipation d'une majoration imminente des dividendes pourrait aussi être due à une croissance forte et durable des bénéfices des entreprises. Or, l'Allemagne est le seul pays où les profits se sont accrus plus vite que les dividendes depuis 1980. En termes réels et rapportés à une action, les bénéfices se sont élevés à peu près au même rythme que les dividendes aux États-Unis et en France, et moins rapidement dans les autres économies du G 10 (tableau V.2). Enfin, l'intensification récente des rachats d'actions, qui se substituent souvent au paiement de dividendes, pourrait également expliquer pourquoi des rendements inférieurs à la moyenne n'indiquent pas nécessairement une surévaluation des cours. Toutefois, il n'y a pas de raison que ces rachats, particulièrement importants en Allemagne, aux États-Unis, en France et au Royaume-Uni, influencent le niveau actuel des ratios cours/bénéfices, qui dépasse nettement la moyenne historique dans tous les marchés (tableau V.1).

... car ils
impliquent une
hausse accélérée
des bénéfices ...

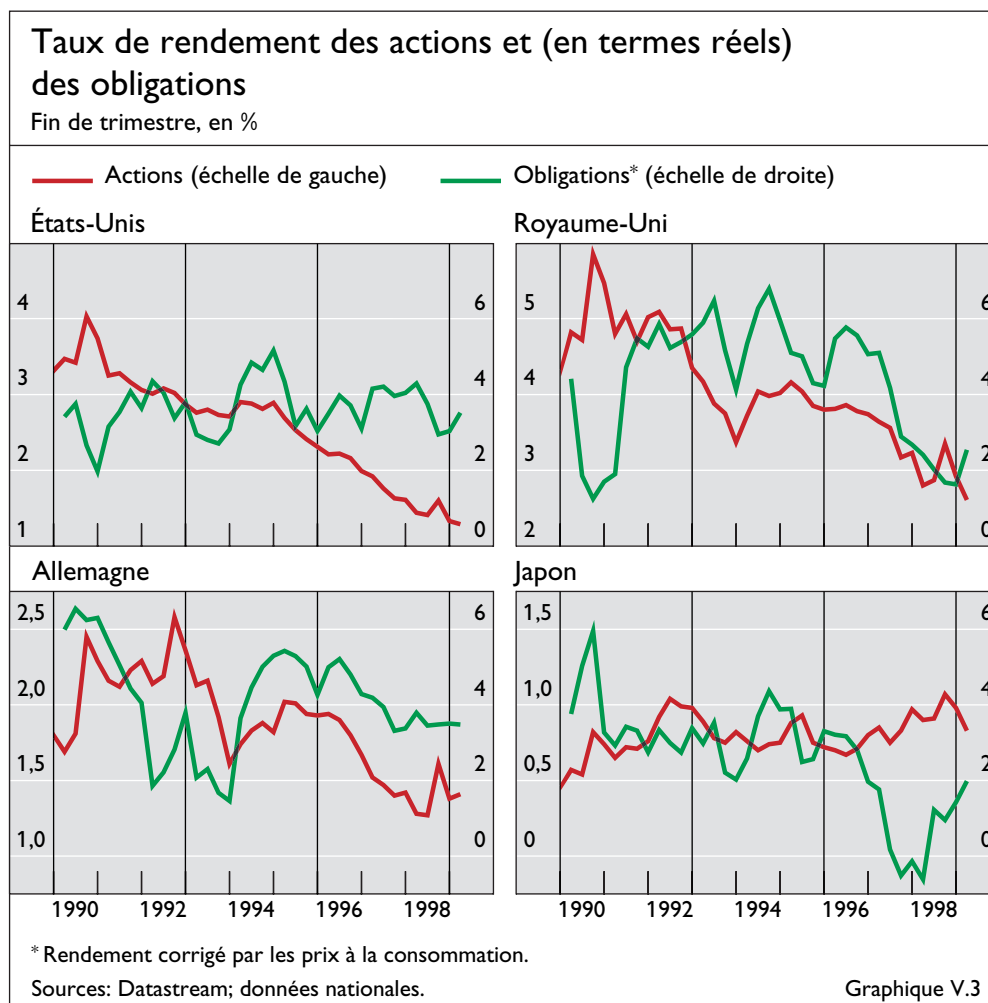
On pourrait trouver une explication plausible de cette conjonction de faibles dividendes et de ratios cours/bénéfices souvent élevés en supposant que les investisseurs anticipent une augmentation des bénéfices des sociétés supérieure à la moyenne. On pourrait même faire valoir que l'adoption rapide des nouvelles technologies a accru l'efficacité des entreprises. En partant de l'hypothèse que les investisseurs tablent sur une modification permanente de la rentabilité, la dernière colonne du tableau V.2 indique la hausse anticipée des bénéfices ressortant implicitement des ratios cours/bénéfices et des taux longs de mars

Dividende réel et bénéfices réels par action ¹				
	Dividende réel	Bénéfices réels par action		<i>Hausse future implicite des bénéfices³</i>
	Taux moyen de hausse annualisé			
	1980–98	par rapport au minimum précédent ²		
États-Unis	1,6	1,6	8,6	8,3
Japon	0,0	-2,1	–	7,0
Allemagne	4,5	5,2	8,8	8,3
France	2,7	2,7	7,1	7,9
Italie	6,0	-0,2	7,6	7,5
Royaume-Uni	3,3	1,4	5,3	6,6
Canada	-2,3	-5,6 ⁴	2,7 ⁴	9,3

¹ Corrigés par l'IPC. ² Sans objet pour le Japon, le minimum ayant été atteint en 1998. ³ Taux permanent de hausse annuelle attendue des bénéfices, ressortant implicitement du ratio cours/bénéfices de mars 1999 et du taux d'intérêt réel à long terme, en supposant une prime de risque sur actions de 5%. ⁴ Sauf 1991–94, période de bénéfices exceptionnellement faibles en raison d'annulations de créances.

Sources: Datastream; données nationales; calculs BRI.

Tableau V.2



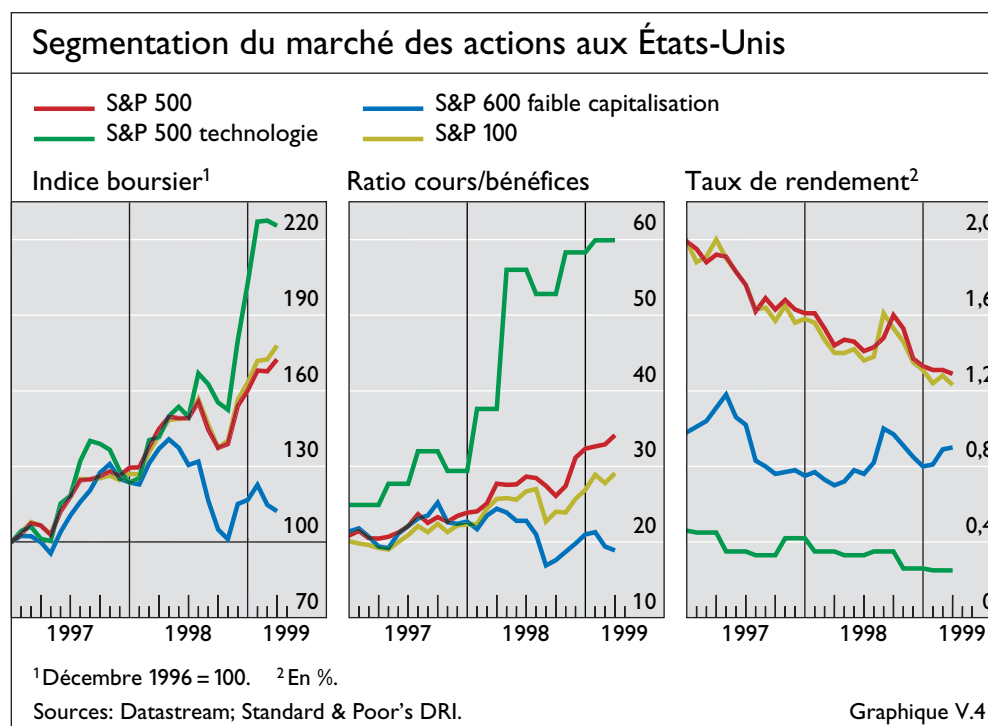
1999 dans les pays du G7. Ces rythmes de hausse implicite sont généralement semblables aux valeurs calculées par rapport au minimum précédent, mais plusieurs fois supérieures à leur moyenne historique. Quant à savoir si ces anticipations se vérifieront, cela dépendra en partie de la persistance sur longue période de l'accélération des gains de productivité.

Le calcul ci-dessus surestime peut-être la croissance attendue des bénéfices, dans la mesure où les investisseurs anticipent une nouvelle détente des taux à long terme. En fait, la contraction des taux réels dans nombre de pays depuis quatre ans a joué un rôle significatif dans la diminution des rendements (graphique V.3). Toutefois, cela ne semble pas avoir été le cas aux États-Unis, où le rendement des actions a été réduit de moitié pendant la même période, alors que le rendement réel des obligations se maintenait autour de 3,5%, ce qui laisse supposer une baisse de la prime exigée par les investisseurs pour compenser le risque inhérent aux actions. Cette baisse pourrait s'expliquer par le sentiment que la gestion plus efficace des politiques budgétaire et monétaire a atténué la probabilité d'une récession sévère.

Actuellement, les évaluations globales des marchés des actions aux États-Unis masquent des écarts importants entre les différents segments. Ainsi, les actions des entreprises opérant dans le secteur général des technologies de l'information et de la communication réalisent des performances spectaculaires

... ou une baisse permanente des rendements attendus

Segmentation du marché aux États-Unis



par rapport à celles de l'indice global (graphique V.4). Le succès notable des émissions de nombreuses sociétés de ce secteur a déclenché une intense activité dans le marché primaire, les cours montant souvent en flèche immédiatement après leur introduction en Bourse. On pourrait interpréter ce phénomène comme le symptôme d'un changement dans les sources de financement externe, la Bourse prenant le relais des participations directes dans les entreprises à haut risque mais potentiellement très rentables. En conséquence, si les évaluations fondées sur le niveau actuel des bénéfices du secteur technologique peuvent sembler anormalement élevées à l'aune des ratios historiques, elles concordent mieux avec les anticipations d'une rentabilité accrue, comparable à celle dont jouissent en général les sociétés de secteurs ayant atteint leur maturité.

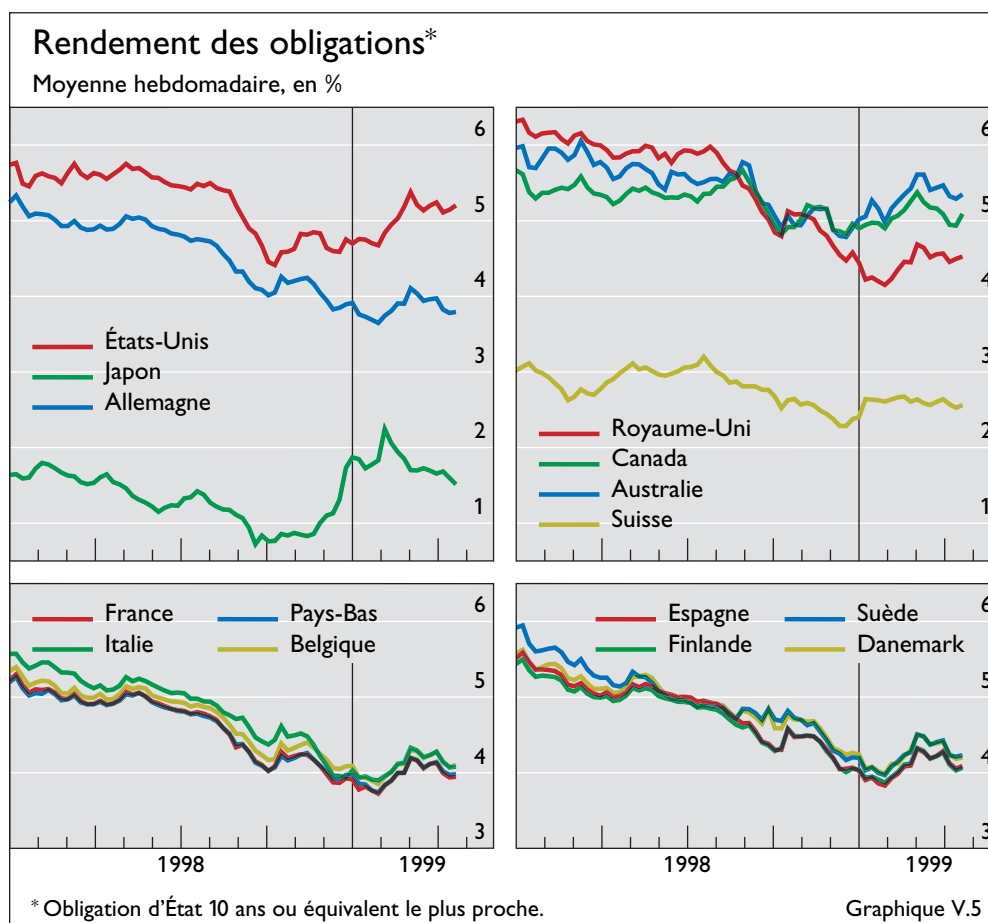
Obligations

Pendant le premier semestre de 1998, les taux longs ont continué à baisser dans les pays industriels, tombant le plus souvent au-dessous de la barre des 5%. Le climat favorable en matière d'inflation, les politiques monétaires accommodantes et la confiance dans les perspectives de l'UEM ont contribué à cette évolution (graphique V.5). On ne percevait guère de signes avant-coureurs des turbulences financières. En fait, les indicateurs de la volatilité effective et implicite des rendements étaient au plus bas, ou presque, en juillet dans tous les pays, sauf au Japon. D'autre part, un an après l'éclatement de la crise asiatique, la faiblesse des marges sur les obligations aux États-Unis et en Europe, surtout pour les titres d'entreprises de qualité inférieure, laissait apparaître une certaine complaisance des marchés à l'égard du risque, confirmée par la persistance des apports de capitaux privés aux marchés émergents hors d'Asie (chapitre III).

Le brusque revirement du sentiment des intervenants déclenché par le moratoire russe est venu interrompre le mouvement de convergence des taux

La baisse
tendancielle
des rendements ...

... s'est accélérée
en août ...

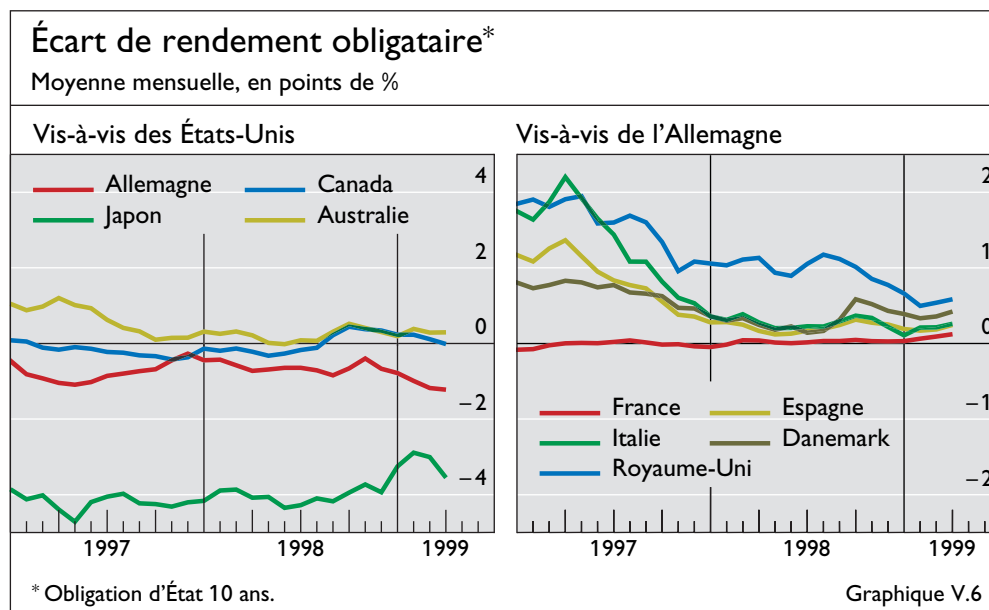


longs, qui caractérisait les grands marchés des capitaux depuis la fin de 1994. Les efforts des investisseurs pour échapper aux turbulences en se réfugiant dans les placements sûrs traditionnels ont, certes, accentué la tendance à la baisse pour les obligations d'État, mais de façon inégale selon les pays. Si les écarts de rendement vis-à-vis des États-Unis et de l'Allemagne se sont légèrement creusés en raison de la poursuite du repli des taux dans ces deux pays, l'élargissement des marges a été un peu moins marqué cependant à l'intérieur de la future zone euro (graphique V.6).

La recherche généralisée de la qualité a atteint son point culminant durant la dernière semaine de septembre et au début d'octobre. L'accroissement de la volatilité des rendements, tant effective qu'implicite, a été corroboré en octobre par le retournement des rendements obligataires internationaux, qui sont remontés d'un cran dans la plupart des pays (graphique V.7). Cette évolution était due en partie à la volonté des investisseurs de réduire leurs risques à l'échelle mondiale, comme le montre le dénouement massif de stratégies spéculatives courtes sur le yen (*yen carry trades*), qui a contribué à la brusque appréciation de la monnaie japonaise au début du mois (chapitre VI). La situation s'est détériorée quand les investisseurs lourdement endettés dans le cadre de stratégies à effet de levier ont liquidé leurs positions au comptant et hors bilan pour faire face aux appels de marge lors de la chute des cours des actifs.

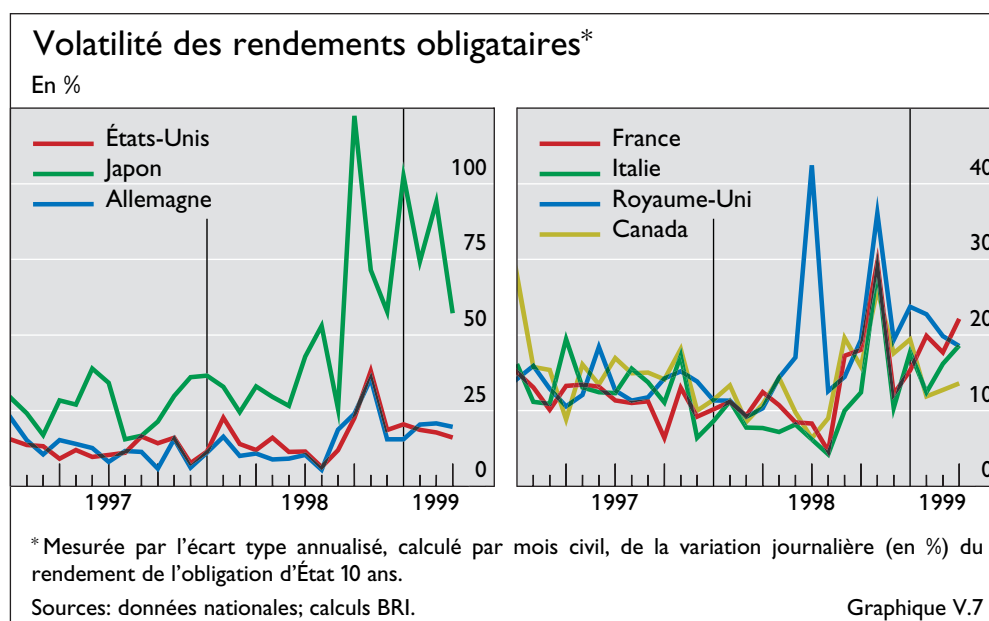
Étant donné les différences marquées entre pays du point de vue de leur position conjoncturelle et de l'importance de leurs engagements envers les

... pour
s'interrompre
en octobre



Les écarts de
conjoncture ont
subsisté ...

marchés émergents, les mouvements des taux longs sont devenus nettement moins synchrones quand les rendements de référence se sont relevés à la suite de la crise. Aux États-Unis, l'endettement des entreprises et des ménages a eu tendance à amplifier la hausse des rendements, après octobre 1998, dans le contexte d'une économie dynamique. En Europe, par contre, la variation des taux et des marges a été beaucoup moins prononcée, notamment parce que l'activité économique paraissait plus faible que prévu, mais aussi sous l'influence stabilisatrice de l'intermédiation bancaire, traditionnellement plus importante sur le continent. Dans la zone euro, la remontée des rendements ne s'est pas manifestée avant le premier trimestre de 1999. La situation était encore différente au Japon. Les projets gouvernementaux de relance budgétaire et de recapitalisation des banques ont donné lieu à une forte accentuation de la courbe



Immobilier: prix nominaux et corrigés de l'inflation								
	Prix nominaux				Prix corrigés de l'inflation			
	1995	1996	1997	1998	1995	1996	1997	1998
	indices, 1994 = 100							
	Immobilier d'habitation							
	États-Unis	101	106	113	119	99	100	104
Japon ¹	97	96	94	91	97	96	93	89
Allemagne ²	99	99	94	89	97	96	89	84
France	100	101	102	105	98	98	97	100
Italie	101	98	93	94	96	90	83	83
Royaume-Uni	101	104	114	127	97	99	104	112
Canada	95	95	98	97	93	92	93	91
Espagne	104	105	107	112	99	97	97	100
Pays-Bas	104	114	125	133	102	110	118	123
Australie	101	102	106	114	97	95	99	105
Suisse	95	90	85	85	94	88	83	82
Belgique	105	109	114	116	103	106	108	109
Suède	100	101	107	118	98	98	104	114
Danemark	108	119	133	143	105	114	124	132
Norvège	108	117	127	139	105	112	119	127
Finlande	96	102	119	132	96	100	116	126
Irlande	107	120	139	171	105	115	132	158
	Immobilier d'entreprise: grandes villes							
New York	100	109	125	150	97	103	115	136
Tokyo ¹	83	72	66	59	83	72	65	58
Francfort	97	97	97	105	95	94	92	98
Paris	89	83	88	102	88	80	83	96
Milan	100	91	88	111	95	84	79	98
Londres	107	112	128	132	103	106	118	117
Toronto ³	91	84	87	100	89	81	83	94
Madrid	100	118	128	183	95	109	116	162
Amsterdam	109	118	128	156	107	114	121	144
Sydney	102	106	113	118	97	99	105	109
Zurich	99	90	87	84	97	88	84	81
Bruxelles	100	106	109	109	99	102	104	103
Stockholm	129	137	163	185	126	133	158	179
Copenhague	107	107	119	124	105	103	111	115
Oslo	108	115	131	119	105	111	123	110
Helsinki	105	107	111	121	104	105	108	116
Dublin	112	134	169	241	109	128	160	222
Les données de 1998 pour les Pays-Bas, la Belgique et le Danemark sont provisoires.								
¹ Prix des terrains. ² Quatre grandes villes. ³ Indice des prix des bureaux dans l'Ontario.								
Sources: Frank Russell Canada Limited; Investment Property Databank Ltd; Jones Lang LaSalle; Ministère de l'Équipement, des Transports et du Logement; National Association of Realtors; Nomisma; OPAK; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner; autres associations immobilières privées; données nationales.								
Tableau V.3								

des rendements en fin d'année, quand le ministère des Finances et la Banque du Japon ont modifié temporairement leur politique, afin de limiter l'achat et l'utilisation par l'institut d'émission d'obligations publiques à long terme.

... quand les marchés ont retrouvé leur calme

La réduction progressive des marges entre mi-octobre et fin novembre jusqu'aux niveaux antérieurs à la crise a montré que la confiance des marchés se rétablissait par paliers. Les mesures de la volatilité ont nettement diminué, tout en restant élevées par rapport au premier semestre. Les autorités ont souvent contribué de façon significative à restaurer la liquidité et à persuader les intervenants que, dans l'ensemble, les nouveaux cours mondiaux des obligations correspondaient davantage aux données fondamentales. En Europe et aux États-Unis, les marchés ont considéré opportun le moment choisi pour infléchir la politique monétaire face aux ondes de choc. De même, l'accord conclu sur un programme économique en faveur du Brésil a indiqué que la communauté internationale était résolue à contenir la contagion, rassurant ainsi les investisseurs qui redoutaient une intensification de la crise financière des marchés émergents.

Immobilier

Les prix de l'immobilier confirment leur remontée

Dans la plupart des pays industriels, les prix de l'immobilier sont remontés en 1998 mais, dans certains, les prix actuels corrigés de l'inflation restent en deçà des sommets de la première moitié de la décennie. Pour les logements, les hausses ont été particulièrement marquées dans les pays nordiques, au Royaume-Uni et en Irlande, tandis que, dans la majorité des marchés d'Europe continentale, elles se sont limitées à accompagner l'inflation. Au Japon, les prix des terrains ont poursuivi leur repli progressif, mais régulier, par rapport aux maximums de 1990. À l'heure actuelle, les prix des immeubles d'habitation sont inférieurs de 30% à ces maximums, alors que le secteur de l'immobilier d'entreprise, plus durement touché, a perdu près des trois quarts de sa plus forte valeur. L'accélération de la baisse des prix dans ce secteur l'année dernière, bien que faible, n'en a pas moins fait renaître la crainte que la reprise de l'activité économique ne soit plus difficile que prévu, étant donné la sensibilité des bilans des banques aux prix de l'immobilier. En dehors du Japon, le segment de l'immobilier d'entreprise s'est montré généralement plus dynamique: les prix ont gagné 10% et plus dans de nombreuses villes, inversant souvent leur tendance récente. La forte demande de bureaux, conjuguée au rythme relativement lent de la construction depuis quelque temps, a contribué à cette reprise.

En dépit de l'élan fourni par le dynamisme des données fondamentales, les promoteurs ne sont pas sortis indemnes des tensions sur les marchés des capitaux au second semestre de 1998. Les primes appliquées aux États-Unis sur les titres hypothécaires ont doublé, du fait que les investisseurs ont exigé, en août, une meilleure rémunération pour ce risque, et les émissions se sont fortement réduites au troisième trimestre. De même, le durcissement par les banques des normes et conditions de crédit a limité la capacité des promoteurs à lever des fonds. Malgré l'influence modératrice de ces facteurs, les prix de l'immobilier d'entreprise ont augmenté de 20% à New York en 1998.

Marchés des capitaux en période de crise

La plupart des contrats financiers représentent, d'une manière ou d'une autre, un transfert de richesse dans le temps; par conséquent, les opérations sur

les marchés des capitaux sont particulièrement sensibles à l'évolution des anticipations des intervenants et de leur confiance dans le fonctionnement de ces marchés. Celle-ci est souvent renforcée lorsque la rentabilité s'améliore et que les pressions concurrentielles encouragent la prise de risque, mais elle peut être ébranlée par des événements qui remettent en question l'évaluation courante des risques. L'érosion de la confiance des investisseurs crée alors de puissantes interactions entre, d'une part, leur appréciation de la capacité des emprunteurs à honorer leurs engagements et, d'autre part, leurs espérances de trouver des contreparties sur le marché secondaire. Cette situation elle-même engendre une dynamique des prix atypique qui peut encore exacerber les tensions lorsque les prévisions sur le montant de capitaux à engager, établies sur la base de conditions de marché normales, se trouvent démenties, provoquant ainsi une fuite vers la sécurité et la liquidité. Les cycles de ce type ne constituent certes pas un phénomène inédit: l'histoire financière offre maints exemples d'alternance d'abondance et de disette. L'élément nouveau tient à la vulnérabilité accrue de la structure financière actuelle sous l'effet du développement rapide des marchés et des institutions, auquel s'ajoutent la complexité et l'interdépendance croissantes de leurs relations.

Changements d'attitude des investisseurs

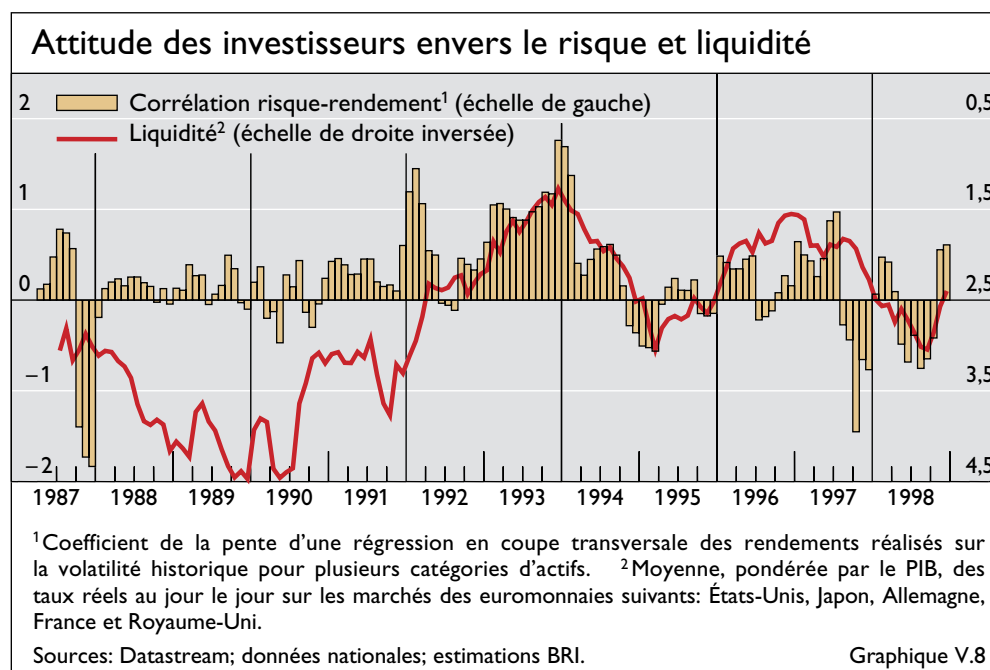
Le fait qu'une forte hausse des primes de risque et de liquidité a coïncidé avec une diminution des émissions de titres pour presque toutes les catégories d'actifs, après l'annonce du moratoire russe, semble indiquer une contraction généralisée de l'offre de capitaux pour les emplois à risque. Il est cependant difficile d'établir un lien de cause à effet entre, d'une part, le pourcentage négligeable des titres en roubles dans les portefeuilles mondiaux et, d'autre part, l'ampleur et la portée des tensions sur les grands marchés des capitaux. L'importance de cet événement tient donc au rôle de catalyseur qu'il a joué en provoquant un réexamen fondamental de l'équilibre risque/rendement qui prévalait alors. La nouvelle a été interprétée comme un changement brutal des règles du jeu, étant donné que, dans le passé récent, la mise en œuvre de programmes officiels de soutien avait invariablement empêché les défaillances unilatérales de débiteurs souverains.

Les changements
d'attitude envers
le risque ...

On peut utiliser comme indicateur de l'attitude des investisseurs la relation moyenne entre le risque perçu *ex ante* et les rendements réalisés *ex post* à travers une coupe transversale de catégories d'actifs. Cette relation est nettement positive lorsque l'aversion pour le risque est occultée par la recherche du rendement. Dans cette phase, la confiance des investisseurs les pousse vers les catégories d'actifs qui, à en juger par leur plus grande volatilité passée, comportent davantage de risques. En faisant monter leurs cours, l'augmentation de la demande accroît de façon disproportionnée, quoique temporaire, les rendements réalisés sur ces actifs. À l'inverse, ce sont ces rendements qui souffrent le plus quand les appréhensions des intervenants les incitent à chercher la sécurité (graphique V.8).

... affectent les
cours des actifs ...

On peut retrouver ces brusques revirements de l'indicateur du sentiment des opérateurs dans plusieurs épisodes de turbulences survenus depuis quelques années, comme le krach boursier de 1987, les tensions sur les marchés obligataires et la crise du Mexique en 1994–95 puis, récemment, la crise asiatique



de 1997 et les événements de l'automne dernier. Le parallélisme entre l'attitude des intervenants envers le risque et la liquidité des marchés monétaires sur les principales places semble montrer que leur désir de rendements plus élevés est souvent aiguisé par la possibilité de faire jouer l'effet de levier à moindre coût et se transforme fréquemment en aversion quand cette opportunité disparaît. Un faible niveau de taux d'intérêt, par son incidence généralement bénéfique sur l'évaluation des portefeuilles, peut aussi encourager les investisseurs à sous-estimer le risque.

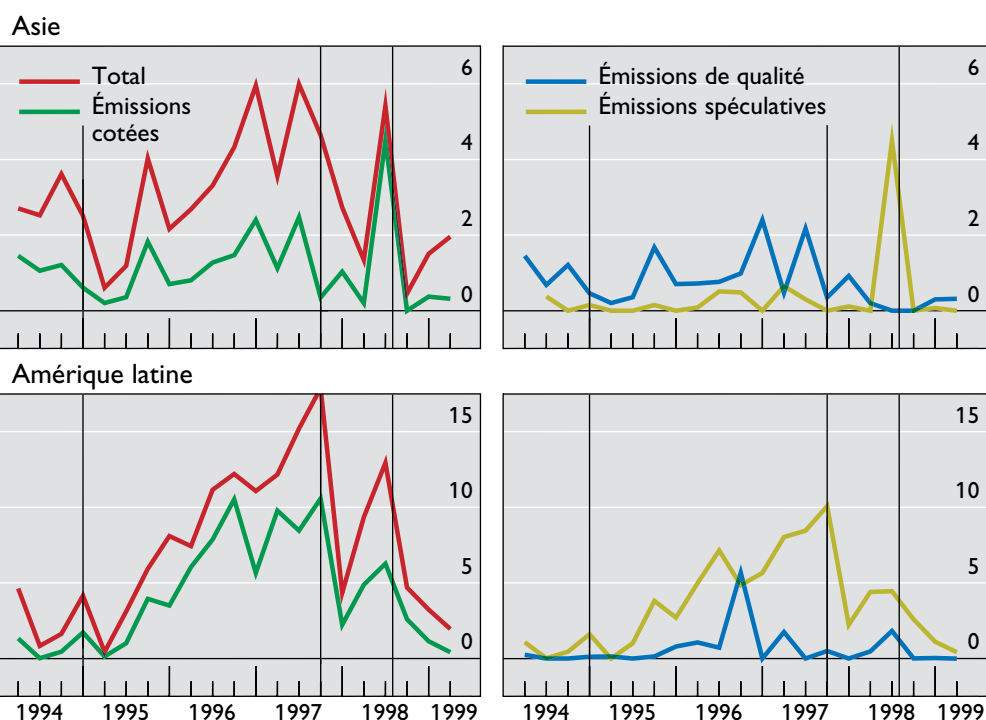
La relation entre le volume des émissions sur le marché des obligations internationales et la qualité de l'emprunteur peut également illustrer l'effet des changements d'attitude des investisseurs sur l'offre globale de capitaux à risque. Un renchérissement différencié du financement externe, en fonction du jugement porté sur la solvabilité des emprunteurs, constituerait naturellement un premier signe de dégradation de la confiance des marchés. Certains emprunteurs non bancaires pourraient même se voir totalement exclus, tandis que les émissions de titres seraient réservées aux débiteurs les plus solvables. La répartition du crédit peut être encore affectée par la variation du coût de financement des banques, dans la mesure où elles-mêmes collectent des ressources sur le marché des titres.

Le graphique V.9 indique le montant total des obligations émises par les agents non financiers d'Asie et d'Amérique latine, ventilé selon la qualité du crédit. Avant les crises, on observe une vive augmentation des émissions de rang inférieur, d'emprunteurs souverains d'Amérique latine surtout en 1997 et de ces deux régions en 1998. Les turbulences des deux dernières années se conçoivent ainsi comme des corrections consécutives à une période d'excès spéculatifs et de portefeuilles surdimensionnés. Au plus fort des crises, la différenciation des émetteurs paraît moins dépendre de la qualité de la note que de son existence même. En effet, dans tous les exemples étudiés, le resserrement du crédit a pris essentiellement la forme d'une sévère réduction des émissions non notées.

... et les flux
financiers

Asie* et Amérique latine: émissions d'obligations internationales des agents non financiers

En milliards de dollars EU



Les lignes verticales indiquent respectivement le début de la crise au Mexique, en Asie du Sud-Est et en Russie.

* À l'exclusion de Hong-Kong, du Japon et de Singapour.

Sources: Capital DATA; BRI.

Graphique V.9

Finalement, après le moratoire sur la dette russe, la dégradation marquée des conditions de crédit a autant affecté les obligations de qualité que les titres spéculatifs, étant donné que la liquidité s'est presque complètement tarie. En particulier, il n'y a pratiquement pas eu d'émissions notées d'agents privés non financiers. Ce syndrome d'abondance-disette confirme que la crise financière d'août 1998 était en grande partie un phénomène d'offre, provoqué par une diminution de l'apport de capitaux pour des placements à risque et par la menace de pertes dans les banques et entreprises d'investissement.

Recherche de la qualité et de la liquidité

La fuite massive devant le risque en période de tensions est due initialement à des préoccupations précises concernant la qualité de certaines signatures, mais peut se transformer ensuite en véritable crise de liquidité. Il importe donc de savoir si cette attitude résulte d'une réévaluation de la solvabilité des emprunteurs ou d'une dégradation plus généralisée liée au fonctionnement même des marchés. En effet, l'interaction entre les risques de crédit et de liquidité semble avoir exercé une influence majeure sur les interdépendances entre marchés et sur la rapidité de la propagation de la crise au cours des deux dernières années.

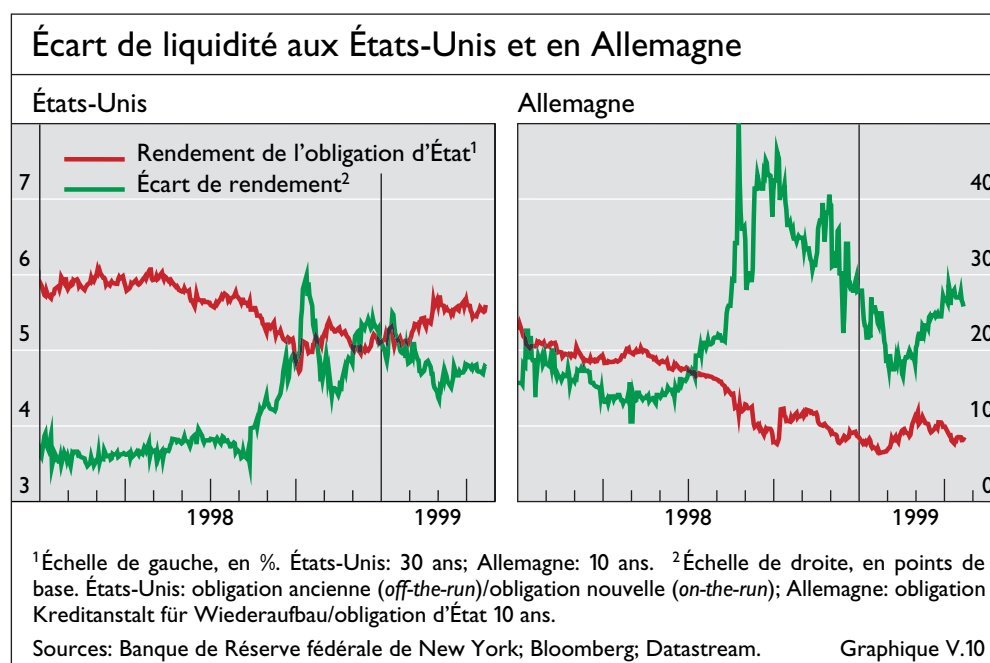
Quelques anomalies rencontrées montrent comment la relation normale de prix entre risque de contrepartie et marge s'est rompue pendant la récente crise

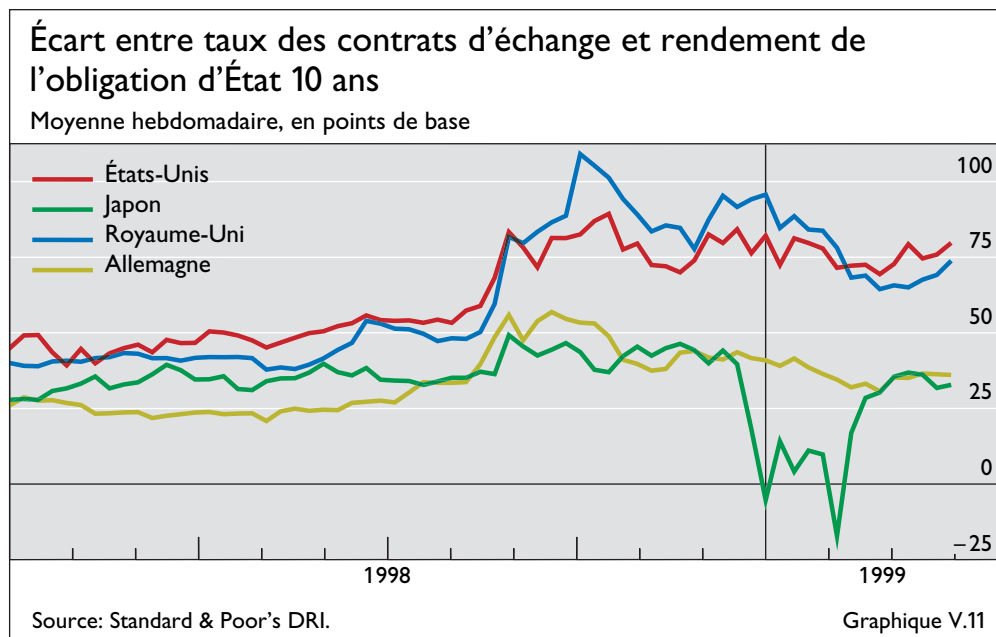
La rupture des relations normales de prix ...

et permettent aussi de situer la frontière entre recherche de la qualité et recherche de la liquidité. Premièrement, on a assisté, dans certains cas, à une augmentation marquée des marges qui ne pouvait s'expliquer entièrement par le risque de crédit, puisqu'elle traduisait une diminution du rendement sur des actifs de qualité et non un accroissement du taux demandé sur les prêts sujets à défaillance. Deuxièmement, l'écart de rendement entre l'obligation à 30 ans du Trésor des États-Unis, qui sert de référence, et d'autres émissions moins récentes s'est élargi à plus de 30 points de base à la mi-octobre, signe d'une brusque montée de la demande des investisseurs pour la liquidité offerte par le titre *on-the-run*, plus nouveau (graphique V.10). De même, en Allemagne, l'écart entre l'obligation à 10 ans de la Kreditanstalt für Wiederaufbau et le titre d'État de référence d'échéance identique a plus que doublé en l'espace de deux semaines au mois d'août dernier. Or, comme ces deux obligations bénéficient de la même garantie de l'État, l'écart était certainement dû à une moindre liquidité du premier titre sur les marchés internationaux. Enfin, les rendements du marché secondaire sur les euro-obligations des entreprises les mieux notées ont nettement convergé en septembre, et le parallélisme marqué de leurs mouvements ultérieurs laisse entendre que leur évaluation tenait davantage au besoin de liquidité des institutions financières qu'à la probabilité d'une défaillance de tel ou tel émetteur.

... invalide les pratiques de gestion des risques

La forte hausse des écarts de taux permet aussi de mettre en lumière la complexité de la gestion du risque pratiquée par les intermédiaires. La vive accentuation des marges des contrats d'échange aux États-Unis et en Europe concordait avec une réévaluation du risque de crédit à l'échelle mondiale, dans la mesure où les gros intervenants étaient eux-mêmes engagés envers les marchés émergents et les institutions à effet de levier. Toutefois, les amples fluctuations observées sur le marché allemand des contrats d'échange ne peuvent s'expliquer uniquement par des facteurs de qualité des intervenants (graphique V.11). En fait, elles sont dues en partie au remplacement des contrats à terme *Bund* par des





contrats d'échange de taux pour couvrir des positions longues sur les marchés dérivés. La hausse des coûts de couverture résultant de l'élargissement des écarts de taux et de la baisse des rendements sur les contrats *Bund* a, en effet, incité les teneurs de marché à se reporter sur les échanges de taux, moins chers que les contrats à terme. De leur côté, les intermédiaires financiers, qui assuraient la contrepartie, ont vu augmenter leurs propres positions longues sur contrats d'échange et ont dû les équilibrer. Ces opérations ont finalement produit un effet de contagion sur le marché des contrats d'échange, les ventes de ces instruments comprimant leurs cours, ce qui exerçait une forte pression sur leurs taux fixes.

La configuration des financements internationaux nets en Asie et Amérique latine offre un aperçu des interdépendances entre institutions financières et marchés pendant plusieurs périodes de fuite devant le risque. La libéralisation financière encourage les emprunteurs à lever des fonds à moindre coût en s'adressant aux marchés obligataires internationaux. Toutefois, on observe fréquemment que les débiteurs présentant un certain risque continuent de s'en remettre aux banques, qui peuvent mieux les aider en cas de difficultés financières. Ce recours peut même s'intensifier durant les périodes d'aversion accrue pour le risque, caractérisées par l'anticipation d'une forte volatilité. En pareil cas, le coût de la renégociation de prêts est généralement inférieur à celui de la restructuration d'obligations, qui exige l'accord d'une série de créanciers. De plus, les banques, qui connaissent leurs clients de longue date, ont souvent un accès privilégié à l'information, ce qui les met en meilleure position que les marchés, plus impersonnels, pour décider s'il faut continuer de prêter ou mettre en recouvrement. Au contraire, la «frénésie» des investisseurs dans leur recherche de rendements élevés peut fort bien se transformer en «frayeur», qui les pousse à brader leurs obligations en cas de crise.

Le graphique V.12 illustre ces remarques à partir de données concernant l'Asie et l'Amérique latine. On peut en tirer plusieurs conclusions. Premièrement, le stock de titres de dette internationaux a été plus volatil que l'encours du crédit

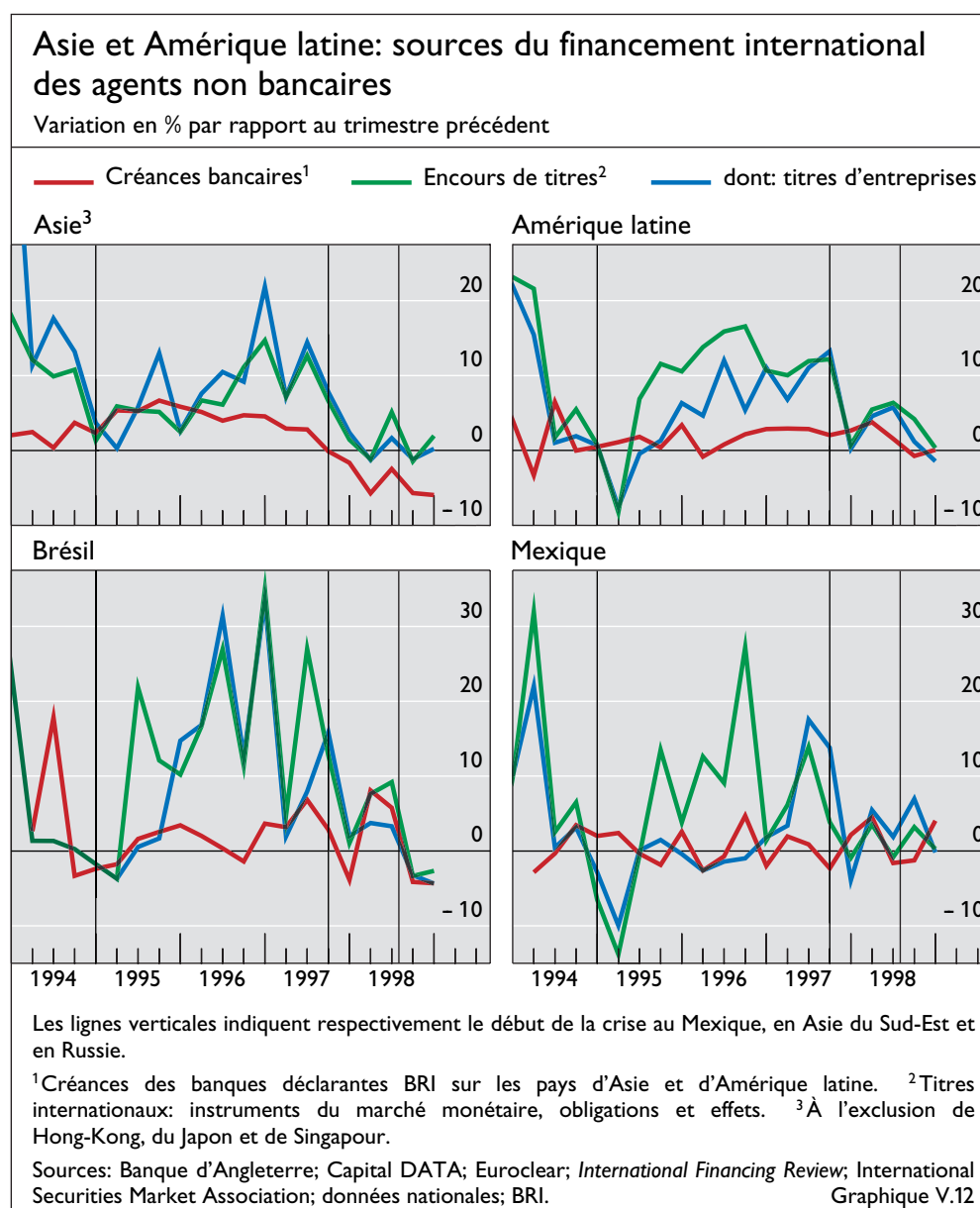
L'aspect relationnel des prêts bancaires ...

... a été mis à l'épreuve pendant la crise ...

bancaire, en termes d'amplitude et de dispersion des fluctuations. Les banques ont donc relativement soutenu les emprunteurs, comme on le suggère ci-dessus. Deuxièmement, la baisse tendancielle observée de la proportion d'emprunts bancaires permet d'expliquer la sensibilité accrue du secteur financier, dans ces régions, aux changements d'opinion des intervenants. Troisièmement, à la différence de la période entourant la crise du peso mexicain et du second semestre de 1997, où les banques avaient partiellement compensé le tarissement des obligations internationales, elles n'ont apparemment pas contribué à pallier les sorties de capitaux consécutives au moratoire russe.

... par l'érosion
de la trésorerie
des banques

Dans une certaine mesure, ce changement de comportement témoigne de la dépendance croissante des banques envers les conditions mondiales de marché. Une caractéristique essentielle de l'épisode de l'an dernier réside, semble-t-il, dans le fait que les banques se heurtent aux mêmes problèmes de financement que leurs clients. Comme les établissements des États-Unis et d'Europe avaient accordé plus

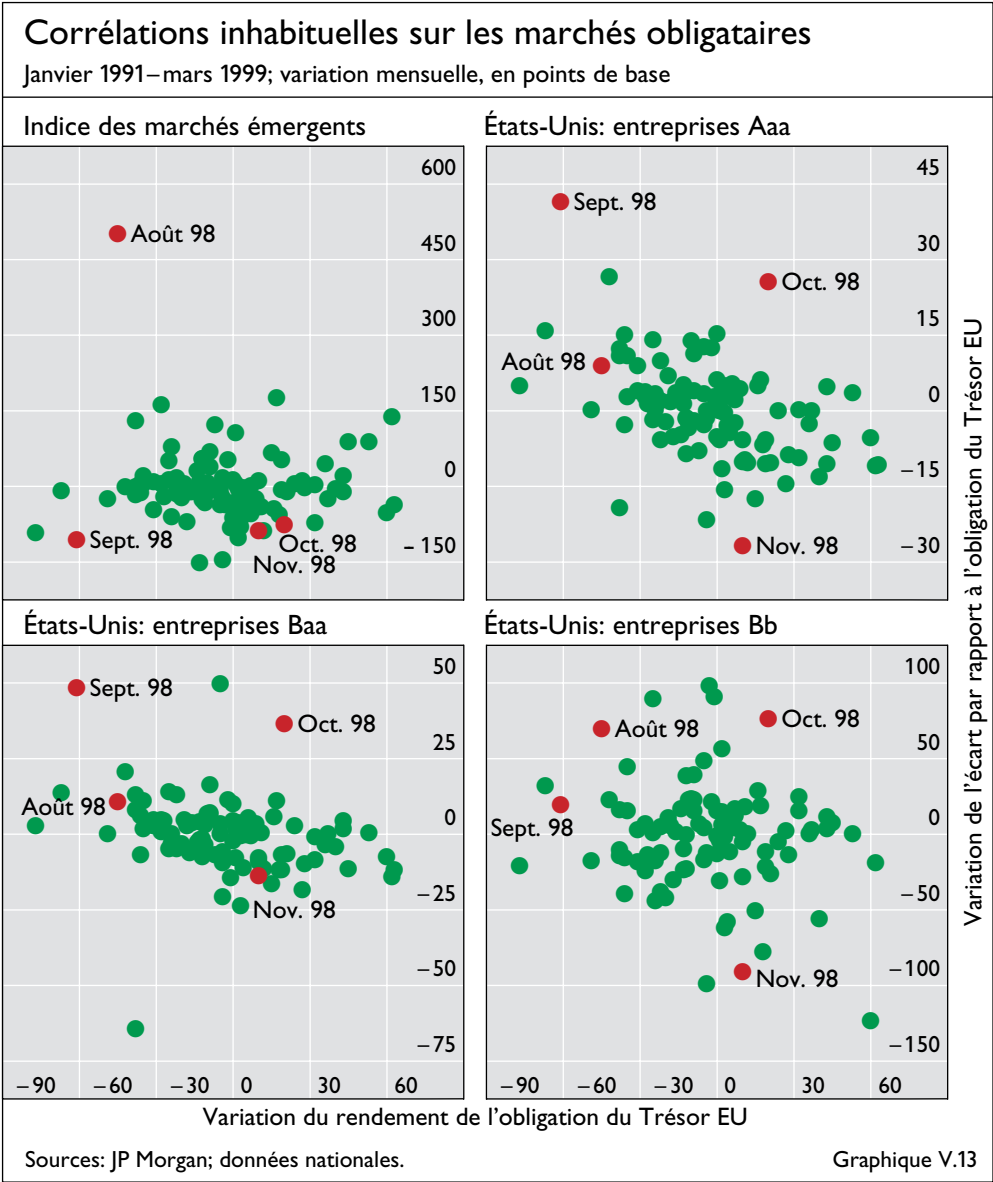


de prêts qu'ils ne pouvaient en financer au moyen de leurs dépôts, ils ont été confrontés à une pénurie de liquidité qu'ils ne pouvaient résoudre en recourant au marché. La titrisation des actifs et l'émission de titres devenaient difficiles à un moment où les indices boursiers du secteur bancaire s'effondraient. Le volant de trésorerie des banques – remboursements d'emprunts et ensemble des actifs liquides en portefeuille – a été affecté directement, lui aussi, par le poids de leurs pertes sur les marchés émergents au troisième trimestre. En conséquence, leurs sources de financement se sont réduites, se limitant essentiellement aux fonds recyclés sur le marché interbancaire international et à la collecte de dépôts auprès d'investisseurs non bancaires.

Évolution atypique des cours des actifs

La réévaluation du risque par les intervenants après le moratoire sur la dette russe a exercé une pression marquée sur les cours des actions dans tous les grands marchés. Bien qu'assez rare, la correction simultanée dans la plupart des

Corrélations plus étroites des cours des actions ...



... et conjonction inhabituelle des mouvements des cours des obligations

économies du G7 n'est pas sans précédent, puisqu'elle a déjà été observée en octobre 1987. Les deux épisodes se ressemblent aussi par les corrélations exceptionnellement étroites des mouvements des cours entre pays. Pendant la dernière période de crise, les investisseurs opérant à l'échelle mondiale ont beaucoup moins tiré profit qu'en temps normal de la diversification internationale de leur portefeuille d'actions.

Quant aux marchés des obligations, ce qui distingue l'épisode récent des turbulences précédentes est l'ampleur de l'élargissement des marges de taux d'intérêt en raison de l'aversion pour le risque. En seulement quelques jours, les primes exigées pour les risques de crédit et de liquidité ont atteint des niveaux proches de leurs sommets historiques et les ont même parfois dépassés. Contrairement à la période d'agitation de 1994, où la hausse des taux aux États-Unis et en Allemagne avait mis en péril des positions à effet de levier sur le long terme, les événements de l'an dernier se sont déroulés dans un contexte de baisse des taux nominaux. Une conjonction inhabituelle des mouvements des cours pour diverses catégories d'actifs a pris en défaut les stratégies d'investissement et les systèmes de gestion du risque fondés sur les relations statistiques historiques (graphique V.13). Comme certaines corrélations entre rendements se sont tendues et que plusieurs marges se sont brusquement orientées dans la direction inverse de celle des taux de référence, les prévisions de ressources nécessaires se sont souvent révélées inadéquates, ce qui a déclenché une recherche précipitée de la liquidité. Dans le même temps, alors que les teneurs de marché et intermédiaires voyaient leurs fonds s'effriter, ils ont été rapidement débordés par l'incertitude généralisée et la demande fortement biaisée vers les actifs les plus sûrs. Le resserrement du crédit qui en est résulté, sous la forme d'une augmentation des appels de marge et d'une réduction des lignes de crédit, a forcé les investisseurs à se procurer les fonds nécessaires en vendant des titres dans des marchés qui, initialement, leur paraissaient relativement liquides, propageant ainsi les tensions aux marchés des obligations d'État des pays industriels avancés.

L'épisode LTCM: un signe des temps?

La quasi-défaillance du fonds spéculatif Long-Term Capital Management a amené la Banque de Réserve fédérale de New York à intervenir pour faciliter la recherche d'une solution par le secteur privé afin d'éviter une débâcle. Cet événement offre un exemple frappant de la nature des problèmes qui peuvent découler de la complexité des marchés d'aujourd'hui. Bien que les fonds spéculatifs ne soient en aucun cas des institutions récentes, l'attention qu'on leur porte depuis peu tient à l'augmentation de leur taille et à leur capacité accrue d'affecter le fonctionnement des marchés. Selon des estimations, il existait, à la mi-1998, au moins 1200 fonds spéculatifs détenant un total de fonds propres supérieur à \$150 milliards. Ces institutions échappent à certaines réglementations concernant la communication d'informations et l'effet de levier, en limitant leur clientèle à un petit nombre d'investisseurs fortunés et en opérant souvent à partir de centres extraterritoriaux. Elles cherchent à obtenir des taux de rendement élevés en plaçant des montants considérables de capitaux empruntés dans un large éventail d'instruments financiers.

LTCM, en particulier, a recherché de hauts rendements en faisant des hypothèses sur l'évolution des marges de taux d'intérêt et la volatilité des cours. Depuis sa fondation en 1994, il avait pu obtenir régulièrement des résultats supérieurs à la normale de quelque 40% en 1995 et 1996 et 20% en 1997, en utilisant des leviers très importants. Son bilan au 31 août 1998 faisait apparaître un actif de plus de \$125 milliards. Cela implique un effet de levier dépassant 25, par rapport à son capital de \$4,8 milliards en début d'année, si l'on fait abstraction des pertes encourues avant août et des positions de hors-bilan. Les performances de LTCM, doublées d'une réputation de technicité acquise grâce à des méthodes perfectionnées pour la modélisation des prix et les stratégies de négociation, en faisaient un symbole de la rentabilité que pouvait apporter la sophistication financière.

Un exemple des possibilités ...

Sa quasi-faillite l'a aussi érigé en symbole des dangers du nouveau paysage financier. Les corrélations de prix inhabituelles qui ont suivi le moratoire sur la dette russe ont posé des problèmes à nombre d'institutions, en particulier celles qui faisaient un usage intensif de l'effet de levier. Dans le cas de LTCM, ces corrélations ont failli provoquer sa chute. Malgré une importante diversification, le fonds basait sa stratégie sur l'anticipation d'une baisse des marges de crédit et de la volatilité des marchés des actifs. Or, ses prévisions ont été brusquement démenties par le retournement du mois d'août. La rapide succession d'événements suscitée par le quasi-effondrement de LTCM illustre parfaitement l'accélération de la propagation des crises financières et, partant, le raccourcissement des délais disponibles pour prendre des mesures correctives. Le premier signe public des difficultés du fonds s'est manifesté après le 2 septembre, avec la divulgation du contenu d'une lettre envoyée par les associés de LTCM à leurs investisseurs. Ce document reconnaissait que le fonds avait subi une perte de 52% entre le début de l'année et le 31 août et qu'il recherchait des capitaux. Entre le 2 et le 23 septembre, date à laquelle quatorze banques et entreprises d'investissement convenaient d'injecter \$3,6 milliards pour recapitaliser le fonds, il est apparu de plus en plus urgent de trouver une solution ordonnée. Les nouvelles sur l'aggravation de la situation du fonds se répandaient, en même temps que les préoccupations soulevées par le risque d'instabilité en cas de liquidation, forçant ses contreparties à clore leurs positions en catastrophe. De surcroît, il s'avérait que la réalisation des garanties détenues par ces contreparties ainsi que le dénouement par d'autres institutions de positions analogues à celles de LTCM exerceraient une pression trop forte sur des marchés déjà sous tension et augmenteraient la nervosité des intervenants.

... et des dangers que comporte le marché d'aujourd'hui ...

... où les tensions se propagent plus vite ...

L'incertitude quant aux conséquences possibles d'une faillite désordonnée de LTCM, en particulier la crainte que l'impact ne se propage à des intervenants sans lien direct avec le fonds et ne dépasse les frontières des États-Unis, montre le caractère inextricable des interdépendances entre institutions et marchés aujourd'hui. Cette incertitude tenait surtout à l'ampleur et à la portée des opérations de LTCM, qui couvraient de nombreux instruments financiers et des marchés très divers, ainsi qu'à la nature de ses activités, qui comportaient beaucoup de contrats complexes. Elle était aussi aggravée par la situation des marchés, où régnait encore l'instabilité provoquée par les événements du mois précédent. Le risque d'une perturbation financière généralisée, en cas de défaillance soudaine du

... et s'étendent plus loin qu'auparavant

fonds, explique pourquoi des établissements du secteur privé ont accepté de participer à une solution concertée sous l'égide de la banque centrale.

Enseignements de la crise de septembre–octobre 1998

Si intervenants et autorités ont été pris au dépourvu par l'épisode de turbulences de 1998, c'est surtout en raison de la sérieuse dégradation des conditions et de l'assèchement rapide de la liquidité dans plusieurs compartiments. Les événements ont mis en évidence le rôle déterminant que joue l'amplification du risque de crédit et de l'effet de levier dans l'évolution des marchés des capitaux en cas de revirement brutal du sentiment des investisseurs. De plus, ils ont souligné l'importance systémique des gros établissements. L'examen de la crise et de la reprise ultérieure soulève également des questions cruciales sur les réactions appropriées des autorités devant la fragilité des marchés et le niveau atteint par les cours boursiers.

Bien que l'attention se soit portée sur l'évaluation des actions avant l'été dernier, la véritable cause du déclenchement de la crise a été l'annonce du défaut d'un emprunteur. Les événements qui ont suivi ont résulté principalement de la réévaluation du risque de crédit par les investisseurs. La différence essentielle entre risque de marché et risque de crédit est la suivante: si le premier concerne surtout la volatilité des cours et son évolution, le second tient à l'incertitude des intervenants au sujet de la capacité des emprunteurs et des contreparties à tenir leurs engagements. Ce n'est pas une coïncidence si les marchés des titres à revenu fixe et des dérivés, les plus sensibles au risque de crédit, ont été les plus affectés par les turbulences et en subissent encore les conséquences. Ces événements ont aussi montré comment une dynamique de marché déclenchée par des préoccupations généralisées sur le risque de crédit peut aboutir à une configuration atypique des mouvements de prix. Les systèmes initialement conçus pour mesurer et contrôler les risques de marché n'analysent pas toujours convenablement le comportement des prix dans de telles conditions. Ils peuvent même aggraver les tensions, dans la mesure où ils amènent les investisseurs à réduire le risque de leur portefeuille en liquidant leurs positions dans un marché en baisse.

Le déroulement de la crise a mis en évidence l'utilisation intensive, par les intervenants cherchant à accroître le rendement de leurs capitaux, d'une large gamme de techniques amplifiant l'effet de levier, mais aussi les problèmes qui surviennent quand le retournement des conditions de marché les force à dénouer leurs positions. Une attitude complaisante des prêteurs à l'égard du risque avait généralement rendu les financements moins coûteux et plus faciles. Bien souvent, l'intensification de la concurrence les a incités à moins tenir compte des indications précises des instruments prévus pour atténuer et contrôler leur risque de crédit. L'importance de l'effet de levier inhérent aux stratégies qui font un usage intensif des dérivés et du financement des positions par vente de titres à découvert a alourdi les pertes, étant donné que les cours des actifs présentant davantage de risques baissaient et que ceux des obligations d'État émises par les principaux pays industriels montaient. Des appels de marge supplémentaires et, dans certains cas, la dégradation de la valeur des titres donnés en garantie ont lancé les investisseurs dans une quête effrénée de liquidités, propageant l'effet de ces dénouements de positions à d'autres compartiments.

Risque de crédit et
risque de marché

Effet de levier

Une autre caractéristique notable de cet épisode de turbulences tient à ce que le fonctionnement de certains compartiments a été gravement affecté, parfois même au point de se bloquer complètement. Ainsi, les institutions dont la spécialité consiste à faciliter les échanges entre acheteurs et vendeurs ont vu leur fonction de teneur de marché entravée faute de ressources suffisantes pour faire face à une demande à sens unique. En outre, sur le gré à gré et les marchés dérivés, la situation était encore plus complexe, étant donné que, dans une certaine mesure, cette fonction était assurée de facto par des intervenants pratiquant l'effet de levier comme LTCM, en raison de l'importance de leurs positions (chapitre VII). La priorité accordée par ces institutions à la recherche de la liquidité a aggravé les tensions.

Teneurs de marché

Enfin, il importe de reconnaître que la reprise de nombreux marchés a été presque aussi spectaculaire que leur chute. Dans pratiquement toutes les économies avancées, les cours des actions ont regagné le terrain perdu et, bien souvent, battu des records. Les marges sur les obligations émises par les entreprises et les marchés émergents sont retombées de leurs sommets et, si elles n'ont pas encore retrouvé leurs niveaux d'avant la crise, les emprunteurs ont reçu des investisseurs un accueil de plus en plus favorable. En elle-même, cette amélioration soulève des questions quant à la juste interprétation de la crise. Selon une première explication, la reprise montrerait que les turbulences résultaient d'une dynamique propre au comportement des intervenants. Dans ce cas, les autorités doivent chercher comment empêcher, si possible, la réapparition de ces phénomènes et trouver le meilleur moyen d'accroître la résistance du système financier à de telles turbulences. Si, en revanche, la crise se justifiait par l'évolution des données économiques fondamentales, alors les évaluations actuelles pourraient s'avérer aussi fragiles que celles du début de l'été dernier.

VI. Marchés des changes

Faits saillants

Les fluctuations des principaux cours de change, au premier semestre de 1998, ont été largement déterminées par les situations conjoncturelles et leurs perspectives d'évolution. La crise qui a frappé la Russie à la mi-août a fait apparaître la vulnérabilité de l'économie des États-Unis, et l'appréciation du dollar vis-à-vis du mark et du yen s'est inversée. Des facteurs techniques sans lien direct avec les données fondamentales ont accentué la baisse de la monnaie américaine, notamment par rapport au yen. L'amplitude de ces variations pose à nouveau la question de savoir si le déficit courant des États-Unis est supportable à long terme.

Les crises traversées par la Russie en août 1998 et le Brésil au début de 1999 soulignent la vulnérabilité persistante des économies émergentes. Malgré une stabilisation assez générale des cours de change – notamment en Asie – en 1998, le volume d'activité sur les monnaies de ces pays est demeuré modéré et bien inférieur aux maximums de 1996.

L'instauration de l'euro a été précédée d'une année de convergence et de stabilité sur les marchés des changes européens. Durant les premiers mois de son existence, la nouvelle monnaie s'est affaiblie sous l'effet de facteurs conjoncturels. Elle est susceptible d'entraîner d'importantes modifications structurelles sur les changes, mais il est encore trop tôt pour déterminer dans quelle mesure elle sera utilisée comme monnaie de transaction, de réserve, de placement et d'ancrage.

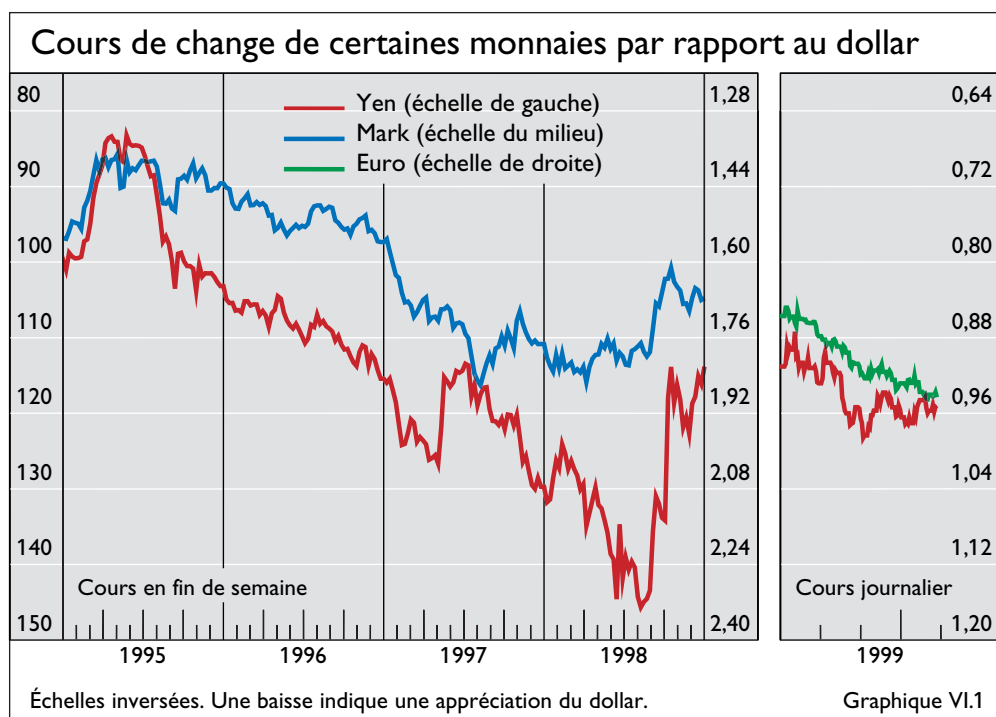
Dollar, yen, mark et euro

Déterminants conjoncturels et techniques du cours du dollar

Les amplitudes des fluctuations des principales monnaies au premier semestre de 1998 s'expliquent essentiellement par la vigueur relative de l'économie réelle et les perspectives d'inflation aux États-Unis, au Japon et en Allemagne. Toutefois, à partir de l'été, elles ont commencé à refléter l'interaction entre ces facteurs conjoncturels et d'autres, plus «techniques».

La période de vigueur du dollar face au yen et au mark, qui avait commencé au printemps de 1995, s'est poursuivie jusqu'à l'été de 1998 (graphique VI.1). En trois ans, la monnaie américaine s'est ainsi appréciée de 36% par rapport au mark et de 81% vis-à-vis du yen, renouant avec des niveaux qu'on n'avait pas connus depuis le début des années 90. Comme dans le passé, la fermeté du dollar à l'égard du yen a été étayée jusqu'en août 1998 par des signes persistants d'une croissance économique solide aux États-Unis et hésitante au Japon. Ces évolutions conjoncturelles ont suscité des anticipations de resserrement de la politique monétaire dans ce premier pays et d'assouplissement dans le

Les monnaies
des pays du G3
réagissent aux
évolutions
conjoncturelles

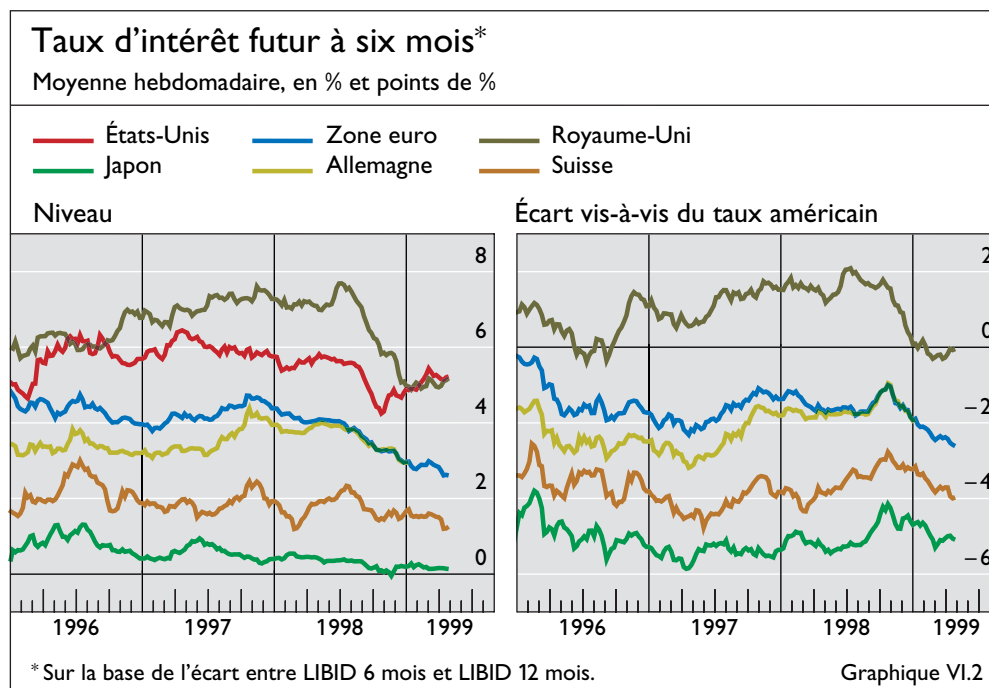


second, qui se sont traduites par un élargissement de l'écart de taux futurs (graphique VI.2). Des préoccupations au sujet de la fragilité du secteur bancaire japonais ont pu accentuer la faiblesse du yen.

Il est beaucoup plus difficile de dégager des tendances dans l'évolution du cours mark/dollar durant cette période. Les gains enregistrés par la monnaie américaine entre janvier et début avril, où elle avait culminé à DM 1,85, ont été annulés le mois suivant, les statistiques indiquant alors une consolidation de la reprise en Allemagne et les opérateurs commençant à anticiper un resserrement de la part de la Bundesbank. Le mark a également bénéficié de la poursuite de la convergence des taux officiels en Europe, qui témoignait d'une confiance accrue dans un lancement sans heurts de l'euro. Une fois l'incertitude dissipée par l'annonce officielle, le 3 mai, des monnaies participant à l'UEM, de la procédure de détermination de leurs taux de conversion et de la composition du directoire de la Banque centrale européenne, le mark a pu rebondir à DM 1,76 vis-à-vis du dollar. En juin et début juillet, il a perdu une partie de ces gains, retombant à DM 1,82. Cette baisse peut s'expliquer par les attaques répétées sur le rouble, à partir de fin mai, et par le sentiment prédominant selon lequel ses liens financiers et commerciaux avec la Russie rendaient l'Allemagne relativement plus vulnérable.

L'annonce officielle de la mise en flottement du rouble et du moratoire unilatéral sur la dette russe, mi-août, a fait craindre une propagation de la crise à l'Amérique latine (chapitre III). Les marchés des actions ont alors baissé aux États-Unis et surtout en Europe, et les opérateurs se sont mis à anticiper une détente de la part de la Réserve fédérale. Celle-ci leur a finalement donné raison en décidant de réduire les taux d'intérêt en trois étapes entre septembre et novembre (chapitre IV). Dans ce contexte, le dollar a chuté lourdement en deux temps. Entre le 27 août et le 7 septembre, il a perdu environ 5% à l'égard du mark, se repliant de DM 1,81 à DM 1,72, et a fortement baissé par rapport au yen

Chute du dollar
après la crise russe

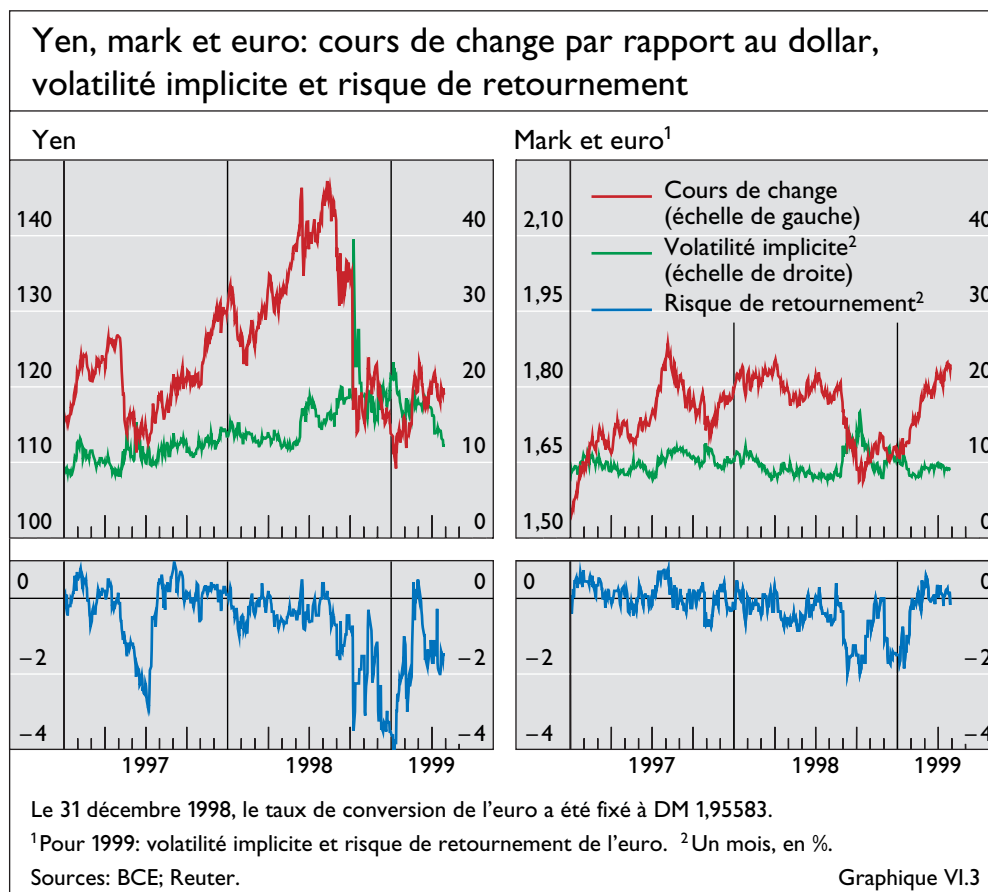


(de quelque 8%), revenant de ¥143 à ¥131. Les semaines suivantes, il a encore cédé 5%, touchant un plancher de DM 1,61 début octobre. Vis-à-vis du yen, il est resté un moment autour de ¥132–136, avant de connaître, les 7 et 8 octobre, un recul sans précédent (plus de 13%) qui l'a ramené à ¥117.

Les cours des options illustrent le revirement du sentiment du marché envers le dollar durant cette période. Fin août, les opérateurs ont commencé à penser qu'une forte dépréciation du dollar vis-à-vis du yen était bien plus probable que l'inverse, comme le suggérait la prime sur les options d'achat en yens à un mois par rapport à leurs équivalents en dollars, également hors du cours (le risque de retournement devient alors vraiment négatif: graphique VI.3). La vive hausse simultanée de la volatilité implicite des options yen/dollar suggère que l'incertitude concernant l'orientation future du cours yen/dollar s'était notablement accrue. Le changement de perception du marché s'est aussi manifesté, quoique plus discrètement, dans le cours mark/dollar: les opérateurs se sont mis à privilégier l'hypothèse d'une importante dépréciation du dollar, et la volatilité implicite a augmenté. Le revirement s'est accentué début octobre, où la balance entre anticipations d'une forte appréciation du dollar et d'une forte appréciation du yen a clairement penché en faveur de la seconde solution. La volatilité implicite des options yen/dollar a alors plus que doublé, touchant en quelques jours des sommets. La volatilité du cours mark/dollar s'est également nettement amplifiée, mais elle est restée inférieure à la moitié de celle de la paire yen/dollar.

Des facteurs
conjoncturels
pèsent sur le dollar

Les événements de septembre et d'octobre peuvent trouver deux explications: soit des facteurs liés à l'évolution conjoncturelle et à d'autres données fondamentales, soit des facteurs techniques, nés des conditions spécifiques du marché. Ainsi, les nouvelles perspectives des économies du G3 ont pu favoriser le mark et le yen face au dollar, contribuant au moins en partie

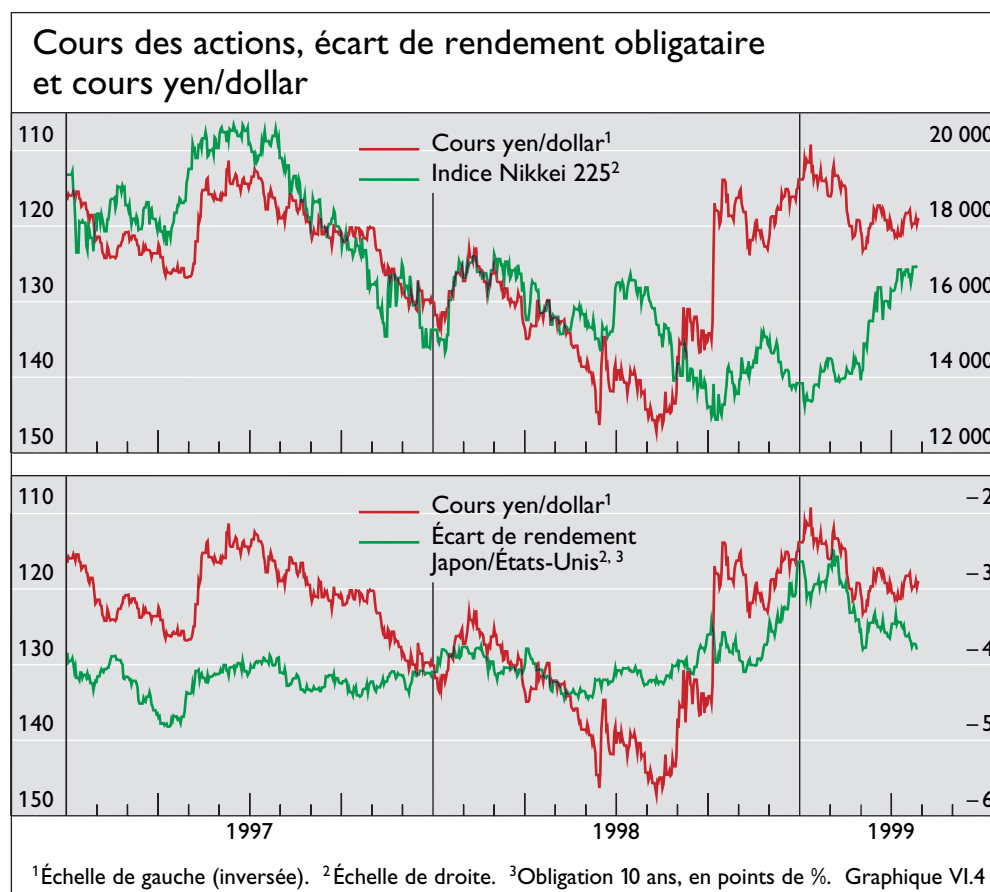


à la dépréciation de la monnaie américaine vis-à-vis de ces deux devises, début septembre. Plusieurs éléments viennent étayer cette hypothèse: les préoccupations qui se sont propagées sur la vulnérabilité de l'économie américaine aux retombées de la tempête financière en Amérique latine; la contraction des marchés américains des actions, fin août et début septembre; le renversement des anticipations du marché, qui s'est mis à croire à une détente de la politique monétaire; la baisse des taux obligataires aux États-Unis.

En revanche, les facteurs conjoncturels ne semblent pas expliquer la chute du dollar début octobre. En effet, la baisse des prix des actifs aux États-Unis s'est apparemment interrompue à ce moment-là. De plus, le marché des actions japonais, qui, depuis 1997, suivait d'assez près la dépréciation du yen, ne s'est pas redressé en même temps que la monnaie nationale, en septembre et octobre. Cet épisode contraste fortement avec la corrélation positive observée durant la période janvier 1997–juillet 1998 entre le marché des actions japonais et le cours yen/dollar, tous deux déprimés par les préoccupations concernant la faiblesse de la croissance économique et la fragilité du secteur bancaire nippon (graphique VI.4). Il laisse penser que, début octobre, les opérateurs n'ont pas révisé leurs anticipations sur l'économie japonaise. En outre, rien n'indiquait que la reprise allait s'accélérer en Allemagne.

Ces facteurs n'expliquent pas non plus la dépréciation inhabituelle du dollar, notamment par rapport au yen. Elle peut être la conséquence de facteurs techniques sans lien avec l'évolution de l'économie réelle dans les pays du G3. Il est possible que, en septembre et octobre, des fonds spéculatifs et entreprises

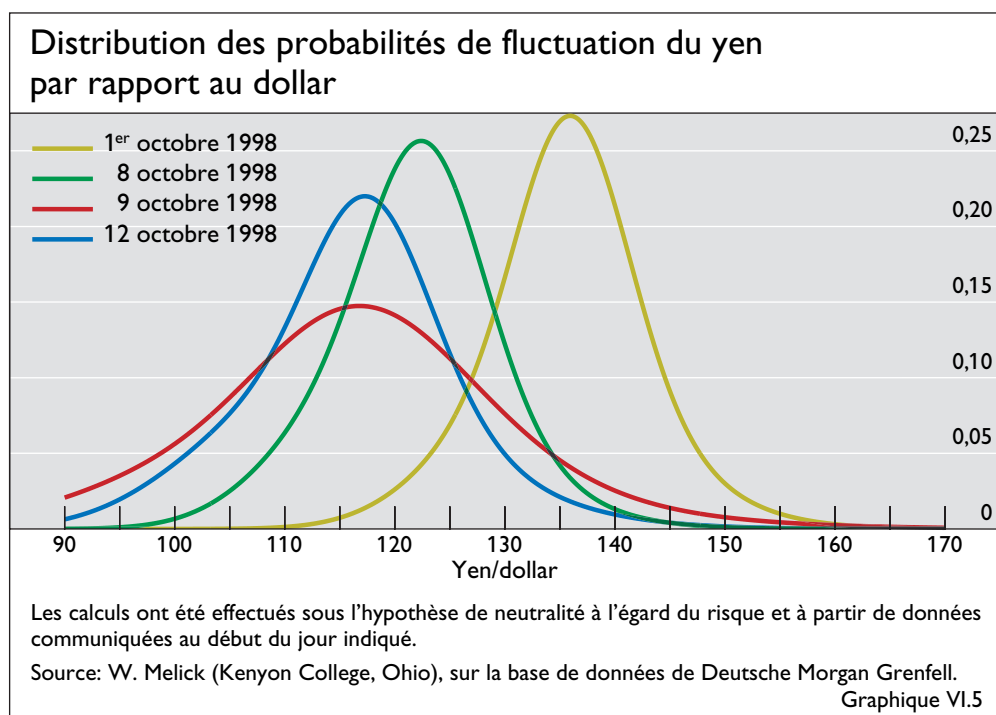
Les fonds spéculatifs à effet de levier précipitent la chute du dollar de deux façons



d'investissement à fort effet de levier aient dénoué d'importantes positions courtes en yens constituées pour profiter du faible coût des financements dans cette monnaie (*yen carry trades*) et que ces liquidations aient précipité la chute du dollar de deux façons. Premièrement, le portefeuille de ces investisseurs a sans doute été sérieusement affecté par la baisse des prix des actifs qui a suivi la crise russe. Leurs lourdes pertes entraînant des appels de marge, ils ont pu être contraints de liquider leurs positions spéculatives courtes sur le yen, créant brutalement une vive demande dans cette monnaie. Ce mécanisme peut contribuer à expliquer l'ampleur de la dépréciation du dollar, début septembre.

Deuxièmement, ces stratégies ont pu amplifier les ondes de choc parties du marché yen/dollar. Début octobre, les opérateurs semblent avoir revu leurs anticipations concernant les fluctuations à court terme du cours yen/dollar et il est possible que ce soudain changement d'attitude ait, à son tour, conduit les investisseurs à dénouer leurs positions spéculatives courtes sur le yen, précipitant ainsi la chute du dollar. Des liquidations massives, les 7–8 octobre, expliquent sans doute l'intensité des fluctuations sur ces deux jours.

Les distributions de probabilités estimées à partir des cours des options montrent un net changement du sentiment du marché aux environs de ces dates (graphique VI.5). Elles indiquent que, pendant la première semaine d'octobre, la perception du risque a progressivement évolué vers un scénario privilégiant, à court terme, une forte hausse plutôt qu'une forte baisse du yen (courbe décalée vers la gauche sur le graphique). À partir des 7 et 8 octobre, toutefois, le revirement s'est brutalement accentué: la balance a largement penché en faveur

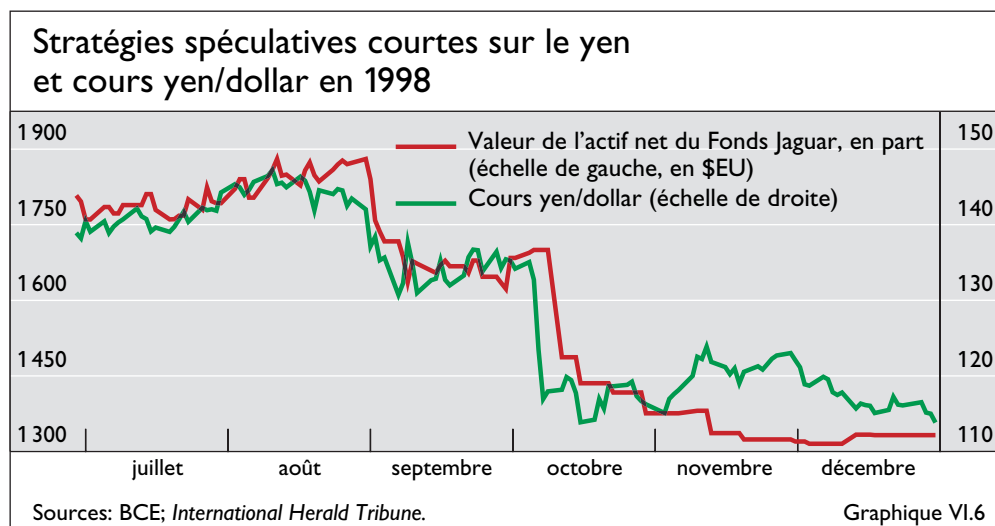


d'une vive appréciation du yen et l'incertitude s'est notablement accrue (la variance augmente beaucoup sur le graphique). Les conditions se sont quelque peu normalisées le 12 octobre, l'incertitude au sujet des cours futurs yen/dollar s'étant atténuée.

L'étude *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Markets Activity* de 1998 fournit deux éléments montrant indirectement que les placements hors du Japon ont été financés par des emprunts en yens à faible coût. Premièrement, les options yen/dollar de gré à gré ont nettement augmenté entre 1995 et 1998. Deuxièmement, le volume des transactions en yens sur les marchés au comptant et à terme, à cours de change constant, a progressé à un rythme exceptionnel. En outre, le degré de dépendance des investisseurs pratiquant l'effet de levier vis-à-vis de ces stratégies peut être illustré par une forte diminution de la valeur de l'actif net d'un des grands fonds spéculatifs correspondant aux deux jours de hausse marquée du yen (graphique VI.6).

Le rôle des fonds spéculatifs en septembre et octobre 1998 peut également comporter des implications pour l'action des autorités. Ces dernières années, l'attention s'est souvent concentrée sur la dette extérieure accumulée par les États-Unis depuis les années 80. La forte dépréciation du dollar montre que non seulement le niveau de la dette mais aussi ses sources de financement peuvent avoir une influence notable sur l'évolution à court terme du cours de change. La dette peut ainsi être absorbée par les investisseurs opérant dans une perspective longue, capables, sans se couvrir, de résister à des chocs temporaires sur leurs portefeuilles (par exemple, compagnies d'assurances et fonds de pension). Étant donné qu'ils ne réagissent généralement pas aux mouvements à court terme, ils jouent habituellement un rôle stabilisateur pour le dollar. En revanche, les investisseurs misant sur l'effet de levier et exposés au même type de chocs sont,

Implications pour
les autorités



de plus, sensibles au risque de change inhérent à leur propre endettement. Toutefois, comme ils réagissent très vite et très violemment aux pertes, ils peuvent contribuer à accroître la volatilité du cours du dollar en essayant de se couvrir périodiquement. Or, ils semblent avoir été particulièrement actifs en 1998. L'orientation future du dollar peut donc dépendre dans une certaine mesure du type d'investisseurs dominant, sous réserve, bien entendu, que la volatilité accrue du cours de change ne pousse pas ceux qui sont traditionnellement orientés vers le long terme, notamment au Japon, à couvrir avec plus d'empressement leurs positions. Cela pourrait constituer, en effet, une autre source de volatilité à court terme et de pressions baissières généralisées sur le dollar durant la période d'ajustement.

Parti d'un plancher de DM 1,61 et ¥114, mi-octobre, le dollar est remonté, pour atteindre DM 1,69 et ¥124, mi-novembre. Au cours des deux mois suivants, toutefois, le yen a recouvré le terrain perdu. Son appréciation s'est accompagnée d'une importante hausse des rendements sur obligations d'État japonaises, d'environ 1% à près de 2,5%, et, partant, d'une diminution de l'écart avec les États-Unis. Cette envolée des taux longs japonais, généralement attribuée à une modification temporaire de l'équilibre entre offre et demande de titres, semble avoir constitué le principal facteur de soutien du yen. Les préoccupations suscitées par l'accroissement du déficit courant américain, qui a atteint des niveaux sans précédent au troisième trimestre de 1998, ont pu également contribuer à la dépréciation du dollar par rapport au yen. La progression de la monnaie nippone ne s'est interrompue que lorsque la Banque du Japon est intervenue, le 12 janvier 1999, son cours avoisinant ¥108 pour un dollar. Entre mi-janvier et mi-février, le dollar s'est repris, passant à ¥120, sous l'effet de la détente monétaire opérée par la Banque du Japon et surtout après que le Trust Fund Bureau fut revenu sur sa décision de réduire ses achats d'obligations d'État.

Le lancement de l'euro, le 1^{er} janvier 1999, a créé une forte demande qui a porté la monnaie européenne, ce jour-là, de \$1,1668 (cours de clôture de l'Écu le 31 décembre 1998) à \$1,18. Peu de temps après, toutefois, l'incertitude au sujet de la croissance et la persistance de taux de chômage élevés dans une grande partie de la zone euro ont ravivé les préoccupations. La dépréciation continue de

Les fluctuations de l'euro reflètent les anticipations de croissance économique

l'euro de janvier à avril 1999 peut s'expliquer par les divergences de l'activité économique entre les États-Unis et de nombreux pays de la zone. Ainsi, des chiffres officiels publiés au début de 1999 faisaient état d'une vigueur surprenante de l'économie américaine, dont la croissance a atteint 6,1% en taux annualisé au dernier trimestre de 1998, alors qu'elle a été parfois un peu plus faible qu'escompté au sein de la zone euro, notamment en Allemagne. Les anticipations du marché sur les taux courts ont alors évolué en faveur du dollar, comme en témoigne l'élargissement de l'écart entre taux futurs implicites aux États-Unis et dans la zone euro. Malgré l'ampleur de la détente monétaire décidée par la BCE le 8 avril, qui a pris le marché par surprise, l'euro n'a pratiquement pas varié par rapport au dollar les jours suivants.

Durant les tout premiers mois de 1999, le rapport entre demande et offre sur les marchés obligataires européens a sans doute également contribué à la dépréciation de l'euro. De nombreux titres internationaux libellés en euros ont été émis, mais les gestionnaires d'actifs ne leur ont porté, semble-t-il, qu'un intérêt modéré. Mi-avril, l'euro s'était replié à quelque \$1,06 alors que les hostilités se poursuivaient dans les Balkans. Les semaines suivantes, il s'échangeait autour de \$1,06–1,07, non loin de ce qu'indiquaient les monnaies de la zone en avril 1998. Sa dépréciation depuis janvier a été régulière, comme en témoignent les niveaux assez faibles de volatilité, tant effective qu'implicite. Plus généralement, l'incertitude accrue qui aurait pu entourer le comportement d'une monnaie nouvellement créée est demeurée très limitée, la volatilité de l'euro vis-à-vis du dollar étant semblable à celle du mark, du franc français et des autres devises européennes en 1998.

Évolution à long terme du dollar

Le net renforcement du dollar entre le printemps de 1995 et l'été de 1998 ainsi que sa chute et son nouveau redressement ultérieur mettent une fois encore en évidence la différence entre ses perspectives à moyen et à long terme. Dans une vision à moyenne échéance et en termes de flux, les larges fluctuations de change observées durant cette période semblent compatibles avec les situations conjoncturelles relatives. La hausse de la monnaie américaine a ainsi contribué à déplacer la demande mondiale des économies à forte croissance vers celles qui étaient insuffisamment sollicitées. Le même phénomène s'est produit début 1999, lors de l'appréciation du dollar face à l'euro.

Sur longue période, toutefois, le renforcement du dollar paraît plus difficile à expliquer. Il existe essentiellement deux façons d'appréhender les valeurs d'équilibre à long terme des cours de change, qui ne peuvent donner, l'une comme l'autre, que des résultats imprécis. Selon la première approche, qui considère la parité de pouvoir d'achat des monnaies, le dollar se situe actuellement légèrement au-dessus de sa valeur d'équilibre à long terme vis-à-vis du yen et de l'euro (tableau VI.1). On arrive à des résultats analogues si l'on mesure le dollar par des estimations, forcément approximatives, de sa valeur d'équilibre fondamental, c'est-à-dire celle qui permet d'assurer la stabilité à long terme du ratio dette extérieure/production.

Les effets conjugués de l'augmentation du déficit commercial et de l'alourdissement du service de la dette ont porté le déficit courant des États-Unis

Les fluctuations du dollar peuvent jouer un rôle stabilisateur à moyen terme ...

... mais pas nécessairement à long terme

Valeur d'équilibre à long terme du dollar (estimations)				
	Cours du marché ¹	Parité de pouvoir d'achat (PPA) ²	PPA tendancielle ³	Cours d'équilibre fondamental ⁴
Yen/dollar	119	163	102	100
Dollar/euro	1,06	1,05	1,15	1,25–1,30
¹ Au 29 avril 1999. ² OCDE; yen/dollar: 1998; dollar/euro «reconstitué»: 1996. ³ Warburg Dillon Read; début 1999. ⁴ Institute for International Economics; début 1999.				

Tableau VI.1

au niveau record de \$233 milliards en 1998. Ainsi, la dette extérieure nette est passée de 16% du PIB à près de 19%. Toutefois, les conséquences qui en résultent pour le futur service de la dette sont atténuées par le fait que le taux de rendement des créances sur l'étranger est généralement plus élevé que celui des engagements extérieurs. Le revenu net n'est devenu négatif qu'en 1997 et représentait encore moins de 1% du PIB en 1998. Au Japon, en revanche, les avoirs extérieurs nets, qui dépassent aujourd'hui 25% du PIB, ne produisent qu'un revenu net d'environ 1,5% du PIB.

Marchés émergents

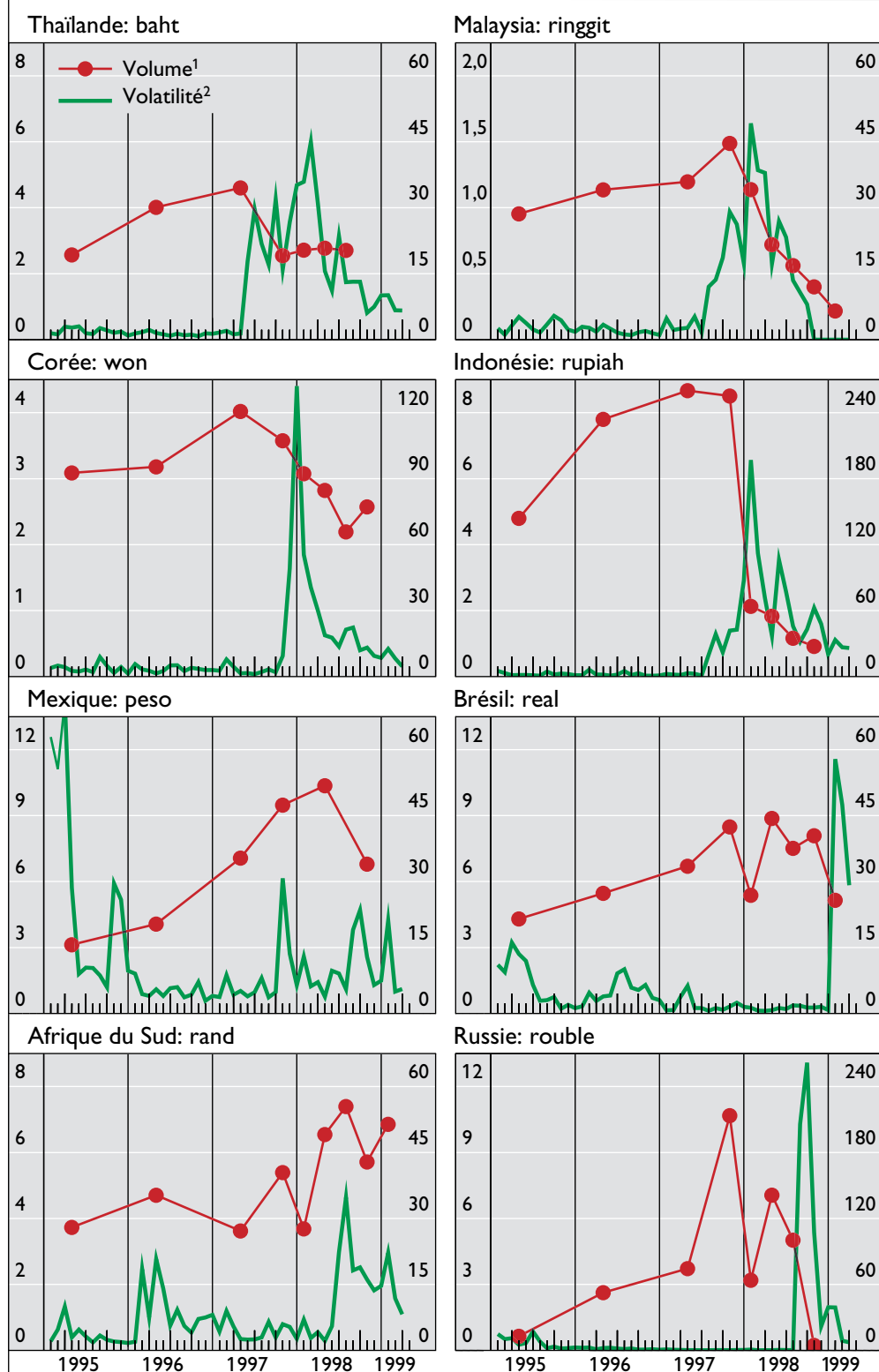
La Russie et le Brésil sont frappés par la crise

Deux évolutions importantes ont caractérisé les marchés des changes des économies émergentes en 1998 et début 1999 (chapitre III). Premièrement, une vague de turbulences s'est abattue sur le rouble en août 1998, se propageant ensuite au Mexique, où les entrées de capitaux ont fortement diminué et où la monnaie s'est nettement dépréciée. En janvier 1999, le Brésil a été contraint de dévaluer le real sous la force d'intenses pressions spéculatives. Deuxièmement, les marchés des changes asiatiques ont manifesté des signes de stabilisation, après une période de profonde agitation en 1997 et au début de 1998, ce qui a permis aux autorités monétaires d'abaisser progressivement les taux courts. Comme le montre l'exemple du won (graphique VI.7), la volatilité par rapport au dollar, qui s'était considérablement accrue durant la crise, est ensuite revenue à ses niveaux antérieurs. Ce retour à la normale concordait avec une stabilisation des marchés financiers de la région et une amélioration des résultats économiques. D'autres monnaies qui avaient mieux résisté aux perturbations en 1997, tels le yuan et le dollar de Hong-Kong, sont demeurées stables en 1998 et au début de 1999.

Les marchés des changes d'Asie se stabilisent

La stabilisation des cours de change a reflété dans une large mesure des facteurs internes, mais elle a été également étayée par les fluctuations de la paire yen/dollar et par l'évolution de la relation des monnaies asiatiques avec ce cours. Avant le déclenchement de la crise en 1997, la plupart des monnaies des marchés émergents d'Asie étaient fermement ancrées au dollar. Après l'importante appréciation de ce dernier face au mark et surtout au yen entre 1995 et 1997, les cours effectifs avaient fortement augmenté, entraînant de graves pertes de compétitivité. Les pressions subies par de nombreuses devises asiatiques avaient alors abouti à la rupture de leur lien avec le dollar. Au second semestre de 1997 et au premier de 1998, la rupiah, le won, le ringgit et le baht ont gardé leurs distances vis-à-vis du dollar EU en hausse et suivi d'assez près le repli du yen par rapport à la monnaie américaine (graphique VI.8). Jusqu'en août 1998, cette

Volume de transactions et volatilité sur certains marchés émergents

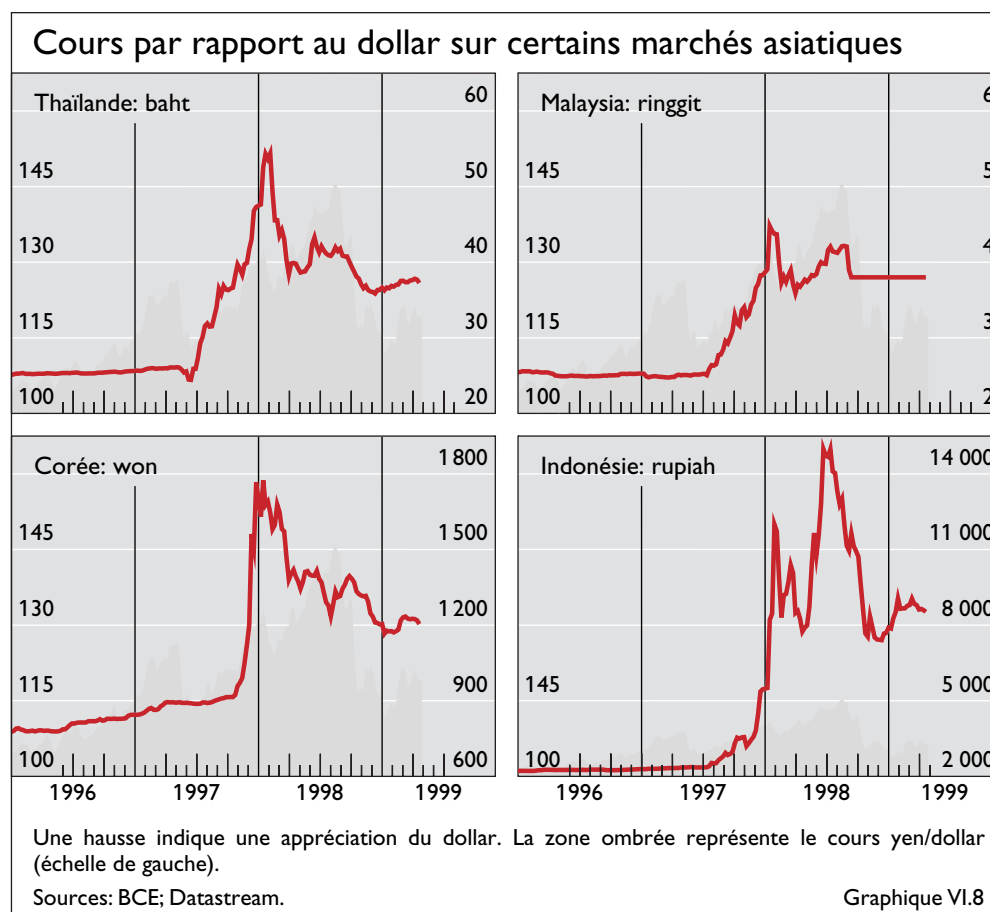


Divers changements structurels sur le marché des changes russe ont contribué à la forte baisse d'activité après juillet 1998.

¹Volume local de transactions en monnaie nationale, par jour ouvré pour le mois indiqué, sauf pour le Brésil et le Mexique, où il englobe d'autres monnaies (en milliards de dollars EU; échelle de gauche). Pour de plus amples informations, voir 68^e Rapport annuel, tableau VI.5. ²Écart type sur un mois annualisé de la variation quotidienne (en %) du cours par rapport au dollar EU (échelle de droite).

Sources: banques centrales; Datastream; calculs BRI.

Graphique VI.7



évolution leur a permis de regagner une certaine compétitivité. La plupart des autres monnaies asiatiques ont eu un comportement analogue, à l'exception notable du yuan et du dollar de Hong-Kong, qui sont demeurés étroitement liés à la monnaie américaine.

La ventilation par secteur des exportations de la Chine vers les États-Unis, l'Union européenne et le Japon étant très semblable à celle de la Corée, de la Thaïlande et des Philippines (tableau VI.2), dont la monnaie s'était fortement dépréciée, le lien du yuan avec le dollar est apparu particulièrement fragile lorsque ce dernier a frôlé ¥150, à la mi-août 1998. Toutefois, quand la monnaie américaine a perdu environ un quart de sa valeur contre yen, au cours des six semaines suivantes, les préoccupations des opérateurs concernant un éventuel décrochage du yuan se sont dissipées. Simultanément, d'autres monnaies d'Asie se sont éloignées du yen pour se rapprocher du dollar en baisse.

Après janvier 1999, une plus forte corrélation entre les mouvements de la plupart des monnaies asiatiques et ceux du yen est réapparue. Le fait que, depuis la mi-1997, ces monnaies tendent à suivre étroitement celle qui se déprécie (dollar ou yen) laisse penser que les pratiques de gestion du cours de change sont devenues moins exclusives dans la région. La Malaysia constitue une exception à ce schéma: elle a ancré sa monnaie au dollar en septembre 1998 et instauré des contrôles stricts sur les mouvements de capitaux, qui ont toutefois été partiellement supprimés au début de 1999.

Bien que les cours de change se soient stabilisés en Asie en 1998, l'effondrement du rouble en août, les pressions sur le peso mexicain les mois

Sources des pressions concurrentielles sur les monnaies asiatiques									
	Corée	Inde	Thaï- lande	Malaysia	Singa- pour	Indo- nésie	Philip- pines	Chine	Taiwan
Inde	38								
Thaïlande	63	44							
Malaysia	66	23	58						
Singapour	53	17	46	56					
Indonésie	37	42	45	41	21				
Philippines	69	38	67	71	51	42			
Chine	55	53	62	43	33	47	55		
Taiwan	69	30	68	58	60	32	60	54	
Hong-Kong	52	41	55	45	40	30	56	63	53

La similarité dans la composition par produits des exportations des pays d'Asie vers les États-Unis, le Japon et l'Union européenne est mesurée par l'indice de Finger, à partir d'une nomenclature CTCI à deux chiffres des exportations totales (X_*).

Pour deux pays i et j , l'indice de Finger est donné par la formule suivante:

$$100 \sum_{k=1}^{64} \min \left[(X_{ik}^i / X_*^i), (X_{jk}^j / X_*^j) \right], \text{ où } 64 \text{ représente le nombre de secteurs.}$$

L'indice varie entre 0 (aucune similarité) et 100 (même composition des exportations).

Sources: F. M. Finger et M. E. Kreinin, «A measure of export similarity and its possible uses», *The Economic Journal*, vol. 89, pp. 905–12; OCDE; calculs BRI.

Tableau VI.2

suivants et les attaques spéculatives sur le real brésilien, qui ont abouti à sa mise en flottement en janvier 1999, attestent que les monnaies des marchés émergents demeurent vulnérables. En outre, les statistiques sur leurs volumes d'échanges de ces dernières années font état d'une activité toujours faible (graphique VI.7), voire, comme en Indonésie et en Malaysia, moindre qu'en 1995. Cela reflète le renversement des flux de capitaux destinés aux marchés émergents (chapitre VII) et, depuis août 1998, la recherche généralisée de la qualité et de la liquidité (chapitre V) déclenchée par la crise russe.

L'activité reste faible

Le graphique VI.7 illustre deux types de relations entre niveau d'activité et volatilité. Selon un schéma courant sur les marchés des actions, la volatilité accrue des changes en Afrique du Sud, en 1998, s'est accompagnée d'une augmentation des volumes traités. En revanche, les pays qui ont connu de graves turbulences, tels que l'Indonésie en 1997 et au début de 1998 ou la Russie à l'été de 1998, présentent une corrélation négative entre volatilité et activité. En Russie, par exemple, les transactions ont progressé à un rythme très rapide entre 1995 et 1997, avant de cesser pratiquement lors de l'effondrement du rouble, situation qui a sans doute été aggravée par des modifications structurelles sur les changes.

Marchés intra-européens

Les marchés des changes européens ont été caractérisés en 1998 par la perspective d'un lancement sans heurts de l'union monétaire et une remarquable stabilité face aux perturbations des marchés mondiaux des capitaux. Au premier semestre, alors que taux directeurs et rendements obligataires convergeaient en Europe, les cours intra-européens sont demeurés stables et le volume de transactions a baissé. Selon l'enquête menée par les banques centrales en 1998, la part des échanges mark allemand/franc français sur les marchés au comptant,

La perspective de l'UEM joue un rôle stabilisateur

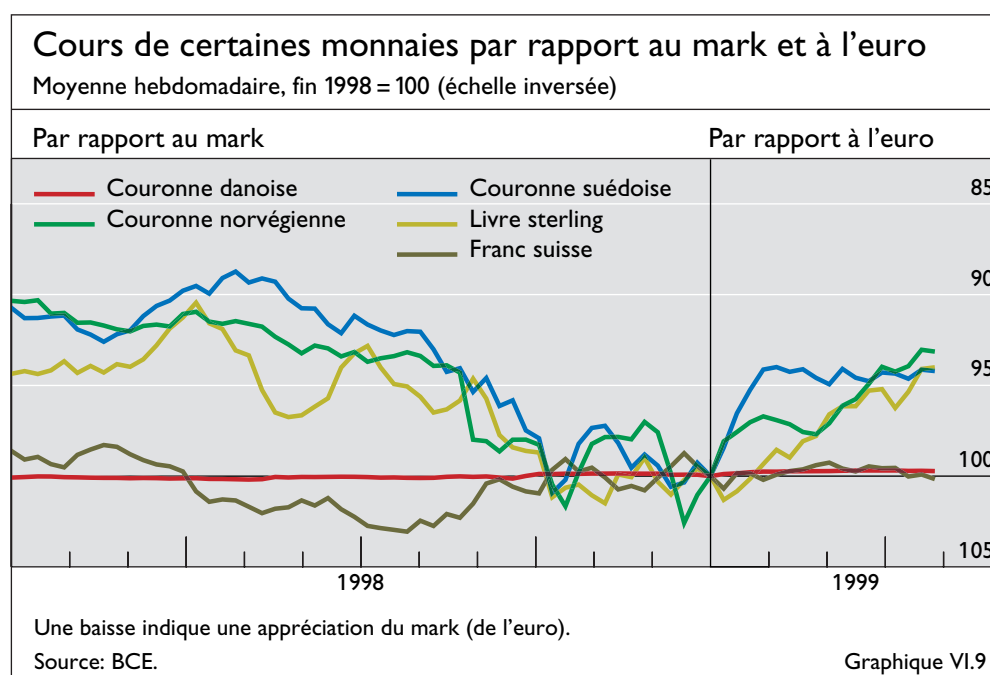
à terme et d'options sur devises a fortement diminué entre 1995 et 1998. La tendance s'est accélérée après l'annonce, le 3 mai, de la liste des monnaies participant à l'UEM et de la procédure de détermination des taux de conversion.

Lors de la recherche généralisée de la qualité et de la liquidité déclenchée par la crise russe, les marchés des changes de la future zone euro sont demeurés remarquablement calmes. Les mois suivants, la volatilité par rapport au mark des monnaies antérieures à l'euro a été modérée et les taux courts ont convergé en fin d'année (chapitre IV), démontrant l'effet stabilisateur de l'approche de l'union monétaire. En revanche, certaines monnaies européennes extérieures à la future zone euro ont été soumises à des pressions entre fin août et octobre 1998. Les réactions différentes du mark finlandais, d'une part, des couronnes norvégienne et suédoise, d'autre part, montrent que la perspective d'adhésion à l'union monétaire a joué un rôle stabilisateur. Le mark finlandais n'a pas varié face au mark allemand, alors que la volatilité de la couronne suédoise a triplé entre août et octobre, du fait de son affaiblissement contre la monnaie allemande (graphique VI.9). Pour ce qui est de la couronne norvégienne, la dépréciation a été aggravée par la baisse persistante des prix du pétrole, de sorte que les autorités monétaires ont été contraintes de relever fortement les taux directeurs en août, puis d'abandonner leur objectif de change.

La faiblesse de la couronne suédoise par rapport au mark allemand pendant la majeure partie de 1998 traduit également le ralentissement de l'économie, qui a conduit les autorités à plusieurs réductions de taux. Au quatrième trimestre, la couronne s'est stabilisée face au mark et l'écart de rendement entre obligations suédoises et allemandes a diminué, les opérateurs anticipant une entrée plus rapide de la Suède dans l'UEM.

La livre sterling et le franc suisse suivent l'euro ...

Le comportement de deux grandes monnaies européennes n'appartenant pas à la zone euro – livre sterling et franc suisse – a également été guidé par des facteurs conjoncturels et par les mesures de politique monétaire



correspondantes. L'affaiblissement de la livre face au mark durant les trois premiers trimestres de 1998 peut ainsi s'expliquer par un changement des anticipations concernant les taux d'intérêt au Royaume-Uni, les données récentes indiquant un ralentissement de la croissance. Cette réorientation, qui apparaît nettement dans les taux d'intérêt futurs implicites (graphique VI.2), a été confirmée par le repli progressif des taux courts britanniques entre octobre 1998 et avril 1999. Vis-à-vis de l'euro, la livre a évolué à l'intérieur d'une étroite fourchette, s'appréciant peu à peu de £0,71 à £0,66 entre janvier et avril 1999. Cette hausse, à un moment où l'euro cédait du terrain par rapport au dollar, ne fait que reproduire l'évolution de la monnaie britannique face au mark et au dollar depuis le début des années 90.

Le franc suisse, conformément au schéma déjà observé dans le passé, s'est déprécié à l'égard du mark lorsque celui-ci s'est affaibli, au premier semestre de 1998, et apprécié quand la monnaie allemande a refait ses pertes face au dollar les six mois suivants. Vis-à-vis de l'euro, le franc suisse a légèrement baissé entre janvier et avril 1999, alors que l'euro fléchissait par rapport au dollar, ses fluctuations envers la nouvelle monnaie européenne reproduisant celles qu'il avait connues autrefois face au mark. Le désir des autorités suisses de conserver cette relation s'est manifesté par le fait qu'elles ont réduit leurs taux en même temps que la BCE, le 8 avril 1999.

... comme ils
suivaient précé-
demment le mark

Conséquences de l'instauration de l'euro

Durant les premiers mois qui ont suivi l'instauration de l'euro, l'attention s'est concentrée sur son évolution à court terme et notamment sur sa dépréciation face au dollar. Toutefois, l'avènement de la monnaie unique pourrait entraîner des modifications structurelles sur les changes. Ces modifications, qu'il est difficile de situer dans le temps, sont liées à son rôle futur en tant que monnaie de transaction, de réserve, de placement et d'ancrage. L'euro représente une zone économique correspondant à 16% du PIB mondial et à 30% du commerce mondial, parts comparables à celles des États-Unis, mais on ignore encore s'il parviendra à prendre la même importance que la monnaie américaine.

L'euro est susceptible de jouer un rôle majeur en tant que monnaie véhiculaire. Le volume de transactions d'une monnaie sur les changes sert souvent à mesurer son importance à cet égard. D'après les données de l'enquête triennale de 1998, le dollar conserve de loin la première place (tableau VI.3). Compte tenu de la part d'activité qui a disparu avec l'avènement de l'UEM, on estime qu'il intervient dans 94% des opérations au comptant et à terme. Selon des estimations reposant sur les transactions en devises de la zone euro effectuées en 1998, la monnaie unique, au début de l'UEM, était utilisée dans environ 50% des opérations de change. À long terme, cette part augmentera probablement, plus ou moins cependant, selon le rôle de l'euro en tant que monnaie de réserve, de placement et d'ancrage.

L'importance de
l'euro dépendra de
son rôle en tant
que monnaie de
transaction ...

Il est d'ores et déjà certain que l'instauration de l'euro a entraîné une contraction des opérations de change. Selon l'enquête de 1998, les transactions entre monnaies UEM sont revenues de 13% du total en 1995 à moins de 6% en 1998. Il convient de noter que la disparition de ce compartiment important n'a

Marchés des changes et Union économique et monétaire						
	Volume de transactions ¹ en 1995			Volume de transactions ¹ en 1998		
	Total	contre dollar EU	contre monnaies UEM ²	Total	contre dollar EU	contre monnaies UEM ²
	en milliards de dollars EU					
Dollar EU	1 313,4	–		1 741,0	–	
Monnaies UEM ²	869,8	551,4	201,1 ³	968,4	709,1	125,1 ³
Mark allemand	583,8	364,9	106,1	602,7	413,1	62,4
Franc français	127,2	72,5	51,7	102,6	82,6	17,1
Écu	36,2	25,2	10,9	28,2	22,7	5,6
Yen	371,4	329,9		407,2	363,3	
Livre sterling	139,7	102,8		211,9	159,4	
Franc suisse	116,3	85,7		138,8	108,7	
Total	1 571,8	1 313,4		1 981,6	1 741,0	

Chiffres en italique: estimations.

¹ Moyenne journalière, corrigée des doubles comptages entre opérateurs locaux. Comme le volume est indiqué chaque fois qu'une monnaie apparaît dans l'un des volets d'une transaction, les opérations sont enregistrées deux fois. Pour en tenir compte, le total (qui comprend également les autres monnaies et les montants non attribués) est divisé par deux. ² L'enquête ne fournit de décomposition que pour le mark, le franc français, la livre sterling, l'Écu et la somme de toutes les autres monnaies du SME. Pour obtenir une estimation du volume des monnaies UEM, la somme de ces autres monnaies est désagrégée sur la base des chiffres des échanges en monnaie locale, selon la méthodologie utilisée dans le tableau V.5 du 67^e Rapport annuel. ³ Avant le début de l'UEM, les opérations de change entre monnaies des futurs membres s'effectuaient parfois par le truchement du dollar EU. Par conséquent, l'estimation de l'importance actuelle de l'euro, du dollar et du yen, obtenue par soustraction du volume des transactions intra-UEM en 1998, conduit à surévaluer la part de l'euro, sous-évaluer celle du yen et évaluer correctement celle du dollar.

Sources: *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity* (1995, 1998); calculs BRI.

Tableau VI.3

pas été compensée par un accroissement de l'activité sur les monnaies des marchés émergents, comme on l'avait pensé. Les échanges sur ces monnaies ont en fait baissé entre 1997 et 1998.

... de réserve ...

Pour évaluer le poids de l'euro en tant que monnaie de réserve, il est nécessaire de dissocier son évolution à court terme de ses perspectives à long terme. Ces dernières années, la proportion des réserves officielles mondiales investies en instruments libellés en dollars est demeurée assez stable, autour de 70% (tableau VI.4). Le mark et le yen occupaient une place beaucoup plus réduite, non loin de 11% et 5% respectivement fin 1998. La perte d'influence des autres monnaies européennes, Écu compris, explique largement la baisse des réserves hors dollar en 1998. Globalement, les monnaies de l'UEM représentaient environ 15% des réserves mondiales à cette date; du fait de la disparition des réserves en monnaies des pays de la zone euro, la part du dollar aura sans doute un peu augmenté. À long terme, le poids de l'euro dans les réserves mondiales par rapport à la somme des monnaies constituantes dépendra des stratégies de gestion des réserves adoptées par les banques centrales. Son rôle comme point d'ancrage doit aussi être pris en compte si les pays dont la monnaie lui est rattachée choisissent de détenir leurs réserves dans cette devise. Les politiques de change des marchés émergents peuvent revêtir à cet égard une importance particulière en raison du niveau élevé de leurs réserves.

Réserves officielles en devises					
	1995	1996	1997	1998	Encours à fin 1998
en milliards de dollars EU					
Variation, à cours de change courants					
Total	198,5	172,3	52,7	63,8	1 636,1
Pays industriels	79,3	69,6	-12,0	- 0,5	690,4
Asie ¹	49,4	64,2	8,8	61,9	562,9
Amérique latine ²	21,4	24,0	10,8	- 8,4	132,7
Europe orientale ³	34,6	-2,6	5,1	4,8	73,3
Autres pays	13,8	17,1	40,0	6,0	176,8
Variation, à cours de change constants ⁴					
Total	180,8	200,3	111,4	28,8	1 636,1
En dollars	142,5	162,1	78,3	25,7	1 144,6
Avoirs aux États-Unis ⁵	106,0	128,0	22,1	- 7,2	727,3
Dépôts bancaires hors des États-Unis ⁶	-15,4	19,2	- 4,4	- 4,8	117,0
Non attribué	51,9	14,9	60,5	38,3	300,9
En autres monnaies	38,3	38,2	33,1	3,1	491,5
dont dépôts bancaires ⁶	7,6	8,0	17,2	-22,9	111,7

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. Le montant résiduel a été attribué sur la base des réserves connues. ⁵ À l'exclusion des paiements anticipés d'achats de matériel militaire par l'étranger et de la valeur courante des obligations à coupon zéro émises pour les gouvernements argentin, mexicain et vénézuélien en garantie de leurs obligations Brady. ⁶ Dépôts des institutions monétaires officielles auprès des banques déclarantes BRI.

Sources: FMI; données nationales; BRI.

Tableau VI.4

Dans le contexte d'une forte augmentation des flux transfrontières d'obligations et actions (tableau VI.5), l'euro peut jouer un rôle notable en tant que monnaie de placement. Au premier trimestre de 1999, on a enregistré d'importantes émissions obligataires dans cette monnaie. Comme l'indiquait le 67^e Rapport annuel, la réaction des gestionnaires de passifs et d'actifs à l'instauration de l'euro sera déterminante pour son évolution. Nul doute qu'il

... de placement ...

Opérations transfrontières sur obligations et actions*												
	1975	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
en % du PIB												
États-Unis	4	9	35	89	96	107	129	131	135	159	213	230
Japon	2	8	62	119	92	72	78	60	65	79	96	91
Allemagne	5	7	33	57	55	85	170	158	172	200	257	334
France	n.d.	5	21	54	79	122	187	197	187	258	314	415
Italie	1	1	4	27	60	92	192	207	253	470	677	640
Canada	3	9	27	65	83	114	153	206	187	251	355	331

* Achats et ventes, en termes bruts, entre résidents et non-résidents.

Sources: données nationales de balance des paiements.

Tableau VI.5

Rôle du dollar, du mark et du yen comme monnaies d'ancrage

	Part (en % du total) des opérations en monnaie locale contre ¹			Élasticité du cours de change ²		Part (en % du total) des opérations en monnaie locale contre ¹			Élasticité du cours de change ²
	\$EU	DM	Yen			\$EU	DM	Yen	
Asie					Europe orientale				
Corée: won	97,3	0,5	1,5	0,29	Hongrie: forint	71,5	25,4	0	0,45
Inde: roupie	90,0	2,9	1,0	0,09	Pologne: zloty	78,9	19,8	n.d.	0,33
Taiwan: dollar ³	90,5	1,3	4,4	0,24	Rép. tchèque: couronne ⁴	42,8	53,5	3,6 ⁵	0,75
Thaïlande: baht	96,7	0,3	1,9	0,33	Slovaquie: couronne	85,0	11,9	3,2 ⁵	0,63
Amérique latine					Autres monnaies				
Brésil: real	85-90 ⁶	n.d.	n.d.	0,55	Afrique du Sud: rand	95,0	1,8	3,2	0,11
Colombie: peso	100,0	0	0	-0,08	Arabie Saoudite: riyal	98,1	0,2	0,1	0
Mexique: peso	n.d.	n.d.	n.d.	-0,96	Israël: nouveau shekel	89,2	n.d.	n.d.	0,28
Pérou: nouveau sol	100,0	0	0	0,03	Turquie: livre	100,0	0	0	0,68

¹ Rapport des transactions locales en monnaie du pays considéré contre dollar/mark/yen au total des transactions locales dans cette monnaie (juillet 1998). ² Élasticité du cours de change: un des coefficients de la régression $X_t = \alpha + \beta (DM/\$)_t + \gamma (yen/\$)_t + u_t$, où X_t représente le cours vis-à-vis du dollar. Toutes les variables sont exprimées sous forme de variations en %. Régression sur données mensuelles (période 01.1993-12.1998). Les valeurs sont des élasticités par rapport au cours yen/dollar pour les monnaies asiatiques et par rapport au cours mark/dollar pour les autres monnaies. Une élasticité proche de zéro indique une forte corrélation avec le dollar. ³ Avril 1998. ⁴ Octobre 1997. ⁵ Chiffres incluant d'autres monnaies. ⁶ Estimation.

Sources: banques centrales; Datastream; FMI; calculs BRI.

Tableau VI.6

profitera de l'intégration croissante des marchés des obligations publiques et privées en Europe. La segmentation qui subsiste sur certains de ces marchés, par suite notamment des différences dans les réglementations, régimes fiscaux et pratiques de place des divers pays, montre qu'il faudra aussi du temps avant que l'euro n'ait une influence sur les portefeuilles privés.

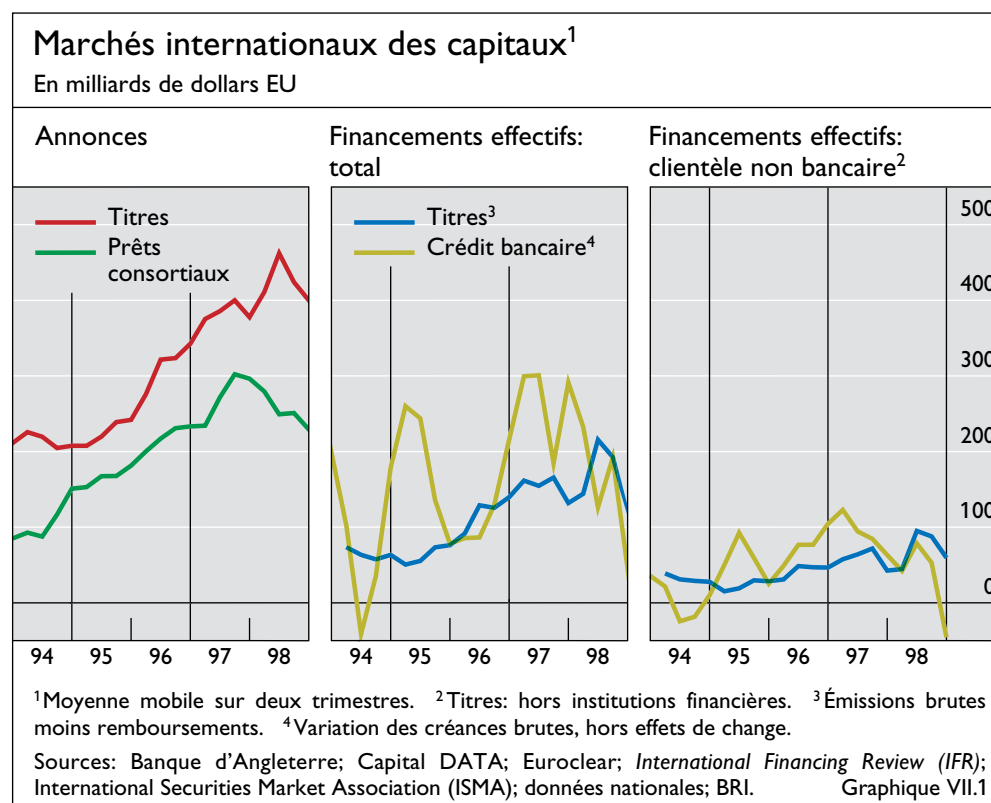
... et d'ancrage

L'euro en tant que monnaie d'ancrage reprendra sans doute le rôle joué par le mark jusqu'à la fin de 1998. L'examen des corrélations des cours de change avec le dollar, le mark et le yen semble indiquer que la monnaie américaine est prépondérante en Asie, en Amérique latine et dans d'autres régions (tableau VI.6). La ventilation par monnaie des volumes échangés conduit à la même conclusion. En 1998, le rôle du mark comme monnaie d'ancrage se réduisait à l'Europe, ce qui laisse penser que celui de l'euro, dans le futur proche, pourrait également se limiter à cette région et à la zone d'influence du franc français. Au début de 1999, la livre sterling, le franc suisse, la couronne suédoise et la plupart des monnaies d'Europe orientale réagissaient aux fluctuations du cours euro/dollar à peu près de la même façon qu'auparavant aux variations mark/dollar. En moyenne, chaque fois que l'euro perdait 1% face au dollar, le franc suisse cédait environ 1,1%. La couronne suédoise suivait moins étroitement l'euro, ne répercutant généralement que quelque 0,7% de ses mouvements vis-à-vis du dollar, et la livre autour de 0,5%. La couronne tchèque présentait un comportement semblable à celui de la couronne suédoise, tandis que le zloty partageait en moyenne moins d'un tiers des fluctuations de l'euro contre dollar. Le forint, quant à lui, évoluait davantage dans le sillage de l'euro que dans celui du mark.

VII. Marchés internationaux des capitaux

Faits saillants

Le moratoire sur la dette russe annoncé en août 1998 a marqué un tournant pour les marchés internationaux des capitaux. Certes, les tensions récurrentes depuis le déclenchement de la crise asiatique, en juillet 1997, avaient déjà eu un effet notable sur les conditions de marché. Jusqu'à l'été 1998, toutefois, les forces expansionnistes sont généralement demeurées assez puissantes pour contrebalancer la montée des préoccupations au sujet du risque de crédit. Les principaux éléments moteurs ont été la recherche de meilleurs rendements dans un environnement monétaire bien orienté, la diversification internationale des portefeuilles (ces deux aspects étant assez voisins), la vague de fusions-acquisitions dans le monde industriel et l'apparition progressive d'un marché des capitaux paneuropéen. La décision inattendue de la Russie a entraîné une sérieuse perte de confiance, aggravée en septembre par les révélations sur l'ampleur des positions détenues par Long-Term Capital Management (LTCM). Les conditions ont été brutalement durcies pour les emprunteurs, hormis les signatures de première qualité, les nouveaux financements par prêts bancaires et titres se sont fortement réduits et le négoce sur le marché secondaire a chuté pour tous les instruments à risque. Même si l'abaissement des taux officiels a procuré quelque calme et



Financements nets sur les marchés internationaux (estimations) ¹							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Encours à fin 1998
	en milliards de dollars EU						
Créances externes des banques déclarantes ²	316,4	274,9	680,1	532,7	1 142,6	331,0	9 665,4
Créances internes en devises	-0,9	0,2	-36,0	71,4	42,1	12,1	1 382,8
<i>moins: dépôts interbancaires</i>	115,5	85,1	314,1	184,1	719,8	228,1	5 563,2
A = Prêts bancaires nets ³	200,0	190,0	330,0	420,0	465,0	115,0	5 485,0
B = Instruments nets du marché monétaire	-6,2	3,3	17,4	41,1	19,8	7,4	194,5
Émissions d'obligations et euro-effets	..	504,1	536,8	859,6	1 014,0	1 167,8	
<i>moins: amortissements et rachats</i>	..	253,8	291,0	363,4	460,5	497,5	
C = Obligations et euro-effets nets	194,9	250,3	245,8	496,2	553,5	670,3	4 121,6
D = A + B + C = Total des financements	388,7	443,6	593,1	957,3	1 038,3	792,7	9 801,1
<i>moins: duplications d'écritures⁴</i>	113,7	38,6	48,1	197,3	163,3	227,7	1 456,1
E = Financements internationaux nets	275,0	405,0	545,0	760,0	875,0	565,0	8 345,0

¹ Prêts bancaires et euro-effets (placements): variation d'encours, hors effets de change; obligations: flux. ² Créances déclarées par les banques situées dans les pays du G 10 plus Autriche, Danemark, Espagne, Finlande, Irlande, Luxembourg, Norvège, Antilles néerlandaises, Bahamas, Bahreïn, îles Caïmans, Hong-Kong et Singapour ainsi que par les succursales des banques américaines au Panama. ³ Hors duplications d'écritures dues aux dépôts interbancaires (estimations). ⁴ Titres de dette souscrits ou émis par les banques déclarantes et déjà pris en compte dans les créances bancaires sur les non-résidents.
Sources: Banque d'Angleterre; Capital DATA; Euroclear; IFR; ISMA; BRI.

Tableau VII.1

revigoré les marchés primaires et secondaires, les préoccupations concernant la solidité du système financier mondial n'ont pas disparu.

Dans ces conditions, et malgré les lourdes pertes de gros intervenants, l'interbancaire semble avoir assez bien résisté aux dénouements massifs de positions à effet de levier et au brusque repli des investisseurs vers les actifs sûrs et liquides. Parallèlement, les financements sur le marché international des titres ont continué d'être favorisés par des influences à long terme, les emprunteurs bien notés intensifiant même leurs émissions dans un contexte d'âpre concurrence entre souscripteurs. Les marchés dérivés, enfin, ont à nouveau permis la révision des positions et stratégies existantes. La solidité des marchés ne doit cependant pas occulter le fait que les opérateurs comme les autorités ont été surpris par l'ampleur du retournement, ce qui a révélé de graves lacunes dans les systèmes de gestion des risques, la surveillance réglementaire et la transparence.

Marché bancaire

Dans le secteur des prêts consortiaux, même si les fusions et acquisitions en Amérique du Nord et en Europe ont maintenu l'activité à un niveau relativement élevé en 1998, les annonces ont baissé de 16% (à \$957 milliards). Les montages en faveur des marchés émergents ont diminué de près de moitié (à \$68 milliards), chute qui s'est poursuivie au premier trimestre de 1999. La crise asiatique qui avait éclaté à la mi-1997 avait déjà créé un climat beaucoup moins favorable aux emprunteurs. Le retrait opéré par les groupes bancaires du Japon et d'autres pays d'Asie a encore durci les conditions de prêt. En ce sens, le moratoire russe n'a fait qu'inciter davantage les banques à réexaminer leurs engagements et

Le moratoire
russe ...

leurs méthodes de gestion des risques. La présence accrue des investisseurs institutionnels et des banques d'affaires ainsi que l'intensification des transactions sur le marché secondaire ont amplifié la convergence avec la tarification pratiquée sur le marché international des titres. Dans le même temps, l'utilisation croissante des dérivés de crédit a quelque peu facilité l'ajustement rapide des expositions, bien que la crise financière mondiale ait mis en évidence certaines carences dans ce domaine (section Marchés dérivés).

La dégradation de l'environnement financier au cours de l'année 1998 ressort plus nettement des statistiques bancaires internationales détaillées de la BRI, qui portent sur les prêts effectifs et non sur les annonces. Celles-ci montrent que les banques ont réduit (d'un montant record) leurs engagements envers les économies émergentes d'Asie au premier trimestre, puis à l'égard d'autres régions du monde en développement. Au troisième trimestre, au plus fort de la crise russe, le retrait des banques a touché le monde industriel. On a constaté, en particulier, une brusque diminution des prêts aux agents non bancaires des centres financiers abritant les fonds spéculatifs. Parallèlement, les banques déclarantes ont vendu des titres qui avaient souvent servi antérieurement à garantir les financements. Bien que le désengagement vis-à-vis des économies émergentes se soit ralenti au dernier trimestre, le dénouement d'opérations à effet de levier et la recherche de la sécurité ont alors atteint un point culminant, ce qui s'est traduit par un recul du crédit bancaire international. Dans le même

... accentue le désengagement des banques à l'égard du monde en développement ...

... et provoque un recul du crédit ...

Activité bancaire internationale ¹							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Encours à fin 1998
	en milliards de dollars EU						
A = Créances sur les pays hors zone	11,6	36,6	120,8	141,4	98,6	-29,6	1 200,7
B = Créances intrazonales	251,4	228,3	506,5	446,2	1 095,0	394,4	9 630,5
1) Créances sur le secteur non bancaire	122,7	-49,3	189,5	302,2	242,4	69,9	2 935,1
2) Utilisation pour prêts internes	13,3	192,5	2,9	-40,1	132,8	96,4	1 132,3
3) Dépôts interbancaires	115,5	85,1	314,1	184,1	719,8	228,1	5 563,2
C = Non attribué	52,5	10,1	16,8	16,4	-8,8	-21,7	216,9
D = A + B + C = Prêts bancaires bruts	315,5	275,1	644,1	604,1	1 184,8	343,1	11 048,2
E = D - B 3) = Prêts bancaires nets	200,0	190,0	330,0	420,0	465,0	115,0	5 485,0
A = Engagements envers les pays hors zone	-14,8	74,6	96,4	101,8	77,2	-13,2	1 047,9
B = Engagements intrazonales	112,5	539,2	338,5	325,0	950,1	337,6	8 728,1
1) Engagements envers le secteur non bancaire	86,2	132,8	116,7	225,7	202,8	44,0	2 053,7
2) Apport de fonds internes	85,6	-64,4	18,9	-31,7	-3,1	24,4	1 318,2
3) Dépôts interbancaires	-59,3	470,9	202,9	131,0	750,4	269,2	5 356,2
C = Non attribué	43,0	47,1	98,0	124,1	188,1	59,8	1 065,1
D = A + B + C = Engagements bancaires bruts	140,7	660,9	532,9	551,0	1 215,4	384,2	10 841,2
Pour mémoire: crédits consortiaux ²	279,4	477,1	697,7	900,9	1 136,3	957,3	

¹ Variation d'encours, hors effets de change. ² Facilités annoncées.
Sources: Capital DATA; BRI.

Tableau VII.2

temps, les déposants non bancaires ont affiché une préférence marquée pour les établissements qui leur semblaient moins exposés à la tourmente financière.

Des facteurs d'expansion ont masqué pendant quelque temps l'effet négatif de cette évolution sur les flux bancaires internationaux. Le premier est la mise en place graduelle de l'UEM, qui a agi comme catalyseur dans l'augmentation des opérations transfrontières en Europe. Le deuxième tient au rôle actif des banques sur le marché des titres: leur désengagement massif sur certains types d'instruments durant l'année a bien montré l'importance de leurs opérations pour compte propre dans l'activité globale. Un soutien supplémentaire est venu du recyclage des liquidités par l'interbancaire. Ces éléments, conjugués au développement mondial de plusieurs groupes bancaires européens, ont également compensé le retrait des établissements japonais et l'effet indirect de la tourmente sur les banques ayant ou paraissant avoir des liens avec les pays les plus endettés ou des institutions à effet de levier.

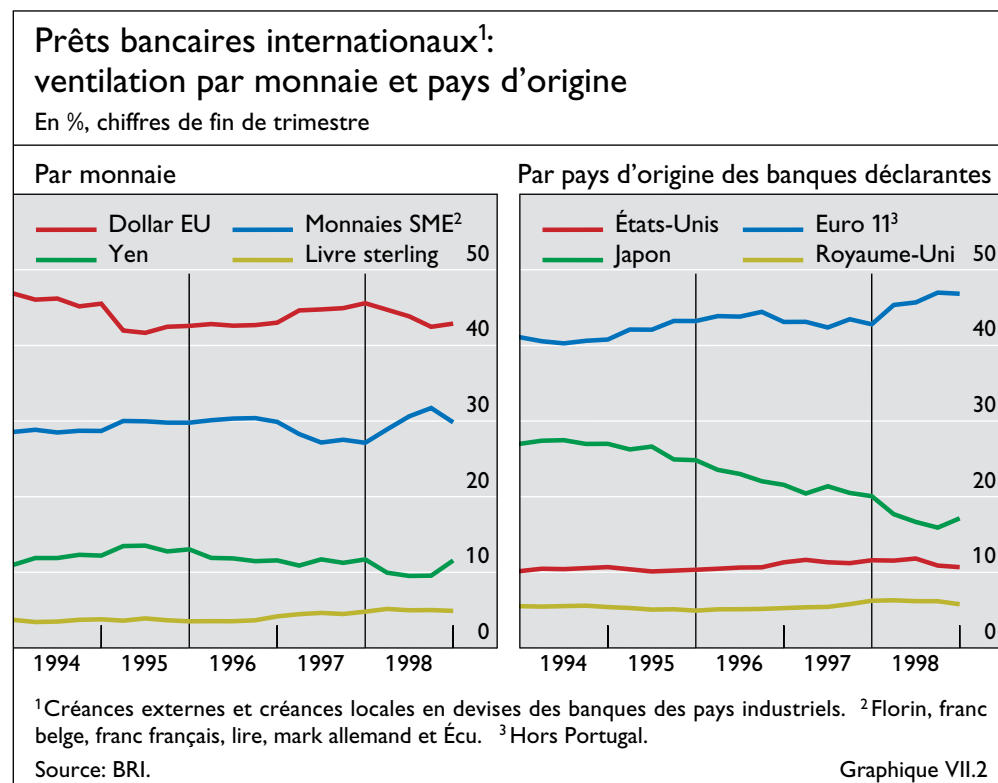
Activité intrazone

Au premier semestre de 1998, l'activité était déjà fortement concentrée sur les emprunteurs situés en Europe, en Amérique du Nord et dans les centres des Caraïbes, aux dépens du Japon et de la plupart des économies émergentes. Cette configuration a contribué à atténuer l'élargissement des primes de risque au sein de la zone (voir note 2 du tableau VII.1 pour sa composition), exception faite du Japon; elle a pu aussi faciliter indirectement le financement des opérations à effet de levier. Il faut souligner à cet égard l'importante accumulation dans les portefeuilles des banques, pendant cette période, de titres émis par les signatures de pays développés, même si l'étendue des stratégies mises en œuvre sur

... quand l'effet
des facteurs
d'expansion
s'estompe

La vive activité
intrazone au
premier
semestre ...

... facilite les
opérations à
effet de levier ...



Créances des banques sur les pays hors zone*								
	1996	1997	1998					Encours à fin 1998
	Année	Année	Année	T1	T2	T3	T4	
	en milliards de dollars EU							
Ensemble	141,4	98,6	-29,6	- 5,0	- 4,5	-25,7	5,6	1 200,7
Pays développés	22,8	25,2	30,8	9,5	2,3	8,8	10,2	248,2
Europe orientale	10,8	18,5	- 0,5	6,3	4,6	-10,4	-1,0	108,8
Russie	6,8	9,8	- 6,3	3,3	2,7	-10,7	-1,6	54,7
Pays en développement	107,9	54,9	-59,9	-20,8	-11,4	-24,1	-3,6	843,7
Amérique latine	28,5	34,1	0,7	12,7	2,0	- 8,0	-6,1	309,0
Argentine	5,4	7,3	- 0,3	1,5	- 0,2	1,2	-2,8	46,5
Brésil	16,7	10,7	- 3,9	8,1	0,6	- 8,0	-4,5	98,2
Mexique	0,1	2,3	1,5	1,3	- 0,3	- 0,9	1,4	76,3
Moyen-Orient	-0,1	10,5	23,3	- 0,8	6,2	7,5	10,5	106,6
Afrique	-0,4	2,6	- 1,1	0,8	- 1,7	- 0,2	0,0	58,7
Asie	79,8	7,6	-82,8	-33,5	-18,0	-23,4	-7,9	369,3
Chine	13,5	11,4	- 8,3	0,3	- 3,3	- 6,3	1,0	82,7
Corée	26,6	- 4,3	-30,1	-16,4	- 4,2	- 4,7	-4,9	74,6
Indonésie	9,4	5,7	-12,7	- 5,0	- 4,0	- 2,1	-1,6	50,5
Thaïlande	9,5	-17,5	-24,0	- 8,5	- 5,3	- 4,8	-5,4	56,6

* Variation d'encours, hors effets de change.

Source: BRI.

Tableau VII.3

Tableau VII.3

ces instruments n'est apparue que lors de leur dénouement. Le brusque retournement de l'offre de crédit au cours de l'été a surtout affecté les transactions avec le secteur non bancaire de la zone. Le mouvement, qui ne concernait alors que les États-Unis et certains centres des Caraïbes (où sont domiciliés plusieurs fonds spéculatifs), s'est transformé en fuite généralisée au quatrième trimestre, abaissant de 9% en taux annualisé le volume des crédits aux agents non bancaires de la zone.

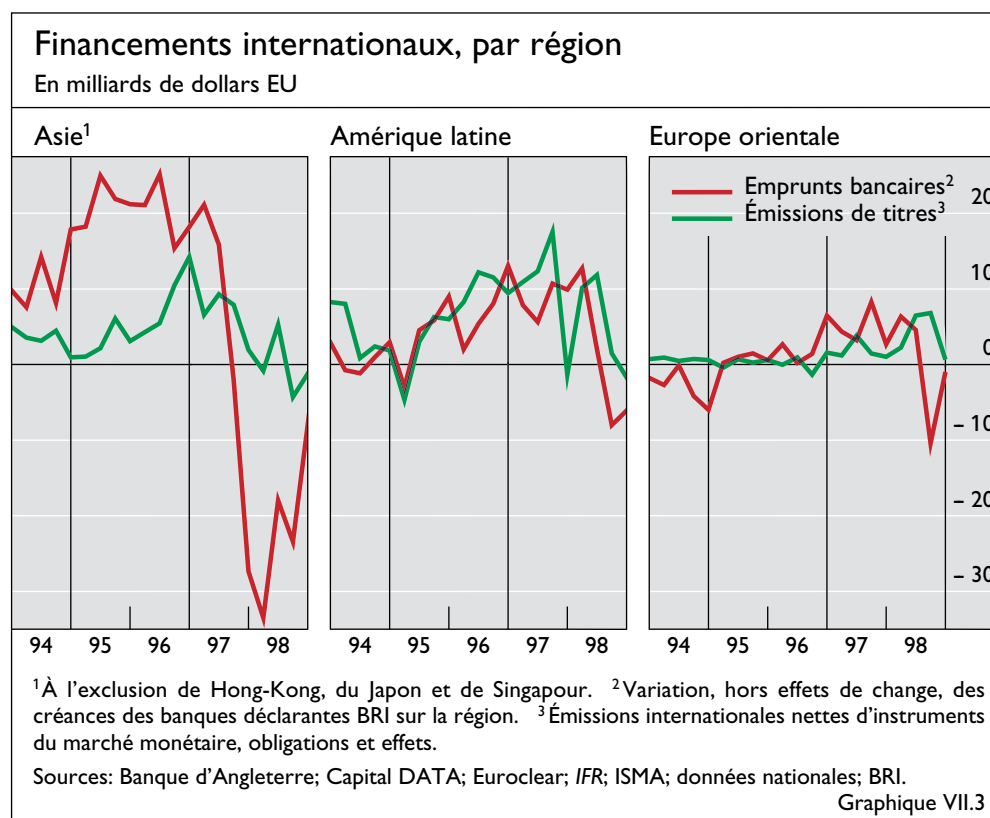
... accentuant ainsi
le retournement
ultérieur ...

Au passif, les apports des investisseurs non bancaires de la zone ont suffi jusqu'à l'été à compenser les prélèvements des marchés émergents. Des signes de tensions se sont manifestés au troisième trimestre, quand ces déposants ont préféré confier leurs fonds à un nombre restreint de groupes bancaires. Le déséquilibre est devenu particulièrement évident au trimestre suivant, lorsque les agents non bancaires de la zone se sont retirés massivement et globalement (-22% sur une base annuelle). Cette évolution aide à comprendre la raréfaction du crédit, en octobre, qui a eu un tel retentissement. Rétrospectivement, il apparaît que la quasi-interruption de l'intermédiation internationale durant cette période était due autant à la réduction de la capacité des banques à collecter des ressources qu'à leur réticence à accorder des crédits. Cela explique les injections de liquidités effectuées par les autorités monétaires des principaux pays, qui ont empêché des répercussions systémiques plus graves.

... encore
amplifié par la
forte contraction
des dépôts

Activité avec les pays hors zone

Les flux de crédits vers les économies émergentes et en transition se sont brutalement inversés en 1998 (-\$60 milliards, contre +\$73 milliards en 1997),



Le désengagement
en Asie ...

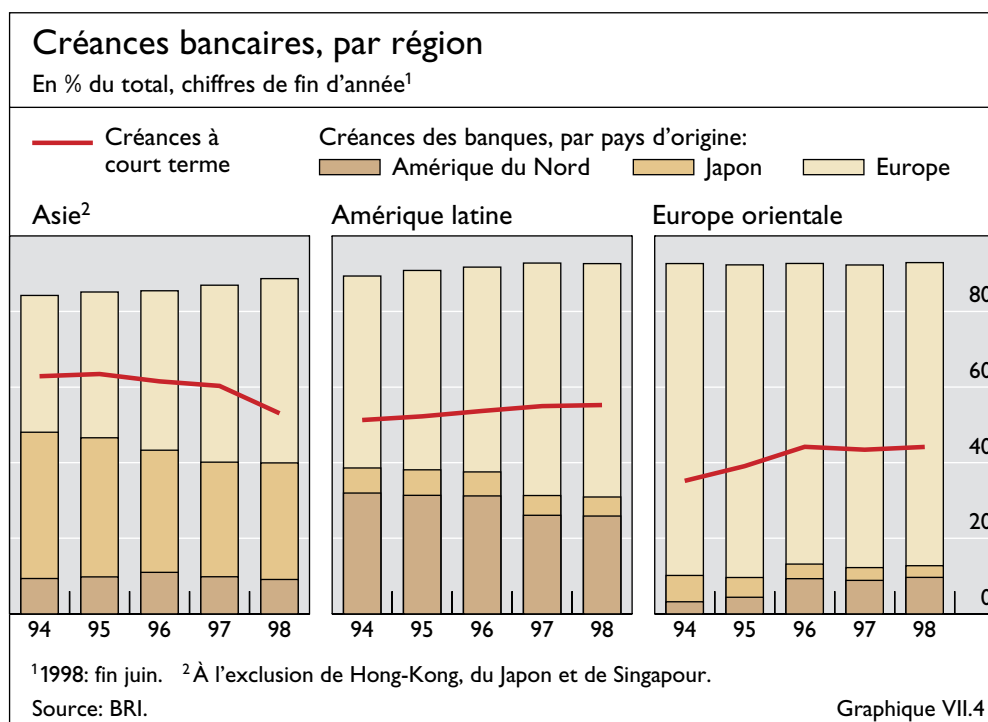
... s'étend au
cours de l'été ...

... pour toucher
la Chine ...

... et le Brésil

avec cependant des différences prononcées entre régions, selon la date et l'ampleur du phénomène. En Asie, la crise apparue à l'été de 1997 a atteint son maximum au premier trimestre, quand les banques déclarantes ont fortement réduit leur exposition en Corée, Indonésie, Malaysia et Thaïlande. Une amélioration des conditions de marché, surtout pour la Corée, s'est avérée éphémère, les emprunteurs des économies émergentes étant les premières victimes du repli vers la sécurité après l'annonce du moratoire russe. Les banques déclarantes ont continué de diminuer leur exposition envers ce groupe, mais elles se sont aussi retirées de Chine, à cause des incertitudes croissantes concernant la situation financière des sociétés de développement local et la viabilité du cours de change (chapitre III). Le désengagement généralisé des banques de toutes nationalités et la proportion élevée de la dette à court terme dans le total des concours à l'Asie (60% en moyenne fin 1997) ont aggravé les perturbations subies par les économies de la région.

Au-delà de l'Asie, la contagion a été contenue pendant quelque temps, mais des signes de resserrement du crédit sont progressivement apparus dans d'autres économies émergentes. En Amérique latine, l'année a été marquée par le revirement des crédits au Brésil entre le premier et le second semestre. Au début de 1998, en effet, le niveau record des taux d'intérêt internes et une nouvelle réglementation avaient entraîné un afflux de capitaux bancaires. Ce mouvement a toutefois été suivi de sorties encore plus importantes, quand la situation en Russie a amené une réévaluation radicale des concours au Brésil. L'impact de la crise russe, le dénouement de positions à effet de levier après le quasi-effondrement de LTCM et la suggestion d'une participation accrue du secteur privé au plan de soutien préventif du FMI ont probablement incité les créanciers



à se retirer, avant même la dévaluation du real au début de 1999. Fait intéressant, le désengagement a été moins marqué dans les autres pays du continent, l'Argentine conservant un accès au marché bancaire international pendant une bonne partie du troisième trimestre et le Mexique levant des fonds au quatrième, avec des marges toutefois plus élevées.

Le fait que l'Amérique latine a été épargnée, au premier semestre de 1998, par la crise asiatique est analysé au chapitre III. L'accès de l'Argentine et du Mexique aux marchés internationaux par la suite, même à des conditions plus strictes, indique une différenciation accrue du risque-pays parmi les investisseurs. Toutefois, d'autres facteurs fondamentaux peuvent avoir accentué cette tendance. Premièrement, l'hypothèse implicite selon laquelle les pays de la région étaient protégés par un filet de sécurité international a encouragé les banques à exploiter les écarts de taux d'intérêt, permettant ainsi une stabilisation des primes de risque (dernière section du chapitre). Deuxièmement, les établissements d'Europe et d'Amérique du Nord tenaient à renforcer leur présence en Amérique latine et à nouer des liens avec des systèmes bancaires locaux paraissant avoir atteint un stade de restructuration assez avancé. Troisièmement, à l'exception du Brésil, le poids de la dette bancaire arrivant à échéance en 1998 était beaucoup plus faible qu'en Asie. Ce fait a atténué les pressions sur le financement externe, du moins dans l'immédiat, d'autant que les besoins des pays pouvaient être parfois satisfaits par le marché international des titres.

En ce qui concerne l'Europe orientale, les statistiques bancaires internationales de la BRI montrent que les concours à la Russie se sont poursuivis jusqu'au moratoire. On a attribué cette attitude des créanciers à leur confiance dans la capacité du pays à assurer le service de ses engagements ou, dans le cas contraire, à obtenir un soutien financier international. Le moratoire a été suivi d'une chute de la valeur en dollars des créances bancaires sur la Russie, surtout

La contagion affecte moins les autres pays ...

... signe d'une différenciation accrue du risque-pays ...

... malgré le choc venu de Russie

à cause de la dépréciation considérable des titres concernés. Ce facteur explique, à lui seul, la baisse des créances des banques déclarantes sur l'ensemble de la région au second semestre. Les autres économies d'Europe orientale n'ont pas souffert d'une raréfaction notable du crédit bancaire pendant cette période, grâce peut-être à un climat économique plus favorable et au resserrement de leurs liens avec les pays de l'UE.

Dans le même temps, malgré l'effet conjugué de la contagion et de la chute des prix du pétrole, les concours bancaires internationaux n'ont pas cessé d'affluer au Moyen-Orient. L'Arabie Saoudite et les Émirats arabes unis, en particulier, ont continué de profiter de leur excellente réputation de solvabilité pour recourir massivement au marché bancaire.

Marchés des titres

Volume record
des émissions ...

Malgré la hausse tendancielle des remboursements et le tarissement de l'activité sur instruments monétaires, les émissions nettes de titres internationaux ont atteint un nouveau record en 1998 (\$678 milliards). Les conditions d'émission ont beaucoup varié en cours d'année. Le dynamisme du premier trimestre était dû à

Titres internationaux: émissions nettes ¹							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Encours à fin 1998
	en milliards de dollars EU						
Total	188,7	253,6	263,1	537,3	573,3	677,7	4 316,1
Instruments du marché monétaire ²	- 6,2	3,3	17,4	41,1	19,8	7,4	194,5
Obligations et euro-effets ²	194,9	250,3	245,8	496,2	553,5	670,3	4 121,6
Pays développés	114,8	205,5	228,4	411,0	449,0	570,2	3 506,2
Europe ³	147,7	167,1	159,8	243,2	257,9	279,6	2 029,2
Japon	-52,1	-5,9	-2,9	16,3	-0,4	-19,8	318,1
États-Unis	- 4,0	22,9	56,3	131,8	176,9	282,6	845,0
Canada	19,2	16,6	8,7	8,8	10,1	21,5	207,4
Places franches	10,2	7,2	1,7	16,3	14,5	11,6	61,0
Autres pays	27,6	32,5	22,1	88,2	89,2	40,9	377,5
Institutions internationales	36,2	8,5	11,0	21,8	20,6	55,1	371,3
Dollar EU	28,6	66,5	69,0	261,7	332,0	411,1	1 971,9
Yen	29,3	86,0	81,3	85,3	34,6	-29,3	487,5
Monnaies de la zone euro	82,6	80,2	84,3	135,8	139,0	220,3	1 173,8
Autres monnaies	48,3	20,9	28,5	54,4	67,8	75,5	682,9
Secteur financier ⁴	51,4	136,1	167,9	346,9	360,0	368,3	2 022,6
Secteur public ⁵	130,7	103,1	73,3	118,5	89,0	182,1	1 273,2
Entreprises	6,6	14,4	22,0	71,9	124,3	127,2	1 020,0
Pour mémoire:							
Annonces (obligations et euro-effets)	534,6	492,5	534,5	861,1	1 010,9	1 172,7	

¹ Obligations: flux; instruments du marché monétaire et euro-effets: variation d'encours, hors effets de change. ² Hors effets émis par les non-résidents sur le marché domestique. ³ Hors Europe orientale. ⁴ Banques commerciales et autres institutions financières. ⁵ Gouvernements, organismes publics et institutions internationales.

Sources: Banque d'Angleterre; Capital DATA; Euroclear; IFR; ISMA; BRI.

Tableau VII.4

des opérations différées, au dernier trimestre de 1997, en raison de l'aggravation de la crise asiatique et de l'orientation monétaire plus accommodante qui a suivi. Le climat s'est dégradé en août, quand le moratoire russe a fermé l'accès au marché, sauf pour les signatures de première qualité. Une série de baisses des taux directeurs a ramené un certain calme et permis une reprise, bien que les inquiétudes suscitées par les risques de crédit et de liquidité aient nettement favorisé les débiteurs les plus solvables, aux dépens des marchés émergents. Les chiffres du premier trimestre de 1999 montrent que ces derniers ont retrouvé l'accès au marché peu de temps après la dévaluation de janvier au Brésil (généralement anticipée). Selon les indicateurs de marché, toutefois, la réévaluation des risques à l'échelle mondiale en octobre 1998 aurait exercé une influence plus durable sur les primes pour risques de crédit et de liquidité, qui restent supérieures à leur moyenne sur longue période.

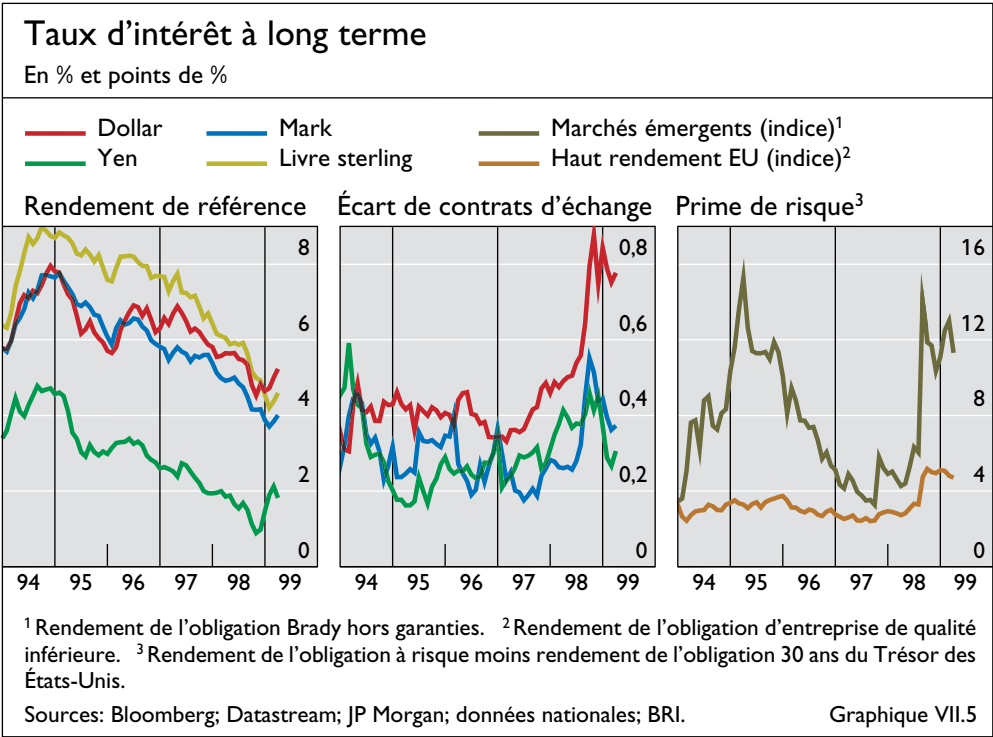
Néanmoins, le marché a bien résisté aux turbulences. Si l'accroissement du nombre d'investisseurs et d'émetteurs et la multiplication des produits proposés ont soutenu l'activité, trois autres influences à long terme, notamment, ont joué un rôle important. Premièrement, la restructuration des secteurs industriel et financier s'est traduite par une vague d'émissions liées à des acquisitions. Deuxièmement, l'amélioration de la situation budgétaire dans le monde industriel (Japon excepté) a ouvert un créneau à une vaste gamme de signatures de première qualité. Troisièmement, la mise en place, alors imminente, de la monnaie unique européenne a donné une impulsion aux flux transfrontières, et les investisseurs désireux d'établir des références en Écus/euros se sont détournés de certains marchés nationaux.

L'accroissement de la volatilité a accentué la concentration parmi les intermédiaires. Les chefs de file des États-Unis ont conservé la première place, obtenant de grosses émissions en dollars d'organismes supranationaux ou du

... montrant la résistance du marché ...

... dans un contexte de restructurations ...

... d'ajustement à l'euro ...



... et de concurrence intense entre souscripteurs

secteur public, grâce à la solidité de leur bilan. En Europe, les courtiers ont misé sur leur capacité de placement de titres en monnaies européennes et sur l'arrivée de l'euro pour renforcer leurs parts de marché. En revanche, le tassement des opérations japonaises et des montages en yens a encore fait régresser les intermédiaires nippons. Dans le même temps, l'intensification de la concurrence a rogné les marges de souscription, amenant des groupes bancaires à réviser à la baisse leurs ambitions mondiales.

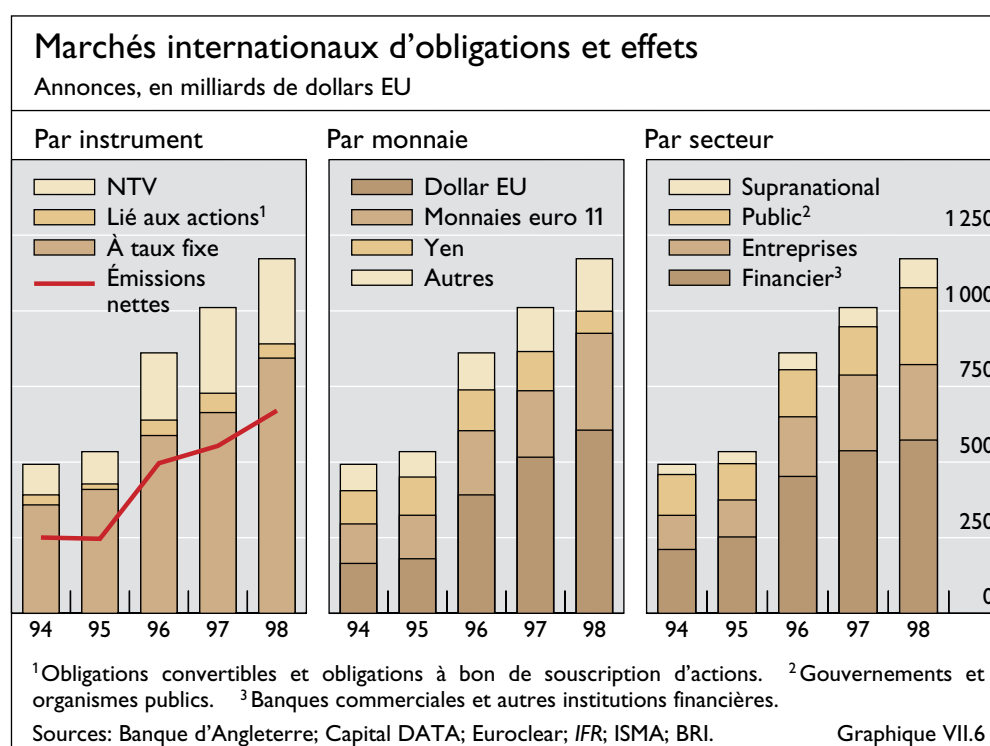
Catégorie et pays d'origine des émetteurs

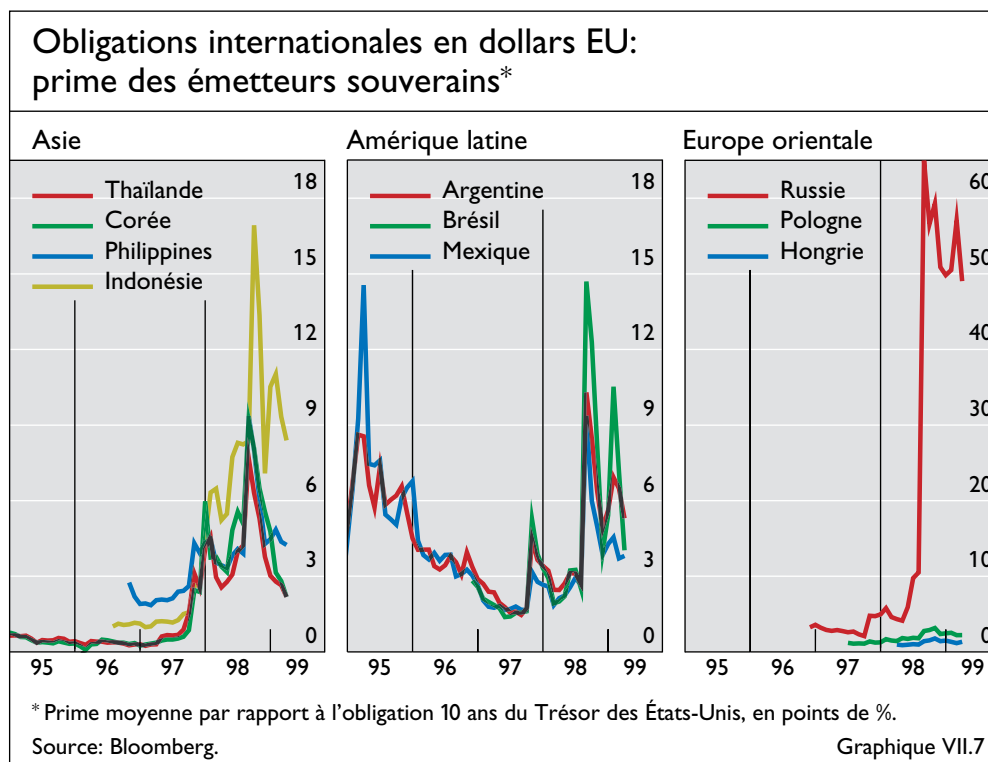
Repli des investisseurs sur les titres liquides ...

Les turbulences financières ont diversement affecté l'accès des catégories d'emprunteurs au marché international des titres. La forte demande des investisseurs pour les instruments liquides les mieux notés a encouragé les entités du secteur public du monde industriel et les organismes supranationaux à accroître leurs émissions (de 59% et 44% respectivement par rapport à l'année précédente). Cela s'est traduit par une nette augmentation du volume moyen des emprunts, ceux supérieurs à \$1 milliard représentant 27% du total (contre 10% en 1997). Les institutions financières ont continué d'assurer l'essentiel des transactions (54%), malgré les préoccupations suscitées par l'importance de leurs créances sur les marchés émergents et sur les fonds à effet de levier. Les agents privés non financiers ont pâti de la préférence des investisseurs pour les grosses émissions de référence ainsi que des doutes concernant leur solidité.

... des meilleures signatures des États-Unis et d'Allemagne ...

Les signatures des États-Unis et d'Allemagne se sont montrées particulièrement présentes, avec respectivement 26% et 13% du total des émissions brutes. Si les organismes semi-publics de financement des États-Unis ont profité de l'offre réduite de papier du Trésor américain pour créer de grandes références internationales, les banques allemandes de premier rang ont poursuivi





activement la diversification de leurs ressources par des émissions en marks d'un volume exceptionnel. Par contre, les financements bruts destinés aux emprunteurs japonais ont fortement baissé, les émetteurs bancaires étant confrontés à une élévation des primes de risque et les entreprises se tournant vers le marché national des obligations. Dans le même temps, les emprunteurs des marchés émergents ont subi de plein fouet les effets de la recherche de la sécurité par les investisseurs. Ainsi, les émissions brutes de ces signatures ont diminué de 36% (à \$95 milliards) par rapport au record de 1997. Après avoir bénéficié de la préférence des investisseurs au premier semestre, les émetteurs d'Amérique latine et d'Europe orientale n'ont plus eu accès au marché à la suite du moratoire russe; quelques emprunteurs souverains ont réussi, malgré tout, à lancer d'importantes émissions, mais avec des marges beaucoup plus élevées et des échéances raccourcies. Par ailleurs, certaines opérations ont été assorties d'incitations afin de faciliter leur placement.

... aux dépens des
emprunteurs des
marchés émergents

Catégories d'instruments et ventilation par monnaie

Le financement par *instruments du marché monétaire* (europapier commercial – EPC – et autres effets à court terme) s'est encore ralenti en 1998. Cette baisse est due en partie à la crise dans les marchés émergents, mais surtout aux remboursements effectués par un petit groupe d'emprunteurs souverains européens et d'institutions financières japonaises. Le contraste a été très marqué entre cette atonie et l'expansion vigoureuse du marché du papier commercial aux États-Unis. Si le dollar est resté de loin la monnaie la plus utilisée dans le marché de l'EPC, un certain nombre de gouvernements d'Europe se sont positionnés dans la perspective d'un marché européen ample et liquide, en annonçant de nouvelles facilités en euros.

Baisse des
émissions d'effets
à court terme ...

... mais hausse
des notes à taux
fixe sous l'effet de
la demande de
liquidité

Dans les *compartiments à long terme*, l'augmentation des émissions brutes de *notes à taux fixe* a plus que compensé la baisse des notes à taux variable et des titres liés aux actions. Si la volatilité des rendements obligataires et des taux des contrats d'échange au second semestre a souvent freiné le lancement d'effets à taux fixe, la préférence des investisseurs pour la liquidité et le désir des emprunteurs de réaliser de grosses opérations de référence avant la mise en place de l'UEM ont globalement soutenu ce segment. La persistance de larges écarts des taux d'échange sur certaines des principales monnaies (dollar et livre sterling notamment) a aussi compensé, pour les meilleures signatures, des marges d'émissions moins attrayantes. Toutefois, face à la faible demande de structures complexes, les organismes supranationaux et les grands émetteurs du secteur public ont utilisé diverses caractéristiques de rehaussement de la liquidité, comme la fongibilité des titres entre tranches et l'engagement de rachat.

Émissions de NTV
freinées par le
risque de crédit

Bien que l'évolution des taux d'intérêt mondiaux et la volatilité des cours des actifs aient aiguisé l'appétit des investisseurs pour les instruments défensifs, les larges écarts des taux sur contrats d'échange ont desservi les *notes à taux variable*. La crise financière mondiale a également fait naître des doutes sur la solvabilité des institutions financières, principaux acteurs de ce segment. Le volume des *émissions liées aux actions* a beaucoup diminué, après une année exceptionnellement dynamique. Les résultats médiocres des marchés boursiers au Japon ont pratiquement exclu les sociétés de ce pays d'un compartiment où elles tenaient naguère la première place. La situation a été différente en Europe, où la restructuration industrielle et l'importance croissante accordée à la valeur pour l'actionnaire ont continué d'inciter les entreprises à réduire leurs participations croisées par émissions échangeables fiscalement rentables (qui permettent d'échanger la dette d'une société contre les actions d'une autre). Il faut remarquer cependant que l'atonie des émissions traditionnelles sous-estime l'ampleur de l'activité, un nombre grandissant de positions ayant été synthétisées à partir de dérivés sur actions. Le marché primaire des *actions internationales* s'est montré nettement plus dynamique, avec un volume record d'émissions (\$125 milliards) lancées pour la plupart par des entreprises de télécommunications européennes et japonaises récemment privatisées.

Influences
contradictoires sur
les émissions liées
aux actions ...

... et sur les titres
à haut rendement

Certains développements montrent la diversité des influences qui se sont exercées sur le marché international des titres. Ainsi, on a constaté au premier semestre que les investisseurs étaient mieux disposés à l'égard de la dette des entreprises, comme en témoigne l'expansion des émissions européennes de titres à haut rendement; celles-ci se sont presque interrompues par la suite, sous l'effet de la recherche de la qualité. Dans le même temps, les *titres adossés à des actifs* ont bénéficié de la demande d'instruments de premier ordre, malgré une hiérarchisation du crédit et des préoccupations concernant la liquidité et la solidité financière de ces dispositifs. Ces facteurs n'ont pas empêché le développement de la titrisation dans certains pays européens, illustré par le lancement des premières émissions hypothécaires en Italie et en Suisse. Parallèlement, les pressions poussant les banques européennes à améliorer leur rentabilité et l'efficacité de leurs fonds propres les ont aussi incitées à transférer le risque de crédit inhérent à leur portefeuille de prêts aux entreprises au moyen d'émissions d'obligations garanties par ces prêts (souvent avec l'appoint

de dérivés de crédit). Toutefois, le développement du marché européen des titres adossés à des actifs reste entravé par la grande diversité des réglementations et des conventions ainsi que par l'existence de circuits de financement concurrents (comme les titres hypothécaires garantis par l'État).

Les opérations en dollars EU ont continué de représenter environ la moitié des émissions brutes de titres internationaux. La recherche de la qualité et de la liquidité a favorisé les instruments des agences paragouvernementales et structures de titrisation des États-Unis (notamment les obligations planétaires, placées généralement dans ce pays). Toutefois, l'avènement imminent de l'euro a fait augmenter la part des monnaies de la zone (de 19% à 24%) et de l'Écu/euro (de 1% à 6%). La livre sterling a également connu un vif regain d'activité, dû en partie à des possibilités de contrats d'échange attrayantes. En revanche, des facteurs techniques et des problèmes de liquidité ont affecté, au profit du mark, les monnaies européennes moins importantes. Les opérations en euro-yens ont été gênées par le coût élevé des émissions pour les entités japonaises, l'absence d'opportunités lucratives d'échanges de taux entre devises et le développement rapide du marché intérieur des obligations d'entreprises. Enfin, l'effet des turbulences dans les marchés émergents sur les émissions en devises à haut rendement a été partiellement compensé par la reprise dans certains pays d'Asie et l'utilisation de nouvelles monnaies.

Prédominance
des émissions
en dollars EU ...

... malgré l'envolée
des opérations liées
à l'euro ...

... et recul du
rôle du yen

Marchés dérivés

L'activité a été stimulée en 1998 par les fluctuations des anticipations de taux d'intérêt et de cours de change, les nouveaux sommets atteints par les marchés des actions et le dénouement rapide des positions à effet de levier au deuxième semestre. Les marchés organisés ont fait preuve d'un dynamisme exceptionnel au troisième trimestre, les investisseurs se dégageant des actifs à risque pour se

Essor des
dérivés ...

... au troisième
trimestre surtout ...

Marchés de certains instruments financiers dérivés						
	Encours notionnel en fin d'année					
	1993	1994	1995	1996	1997	1998
	en milliards de dollars EU					
Marchés organisés	7 771,2	8 862,9	9 188,6	9 879,6	12 202,2	13 549,2
Contrats à terme de taux d'intérêt	4 958,8	5 777,6	5 863,4	5 931,2	7 489,2	7 702,2
Options de taux d'intérêt	2 362,4	2 623,6	2 741,8	3 277,8	3 639,9	4 602,8
Contrats à terme de devises	34,7	40,1	38,3	50,3	51,9	38,1
Options de change	75,6	55,6	43,5	46,5	33,2	18,7
Contrats à terme sur indices boursiers	110,0	127,7	172,4	195,9	211,5	321,0
Options sur indices boursiers	229,7	238,4	329,3	378,0	776,5	866,5
Gré à gré ¹	8 474,6	11 303,2	17 712,6	25 453,1	29 035,0	50 997,0
Échanges de taux d'intérêt	6 177,3	8 815,6	12 810,7	19 170,9	22 291,3	..
Échanges de devises ²	899,6	914,8	1 197,4	1 559,6	1 823,6	..
Options de taux d'intérêt ³	1 397,6	1 572,8	3 704,5	4 722,6	4 920,1	..

¹ Données collectées par l'ISDA. ² Après correction des doubles déclarations; y compris contrats d'échanges croisés de taux d'intérêt et de devises. ³ Taux plafonds, tunnels, taux planchers et options d'échange.

Sources: Futures Industry Association; ISDA; marchés respectifs; calculs BRI.

Tableau VII.5

... les investisseurs
inversant leurs
positions

reporter sur les titres d'État les plus liquides et les mieux notés. La concurrence entre places est restée vive, notamment en Europe, où l'arrivée prochaine de l'euro et l'avancée inexorable des plateformes électroniques ont remis en cause la suprématie de centres bien établis. Les marchés organisés sont demeurés soumis, en outre, à la concurrence d'un gré à gré en pleine expansion, ce qui les a contraints d'étendre leur gamme de services pour contrebalancer le tassement de leurs activités traditionnelles. Sur le gré à gré, la forte hausse des encours au second semestre montre qu'un renversement massif des positions après le moratoire russe a largement compensé le ralentissement lié à la montée des préoccupations concernant les risques de liquidité et de contrepartie. Néanmoins, les turbulences et les pertes qu'elles ont causées ont mis en lumière les carences des systèmes de gestion des risques en période d'extrême volatilité et de tarissement de la liquidité, ce qui a incité les participants à réexaminer leurs modèles de risques et procédures de contrôle interne.

Marchés organisés

Les opérations sur
taux dominant ...

Le montant notionnel total des contrats financiers recensés par la BRI a continué de s'accroître en 1998 (de 9%, à quelque \$388 000 milliards). Les contrats de taux, qui sont demeurés, de loin, les instruments les plus négociés, ont enregistré une forte hausse (de 8%, à \$350 000 milliards environ). L'incertitude sur l'orientation de la politique monétaire en Europe et en Amérique du Nord a soutenu l'activité sur taux courts pendant une bonne partie de l'année, tandis que la recherche de titres d'État très liquides et de qualité a stimulé les échanges sur la plupart des échéances au second semestre. Une contraction a toutefois été enregistrée en fin d'année, en raison de l'effet stabilisateur de la détente des taux officiels, du retrait des investisseurs à effet de levier et de la réduction des positions à l'approche de l'UEM. Le compartiment des actions a continué de progresser à un rythme beaucoup plus rapide que les produits de taux (+16%, à quelque \$34 000 milliards), grâce à l'introduction de nouveaux indices et aux accès de pressions baissières et de volatilité qui ont poussé les investisseurs à se couvrir. En revanche, les instruments sur devises n'ont pas profité des importantes fluctuations des principaux cours de change (–17%, à \$3 500 milliards environ); outre la domination persistante du gré à gré pour la gestion du risque de change, deux explications ont été avancées: la stabilité des cours croisés européens et la réticence des investisseurs à s'engager sur les monnaies des économies émergentes.

... mais les indices
boursiers suscitent
un intérêt
croissant ...

... tandis que le
compartiment des
devises stagne

Eurex dépasse
LIFFE ...

CBOT a conservé sa prééminence mondiale (avec une hausse de 16% du nombre de contrats négociés, à 281 millions), en raison de la nette augmentation des opérations sur obligations du Trésor EU et de l'expansion des nouveaux produits sur indices boursiers. CME et CBOE, en deuxième et troisième position aux États-Unis, ont également progressé (de 13% et 11% respectivement, à 227 millions et 207 millions de contrats). En Europe, Eurex Allemagne (ex-DTB) a établi un record (+87%, à 210 millions) et supplanté LIFFE au troisième rang mondial. La recherche de la qualité, au second semestre, a propulsé son contrat à terme *Bund* à la troisième place des instruments de taux, après le *T-Bond* et les produits en eurodollars. Toutefois, la pénurie d'obligations du gouvernement allemand, lors des turbulences, a conduit les opérateurs à se préoccuper de

Contrats financiers dérivés négociés sur les marchés organisés							
	Montant notionnel						Encours notionnel à fin 1998
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	
	en milliers de milliards de dollars EU						
Contrats à terme de taux d'intérêt	177,3	271,7	266,3	253,5	274,6	294,8	7,7
sur instruments à court terme	138,9	222,1	218,2	204,8	223,2	239,9	7,3
<i>dont: eurodollar 3 mois</i>	70,2	113,6	104,1	97,1	107,2	119,3	2,9
<i>euro-yen 3 mois</i>	24,6	44,2	46,8	34,7	29,9	23,5	1,2
<i>euromark 3 mois</i>	12,9	18,5	18,4	23,9	25,3	31,4	1,2
<i>PIBOR 3 mois</i>	10,4	12,0	15,9	13,7	12,3	4,4	0,1
sur instruments à long terme	38,5	49,6	48,2	48,7	51,4	54,9	0,4
<i>dont: obligation du Trésor américain</i>	8,0	10,1	8,7	8,5	10,1	11,3	0,1
<i>emprunt de l'État japonais</i>	14,2	13,8	16,2	12,3	10,6	9,0	0,1
<i>obligation de l'État allemand</i>	5,1	8,9	9,3	12,3	14,5	19,5	0,1
<i>emprunt de l'État français</i>	3,2	4,6	3,4	3,4	3,1	2,2	0,0
Options de taux d'intérêt ¹	32,8	46,7	43,3	41,0	48,6	55,5	4,6
Contrats à terme de devises	2,8	3,3	3,3	3,0	3,5	3,1	0,0
Options de change ¹	1,4	1,4	1,0	0,9	0,7	0,4	0,0
Contrats à terme sur indices boursiers	7,1	9,4	10,6	12,9	16,4	20,8	0,3
Options sur indices boursiers ¹	6,3	8,0	9,2	10,1	13,0	13,2	0,9
Total	227,8	340,5	333,9	321,5	356,7	387,7	13,5
<i>Amérique du Nord</i>	113,1	175,9	161,1	154,2	182,7	199,5	7,3
<i>Europe</i>	61,4	83,9	87,5	100,1	114,9	134,6	4,4
<i>Asie²</i>	53,0	77,8	81,1	63,8	56,3	51,3	1,8
<i>Divers</i>	0,4	2,9	4,2	3,4	2,9	2,3	0,0

¹ Options d'achat et de vente. ² Y compris Australie et Nouvelle-Zélande.

Sources: Futures Industry Association; marchés respectifs; calculs BRI.

Tableau VII.6

Tableau VII.6

l'éventuelle étroitesse du marché sous-jacent en période de tensions. Dans le même temps, l'activité globale de LIFFE a diminué (de 7%, à 194 millions), des augmentations dans le compartiment des taux courts et sur certains instruments sur actions ayant été largement contrebalancées par une contraction dans le secteur des obligations d'État. Ainsi, son contrat *Bund* a été délaissé au profit de celui offert par le système électronique d'Eurex, moins coûteux. MATIF, pour sa part, malgré ses percées technologiques, a nettement reculé (–31%, à 52 millions) dans un contexte de faibles variations relatives des taux en Europe continentale.

Les anticipations de resserrement de la gamme des instruments de taux européens ont entraîné la création d'une multitude de contrats compatibles avec l'euro, au point que les opérateurs se sont mis à craindre que cette frénésie d'innovation ne nuise à la liquidité. Les marchés européens ont également été caractérisés par une forte augmentation des produits liés aux actions, qui ont bénéficié de plusieurs initiatives de lancement de divers indices boursiers et contrats paneuropéens ainsi que de la diminution de la valeur unitaire de certaines options. Dans le Bassin Pacifique, le négoce est demeuré généralement modéré, notamment au Japon, où, malgré quelques possibilités offertes par la

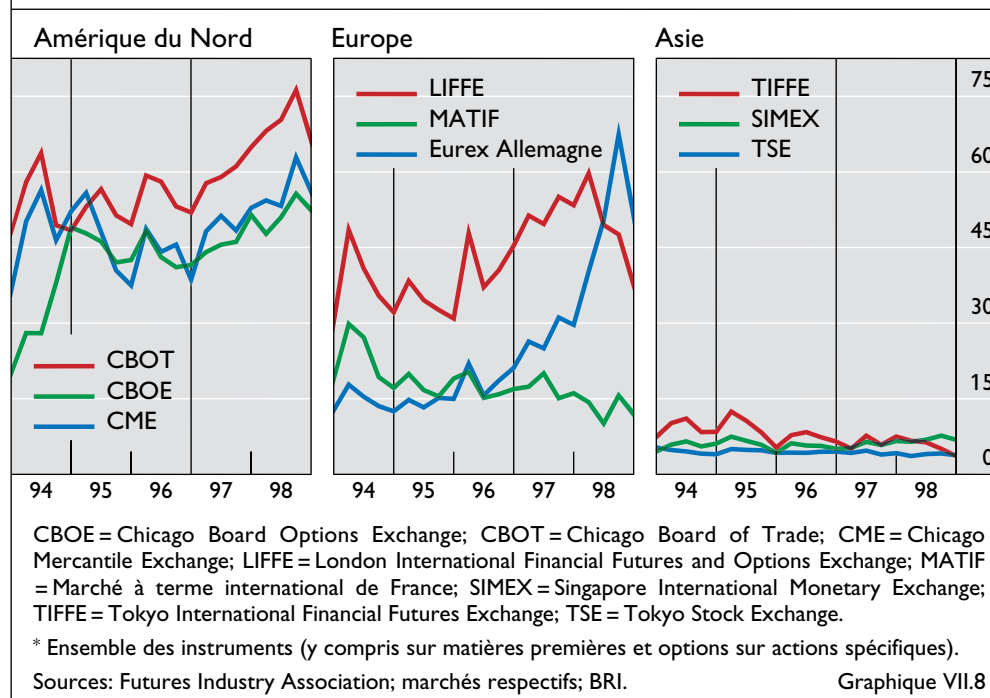
... le négoce du contrat *Bund* se déplaçant vers Francfort

Lancement de contrats compatibles avec l'euro ...

... et sur indices boursiers paneuropéens ...

Contrats dérivés: principaux marchés organisés*

En millions, chiffres trimestriels



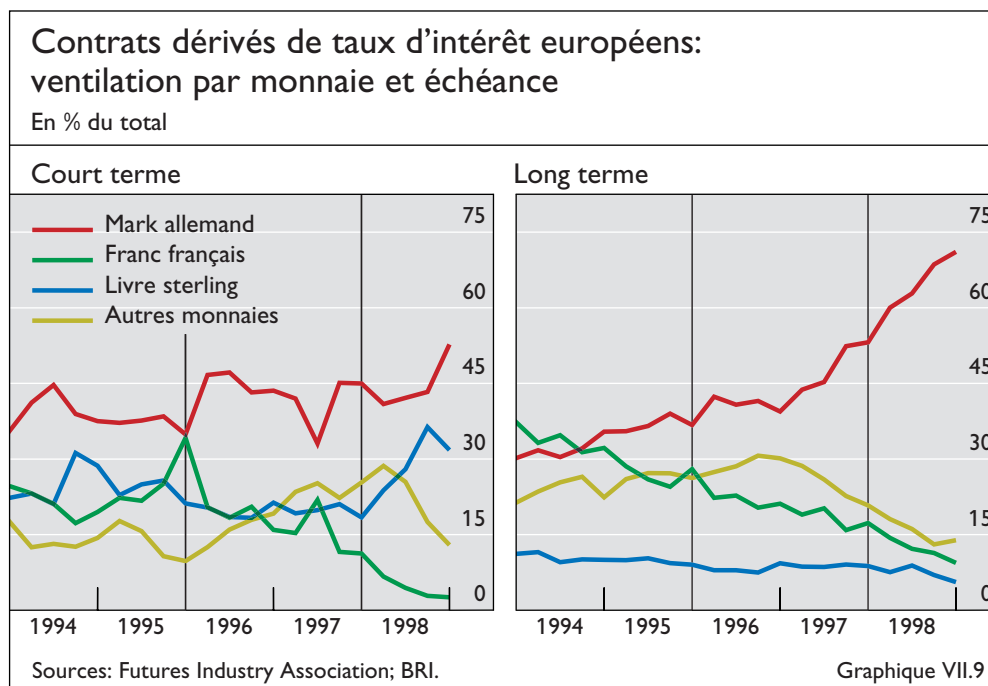
«prime japonaise», le niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt (hormis pendant une courte période en fin d'année) a limité la demande de couverture. Les autres places d'Asie ont connu une ébauche de reprise, grâce à une progression des contrats liés aux actions. Toutefois, l'activité des marchés asiatiques et des autres économies émergentes ne représente encore, en termes de valeur, qu'une faible part de celle des pays industriels.

La lutte pour les parts de marché a pris une nouvelle tournure en Europe, des places qui fonctionnaient surtout à la criée autrefois, comme LIFFE et MATIF, s'inclinant devant la progression inexorable de la négociation électronique. L'accord conclu entre Deutsche Börse (DB) et London Stock Exchange, début juillet, qui porte essentiellement sur le négoce des titres au comptant, a aussi accentué les pressions en faveur de la concentration et de la création de liens régionaux. Les marchés américains, de leur côté, élaborent, dans le cadre d'entreprises communes avec des courtiers de gros et des sociétés informatiques de services spécialisés, des dispositifs électroniques permettant le négoce conjoint des titres d'État et des dérivés connexes. Avec cette informatisation rapide, la course à la première place se joue davantage sur la maîtrise technologique que sur la capacité à élargir l'offre de contrats, au bénéfice de quelques pôles d'efficience. Il convient de noter à cet égard que les progiciels privatifs des principales places informatisées paraissent dépassés par les systèmes de nouvelle génération pouvant relier (notamment par Internet) divers dispositifs des marchés organisés et du gré à gré. L'importance croissante des plateformes informatiques couvrant plusieurs produits et segments de marché comporte de nouveaux enjeux pour les responsables de la réglementation, désireux d'assurer la solidité et la transparence de ces systèmes.

... sous l'effet de
la concurrence ...

... de la
concentration ...

... et des nouvelles
technologies



Gré à gré

Selon des données provisoires publiées par l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA), l'expansion du notionnel en contrats d'échange et produits connexes a repris, après une pause en 1997. Même si la hausse (76%) a été gonflée par l'augmentation du nombre des courtiers déclarants, elle demeure nettement supérieure, après ajustement, à celle des marchés organisés (35%, contre 9%). Ainsi, le dénouement de positions à effet de levier, au second semestre, a entraîné une importante progression des encours (puisque, contrairement à la pratique des marchés organisés, les positions existantes ne sont pas annulées par la conclusion d'un contrat inverse). Toutefois, les préoccupations liées au risque de crédit ont fortement réduit, en fin d'année, les facilités accordées aux contreparties moins bien notées, freinant l'expansion globale.

L'ISDA n'a pas communiqué de données plus détaillées, mais d'autres sources permettent de conclure que le compartiment des *produits de taux* est le plus dynamique. Confrontés à de lourdes pertes, les opérateurs pour compte propre et les fonds spéculatifs ont inversé leurs positions, grâce notamment à des échanges d'actifs et des titres structurés. En outre, l'évolution inhabituelle des taux interbancaires et rendements obligataires japonais en fin d'année a stimulé le négoce. Lorsque les taux demandés aux banques japonaises se sont tendus, les établissements occidentaux se sont mis à appliquer une rémunération négative sur les dépôts en yens, entraînant un renversement des contrats d'échange de taux dans cette monnaie et un regain d'activité sur taux planchers.

Dans le domaine des *produits sur devises*, l'appréciation assez régulière du dollar face au yen jusqu'en août a nourri l'activité sur options connexes, compensant en partie la baisse du volume des transactions intra-européennes et sur devises d'économies émergentes (chapitre VI). Par la suite, l'annulation massive des positions à effet de levier sur titres en dollars s'est accompagnée d'un mouvement parallèle sur positions courtes en yens, de sorte que la volatilité des

Le gré à gré est stimulé par des dénouements de positions ...

... dans le cadre de contrats d'échange de taux ...

... et d'options sur devises

principaux cours de change a atteint un niveau record et que l'activité s'est tarie. Le négoce s'est toutefois amélioré quelque peu dans les autres devises d'Asie, la hausse des monnaies locales et le redressement des marchés des actions ayant permis une détente progressive de la politique monétaire et un redémarrage partiel des contrats à terme.

L'attention
accordée à la
gestion du risque
de crédit ...

Dans le compartiment des *dérivés de crédit*, la crise asiatique avait déjà attiré l'attention des opérateurs sur la question du risque de crédit, mais son extension au reste du monde, au second semestre, les a soumis à des influences contradictoires. D'une part, les préoccupations liées à l'exposition des banques envers les institutions à fort effet de levier et les économies émergentes ont suscité un large intérêt pour les instruments offrant une protection contre le risque de contrepartie. D'autre part, avec la hausse marquée des primes demandées aux signatures des marchés émergents, les intermédiaires ont hésité à garantir le risque inhérent aux emprunteurs les moins bien notés. En outre, selon des sources de marché, la liquidité aurait été affectée par l'imprécision des dossiers de crédit, comme en témoignent les litiges entre contreparties dans le cadre de prêts à la Russie. Les acheteurs de couvertures ont rencontré des difficultés à se faire payer, en raison de désaccords concernant la définition de l'incident de crédit, la tarification des crédits de référence et le règlement des contrats.

... souligne les
difficultés liées aux
dérivés de crédit

Liens entre marchés et transparence

L'enquête mondiale
sur les dérivés
de gré à gré
montre ...

L'enquête triennale des banques centrales sur les marchés dérivés de gré à gré à fin juin 1998 donne un aperçu de la situation antérieure au moratoire sur la dette russe. Elle fait ressortir quatre éléments particulièrement importants, compte tenu des événements qui ont suivi. Premièrement, les montants notionnels montrent que le degré d'exposition aux fluctuations des taux d'intérêt (quatre fois celui des marchés organisés) est la principale source de risques de marché dans le domaine des dérivés. Le nominal sur produits de taux représente les deux tiers de l'encours total du gré à gré à fin juin 1998 (\$72 000 milliards environ) et 90% de celui des marchés organisés (quelque \$14 000 milliards). Il convient de noter, toutefois, que la mise au point de stratégies de négoce sophistiquées, le développement concomitant des liens entre marchés et les arbitrages réglementaires peuvent atténuer la signification des données agrégées par catégorie de risques de marché. Ainsi, le coût élevé des contrats d'échange de devises a conduit à les synthétiser, en associant contrats d'échange de taux et swaps cambistes à court terme. Les engagements comportant un risque de change ne sont donc pas correctement reflétés dans les statistiques sur les contrats d'échange de devises.

... la prédominance
des contrats de
taux ...

... dans le transfert
des risques de
marché ...

Deuxièmement, le montant notionnel des positions de taux et de devises sur le gré à gré est comparable aujourd'hui au total des encours sur les marchés du crédit bancaire et des titres. Ce montant notionnel servant généralement de base au calcul des flux de trésorerie associés aux différents contrats, il permet une comparaison approximative du transfert potentiel des risques de marché entre les marchés au comptant et des dérivés, mais ne procure pas de mesure précise des gains et pertes en résultant. Pour cela, il faut considérer la valeur de marché brute des contrats de gré à gré, qui exprime le coût de remplacement

Dérivés de gré à gré: catégories d'instruments ¹						
	Position à fin mars 1995			Position à fin juin 1998		
	Montant notionnel	Valeur de marché brute		Montant notionnel	Valeur de marché brute	
	en milliards de \$EU	en milliards de \$EU	en % du montant notionnel	en milliards de \$EU	en milliards de \$EU	en % du montant notionnel
Instruments sur devises	13 095	1 048	8,0	22 055	982	4,5
Terme sec et swaps cambistes	8 699	622	7,2	14 658	584	4,0
Contrats d'échange	1 957	346	17,7	2 324	255	11,0
Options	2 379	71	3,0	5 040	141	2,8
Autres	61	10	16,4	33	2	6,4
Instruments de taux ²	26 645	647	2,4	48 124	1 354	2,8
Terme	4 597	18	0,4	6 602	39	0,6
Contrats d'échange	18 283	562	3,1	32 942	1 186	3,6
Options	3 548	60	1,7	8 528	126	1,5
Autres	216	7	3,2	52	2	4,5
Instruments liés aux actions	579	50	8,6	1 341	201	15,0
Contrats à terme et d'échange	52	7	13,5	180	22	12,0
Options	527	43	8,2	1 161	180	15,5
Instruments sur matières premières	318	28	8,8	506	39	8,0
Or	147	10	6,8	228	9	4,4
Autres	171	18	10,5	278	30	10,9
Contrats à terme et d'échange	120	13	10,8	165	..	..
Options	51	5	9,8	113	..	..
Dérivés de crédit et divers	..	..	..	118	4	3,1
Lacunes estimées dans les déclarations	6 893	432	6,3	..	..	..
Total général	47 530	2 205	4,6	72 143	2 580	3,6
¹ Après correction des doubles déclarations. Les séries de 1995 et 1998 ne sont pas totalement comparables puisqu'elles diffèrent sur plusieurs points: mois de déclaration, base de déclaration (1995: locale, 1998: mondiale consolidée) et nombre de pays déclarants (1995: 26, 1998: 43). ² Contrats dans une seule devise. Source: BRI.						

Tableau VII.7

de l'encours de tous les contrats s'ils avaient été liquidés à la date de déclaration. Fin juin 1998, celui-ci ressortait à \$2 600 milliards environ (3,6% du montant notionnel déclaré). Toutefois, les systèmes existants de collecte des données ne sont pas en mesure de fournir cette information pour le comptant, ce qui signifie que ces valeurs ne sont pas pertinentes pour évaluer les positions longues et courtes d'un portefeuille global (en tenant compte d'éventuelles compensations entre positions).

Troisièmement, en raison de la place prépondérante des investisseurs institutionnels et à effet de levier, les intervenants non déclarants ont gagné en importance (et représentent 41% du total notionnel). Même avant la débâcle de LTCM, de multiples signes indiquaient que ces intermédiaires avaient constitué de grosses positions, afin de profiter de la divergence/convergence des rendements et de la volatilité sur divers instruments à revenu fixe. Lorsque les possibilités

... mais la diversité des instruments et stratégies ...

d'arbitrage se sont raréfiées, ces stratégies les ont conduits à accroître sans cesse leur effet de levier pour obtenir des revenus acceptables. Une stratégie alors très prisée était celle du *yen carry*, qui consiste à prendre des positions courtes sur le marché monétaire du yen et des positions longues sur des actifs plus rentables dans d'autres monnaies. Le dénouement de ces positions après le moratoire russe, en août, a entraîné d'importants remboursements en yens et accéléré apparemment la très forte appréciation de cette monnaie en septembre et début octobre (chapitre VI). Bien que très répandues, ces stratégies n'ont pu être saisies directement dans les statistiques existantes, en raison de la diversité des moyens utilisés pour atteindre le niveau souhaité d'exposition aux risques de marché et/ou de crédit. Néanmoins, la vive progression des swaps cambistes, options sur yen et contrats d'échange de taux depuis l'enquête de 1995 laisse penser que ces opérations sur le yen, d'abord limitées au comptant, ont évolué par la suite pour inclure une large gamme de dérivés.

... occulte
l'ampleur réelle du
risque de crédit ...

... comme le
montre l'épisode
LTCM

Enfin, compte tenu de l'incidence des accords de compensation sur la valeur de marché positive brute des contrats, l'exposition des institutions déclarantes au risque de crédit inhérent à leurs opérations sur dérivés de gré à gré s'établissait à quelque \$1200 milliards à fin juin 1998. Ce chiffre est très inférieur à celui du risque sur positions de bilan, mais il apparaît, rétrospectivement, qu'il sous-estime fortement le risque de crédit potentiel. L'épisode LTCM peut aider à le démontrer. LTCM, dont la stratégie consistait à exploiter les écarts de prix de nombreux actifs (chapitre V), était sans doute le plus gros utilisateur de contrats d'échange de taux de la planète. En août 1998, il en détenait un montant notionnel de \$750 milliards (sur un total de dérivés supérieur à \$1000 milliards) avec une cinquantaine de contreparties dans le monde entier, dont aucune ne connaissait le volume global des positions du fonds. Ces contrats représentaient plus de 5% du total déclaré par les courtiers vis-à-vis des autres institutions financières dans l'enquête des banques centrales. Si ses contreparties étaient intégralement couvertes, par nantissement de titres, contre le risque de crédit courant, elles n'avaient pris aucune mesure pour se protéger de hausses éventuelles du risque résultant de variations des valeurs de marché. Ce n'est que lorsque le désastre est apparu au grand jour, en septembre, qu'elles ont commencé à chercher des garanties supplémentaires. Les efforts de LTCM pour lever des fonds en cédant ses titres les plus liquides ont eu des répercussions sur les marchés du monde entier, propageant aux instruments de référence l'onde de choc partie des valeurs peu liquides de faible qualité.

Le manque de
transparence aux
niveaux micro ...

... et macro-
économique ...

Ainsi, même si la défaillance de la Russie a servi de déclencheur, la tempête de l'automne dernier s'explique d'abord par des engagements trop importants et concentrés envers des clients qui se sont révélés beaucoup plus vulnérables que prévu aux risques de marché, de crédit et de liquidité. La crise a également mis en évidence l'inadéquation des informations fournies par les investisseurs pratiquant l'effet de levier sur l'ampleur de leur exposition aux risques de marché, la nature de leurs stratégies de négociation et la validité de leurs méthodes de gestion des risques. Si les garanties remises aux opérateurs ont pu leur donner l'impression d'être protégés du risque de crédit, même les titres de première qualité les plus liquides ont été touchés, en raison du degré exceptionnellement élevé d'imbrication des positions et des intermédiaires. Cela montre que les

grands marchés des capitaux sont de plus en plus perméables aux crises qui naissent à la périphérie du système. Depuis, les établissements de crédit ont commencé à réexaminer les hypothèses qui sous-tendent leurs modèles et accordent plus d'importance aux simulations de crise et à l'analyse des données fondamentales.

Les événements ont également démontré que les cadres statistiques existants ne permettaient pas véritablement une évaluation exhaustive et cohérente des positions mondiales. Cela tient, certes, aux différences de mesure des risques de marché et de crédit d'un compartiment à l'autre, mais aussi aux liens complexes entre des marchés apparemment indépendants, résultant soit de la prise de positions opposées, soit du recours au nantissement. Des efforts sont entrepris pour accroître la transparence, tant au niveau de chaque institution qu'au niveau macroéconomique (chapitre Activités de la Banque). Ils visent notamment à renforcer les normes de communication financière et à mettre au point des systèmes de déclaration pouvant produire des mesures utiles de la vulnérabilité des marchés. Il convient de ne pas sous-estimer les défis théoriques et pratiques de cette tâche. En attendant la résolution de ces problèmes, il faut s'en tenir aux sources de données actuelles et prendre en compte leurs lacunes dans les processus de décision.

... souligne
la nécessité
d'améliorer
les méthodes
d'identification
des risques

VIII. Conclusion: ombres et lumière

Face aux problèmes économiques actuels, il n'existe pas de solution miracle. Alors qu'on aurait pensé pouvoir distinguer facilement les politiques tournées vers la stabilité macroéconomique de celles qui œuvrent pour la stabilité financière, la réalité n'est pas aussi simple. Un manque de stabilité dans un domaine crée généralement de l'instabilité dans l'autre. Il convient de rappeler que, dans de nombreux pays industriels, l'inflation relativement élevée des années 70 et 80 avait conduit les investisseurs à chercher refuge dans l'immobilier, ce qui s'était traduit par une création de crédit excessive, des créances douteuses et des banques surexposées. Plus récemment, on observe le processus inverse en Asie du Sud-Est, au Japon et au Mexique; en effet, c'est à cause de la faiblesse des banques et d'une contraction correspondante du crédit qu'il n'a pas été possible de sortir plus tôt des turbulences macroéconomiques. Ce constat comporte une sorte de défi, en ce sens que les initiatives officielles doivent être menées sur un large front pour produire une amélioration durable des niveaux de vie.

Il est également admis de plus en plus que les différentes politiques requises pour promouvoir la stabilité macroéconomique et financière présentent des caractéristiques fondamentales communes. La conduite de l'action monétaire et budgétaire exige de la transparence pour fournir un point d'ancrage aux anticipations. Mais la transparence est aussi nécessaire de la part des opérateurs des marchés financiers, si l'on veut que la discipline de marché favorise des comportements prudents. Autre trait commun des politiques menées sur ces deux fronts: elles doivent éviter de résoudre les difficultés du moment en aggravant celles du lendemain; l'aléa moral est un problème qui ne peut être ignoré. Enfin, il semble qu'on s'accorde à reconnaître dans ces deux domaines que la compréhension des mécanismes sous-jacents est imparfaite et que les résultats sont inévitablement entourés d'incertitude. Or, étant donné que même les plans les mieux conçus n'aboutissent pas toujours à ce qu'on escomptait, peut-être devrait-on mettre avant tout l'accent sur les politiques visant à éviter l'apparition de situations vraiment néfastes.

Les faits observés l'an dernier, entre août et octobre, sur les marchés des capitaux ont rappelé aux décideurs que la probabilité de mouvements extrêmes des prix des actifs peut être élevée, au moins dans le sens d'une baisse. Les interactions entre diverses formes de risques, supposés jusque-là indépendants, ont entraîné des variations de prix considérables qui ont mis en péril la solidité de certaines institutions financières, quand ce n'est pas le fonctionnement des marchés. Les graves événements survenus récemment dans plusieurs pays émergents ont clairement montré que les variables macroéconomiques peuvent également connaître des évolutions extrêmes. De même devrait-on se garder de

penser que les pays industriels avancés sont à l'abri de telles difficultés. Si la plupart des prévisionnistes s'attendent à la poursuite, voire à l'accélération, de la croissance, nombre d'incertitudes de caractère spécifique font que les prévisions actuelles comportent nécessairement une marge d'erreur importante. Comment évoluera la confiance des consommateurs au Japon lorsque la restructuration des entreprises va prendre toute son ampleur? Quels seront les effets de l'instauration de l'euro sur la concurrence et les prix en Europe ainsi que sur la structure financière par laquelle s'exerce l'action de la politique monétaire? La diffusion des nouvelles technologies fera-t-elle baisser le chômage en offrant des espaces de production supplémentaires ou l'aggravera-t-elle en supprimant des postes de travail? La restructuration bancaire en Asie sera-t-elle menée rapidement ou restera-t-elle à l'état d'ébauche? À toutes ces questions pourraient s'en ajouter bien d'autres, et il n'est guère facile d'y trouver des réponses ni d'en prévoir les implications pour les politiques à mettre en œuvre.

Rien n'indique non plus que la répartition des risques courants soit symétrique. En fait, une résurgence généralisée de l'inflation paraît moins probable qu'une poursuite de la désinflation, voire qu'une déflation. L'incertitude sape la confiance et entraîne une diminution des dépenses. Les déséquilibres œuvrent dans le même sens. Quand ils finissent par être corrigés, les gagnants n'accroissent pas nécessairement leurs dépenses alors que les perdants n'ont généralement d'autre possibilité que de réduire les leurs. En outre, les déséquilibres spécifiques évoqués dans l'Introduction du présent Rapport annuel risquent également d'avoir une incidence défavorable sur les résultats prévus. L'excédent généralisé des capacités de production pour les biens entrant dans les échanges internationaux pourrait avoir diverses implications. Il exerce déjà des pressions sur les prix dans les pays industriels avancés, même si les volumes d'exportations des pays asiatiques ne se sont pas encore pleinement ajustés aux dépréciations antérieures. Aux États-Unis, les tendances protectionnistes s'amplifient, alors même que le chômage ne cesse de battre des records à la baisse. De surcroît, l'intensification de la concurrence au niveau des prix rend les entreprises vulnérables à toute accélération notable de leurs coûts. Si les profits se trouvaient encore comprimés aux États-Unis, les répercussions sur les cours des actions pourraient être importantes, ce qui risquerait d'affecter la consommation. Enfin, les déséquilibres commerciaux records impliquent nécessairement, à un moment ou à un autre, une dépréciation du dollar et une hausse du yen et de l'euro. Si cela devait arriver avant que les économies du Japon et d'Europe continentale aient retrouvé une croissance saine, on imagine aisément les conséquences néfastes qui en résulteraient pour l'économie mondiale.

Ces préoccupations sont partagées par les responsables de la politique monétaire, comme en attestent leurs initiatives à ce jour. Les taux d'intérêt ont été fortement réduits dans l'ensemble du monde industriel et dans de nombreuses économies émergentes. La détente qui s'est produite dans les pays industriels avancés vers la fin de l'année dernière répondait aussi au désir de contribuer à atténuer les turbulences de marché par une augmentation de la liquidité. Il se peut, en outre, que l'action de la politique monétaire soit moins efficace si les prix amorcent une baisse généralisée, en raison surtout, mais pas uniquement, de l'impossibilité pour les taux d'intérêt nominaux de devenir

négatifs. Si cela était considéré comme un problème potentiel, alors les récentes réductions de taux dans certains pays pourraient correspondre également au souci de ne pas tomber dans un piège déflationniste, dont il serait sans doute difficile de sortir.

Ce serait une erreur, cependant, de conclure que, pour résoudre les problèmes économiques actuels dans le monde, il suffit de continuer à assouplir la politique monétaire. Au fond, c'est avant tout parce qu'elle a été excessivement accommodante pendant des années que nombre de ces problèmes sont apparus. Outre certains dilemmes que pose la conduite de l'action monétaire, il convient d'accorder à présent davantage d'attention aux questions, tout aussi délicates, concernant le choix du régime de change, la politique budgétaire et la réforme du marché du travail. Dans le domaine de la stabilité financière plus précisément, il importe instamment, dans beaucoup de pays, de s'attaquer à la restructuration du système bancaire et, bien souvent, du secteur des entreprises. De multiples recommandations formulées récemment doivent être mises en application pour que, une fois les systèmes financiers assainis, l'amélioration obtenue revête un caractère durable.

Politiques en faveur de la stabilité macroéconomique

La conduite de la politique monétaire est conditionnée à présent, dans presque toutes les grandes régions du globe, par un ensemble de circonstances exceptionnelles. Aux États-Unis, si les incertitudes et les choix auxquels la Réserve fédérale est confrontée sont habituels à certains égards, ils le sont moins sous d'autres aspects importants. Lorsque la politique monétaire est axée sur la stabilité des prix, il est d'usage de fonder les prévisions d'inflation sur une évaluation des capacités excédentaires dans l'économie. Ce qui est inhabituel, en revanche, c'est le degré d'incertitude qui entoure actuellement ces prévisions aux États-Unis. Les estimations des niveaux de capacités sont complètement différentes selon qu'elles sont obtenues à partir de statistiques du marché du travail ou de données de stock de capital. En outre, on ne dispose encore d'aucune indication probante confirmant ou infirmant que l'économie américaine est entrée dans une «ère nouvelle» d'expansion accrue de la productivité.

Les variations des prix des actifs ont également soumis la conduite normale de la politique monétaire américaine à des contraintes supplémentaires de plus en plus sévères. Si les perturbations financières mondiales de l'automne dernier ont contribué dans une certaine mesure à la décision d'abaisser les taux d'intérêt, la flambée antérieure des cours des actions, associée à la vive expansion du crédit, aurait pu faire penser à la nécessité d'un relèvement. On aboutit à une conclusion identique si l'on considère la reprise récente de ces cours jusqu'à des niveaux records et son incidence sur les dépenses de consommation. L'un des graves dangers pour la poursuite de l'expansion mondiale, à présent, est que l'économie américaine aille jusqu'à la surchauffe et que les craintes d'une récession ultérieure aient une incidence négative sur les marchés des actions, la richesse et les dépenses. Si le dollar venait à se déprécier en même temps, sous l'effet des sorties de capitaux et de l'ampleur du déficit commercial, une période de stagflation ne serait pas à exclure. Maintenant que les marchés internationaux des

capitaux ont retrouvé un certain calme, la nécessité d'éviter une telle conjonction d'événements devrait être un critère important à prendre en compte au moment de définir l'orientation future de la politique monétaire.

En Europe, le défi exceptionnel en 1998 a été la mise en place de l'euro. Elle a été réalisée de main de maître, comme en témoigne la stabilité des cours de change intra-européens durant toute l'année. Pour la suite, l'enjeu sera de conduire la politique monétaire dans un environnement économique non seulement nouveau, mais destiné à évoluer rapidement sous l'impact de l'avènement de l'euro. Le fait que les positions conjoncturelles et les mouvements constatés des prix des actifs présentaient d'importantes différences au début de 1999 dans de nombreux États membres pose des problèmes pour l'action des autorités. D'autres complications résultent des fluctuations de la valeur de l'euro: la question est de savoir comment les interpréter et comment y répondre. Ce qui est clair, toutefois, c'est que l'objectif de la Banque centrale européenne est la stabilité des prix et que le danger de les voir trop baisser paraît aujourd'hui au moins aussi élevé que le risque inverse. La BCE a clairement indiqué dernièrement que ses réactions aux déviations par rapport à l'objectif d'inflation seront symétriques, ce qui veut dire que les taux directeurs pourraient encore diminuer en fonction des circonstances.

Au Japon, également, la politique monétaire s'inscrit dans un contexte très inhabituel, celui d'une baisse des prix. Si l'issue est loin d'être certaine, il semble toutefois que la plupart des ingrédients soient réunis pour une poursuite des pressions déflationnistes. Le poids de l'endettement supporté par les entreprises continue d'augmenter en termes réels, freinant l'investissement. Les coûts unitaires de main-d'œuvre s'alourdissent et la restructuration va accentuer le chômage, affectant encore la confiance et les dépenses de consommation. Si aucun phénomène de report d'achats n'est encore apparu en prévision de nouvelles baisses des prix, comme cela semble être le cas en Chine, une telle éventualité est cependant envisageable.

Face à cette situation, la Banque du Japon a pratiquement ramené les taux d'intérêt à zéro, accru la liquidité du système bancaire et acquis de grandes quantités de titres du secteur privé. Pour l'instant, ces mesures ont essentiellement eu l'effet d'un «coup d'épée dans l'eau», amenant à se demander ce qui, éventuellement, pourrait encore être tenté. L'expérience du Japon montre bien les obstacles auxquels se heurte la politique monétaire lorsque les taux nominaux sont déjà très bas et les capacités excédentaires très élevées. Elle peut également fournir des indications sur les avantages, mais aussi les limites, de déclarations claires sur les objectifs des autorités.

La forte appréciation du yen au second semestre constitue un élément important pour le Japon. Elle pourrait profiter à ses concurrents en Asie, mais il est indéniable qu'elle frappera le secteur des exportations, qui est l'un des rares éléments de soutien de l'économie japonaise. Dans des circonstances plus normales, cette évolution aurait pu être contrée par une baisse des taux d'intérêt ou une intervention destinée à montrer que les taux seraient réduits si nécessaire. Toutefois, en l'absence d'une capacité crédible de tenir une telle promesse, il était plus difficile de s'opposer à cette appréciation indésirable de la monnaie. Le fait que les anticipations n'étaient pas ancrées sur une

compréhension claire du rôle du cours de change dans la conduite de la politique japonaise n'a pas facilité les choses non plus. Pour le moins, il devrait être clairement indiqué que les préoccupations liées au solde commercial doivent s'effacer, pour l'instant, devant l'objectif visant à mettre fin à la récession et à éviter l'apparition d'une mentalité déflationniste.

Les doutes sur la possibilité de tenir des promesses relatives à la politique monétaire ont également joué à l'encontre de l'adoption d'objectifs explicites en termes d'inflation ou de niveau des prix. En principe, chacune de ces approches pourrait aider à prévenir une spirale baissière des anticipations de prix, contribuant ainsi à une diminution salutaire des taux réels à long terme anticipés. En pratique, cependant, il faut que les agents économiques soient convaincus que les autorités disposent des instruments nécessaires à la réalisation de leurs objectifs; or, cela ne semble pas être le cas pour l'instant. Si aucune de ces approches n'apparaît donc très utile en elle-même dans les circonstances actuelles, un tel changement de stratégie pourrait néanmoins fournir un soutien intéressant, à condition que d'autres solutions soient trouvées pour parvenir à réduire l'écart de PIB.

La conjonction de très amples fluctuations du yen et de l'entrée en vigueur de l'euro a relancé, durant la période sous revue, les suggestions sur la meilleure façon de gérer de manière concertée un système de change mondial tripolaire. Les régimes de change flottant ont, certes, leurs propres problèmes, à commencer par la possibilité d'apparition de bulles des prix des actifs si les taux d'intérêt restent faibles, la lutte contre l'inflation reposant alors, pour une large part, sur l'appréciation du change. Aucun accord politique ne paraît toutefois devoir modifier sensiblement la configuration actuelle, dans laquelle la politique monétaire interne est essentiellement orientée vers les besoins de l'économie nationale. Un problème sous-jacent, d'une importance à la fois théorique et pratique, réside dans la propension persistante des investisseurs à emprunter dans des centres financiers où les taux d'intérêt sont faibles et à prêter dans ceux qui offrent une rémunération élevée, sans mesurer pleinement les conséquences liées au fait de devoir rembourser dans une monnaie qui se sera appréciée. Les aspects déstabilisateurs de telles anomalies exigent une étude plus approfondie.

De nouvelles questions sur les cours de change se sont également posées dans de nombreuses économies émergentes, le principal enseignement étant que les régimes de parité glissante devraient être abandonnés soit pour un mécanisme beaucoup plus rigide, soit pour l'adoption volontaire d'un flottement administré. À l'appui de la première solution, on peut citer Hong-Kong et l'Argentine qui ont défendu avec succès, l'an dernier, leur système de caisse d'émission, en le gérant de manière plus flexible (Hong-Kong) ou en menaçant de dollariser l'économie et de s'abstenir de toute gestion du change (Argentine). Dans les deux cas, il a fallu en passer par des niveaux de taux d'intérêt difficilement supportables. D'autres pays, tel le Brésil, n'ont pas opté pour le flottement mais y ont été contraints dans un climat de crise. Les résultats n'ont généralement pas été satisfaisants. De même qu'en Asie l'an dernier, les monnaies ont eu tendance à surréagir, puis à remonter sous l'effet des politiques macroéconomiques de stabilisation. Les autorités brésiliennes ont également choisi de laisser les taux d'intérêt élevés contribuer à ce processus, alors qu'il paraissait pourtant probable

que les effets qui en résulteraient, pour le service de la dette interne et le déficit budgétaire, exerceraient à terme des pressions sur le real. À ce jour, grâce à une amélioration substantielle de l'excédent primaire et à l'évolution étonnamment favorable de l'inflation, le pari semble gagné.

Le prochain défi pour le Brésil et les autres pays ayant adopté récemment un régime de flottement est de trouver un nouvel ancrage nominal pour guider leur politique monétaire sur longue période. Cela ne sera pas facile, vu le manque d'antécédents dans la lutte contre l'inflation, l'imprécision des données sur les agrégats de monnaie et de crédit et l'absence de procédures fiables pour établir des prévisions d'inflation. Or, sans cadre transparent pour la mise en œuvre de la politique monétaire, la gestion des pressions épisodiques sur la monnaie sera également délicate, moins cependant qu'avec un régime de parité glissante.

La politique budgétaire n'a guère fait l'objet de discussions récemment. Il est communément admis qu'au Japon les mesures de relance dans ce domaine ont (ou au moins avaient) un rôle utile à jouer pour stimuler la demande globale; en Europe continentale, la poursuite de l'assainissement est jugée souhaitable; aux États-Unis, la situation s'est nettement améliorée et un resserrement ne semble pas nécessaire pour l'instant; dans les marchés émergents, une orientation restrictive semble constituer la réaction à court terme appropriée lorsque la monnaie est soumise à des pressions. Si ces affirmations sont en grande partie fondées, elles doivent toutes être nuancées, cependant, en fonction des circonstances.

Au Japon, où les limites de la stimulation monétaire apparaissent le plus nettement, l'impact des nombreux programmes de relance budgétaire a été amoindri par l'élévation de l'épargne des ménages. Cela traduit certainement les incertitudes croissantes sur la sécurité de l'emploi, mais aussi le caractère inadéquat des régimes de pension et la crainte d'une augmentation inéluctable des impôts pour assurer le service d'un endettement de plus en plus lourd. Ces dernières préoccupations ont été aggravées par la réaction budgétaire frileuse, qui n'est pas parvenue à restaurer la confiance du secteur privé, et par les arguments avancés pour justifier le resserrement marqué au cours de l'exercice 1997. L'inquiétude suscitée par un relèvement de la fiscalité s'est également amplifiée, lorsqu'il est devenu de plus en plus clair que les dépenses d'équipement actuelles répondent davantage à des considérations politiques qu'au souci d'accélérer des dépenses d'infrastructure de toute façon indispensables. En Europe, le besoin d'un assainissement à moyen terme ne peut être remis en cause. Il convient de rappeler, cependant, que l'un des avantages d'une position budgétaire solide est qu'elle facilite l'entrée en jeu des stabilisateurs automatiques. On ne peut exclure l'apparition, en Europe, d'une situation où la stimulation budgétaire constituerait de nouveau une réaction appropriée. Enfin, selon les manuels d'économie, une orientation budgétaire plus restrictive aux États-Unis aiderait à atténuer la surchauffe et le risque d'appréciation erratique, puis de chute, de la monnaie. Si ce resserrement avait lieu, aussi improbable que cela puisse être pour des raisons politiques, il serait d'autant plus important que des mesures soient prises ailleurs pour favoriser une expansion de la demande globale. Au cours des récentes périodes de turbulences, le monde a largement bénéficié de la vigueur persistante de l'économie américaine. Toutefois, les

stratégies de sortie devraient être la préoccupation majeure de tous les décideurs prudents, y compris aux États-Unis.

Il n'est pas certain non plus qu'une orientation restrictive soit toujours utile lorsque des pressions commencent à s'exercer sur la monnaie d'un marché émergent. Dans les pays industriels dotés d'un régime de change flottant et où les capitaux circulent facilement, on s'attend généralement à ce que la monnaie s'affaiblisse en période de resserrement budgétaire, du fait de la baisse des taux d'intérêt et des sorties de capitaux. En revanche, dans les marchés émergents, une telle orientation peut entraîner à la fois une hausse du cours de change et un recul des taux d'intérêt, initialement élevés, en abaissant la prime de risque sur les emprunts à l'étranger. Cet argument paraît logique dans le cas du Brésil et de la Russie ainsi que pour d'autres pays dont la situation budgétaire est traditionnellement délicate. Il est moins évident qu'il s'applique aux pays d'Asie ou d'autres régions qui font état d'antécédents favorables dans ce domaine. Toutefois, sachant combien les marchés peuvent être inconstants en période de crise, il pourrait être justifié, dans de tels cas, de réduire dans un premier temps le déficit puis d'inverser cette tendance dès que la confiance est revenue. C'est pratiquement ce qui s'est passé récemment dans les pays d'Asie touchés par la crise; cependant, la question du moment où cette inflexion doit s'opérer reste très ouverte.

Compte tenu de l'existence de capacités excédentaires dans le monde ainsi que d'un chômage élevé ou croissant en Europe, au Japon et dans une grande partie des économies émergentes, des réformes s'imposent également au niveau de l'offre. Cela pourrait sembler paradoxal, étant donné que ces mesures auront pour effet d'accroître encore le potentiel productif. Il convient de ne pas oublier, cependant, le principe fondamental de l'économie classique, selon lequel des modifications de prix relatifs peuvent aussi contribuer largement à éliminer les déséquilibres économiques. Même avec une restructuration adéquate des entreprises et du secteur bancaire (voir ci-après), les capacités excédentaires sont telles dans de nombreux secteurs industriels que l'investissement y sera faible durant les années à venir, ce qui réduira les effets multiplicateurs sur l'emploi et le revenu. Dans ces circonstances, il importe de supprimer les restrictions de caractère réglementaire et les divers obstacles à la rentabilité qui entravent l'investissement dans d'autres secteurs, en particulier celui des services. Si cela vaut d'abord pour les marchés émergents, de nombreux pays industriels reconnaissent également qu'ils doivent aller dans le sens d'une déréglementation. Les initiatives prises sur le marché du travail pour améliorer les perspectives d'embauche des chômeurs œuvrent dans la même direction, car s'il est vrai qu'un travailleur dépense, un travailleur qui a confiance dépense davantage. C'est peut-être l'un des enseignements les plus clairs à tirer de l'expérience des États-Unis au cours de ces dernières années.

Politiques en faveur de la stabilité financière

Avant de voir comment éviter de nouveaux problèmes financiers, il importe de traiter ceux d'aujourd'hui. L'existence de capacités excédentaires dans de nombreux pays et secteurs de production demeure une menace sérieuse pour la

stabilité financière. Si ces surcapacités ne sont pas réduites ou résorbées de manière ordonnée, le taux de rendement du capital restera décevant, ce qui risque d'affaiblir durablement la confiance et les dépenses d'investissement. En outre, la solvabilité des institutions ayant financé l'expansion des équipements sera de plus en plus remise en question, ce qui pourrait engendrer un rationnement du crédit et avoir des conséquences néfastes sur l'ensemble de l'économie. De tels processus se trouvent déjà à un stade assez avancé en Asie du Sud-Est, en Chine et au Japon. Malheureusement, ces économies paraissent également, à plusieurs égards, les moins bien placées pour y faire face.

La fermeture d'unités de production en Asie se heurte à des préoccupations concernant la réaction possible des concurrents habituels. Quoiqu'il en soit, étant donné l'ampleur des coûts irrécupérables, il est souvent préférable de continuer à produire à perte tant que les coûts variables sont couverts. À cet égard, le faible niveau des taux d'intérêt et la disponibilité de financements auprès du système bancaire (ou même à l'étranger) peuvent constituer d'importants freins à la restructuration. Les liquidations avec réalisation de l'actif à un prix suffisamment bas pour permettre aux acquéreurs de dégager des profits constituent une autre option, qui a cependant soulevé des difficultés en Asie, faute de législation adéquate sur les faillites. En dépit des progrès réalisés dans certains pays, il est encore trop tôt pour savoir comment les nouveaux textes seront appliqués. Enfin, les préoccupations liées aux coûts sociaux et politiques inhérents aux licenciements, ainsi que leurs effets sur la confiance en l'absence d'un régime de protection sociale efficace, font aussi sérieusement obstacle à la rationalisation de l'industrie dans toute l'Asie. Si les mesures à prendre pour traiter ces problèmes peuvent paraître évidentes, leur application restera délicate et coûteuse pour les actionnaires et éventuellement pour les gouvernements. Il est révélateur que la restructuration des entreprises vient tout juste de commencer au Japon, alors que la nécessité s'en fait sentir depuis pratiquement dix ans. Si un tel processus semble s'amorcer en Chine, en Corée de même que dans d'autres pays, il reste à voir si les promesses seront réellement tenues.

Un autre élément qui retarde la restructuration des entreprises, non seulement en Asie mais un peu partout dans le monde, concerne la solidité déjà douteuse du système bancaire. Aggraver ce problème en déclarant irrécouvrables davantage de prêts aux entreprises peut être un mal nécessaire, mais, politiquement, cette solution n'est guère tentante. L'une des raisons qui poussent à temporiser tient au fait que, le capital social étant amputé tant dans les entreprises que dans le secteur financier, ce serait alors les contribuables qui en feraient les frais. Tandis que les déposants pourraient en principe supporter une partie du fardeau, les autorités de nombreux pays émergents ont accordé une garantie implicite sur tous les dépôts pour éviter des retraits bancaires massifs, à l'exemple de ce qui s'est passé en Argentine en 1995 et, plus récemment, en Indonésie. Comme il est probable que les pertes sur prêts représenteront une proportion notable du PIB, les économies émergentes ne disposant pas d'un marché établi d'obligations d'État pourraient rencontrer des difficultés pour faire face à leurs besoins de financement, même si cela leur donne alors l'occasion de développer leur marché des capitaux. Quant aux pays où le système financier a atteint sa maturité, la menace d'un accroissement substantiel de la dette publique

pourrait compliquer la mise en œuvre des politiques macroéconomiques en faisant monter les taux d'intérêt à long terme, comme cela s'est produit récemment au Japon.

La manière dont s'opérera la restructuration du système bancaire sera déterminante pour son efficacité et sa durabilité. Les principaux objectifs visés doivent être la restauration de la solvabilité et de la rentabilité. Concrètement, pour être efficace, la restructuration doit être entreprise dès que le problème est identifié et aller aussi loin que nécessaire pour prévenir un rationnement injustifié du crédit. Il importe également d'exclure toute interférence politique et de faire preuve de transparence dans les procédures ainsi que dans la répartition des coûts. Enfin, pour éviter l'aléa moral, actionnaires et dirigeants des banques en cessation de paiements doivent être mis à contribution, dans certaines limites cependant en cas de crise systémique. Il est dommage que, dans quelques pays, ces principes n'aient pas toujours été appliqués avec le maximum de rigueur. Les négligences commises se paieront dans l'immédiat si la reprise est différée et sur le long terme si la restructuration des entreprises est retardée et qu'on retombe finalement dans les mêmes erreurs.

Si les problèmes observés actuellement dans les systèmes financiers des marchés émergents sont essentiellement d'origine interne, ils ont été certainement amplifiés par les mouvements de capitaux internationaux. Il est indéniable que des flux qui paraissent modestes à l'échelle mondiale peuvent avoir des effets très néfastes sur de petites économies. Cela donne à penser que ces pays devraient faire preuve de la plus grande prudence pour supprimer les contrôles sur les entrées à court terme, surtout s'il existe des doutes sur la stabilité fondamentale de leur système financier (ce qui est généralement le cas). Ils devraient également moins hésiter à faire appel aux instruments prudentiels de marché, comme les réserves obligatoires, pour empêcher les banques de recourir de manière excessive aux emprunts à court terme en devises. Une telle approche, conjuguée à un régime de change moins étroitement administré, pourrait faire la différence.

L'expérience récente suggère également que les pays désireux d'accepter, pour des raisons propres, de telles entrées de capitaux devraient mieux se préparer à l'éventualité de sorties brutales. Une solution consisterait à se constituer des réserves de change à partir d'un excédent commercial. Une telle approche serait cependant la parfaite illustration d'un sophisme de composition: quels genres de déséquilibres mondiaux enregistrerait-on si tous les marchés émergents s'engageaient dans cette voie? Une solution moins déstabilisante pourrait être celle que l'Argentine a adoptée dernièrement, en recourant à l'emprunt pour alimenter ses réserves et en organisant avec le secteur privé des facilités de crédit assorties de conditions contraignantes. Compte tenu du sentiment changeant du marché, les autorités pourraient, à certains moments, trouver relativement simple et avantageux de conclure des emprunts en devises à long terme en vue d'un usage ultérieur. Enfin, les pays pourraient recourir aux Lignes de crédit conditionnelles récemment instituées par le FMI. Parallèlement à des arrangements similaires avec le secteur privé, ce serait là une reconnaissance commune de la solidité du pays concerné qui contribuerait pour beaucoup à éviter les risques de contagion.

Dire que les marchés émergents devraient s'attaquer à leurs propres problèmes n'occulte pas le fait que la solution réside sans doute en partie dans certains aspects du fonctionnement des marchés internationaux des capitaux. Les comportements imprudents en matière de prêt ont résulté à la fois de l'érosion de la rentabilité des activités domestiques traditionnelles et de la conviction que les créanciers seraient protégés par diverses formes de filets de sécurité au cas où les risques se matérialiseraient. La première de ces causes est appelée à s'aggraver, en raison de l'intensification de la concurrence mondiale dans la prestation de services financiers et du surcroît d'attention accordé par la direction des établissements à la valeur pour l'actionnaire. Certes, il est possible que les banques réagissent en tarifiant les risques de manière plus rigoureuse, mais il se peut également qu'elles continuent de se laisser entraîner dans des opérations encore plus hasardeuses.

Le problème des comportements imprudents en matière de prêt, pour des questions de filet de sécurité, a connu dernièrement deux prolongements contradictoires. D'une part, les pertes enregistrées en Russie et en Chine ont clairement démontré la possibilité de pertes sur les marchés émergents. En avril 1999, ces épisodes semblaient avoir influé sur l'attitude des banques, même si l'enthousiasme des acquéreurs d'obligations émises par ces marchés n'était guère émoussé. Cette dernière tendance va probablement changer cependant si l'on applique les suggestions formulées récemment, préconisant que les détenteurs d'obligations soient appelés à participer à la restructuration de la dette extérieure d'un pays. D'autre part, l'enseignement à tirer de l'épisode Long-Term Capital Management est que, pour les autorités prudentielles comme pour les principaux créanciers, un tel établissement financier non bancaire était trop complexe pour être mis en faillite. On pourrait s'inquiéter du message ainsi adressé aux banques et sociétés de courtage de taille encore plus grande qui pratiquent d'importantes opérations pour compte propre.

Les avancées en matière de technologie et de déréglementation n'ont pas seulement modifié les comportements bancaires traditionnels, mais elles ont encouragé également les emprunteurs, et les banques, à recourir aux marchés des titres. Cette évolution comporte, elle aussi, des implications pour la stabilité financière et économique. En période de ralentissement conjoncturel, les banques de nombreux pays continuent de prêter à leur clientèle habituelle, ce qui contribue à soutenir les dépenses et atténue l'incidence du cycle. En revanche, les marchés ont tendance à changer brutalement d'attitude, en interrompant leurs concours à tous les débiteurs, sauf aux signatures de première qualité. Comme les banques elles-mêmes sont devenues plus dépendantes de ces marchés, soit pour leurs opérations de titrisation d'actifs, soit pour leurs émissions de titres, elles sont peut-être moins aptes à exercer cette fonction de régulation. Par ailleurs, compte tenu de l'expérience de l'an dernier, indiquant que les marges sur les marchés des capitaux montrent généralement une corrélation étroite avec le niveau des taux d'intérêt, on pourrait observer de plus amples variations cycliques de l'expansion du crédit et des dépenses qui y sont liées. Le risque d'un tarissement de la liquidité au moment où les marges augmentent implique, en outre, que, dans un système guidé par le marché, les phases de contraction peuvent être intrinsèquement plus brutales que les phases de reprise. Enfin,

comme davantage de financements sont accordés par une foule d'investisseurs sur des marchés impersonnels dont il est facile de sortir, il devient de plus en plus difficile d'organiser des soutiens concertés en faveur d'emprunteurs souverains confrontés à des besoins de liquidité. À l'instar des gouvernements, les banques se demandent pourquoi elles devraient assurer le renflouement d'autres établissements.

Ces récents développements ont d'importantes implications au niveau des procédures internes de gestion du risque et de l'action des autorités. Par divers canaux, les institutions financières, notamment les banques, se trouvent exposées à un risque de marché plus élevé. En outre, ce risque présente une corrélation plus étroite qu'on ne le pensait avec le risque de crédit, car les positions sont souvent constituées avec des effets de levier, et le risque de crédit est également en corrélation plus étroite qu'on ne le croyait avec le risque de liquidité. De plus, il est apparu que les modèles de mesure des risques peuvent donner une impression de sécurité illusoire en perdant leur pouvoir de prédiction dans des conditions extrêmes; en fait, leur utilisation mécanique peut même contribuer aux turbulences. Il importe de s'en remettre beaucoup plus aux simulations de crise, tout en accordant davantage d'attention aux profils de résultats non linéaires et aux scénarios qui paraissaient précédemment si peu probables qu'on ne leur accordait guère d'importance.

Parmi les implications concernant l'action des autorités, certaines vont plus loin que la simple vérification de l'existence de procédures internes adéquates pour la gestion du risque. Si les marchés deviennent relativement plus importants dans le système financier, et que le sentiment des opérateurs peut se modifier très rapidement, il devient tout aussi important de surveiller étroitement ces marchés et d'identifier les concentrations de risques. Dans certains pays où la banque centrale n'a plus la responsabilité directe du contrôle bancaire, elle s'est vu confier la défense de la stabilité financière globale. Ce rôle doit donc être mieux défini en ce qui concerne le soutien à apporter aux marchés. Toute la question est de savoir si une banque centrale déchargée de la responsabilité prudentielle sera en mesure d'obtenir l'information qu'elle demande lorsqu'elle en a besoin, afin d'exercer judicieusement et efficacement, dans un monde guidé par les marchés, sa fonction d'octroi de soutien de liquidité en cas d'urgence. En Europe continentale, une attention particulière doit être également apportée aux complications supplémentaires résultant des interactions d'une banque centrale supranationale avec diverses autorités de contrôle nationales.

Comme le précise l'Introduction du présent Rapport annuel, un grand nombre de recommandations spécifiques et pratiques ont été formulées, l'année passée, sur les mesures à adopter pour améliorer la stabilité des systèmes financiers nationaux et celle du système financier international. Ces propositions reprennent en substance des initiatives antérieures des suppléants du G 10 ainsi que les travaux des divers comités constitués à Bâle, de sorte qu'il n'est pas nécessaire de les rappeler toutes. De multiples réunions tenues récemment ont conduit à deux avancées importantes: l'élargissement de l'éventail des participants et l'identification des domaines d'accord et de désaccord. Si des désaccords subsistent, les domaines où un consensus se dégage sont à présent suffisamment nombreux pour qu'on puisse passer à l'application pratique. C'est la principale

tâche qui incombe à la communauté internationale pour les prochaines années, mais elle est loin d'être facile.

Des codes de pratique internationaux sont préconisés dans de nombreux domaines et devraient figurer en bonne place sur la liste des recommandations à mettre en application. Par chance, l'expérience fournie par la mise en œuvre du premier de ces codes, les *Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace*, donne quelques indications sur la manière d'opérer. Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, à travers son Groupe de liaison et ses contacts avec les groupes régionaux d'autorités de contrôle, joue lui-même un rôle d'incitation et entend donner une place plus importante aux pressions émanant de la profession. Le FMI veillera au respect des recommandations dans le cadre des consultations au titre de l'article IV et a proposé un code de transparence pour tous ceux qui sont parties prenantes à la réglementation financière. L'idée est de définir plus précisément le mandat, les pouvoirs et la responsabilité des autorités de contrôle, afin qu'elles puissent s'acquitter encore mieux de leur tâche. Le secteur privé peut également apporter sa contribution, en imposant une discipline de marché aux pays ayant un régime prudentiel laxiste. La proposition des membres du G7 invitant le FMI à publier son évaluation du respect, par les pays, des normes internationales devrait aider les intervenants à affiner leurs jugements. Enfin, il pourrait être envisagé de refuser le droit d'établissement dans de grands centres financiers aux banques des pays dont le régime prudentiel est jugé inadéquat. À l'évidence, le recours à tant de systèmes d'incitation différents traduit la conviction que l'application de principes de saines pratiques s'avérera, au mieux, difficile. En outre, d'énormes problèmes de ressources humaines et d'incitation interne pourraient ne pas être résolus avant plusieurs années. Toutes ces considérations militent encore davantage pour que les initiatives individuelles bénéficient du soutien sans réserve de la communauté internationale.

En présence de tels défis, l'instauration récente du Forum de stabilité financière sous l'égide du Groupe des Sept représente une avancée importante. Cette instance réunit, pour la première fois, de hauts responsables des Trésors et des banques centrales, des autorités de contrôle nationales ainsi que les représentants des institutions financières et comités internationaux concernés par la stabilité financière. Ses efforts devraient permettre d'éviter de coûteux, et parfois irritants, chevauchements d'activité et d'établir les priorités d'application dans un monde où les besoins sont grands mais où l'expertise est rare. Il est également nécessaire de bien cerner les nouveaux domaines de vulnérabilité financière et de s'assurer qu'une action est entreprise pour y remédier. Enfin, des pressions politiques devraient s'exercer aux plus hauts niveaux internationaux pour que des comportements inacceptables ne se dissimulent pas derrière des artifices comptables, réglementaires ou autres. Pour mener à bien sa mission, le Forum devra toutefois résoudre les problèmes de composition auxquels ont été confrontés des groupes plus traditionnels. Comment maintenir une participation suffisamment réduite pour être efficace et, dans le même temps, suffisamment large pour obtenir une représentation harmonieuse entre économies industrielles et marchés émergents?

Le fonctionnement d'une économie de marché peut présenter des zones d'ombre, en particulier lorsque les marchés des capitaux sont très libéralisés et

que les anticipations sont vouées à des cycles d'optimisme et de pessimisme. Ce constat ne devrait cependant pas nous masquer les avantages considérables de ce système et l'absence d'alternative plausible. La véritable tâche qui nous attend est d'améliorer ce que nous avons, avant que d'autres formules proposées ne commencent à paraître plus attrayantes qu'elles ne le sont réellement. Des initiatives efficaces et bien dosées dans le temps, visant à réduire la probabilité d'un retour à une réglementation beaucoup plus étroite et à un contrôle direct de l'État, ne peuvent qu'aller dans la bonne direction.

Activités de la Banque

Au cours de l'exercice écoulé, la Banque a continué de jouer son rôle traditionnel de promoteur de la coopération monétaire internationale. Elle a organisé et préparé de multiples réunions entre banques centrales et au sein de la communauté financière internationale sur des questions essentielles touchant la politique monétaire et la stabilité financière. Si la plupart de ces rencontres ont eu lieu à Bâle, de plus en plus de réunions se sont tenues à l'extérieur, notamment au Bureau de représentation de la BRI pour l'Asie et le Pacifique, récemment établi.

La Banque a également continué d'agir en qualité de contrepartie des banques centrales dans leurs opérations financières et en tant qu'agent et mandataire pour diverses transactions. Durant l'exercice, elle a commencé à offrir des services de gestion d'actifs et un Medium-Term Instrument donnant aux banques centrales une possibilité de placement liquide à plus longue échéance. Dans le cadre du programme international d'aide au Brésil, elle a aussi coordonné la facilité de crédit en faveur du Banco Central do Brasil.

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

1. Coopération monétaire et financière internationale

La principale contribution de la Banque à la promotion de la coopération monétaire et financière internationale a consisté à organiser et à préparer les réunions régulières entre hauts responsables des banques centrales et autres autorités sur les aspects essentiels de la politique financière. Ces rencontres, qui bénéficient toutes de l'appoint de secrétariats à la BRI, se répartissent en quatre catégories: consultations régulières entre gouverneurs et hauts responsables de banques centrales sur des sujets conjoncturels et monétaires ou concernant la stabilité financière; comités permanents d'experts élaborant des normes ou préconisant les meilleures pratiques aptes à favoriser la stabilité financière; coopération élargie entre autorités nationales et institutions internationales sur des questions liées essentiellement à la stabilité financière; réunions consacrées à des aspects techniques de l'activité de banque centrale.

Consultations régulières sur des questions monétaires et financières

Les consultations entre gouverneurs à la BRI ont lieu essentiellement sous l'égide de trois forums: les traditionnelles réunions des gouverneurs des pays du G 10; des assemblées plus larges entre gouverneurs de toutes les banques centrales

actionnaires de la BRI (auxquelles sont parfois invités des représentants d'importantes banques centrales non actionnaires); un nouveau groupe constitué d'un petit nombre de gouverneurs des principaux pays industriels et marchés émergents. Les réunions régulières des gouverneurs des pays du G 10 sont l'occasion d'échanges sur la conjoncture économique et financière. Trois thèmes principaux ont dominé pendant l'exercice: maîtrise des risques auxquels les crises en Asie et ailleurs soumettent l'économie mondiale; instauration de l'euro; défi posé par la conduite de la politique sur des marchés des capitaux instables présentant des signes de surévaluation des actifs.

Les questions de politique monétaire et financière susceptibles de conserver un intérêt à moyen terme constituent les principaux sujets de discussion des assemblées périodiques des gouverneurs de toutes les banques centrales actionnaires de la BRI. Durant l'exercice, les grands thèmes évoqués ont été les suivants: implications de l'UEM sous l'angle monétaire et financier et au niveau des marchés des changes; participation des banques centrales à la surveillance et au contrôle des institutions financières; rôle des agences de notation dans le fonctionnement des marchés des capitaux; conception et application des filets de sécurité financiers. Les gouverneurs ont également analysé la conduite de la politique monétaire sous divers régimes de change ainsi que les défis auxquels sont confrontées les banques centrales d'Asie et d'Amérique latine à la suite des crises récentes. Enfin, ces réunions ont apporté une contribution de haut niveau au *Code de bonnes pratiques en matière de transparence pour la politique financière et monétaire*, qu'élabore le FMI en consultation avec la BRI, ses banques centrales membres et les représentants des comités permanents sur les questions de stabilité financière.

Depuis le début de 1999, la Banque abrite aussi régulièrement les réunions des gouverneurs des banques centrales des principaux pays industriels et marchés émergents. Les répercussions mondiales de la crise financière qui touche les économies émergentes depuis environ deux ans montrent le besoin d'une consultation élargie sur les risques qu'elles présentent pour la stabilité. Ces réunions ont porté notamment sur des questions telles que l'ajustement des comptes courants et des cours de change à la suite de la crise financière asiatique; le rythme de la restructuration bancaire sur les marchés émergents; les risques et défis liés à la hausse des prix des actifs en présence de pressions déflationnistes sur les marchés des produits. Fidèle à son orientation mondiale, la Banque a organisé, en outre, plusieurs rencontres régionales entre hauts responsables de banques centrales. Ainsi, le Groupe de travail sur la politique monétaire en Amérique latine s'est réuni au Banco Central do Brasil en novembre 1998 et celui sur la politique monétaire en Asie au Bureau de représentation de la BRI pour l'Asie et le Pacifique, à Hong-Kong (RASS), en mars 1999. La réunion annuelle des sous-gouverneurs des banques centrales des grandes économies émergentes, consacrée aux questions de politique monétaire et qui s'est tenue à Bâle en décembre 1998, a analysé les techniques de restructuration bancaire.

De surcroît, la Banque a continué d'organiser des consultations régulières entre hauts responsables de banques centrales sur divers sujets. Ainsi, le Comité sur l'or et les changes, qui suit l'évolution des marchés des changes, s'est

plus particulièrement intéressé à l'instauration de l'euro et au fonctionnement ordonné des marchés en période de tensions comme celles qui ont caractérisé l'exercice.

Réunions des comités permanents sur les questions de stabilité financière

La Banque a continué d'assurer le secrétariat de différents comités permanents œuvrant à la promotion de la stabilité financière. Deux d'entre eux, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et le Comité sur le système financier mondial – anciennement Comité permanent des euromonnaies – examinent respectivement les questions liées à un fonctionnement sûr du secteur bancaire et des marchés participant au système financier international. Le troisième, le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, s'intéresse à l'infrastructure reliant les institutions et permettant un fonctionnement ordonné des marchés. Couvrant des aspects importants des trois grands piliers du système financier international – opérateurs institutionnels, marchés et infrastructure –, ces comités assurent un suivi exhaustif et homogène des évolutions en cours. Tous trois, ainsi que la BRI, sont représentés au Forum sur la stabilité financière, créé récemment à l'initiative des ministres et gouverneurs des pays du G 7.

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a réalisé des avancées notables dans plusieurs domaines essentiels à l'amélioration de la stabilité financière. Il s'est principalement consacré, durant l'exercice, à l'accord de Bâle sur les fonds propres. Après l'avoir révisé en profondeur, il s'apprête à finaliser un document, qui sera soumis à consultation, où il précise comment l'accord devrait être amendé afin de prendre en compte l'évolution des marchés des capitaux pendant les onze années qui ont suivi sa publication. Les objectifs de la révision sont les suivants: a) accroître encore la sûreté et la solidité du système financier; b) renforcer l'égalité des conditions de concurrence; c) élaborer une approche plus exhaustive du traitement des risques; d) continuer de s'adresser prioritairement aux grandes banques internationales, même si les principes de base de l'accord révisé doivent être applicables à tous les établissements, quel que soit leur degré de complexité et de sophistication. L'accord révisé veillera à compléter les indispensables exigences minimales de fonds propres par deux aspects importants: la discipline de marché et le processus de surveillance prudentielle.

Conscient qu'une refonte complète de l'accord prendra sans doute plusieurs années, le Comité entend développer deux approches parallèles des exigences quantitatives de fonds propres: une méthode standardisée révisée, visant à combler les lacunes de l'accord actuel sur des points essentiels, et une méthode nouvelle reposant sur les systèmes d'évaluation mis au point par les banques, qui pourrait être pratiquée par les établissements disposant de mécanismes sophistiqués d'évaluation du risque de crédit. Le Comité poursuivra également ses travaux sur la possibilité d'une utilisation ultérieure des modèles de risque de crédit à des fins réglementaires.

Les deux derniers Rapports annuels de la BRI expliquaient comment le Comité avait étendu le cadre de ses activités au-delà des pays du G 10. En étroite

collaboration avec les autorités prudentielles de pays hors G10, le FMI et la Banque mondiale, il a continué d'œuvrer au renforcement des systèmes financiers des économies émergentes, essentiellement par la promotion des *Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace*, dont la rédaction a été parachevée en septembre 1997. Une enquête sur l'état d'avancement de leur mise en pratique, conduite dans le cadre des travaux préparatoires à la Conférence internationale des autorités de contrôle bancaire de 1998 (voir ci-après), a identifié plusieurs points à améliorer. Ceux-ci sont traités par le Groupe de liaison sur les Principes fondamentaux, composé d'une vingtaine de membres des pays du G10 et d'économies émergentes ainsi que de représentants du FMI et de la Banque mondiale. Afin d'appuyer les efforts en faveur de ces principes, le Groupe de liaison élabore actuellement un complément méthodologique destiné à fixer des critères détaillés pour en évaluer l'application dans les divers pays.

Durant l'exercice, le Comité a publié de nombreux documents de politique générale couvrant une large gamme de sujets: transparence bancaire (septembre 1998); systèmes de contrôle interne des banques (septembre 1998); comptabilisation des prêts (octobre 1998); gestion du risque opérationnel (octobre 1998); communication financière relative aux activités de négoce et sur dérivés (novembre 1998); programmes de secours pour l'an 2000 (janvier 1999); interactions des banques avec les institutions à fort effet de levier (janvier 1999); surveillance des conglomérats financiers (février 1999); modélisation du risque de crédit (avril 1999). La plupart de ces documents contiennent des recommandations de saines pratiques à l'usage des banques et de leurs autorités de contrôle. Le Comité a publié, en janvier 1999, une version anglaise actualisée de son très complet *Compendium* de textes relatifs aux pratiques et méthodes de surveillance bancaire.

Le Comité a continué de développer ses relations avec les autorités prudentielles du monde entier et de favoriser leur coopération. Il a ainsi parrainé la 10^e Conférence internationale des autorités de contrôle bancaire, qui s'est tenue à Sydney en octobre dernier, à l'invitation de la Reserve Bank of Australia et de l'Australian Prudential Regulation Authority. Les deux grands thèmes de discussion ont été la mise en œuvre des *Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace* et le risque opérationnel. Un débat a également eu lieu sur les questions liées à l'an 2000. La Conférence de Sydney a réuni environ deux cent cinquante représentants de cent vingt pays. Le Comité poursuit, par ailleurs, son étroite collaboration avec les groupes régionaux d'autorités de contrôle bancaire du monde entier.

Comité sur le système financier mondial

Depuis le printemps 1998, les travaux du Comité suivent deux axes parallèles: surveillance et analyse de l'évolution des marchés internationaux des capitaux; examen de questions structurelles susceptibles d'affecter la stabilité financière et des réactions possibles des autorités.

Au lendemain de la crise asiatique, le Comité a suivi de près l'évolution de la situation et analysé les leçons à en tirer dans les domaines suivants: a) améliorations potentielles en matière de transparence; b) comportement des

flux de capitaux internationaux; c) efficacité des opérations de soutien internationales; d) gestion de l'exposition au risque-pays par les banques à dimension mondiale. Ces travaux ont constitué le point de départ de deux rapports, l'un aux gouverneurs des pays du G 10 (en mai 1998) et l'autre (achevé en octobre) sur la prise en compte de l'information dans les décisions de prêt des banques en faveur d'économies émergentes. En outre, le Comité a approfondi son examen régulier de l'évolution du système financier mondial et des différents pays, afin d'identifier d'éventuelles faiblesses.

Dans le cadre de ses efforts à long terme en faveur de la stabilité financière, le Comité, conjointement avec les autres groupes se réunissant à Bâle, a soumis aux gouverneurs des pays du G 10, en juillet 1998, ses conclusions sur l'opportunité et la faisabilité de normes internationales dans certains domaines. Le Comité s'est plus particulièrement attaché à deux d'entre eux durant l'exercice: la promotion de marchés profonds et liquides; le renforcement de la transparence.

Sur le premier sujet, le Comité a rédigé trois rapports. L'un, préparé par un groupe de travail conjoint avec le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, passe en revue les procédures de règlement et les pratiques de gestion des risques pour les dérivés de gré à gré et décrit de nouvelles mesures propres à atténuer les risques (septembre 1998). Le deuxième examine la structure et le fonctionnement des marchés des pensions de plusieurs pays industriels et de la zone euro, analyse leurs éventuelles implications systémiques et expose les conditions préalables à un développement harmonieux de ces marchés (mars 1999). La troisième étude s'intéresse aux déterminants de la liquidité des marchés dans une perspective à la fois théorique et empirique, recense les caractéristiques des marchés des titres d'État bien établis et en tire une série de conclusions préliminaires sur les éléments indispensables à la liquidité des marchés (avril 1999).

Les travaux achevés ou en cours dans le domaine de la transparence recouvrent trois thèmes principaux: suivi des améliorations apportées aux statistiques internationales de la BRI sur les activités bancaires et les instruments dérivés; élargissement de la diffusion des informations sur les positions en réserves officielles; plus généralement, renforcement de la transparence dans les activités financières des opérateurs.

Depuis la crise asiatique, le Comité, en étroite collaboration avec les experts statisticiens de la BRI et des banques centrales membres, a pris diverses initiatives pour améliorer la qualité et la couverture des statistiques bancaires internationales consolidées de la BRI et en accélérer la publication. En mars 1999, la BRI, le FMI, la Banque mondiale et l'OCDE ont diffusé conjointement, pour la première fois, des chiffres sur l'endettement extérieur des pays, calculés à partir des déclarations des créanciers. En décembre 1998 a été publiée la première série semestrielle de statistiques régulières sur les marchés dérivés, annoncée en 1996 dans un rapport du Comité.

Pour combler les lacunes des informations sur les activités de bilan et de hors-bilan des banques centrales et organes du secteur public, le Comité a publié, en octobre 1998, un modèle pour la communication de données exhaustives sur les réserves de change officielles et les éventuelles ponctions sur ces réserves. Après quelques mises au point, et en concertation avec le FMI, ce

modèle a été intégré, en mars 1999, à la Norme spéciale de diffusion des données du FMI.

Trois groupes de travail, dont deux comprenant des représentants des économies émergentes, recherchent d'autres moyens de renforcer la transparence des activités des opérateurs sur les marchés des capitaux. Le premier étudie les pratiques de communication des institutions financières, à partir d'un rapport publié par le Comité en 1994. Le deuxième s'attache à définir la nature des données agrégées qui contribueraient à améliorer le fonctionnement des marchés. Ces travaux complètent les actions entreprises par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire dans des domaines connexes, notamment son récent rapport sur les interactions des banques avec les institutions à fort effet de levier. Le troisième groupe examine les méthodologies de simulation de crise utilisées par les grandes banques internationales.

En février 1999, les gouverneurs des pays du G 10 ont rebaptisé le Comité et actualisé son mandat pour l'adapter à l'évolution de sa mission au cours des dernières années. Le nouveau mandat souligne le rôle qu'il aura à jouer dans le suivi des développements sur les marchés financiers mondiaux et les économies nationales, met l'accent sur la promotion de la stabilité de ces marchés et invite à procéder à un examen en profondeur du lien entre stabilité monétaire et financière.

Comité sur les systèmes de paiement et de règlement

Le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) a poursuivi son action visant à promouvoir des systèmes de paiement et de règlement solides et, partant, à renforcer l'infrastructure des marchés des capitaux et réduire le risque systémique. Il a intensifié sa coopération avec d'autres groupes internationaux et associé à ses travaux un nombre croissant de banques centrales hors G 10.

Après la publication de son rapport sur le risque de règlement de change, en juillet 1998, le Comité a continué de suivre et d'encourager les efforts du secteur privé en ce sens. Le CSPR entretient un dialogue permanent avec divers groupements professionnels du secteur privé concernés par l'élaboration et l'amélioration des dispositifs de réduction de ce risque. Il travaille aussi en étroite collaboration avec le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire pour la mise au point de lignes directrices dans ce domaine à l'adresse des autorités de contrôle.

En coopération avec l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), le CSPR continue de promouvoir la transparence dans les dispositifs de règlement sur titres, par la mise en œuvre d'un cadre d'information spécifique défini dans un document publié en février 1997 (*Disclosure Framework for Securities Settlement Systems*). Nombre de ces systèmes ont fourni, dans le monde entier, des informations sur leur structure de propriété, leurs activités de garde, de compensation et de règlement ainsi que sur leurs procédures de gestion des risques.

Un groupe de travail conjoint OICV/CSPR sur les prêts de titres s'emploie à parachever un rapport analysant les implications des opérations de ce type ou de nature semblable pour les autorités de contrôle des entreprises d'investissement et les banques centrales ainsi que, plus particulièrement, leur incidence sur les mécanismes de compensation et de règlement sur titres. Le groupe est constitué de représentants de banques centrales et d'autorités de

contrôle des entreprises d'investissement de pays du G 10 et de marchés émergents. Le rapport devrait porter sur les questions suivantes: méthodes pratiquées par les opérateurs; incidence de l'environnement économique, juridique et réglementaire; risques pouvant apparaître en cours de règlement.

Le groupe de travail sur les systèmes de paiement de faible montant analyse actuellement les tendances dans l'utilisation des instruments de paiement et dans les dispositifs correspondants de compensation et de règlement. Une meilleure connaissance de cette activité devrait permettre aux banques centrales d'évaluer correctement les enjeux liés aux innovations. 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 à carte et de réseau.

Le Comité a continué de renforcer la coopération avec les banques centrales de pays hors G 10. Diverses banques centrales ou groupes régionaux de banques centrales préparent, avec l'appui du secrétariat du Comité, des documents décrivant les systèmes de paiement de leur pays ou région. Le Comité a également apporté sa contribution à un nombre croissant d'ateliers et de séminaires sur ces questions, organisés par la BRI en collaboration avec les groupes régionaux de banques centrales.

La coopération avec les autres organisations a pris plusieurs formes. Le CSPR est l'un des quatre membres à égalité du Conseil conjoint en 2000, qui a pour objectif de réduire les risques résultant du changement de millénaire (voir ci-après). La coopération avec les banques centrales de pays hors G 10 et autres organisations internationales se manifeste surtout dans les efforts poursuivis pour définir des principes fondamentaux (*Core Principles*) pour la conception et l'exploitation des systèmes de paiement. Ces principes sont mis au point par un groupe de travail réunissant en nombre égal des banques centrales du G 10 et hors G 10 ainsi que la Banque centrale européenne (BCE), le FMI et la Banque mondiale. Ils aideront les banques centrales, les gestionnaires des systèmes et les organisations internationales à améliorer la sécurité et l'efficacité des systèmes de paiement et, partant, à renforcer l'infrastructure des marchés mondiaux des capitaux.

Coopération internationale élargie

Contributions de la BRI aux travaux du Groupe des Dix

Comme par le passé, la BRI a participé 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. Cette action a essentiellement porté, durant la période sous revue, sur l'amélioration de la prévention et de la gestion des crises. Les ministres et gouverneurs ont souligné l'importance d'un engagement rapide et profond du secteur privé dans la résolution des crises financières internationales. L'en dispenser n'est ni souhaitable ni réalisable, en raison de l'augmentation des flux de capitaux privés vers les marchés émergents, ces dix dernières années, de la part croissante des prêts titrisés dans la composition des portefeuilles et de l'aléa moral découlant des financements officiels. Plusieurs méthodes sont actuellement à l'étude pour associer le secteur

privé à la résolution des crises: amélioration des relations entre créanciers et débiteurs; recours accru à des lignes de crédit conditionnelles; incorporation de clauses de procédure collective dans les contrats obligataires.

Contributions de la BRI à la refonte de l'architecture financière internationale

La BRI, en collaboration avec d'autres institutions et organisations financières internationales, apporte sa contribution active aux travaux sur la refonte de l'architecture financière internationale. Durant la période sous revue, une part importante de ces efforts a été consacrée à la rédaction de trois rapports par des groupes de travail composés de représentants des banques centrales et ministères des Finances des pays industriels et économies émergentes.

Le Groupe de travail sur la transparence et la responsabilité a étudié comment la transparence et la responsabilité pouvaient contribuer à l'amélioration des résultats économiques et analysé la nature des informations nécessaires à cet effet. Le Groupe de travail sur le renforcement des systèmes financiers a cherché à établir un consensus sur les principes et politiques favorisant la stabilité et l'efficacité du système financier; il a exploré plusieurs voies pour renforcer la coopération et la coordination entre organismes nationaux et internationaux concernés par la stabilité financière. Le Groupe de travail sur les crises financières internationales a dégagé des principes et examiné les actions qui permettraient de prévenir les crises financières internationales et d'en faciliter à l'avenir la résolution concertée et ordonnée. Les recommandations des groupes de travail ont été entérinées par les ministres des Finances et gouverneurs des banques centrales de vingt-six pays, lors de l'Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale en 1998.

Depuis la publication de ces rapports, le dialogue sur le renforcement de l'architecture financière mondiale s'est poursuivi. À l'instigation du G 7, de hauts responsables de trente-trois pays se sont rencontrés à Bonn et Washington pour discuter de sujets tels que la préservation de régimes de change soutenables, les propositions de renforcement du FMI et de la Banque mondiale et les politiques de réduction de l'incidence sociale des crises. En outre, un Forum sur la stabilité financière a été institué pour améliorer la coopération internationale au niveau des mesures visant à renforcer les systèmes financiers. Le Forum évaluera les problèmes et faiblesses affectant le système financier mondial, puis définira les actions correctrices nécessaires, dont il assurera le suivi. La BRI et d'autres institutions et organisations financières internationales participent à ses réunions et en fournissent conjointement le secrétariat.

Association internationale des contrôleurs d'assurance

La BRI abrite le secrétariat de l'Association internationale des contrôleurs d'assurance (AICA) depuis sa création, en janvier 1998. À l'instar du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire dans son domaine, l'AICA a pour objectif de contribuer à la stabilité financière mondiale en améliorant le contrôle du secteur des assurances grâce à des normes pratiques, une assistance mutuelle et des échanges d'informations entre ses membres sur leurs expériences respectives.

En 1998, l'AICA a complété ses documents de base (*IAIS Core Principles, Insurance Concordat, Guidance on Insurance Regulation and Supervision for Emerging*

Market Economies et contrat-type *Memorandum of Understanding*) par des normes internationales sur l'agrément des compagnies d'assurances, les inspections sur place et le recours aux instruments dérivés. En février 1999, l'AICA a aussi diffusé des documents de politique générale sur les plans de secours pour l'an 2000 et le contrôle des conglomérats financiers, en collaboration avec d'autres organismes internationaux de réglementation. L'AICA élabore actuellement des principes et normes dans les domaines suivants: solvabilité, placements, comptabilité, commerce électronique et code de conduite pour les opérations de marché (assurance et réassurance). Elle travaille également à l'extension de l'*Insurance Concordat*, de façon à couvrir non seulement les compagnies de dimension internationale mais aussi les services transfrontières.

L'AICA a mis au point plusieurs programmes de formation et fourni, à cet effet, des documents aux contrôleurs d'assurance, afin d'aider ses membres à appliquer ses principes et normes prudentiels. Au cours de l'exercice, elle a organisé des séminaires régionaux en Pologne (mars 1998), en Afrique du Sud (juillet 1998) et à Singapour (février 1999).

L'AICA participe activement aux travaux du Forum sur la stabilité financière, afin de promouvoir la coordination avec les autres organes financiers internationaux et les institutions nationales de réglementation financière.

Conseil conjoint an 2000

Les risques potentiels inhérents au changement de siècle pour les systèmes informatiques constituent un sujet de préoccupation majeur pour les décideurs du monde entier. Depuis son instauration en avril 1998, le Conseil conjoint an 2000, en collaboration avec les instances qui le parrainent (Comité de Bâle, CSPR, AICA et OICV), a pris une série d'initiatives pour inciter les autorités des marchés financiers à faire face à ce problème. L'un des principaux objectifs du Conseil est de développer la coordination au sein de la communauté mondiale des autorités de réglementation ainsi qu'entre les secteurs public et privé sur des questions importantes liées au nouveau millénaire. Ces activités bénéficient du soutien d'un secrétariat assuré par la BRI.

Le Conseil se réunit régulièrement pour discuter et mettre au point des orientations de politique générale dans plusieurs domaines. Il rencontre aussi périodiquement son Comité consultatif externe, qui rassemble de nombreux organismes internationaux représentatifs des secteurs public et privé, pour s'informer des évolutions en cours et des nouveaux problèmes. Avec la collaboration et le soutien de ses institutions membres, il a organisé, fin 1998 et début 1999, une série de consultations régionales en Asie, en Europe, dans les Amériques ainsi qu'au Moyen-Orient et en Afrique, qui ont rassemblé environ quatre cents responsables de la réglementation originaires de cent pays. Avec le secteur privé, le Conseil a également mis sur pied une rencontre au plus haut niveau entre responsables de la réglementation et acteurs des marchés financiers internationaux, pour évaluer les progrès des programmes de mise en conformité et étudier les stratégies possibles de réduction des risques.

Les documents de politique générale publiés par le Conseil ont notamment couvert les sujets suivants: portée et incidence du problème de l'an 2000; importance des programmes de tests internes et externes; avantages d'une

meilleure communication et d'un meilleur partage de l'information; plans de secours. Le secrétariat du Conseil produit également un bulletin régulier qui passe en revue des questions particulières et décrit les initiatives prises dans les diverses régions du globe. Les publications du Conseil sont envoyées à plus de mille responsables de la réglementation dans cent soixante-dix pays.

À l'avenir, le Conseil entend continuer à servir de plateforme d'échanges d'informations entre autorités financières et à contribuer à la formulation de recommandations. On craint de plus en plus que, dans les mois précédant l'an 2000, le risque de perturbations ne contribue à l'incertitude et à la volatilité sur les marchés financiers. Le Conseil, en coopération avec les instances qui le parrainent et d'autres comités siégeant à Bâle, souhaite suivre de près cette question et étudier, le cas échéant avec des représentants du secteur privé, d'éventuelles mesures de réduction des risques, des procédures de gestion des incidents et des stratégies d'information du public.

Autres formes de coopération avec les banques centrales

Service de coordination banques centrales et organisations internationales

La coopération entre la BRI, les comités qu'elle abrite et les divers groupes régionaux de banques centrales s'est intensifiée durant la période sous revue. Les groupes régionaux – en particulier, CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos), EMEAP (Executive Meeting of East Asian and Pacific Central Banks), SEACEN (South-East Asian Central Banks), SAARC (South Asian Association for Regional Cooperation), GCC (Gulf Cooperation Council) et SADC (Southern African Development Community) – ont aidé la BRI et les comités établis à Bâle à diffuser des normes et meilleures pratiques aux banques centrales de leur région. La BRI et ces comités ont tenu un nombre croissant de séminaires conjoints avec des groupes régionaux dans les domaines du contrôle bancaire, des systèmes de paiement et de règlement ainsi que de la stabilité monétaire et financière.

L'Institut multilatéral de Vienne (IMV) a poursuivi ses activités de formation dans les pays en transition. Plus de dix mille personnes, issues principalement du secteur public, ont assisté aux cours et séminaires organisés à l'IMV depuis son établissement, fin 1992. Le mandat de l'Institut a été renouvelé par les cinq organisations financières internationales qui le parrainent (BERD, BIRD, BRI, FMI et OCDE) – auxquelles s'est ajoutée, en janvier 1999, l'Organisation mondiale du commerce – pour une période de cinq ans prenant fin à la mi-2004. Les séminaires, mis sur pied par la BRI avec le concours de banques centrales et d'autres institutions, ont porté sur le contrôle bancaire, les systèmes de paiement et de règlement, la stabilité monétaire et financière, certaines questions juridiques et la gestion des réserves.

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

Les travaux du Groupe d'experts sur les questions relatives à la banque de données monétaires et économiques sont restés axés sur les défis posés par

le changement de siècle, l'UEM et les mesures visant à élargir l'échange électronique d'informations sécurisées entre banques centrales, en vue de permettre la transmission de données ainsi que de fichiers et de mettre en place l'infrastructure nécessaire à la téléconférence avec partage de documents. Un projet pilote a été expérimenté avec succès entre un petit nombre de banques centrales; il a permis d'examiner d'importantes questions opérationnelles et techniques, à la lumière desquelles la BRI pourrait être appelée à fournir de nouveaux services d'information aux banques centrales. Un atelier spécial de coordination technique a été organisé pour approfondir divers aspects: an 2000 et changements associés pour les systèmes et formats d'échange entre participants à la banque de données BRI; problèmes de couverture statistique liés au lancement de l'euro; perspectives ouvertes par le projet pilote. Les banques centrales ont encouragé la BRI à aller de l'avant pour le lancement des services d'information électronique élargis et à fournir une plateforme de production sûre et fiable permettant d'atteindre à bref délai cet objectif.

Groupe des experts informaticiens

Les préparatifs des services informatiques des banques centrales à l'avènement de l'euro et au nouveau millénaire ont été au centre des discussions du Groupe des experts informaticiens. Après l'adaptation réussie à la monnaie unique européenne, de vastes programmes ont été mis en place pour s'assurer que les systèmes informatiques utilisés pour les paiements, règlements et autres fonctions subissent rapidement des tests internes et externes complets certifiant leur aptitude au passage à l'an 2000.

Les banques centrales ont de plus en plus recours aux technologies Internet pour diffuser d'importantes quantités d'informations à des publics variés: communications au sein de l'établissement; échanges économiques et statistiques avec universités et instituts de recherche; partage entre banques centrales et avec le grand public par le biais de sites Internet. Le Groupe a examiné les moyens de faciliter l'accès des banques centrales aux technologies Internet et les mesures à prendre vis-à-vis des risques posés par le raccordement des systèmes informatiques internes au réseau mondial, notamment en ce qui concerne la confidentialité des données et la disponibilité des systèmes. À cet égard, le Groupe s'est également intéressé aux évolutions technologiques récentes, comme les réseaux privés virtuels, les signatures électroniques et la cryptographie à clé publique.

Bureau de représentation pour l'Asie et le Pacifique

En juillet 1998, la Banque a ouvert son premier établissement situé hors de Suisse, sous la forme d'un Bureau de représentation pour l'Asie et le Pacifique, à Hong-Kong (RASS). Ce Bureau a pour but de renforcer les échanges d'informations et la coopération entre banques centrales et autorités monétaires à l'intérieur de la région ainsi qu'avec les instituts d'émission du reste du monde. Il permet également de faire participer plus étroitement les banques centrales de la région aux activités de la Banque. Dans le domaine bancaire, le Bureau sert à promouvoir les relations d'affaires de la BRI avec ces banques centrales; en outre,

il contribue aux travaux de recherche et d'analyse de la Banque sur l'évolution financière et économique dans la zone Asie-Pacifique.

Depuis son ouverture, le Bureau organise des rencontres entre responsables de banques centrales de la région et d'ailleurs. Lors d'un symposium de gestionnaires des réserves auquel participait également la BCE, les discussions ont porté sur les préparatifs et les perspectives de l'euro. En janvier, une réunion spéciale des gouverneurs a donné lieu à des échanges de vues sur la restructuration bancaire, à partir d'exemples européens et américains. Enfin, les gestionnaires des marchés des changes de la région ainsi que leurs homologues d'Europe occidentale et centrale, d'Afrique et d'Amérique du Nord ont examiné les stratégies suivies par les institutions financières à fort effet de levier sur ces marchés.

Institut pour la stabilité financière

Le 68^e Rapport annuel annonçait que la BRI et le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, conscients de la nécessité de renforcer les systèmes financiers à travers le monde, avaient décidé de créer l'Institut pour la stabilité financière (ISF). Son premier Président, John Heimann, a pris ses fonctions le 1^{er} février 1999. L'ISF s'attachera au renforcement des institutions et systèmes financiers en commençant par le secteur bancaire, puis élargira progressivement son champ d'action aux entreprises d'investissement et compagnies d'assurances, les cloisons entre ces trois catégories d'agents devenant de plus en plus perméables. Il projette d'organiser des séminaires permettant des synergies entre responsables de la surveillance dans les économies émergentes, leurs homologues des grands pays industriels et des experts du secteur financier, afin d'assurer la mise en œuvre de meilleures structures financières grâce à l'application des *Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace*. Il travaille en étroite collaboration avec le Toronto International Leadership Centre for Financial Sector Supervision, institué sous l'égide de la Banque mondiale et du gouvernement canadien. À partir du mois de juin, des prestations conjointes seront offertes à Bâle et à Toronto: séminaires sur le renforcement des capacités de contrôle et ateliers sur des questions comme les risques de marché et la gestion des risques.

Un vaste programme de formation est prévu à l'intention de contrôleurs confirmés, dans le cadre de séminaires à Bâle et dans chaque grande zone géographique. Une coopération avec la Banque mondiale, le FMI et les banques centrales est envisagée.

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

Au cours de l'exercice écoulé, la Banque a continué d'agir en qualité d'Agent et de Mandataire dans le domaine des règlements financiers internationaux.

Agent du Système de compensation et de règlement de l'Écu privé

À la suite de l'introduction de l'euro, le 1^{er} janvier 1999, le Système de compensation et de règlement de l'Écu privé a été remplacé par le nouveau

système de compensation de l'euro de l'Association bancaire pour l'euro (ABE), Paris. De ce fait, la BRI a cessé d'agir en qualité d'Agent du Système de compensation et de règlement de l'Écu privé, le 31 décembre 1998, et l'accord correspondant BRI/ABE est devenu caduc à cette date.

La BRI agissait en qualité d'Agent du Système de compensation de l'Écu depuis octobre 1986. Le 56^e Rapport annuel (juin 1986) contient une description de la structure et du fonctionnement du système. Le nombre des banques de compensation s'est accru régulièrement au fil des années et, durant l'été 1998, onze nouvelles banques ont obtenu de l'ABE la qualité de banque de compensation, tandis que cinq établissements se sont retirés du système. Le total des banques de compensation a ainsi été porté à soixante-deux au moment du passage au système de compensation de l'euro.

Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux

En ce qui concerne les obligations de consolidation 1990–2010 des Emprunts Dawes et Young, la Deutsche Bundesbank, en tant qu'agent payeur de toutes les obligations dématérialisées de l'ensemble des émissions relatives à ces deux emprunts, a notifié à la Banque qu'elle avait versé aux détenteurs d'obligations approximativement DM 3,5 millions à titre de remboursement du principal, à la date d'échéance du 3 octobre 1998, et DM 7,0 millions en paiements d'intérêts, aux échéances du 3 avril et du 3 octobre 1998, ainsi que des arriérés d'intérêts. Les valeurs d'encaissement et facteurs de conversion nouvellement calculés et applicables à ces dates d'échéance d'intérêts ont été publiés par la Bundesschuldenverwaltung (BSV – Administration fédérale allemande de la dette publique) dans le *Bundesanzeiger* (Journal officiel).

À l'occasion de l'introduction de l'euro, le 1^{er} janvier 1999, la BSV a annoncé que les obligations de consolidation évoquées précédemment ne seraient pas converties en euros. Toutefois, la méthode utilisée par les autorités allemandes pour calculer les valeurs d'encaissement de ces obligations pour les paiements d'intérêts et de principal sera modifiée. Des informations détaillées figurent dans l'annonce faite par la BSV dans le *Bundesanzeiger* n° 57 du 24 mars 1999.

S'agissant de l'application de la clause de garantie de change pour l'Emprunt Young par la BSV, la Banque a réitéré ses réserves antérieures, énoncées dans le 50^e Rapport annuel (juin 1980), qui s'étendent également aux obligations de consolidation 1990–2010. Par ailleurs, la Banque a attiré l'attention sur le fait que l'introduction de l'euro ne modifie en rien les réserves mentionnées. Les agents payeurs ont été invités à prendre les mesures de sauvegarde appropriées, afin de préserver les droits des détenteurs d'obligations.

Des informations détaillées sur ces émissions d'obligations et les fonctions de la Banque figurent dans le 63^e Rapport annuel (juin 1993).

Agent détenteur des sûretés garantissant les obligations brésiliennes

En vertu de deux Contrats de nantissement signés le 15 avril 1994, 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 à quinze ou trente ans libellées en dollars EU que le Brésil a émises dans le

cadre des accords de restructuration de sa dette extérieure conclus en novembre 1993.

Agent détenteur des sûretés garantissant les obligations péruviennes

En vertu de Contrats signés le 7 mars 1997, 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 à vingt ou trente ans libellées en dollars EU que le Pérou a émises dans le cadre des accords de restructuration de sa dette extérieure conclus en novembre 1996.

Agent détenteur des sûretés garantissant les obligations ivoiriennes

En vertu de Contrats signés le 31 mars 1998, la BRI agit également en qualité d'Agent détenteur de sûretés, se chargeant de leur garde et de leur placement pour le compte des porteurs de certaines obligations à vingt ou trente ans libellées en dollars EU et en francs français que la Côte-d'Ivoire a émises dans le cadre des accords de restructuration de sa dette extérieure conclus en mai 1997.

3. Assistance financière aux banques centrales

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

Un premier tirage de \$EU 4,15 milliards a été effectué, le 18 décembre 1998, sur la facilité BRI. Un second tirage de \$EU 4,5 milliards est intervenu le 9 avril 1999. Des montants proportionnels ont été mis à disposition dans chaque cas au titre de la facilité japonaise.

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

4. Opérations du Département bancaire

Au 31 mars 1999, le bilan s'établissait à 66 237 millions de francs or, en augmentation de 6,1% (3 787 millions de francs or) par rapport au montant de 62 450 millions enregistré un an auparavant. Les variations de change ont eu une incidence positive de quelque 650 millions de francs or, par suite du léger fléchissement du dollar EU à l'égard des autres monnaies entre le début et la fin de l'exercice.

Dans le contexte des fortes tensions de l'automne dernier sur les marchés financiers, le bilan s'est sensiblement accru, atteignant un record absolu de 89 466 millions de francs or en décembre 1998. Le mouvement généralisé de course à la qualité enregistré à ce moment a souligné la solidité du crédit de la BRI. À mesure que les préoccupations en matière de crédit se sont atténuées, cette progression du bilan s'est toutefois largement inversée au premier trimestre de 1999.

Passif

La clientèle de la BRI se compose de plus de cent banques centrales et institutions internationales. Poursuivant ses efforts visant à améliorer la compétitivité et la diversité de ses services bancaires, la Banque a adopté, durant l'exercice, plusieurs mesures destinées à rendre les tarifs de ses produits financiers plus attrayants et a également lancé un nouvel instrument d'échéance plus longue (allant jusqu'à 5 ans).

Au 31 mars 1999, les fonds empruntés en or et en monnaies (à l'exclusion des opérations de pension) s'élevaient à 60 898 millions de francs or, contre 57 497 millions un an auparavant. Les dépôts en or, qui se sont contractés de 281 millions de francs or, à 3 193 millions, représentent 5,2% du total des ressources empruntées, contre 6% à fin mars 1998. Dans le même temps, les dépôts en monnaies ont progressé de 3 682 millions de francs or, le recul des dépôts à terme fixe étant plus que compensé par une augmentation des exigibilités en instruments négociables, plus liquides, de la BRI. Le volume de ces passifs en monnaies tend à varier, dans la mesure où les banques centrales utilisent activement les facilités bancaires de la BRI pour gérer leurs liquidités, mais en raison également du rôle de refuge joué par la BRI dans des conditions de marché incertaines. Le montant journalier moyen des monnaies empruntées a été supérieur de 8,4% à celui de 1997/98.

L'exercice écoulé a été caractérisé par une progression de 13,6% des fonds reçus en dollars EU. De ce fait, la part de cette devise dans le total des ressources empruntées en monnaies a poursuivi sa hausse des dernières années et s'inscrivait à 65,9% au 31 mars 1999, contre 62,1% un an auparavant. En revanche, celle de l'euro ou de ses monnaies composantes a fléchi dans le même temps, revenant de 24,8% à 20,2%.

Les dépôts des banques centrales ont augmenté, de 50 468 millions à 54 016 millions de francs or, ce qui représente 93,6% du total des fonds empruntés en monnaies à fin mars 1999, proportion quasiment inchangée par rapport à l'exercice précédent. Les apports des autres déposants (essentiellement des institutions internationales) s'élèvent à 3 690 millions de francs or (6,4% du total), contre 3 555 millions (6,6%) au 31 mars 1998.

Actif

Les actifs de réserve détenus auprès de la BRI par les banques centrales sont essentiellement à court terme et l'un des objectifs premiers de la Banque dans l'utilisation de ces ressources est donc de préserver un degré élevé de liquidité. La Banque conduit ses opérations d'une manière particulièrement prudente pour assurer la sécurité des dépôts qui lui sont confiés; les risques de crédit, de transformation et de change sont étroitement suivis.

Avec une progression de 4 157 millions de francs or sur l'exercice, les placements en monnaies se sont élevés à 62 189 millions de francs or au 31 mars 1999, contre 58 032 millions à fin mars 1998. Ces avoirs représentent des dépôts auprès d'institutions internationales de premier ordre sur le plan mondial ainsi que des titres à court terme négociables, bons du Trésor notamment. La Banque octroie également des avances à des banques centrales; fin mars 1999, leur encours total s'établissait à 2 550 millions de francs or, correspondant essentiellement à des décaissements dans le cadre de la facilité de crédit multilatérale coordonnée par la BRI en faveur du Banco Central do Brasil (voir 3 ci-avant).

Les avoirs en or de la Banque se sont repliés, au cours de l'exercice, de 4 159 millions de francs or à 3 879 millions sous l'effet de la contraction des dépôts reçus.

Hormis l'encaisse de 192 tonnes d'or, les fonds propres de la Banque sont détenus en grande partie sous forme de titres liquides émis ou garantis par les gouvernements des principaux pays industriels ainsi que par des organismes supranationaux de premier rang. Cette politique de placement s'est avérée particulièrement efficace durant les conditions de marché perturbées de l'exercice écoulé.

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

5. Bénéfice net et répartition

Les comptes du 69^e exercice clos le 31 mars 1999 font ressortir un excédent net de 303 618 800 francs or, contre 259 160 599 francs or pour l'exercice précédent. Le niveau élevé du total du bilan s'est traduit par une augmentation des revenus dans le cadre des opérations sur ressources empruntées. Les revenus d'intérêts des placements de fonds propres ont légèrement fléchi, par suite de la baisse générale des taux d'intérêt à long terme sur les principaux marchés. Toutefois, ce contexte de taux d'intérêt moins élevés a aussi permis de réaliser d'importantes plus-values sur les portefeuilles de placement de la Banque, et les gains accrus résultant de la négociation de titres ont notablement contribué à la hausse des bénéfices. L'accroissement du bénéfice net s'explique également par la décision du Conseil d'administration de la Banque de réduire encore le montant affecté à la Provision pour risques bancaires et autres éventualités.

Le résultat du présent exercice est indiqué après déduction de 66 762 397 francs or au titre des frais d'administration, contre 55 701 805 francs or pour l'exercice précédent. Cette progression a été due, à hauteur de 6 016 352 francs or, à l'incorporation pour la première fois d'une dotation aux amortissements, suite à l'introduction d'une nouvelle méthodologie comptable qui enregistre les dépenses en capital et amortissements pour les terrains, immeubles et équipement de la Banque. Hors amortissements, les frais d'administration se sont accrus de 5 044 240 francs or, soit de 9,1%, en partie sous l'effet des variations de change. En termes de francs suisses, monnaie dans laquelle

est opéré le règlement de la plupart des dépenses de la Banque, la hausse des frais, amortissements exclus, s'établit à 6,9%.

En application de l'article 51 des Statuts, le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale de répartir le bénéfice net de 303 618 800 francs or de la manière suivante:

- i) affectation d'un montant de 57 366 159 francs or au paiement d'un dividende de 320 francs suisses par action;
- ii) transfert d'un montant de 49 250 528 francs or au Fonds de réserve générale;
- iii) transfert d'un montant de 3 000 000 de francs or au Fonds spécial de réserve de dividendes;
- iv) transfert d'un montant de 194 002 113 francs or, représentant le solde du bénéfice net disponible, au Fonds de réserve libre que le Conseil peut utiliser pour tout objet conforme aux dispositions des Statuts.

Si ces propositions sont acceptées, le dividende sera payé le 1^{er} juillet 1999 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 20 juin 1999.

On trouvera à la fin du présent Rapport le bilan, le compte de profits et pertes et une synthèse montrant l'évolution du capital et des réserves de la Banque au cours de l'exercice. Les comptes de la Banque ont été vérifiés par les services de PricewaterhouseCoopers AG, qui ont confirmé que le bilan, le compte de profits et pertes, ainsi que les notes des pages 187–190, donnent une présentation sincère et régulière de la situation financière de la Banque au 31 mars 1999 et des résultats de ses opérations pour l'exercice clos à cette date. Ce rapport des commissaires-vérificateurs figure immédiatement après les comptes.

6. Modifications dans la composition du Conseil d'administration

Lors de sa séance du 8 février 1999, le Conseil a élu Urban Bäckström, Gouverneur de la Sveriges Riksbank, aux postes de Président du Conseil d'administration et Président de la Banque pour une période de trois ans commençant le 1^{er} mars 1999, date à laquelle Alfons Verplaetse, prenant sa retraite de Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, a quitté ces fonctions.

Guy Quaden, qui a succédé à Alfons Verplaetse en qualité de Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, est devenu administrateur d'office à compter du 1^{er} mars 1999.

À la suite de la démission de Philippe Wilmès comme membre du Conseil en mars 1999, Guy Quaden a nommé Alfons Verplaetse à cette fonction. Eddie George, Gouverneur de la Banque d'Angleterre, a prolongé jusqu'en mai 2002 le mandat d'administrateur de Lord Kingsdown, conformément à l'article 27(2) des Statuts.

Urban Bäckström, dont le mandat de membre du Conseil d'administration, au titre de l'article 27(3) des Statuts, arrivait à expiration le 31 mars 1999, a été réélu pour une nouvelle période de trois ans.

Trois changements sont intervenus parmi les suppléants des administrateurs d'office. En septembre 1998, Hans Tietmeyer, Président de la Deutsche

Bundesbank, a nommé Jürgen Stark. Alan Greenspan, Président du Conseil des Gouverneurs du Système de Réserve fédérale, a nommé Karen H. Johnson en novembre 1998 et, en mars 1999, Guy Quaden a nommé Jan Smets en remplacement de Marcia De Wachter.

La Banque a été peinée d'apprendre le décès de René Larre, le 1^{er} janvier 1999, à l'âge de 83 ans. M. Larre était entré au service de la BRI le 1^{er} mai 1971 en qualité de Directeur Général, poste qu'il avait occupé jusqu'à son départ en retraite, en février 1981.

Robert D. Sleeper a été nommé Chef du Département bancaire à compter du 1^{er} février 1999. Il succède à Malcolm Gill, qui a pris sa retraite en mars 1999, après être entré au service de la Banque en décembre 1991.

Bilan et compte de profits et pertes

au 31 mars 1999

Bilan au 31 mars 1999

(en francs or – voir note 2a afférente aux comptes)

1998	Actif	1999
	Or	
3 037 168 543	Détenu en barres	2 801 471 476
1 122 386 712	Dépôts à terme et avances	1 077 182 612
<u>4 159 555 255</u>		<u>3 878 654 088</u>
7 776 756	Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	8 289 300
1 863 872 732	Bons du Trésor	7 314 049 359
	Dépôts à terme et avances en monnaies	
25 267 793 274	À 3 mois au maximum	21 413 790 799
9 594 385 217	À plus de 3 mois	11 009 185 563
<u>34 862 178 491</u>		<u>32 422 976 362</u>
	Titres acquis dans le cadre de pensions	
2 696 998 195	À 3 mois au maximum	276 014 585
83 973 665	À plus de 3 mois	–
<u>2 780 971 860</u>		<u>276 014 585</u>
	Titres du secteur public et autres titres à terme	
3 024 906 378	À 3 mois au maximum	4 658 672 728
15 492 166 080	À plus de 3 mois	17 509 173 124
<u>18 517 072 458</u>		<u>22 167 845 852</u>
1	Terrains, immeubles et équipement	124 693 036
258 747 077	Divers	44 554 468
<u>62 450 174 630</u>		<u>66 237 077 050</u>

Après
répartition du bénéfice
net de l'exercice

Avant
répartition du bénéfice
net de l'exercice

1998	Passif	1999	
323 228 125	Capital libéré	323 228 125	323 228 125
2 268 525 024	Réserves	2 359 389 062	2 605 641 703
247 188 455	Compte des différences d'évaluation	265 360 020	265 360 020
	Dépôts (or)		
3 010 120 795	À vue	2 775 616 571	2 775 616 571
309 454 649	À 3 mois au maximum	233 632 571	233 632 571
154 169 729	À plus de 3 mois	183 327 484	183 327 484
3 473 745 173		3 192 576 626	3 192 576 626
	Dépôts (monnaies)		
3 388 447 478	À vue	3 005 634 040	3 005 634 040
48 774 372 346	À 3 mois au maximum	51 674 794 423	51 674 794 423
1 860 721 733	À plus de 3 mois	3 025 353 687	3 025 353 687
54 023 541 557		57 705 782 150	57 705 782 150
	Titres cédés dans le cadre de pensions		
30 730 705	À 3 mois au maximum	121 452 148	121 452 148
256 984 348	Système de pensions du personnel	—	—
1 773 681 784	Divers	1 965 670 119	1 965 670 119
	Compte de profits et pertes	303 618 800	
52 549 459	Dividende payable le 1 ^{er} juillet		57 366 159
62 450 174 630		66 237 077 050	66 237 077 050

Compte de profits et pertes

pour l'exercice clos le 31 mars 1999
(en francs or)

	1998	1999
Intérêts, escomptes et autres produits d'exploitation	3 823 693 826	4 050 134 509
Moins: charges d'intérêts et d'escomptes	3 508 831 422	3 679 753 312
Intérêts nets et autres produits d'exploitation	314 862 404	370 381 197
Moins: frais d'administration		
Conseil d'administration	1 244 034	1 330 121
Direction et personnel	39 425 067	40 819 397
Dépenses de bureau et dépenses diverses	15 032 704	18 596 527
Amortissements	—	6 016 352
	55 701 805	66 762 397
Bénéfice net de l'exercice	259 160 599	303 618 800
Le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale ordinaire de répartir le bénéfice net de l'exercice clos le 31 mars 1999 comme suit, en application de l'article 51 des Statuts:		
Dividende: 320 francs suisses par action sur 517 165 actions (1998: 300 francs suisses)	52 549 459	57 366 159
	206 611 140	246 252 641
Transfert au Fonds de réserve générale	41 322 228	49 250 528
	165 288 912	197 002 113
Transfert au Fonds spécial de réserve de dividendes	3 000 000	3 000 000
	162 288 912	194 002 113
Transfert au Fonds de réserve libre	162 288 912	194 002 113
	—	—

Évolution du capital libéré et des réserves de la Banque

au cours de l'exercice clos le 31 mars 1999
(en francs or)

I. Capital libéré

	Nombre d'actions	Francs or
Actions de 2 500 francs or, libérées de 25%:		
Solde au 31 mars 1998	517 165	323 228 125
Solde au 31 mars 1999 tel qu'il apparaît au bilan	517 165	323 228 125

II. Évolution des fonds de réserve

	Fonds de réserve légale	Fonds de réserve générale	Fonds spécial de réserve de dividendes	Fonds de réserve libre	Total des fonds de réserve
Soldes au 31 mars 1998, après répartition du bénéfice net de l'exercice 1997/98	32 322 813	1 016 326 624	62 530 055	1 157 345 532	2 268 525 024
À ajouter: incidence de la modifica- tion de la méthodologie comp- table pour les terrains, immeubles et équipement: voir Notes afférentes aux comptes g) et l)	—	90 864 038	—	—	90 864 038
Soldes au 31 mars 1999 avant répartition du bénéfice net	32 322 813	1 107 190 662	62 530 055	1 157 345 532	2 359 389 062
À ajouter: affectations du bénéfice net au titre de l'exercice 1998/99	—	49 250 528	3 000 000	194 002 113	246 252 641
Soldes au 31 mars 1999 tels qu'ils apparaissent au bilan	32 322 813	1 156 441 190	65 530 055	1 351 347 645	2 605 641 703

III. Capital libéré et fonds de réserve au 31 mars 1999 (après affectations) représentés par des:

	Capital libéré	Fonds de réserve	Total capital et réserves
Avoirs nets en			
Or	323 228 125	338 760 661	661 988 786
Monnaies	—	2 266 881 042	2 266 881 042
Soldes au 31 mars 1999 tels qu'ils apparaissent au bilan	323 228 125	2 605 641 703	2 928 869 828

Notes afférentes aux comptes

pour l'exercice clos le 31 mars 1999

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-cinq 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 1998/99 sont présentés sous une forme approuvée par le Conseil d'administration, conformément à l'article 49 des Statuts de la Banque.

2. Principales conventions comptables

a) Unité de compte et conversion des positions en monnaies

L'unité de compte de la Banque est le franc or, qui équivaut à \$EU 1,941 49... . L'article 4 des Statuts de la Banque définit le franc or (en abrégé F or) comme représentant 0,290 322 58... gramme d'or fin. Les éléments correspondant à des créances en or sont convertis en francs or sur la base de leur poids d'or fin. Les éléments libellés en dollars EU sont convertis en francs or sur la base d'un cours de \$EU 208 l'once d'or fin (ce cours a été établi par le Conseil d'administration de la Banque en 1979 et donne le facteur de conversion de 1 franc or = \$EU 1,941 49...). Les éléments exprimés en autres monnaies sont convertis en dollars EU aux cours de change au comptant du marché à la date de clôture du bilan, les soldes en dollars EU obtenus étant ensuite convertis en francs or.

Les différences de change résultant de la conversion des actifs et passifs libellés en monnaies autres que le dollar EU sont portées au compte des différences d'évaluation.

Le solde net résultant des différences de change au titre de la conversion des contrats à terme et contrats d'échange est inclus à l'actif ou au passif sous divers.

b) Base d'évaluation et détermination du bénéfice

Sauf indication contraire, les comptes de la Banque sont établis sur la base des coûts d'origine et les produits et charges sont enregistrés selon le principe de la comptabilité d'exercice. Les profits et pertes sont déterminés sur une base mensuelle, convertis en dollars EU aux cours de change au comptant du marché à chaque fin de mois et transcrits en francs or comme précisé précédemment; les bénéfices mensuels ainsi calculés sont additionnés sur l'exercice.

Les profits et pertes résultant de la vente de titres de placement sont portés au compte d'égalisation des ventes de titres, inclus au passif sous divers. Les soldes créditeurs cumulés sous 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'année 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 des intérêts courus le cas échéant 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

Avec effet au 1^{er} avril 1998, la Banque a modifié sa méthodologie comptable en vue de comptabiliser les dépenses en capital et les amortissements pour les terrains, immeubles et équipement sur une base linéaire par rapport à leur durée d'utilisation prévue:

Terrains – pas d'amortissement.

Immeubles – 50 ans.

Installations et machines des immeubles – 15 ans.

Équipement informatique – 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 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

Le Conseil d'administration affecte chaque année un montant à cette provision, qui est incluse au passif sous divers.

l) Changement de méthodologie comptable lors de l'exercice 1998/99

Le 1^{er} avril 1998, les terrains, immeubles et équipement de la Banque ont été réévalués au bilan à leur coût historique moins la dépréciation cumulée durant les années de détention des actifs. Ce changement a eu pour effet d'accroître la valeur des terrains, immeubles et équipement dans le bilan de la Banque de F or 90,9 millions, montant qui a été ajouté aux réserves de la Banque (voir également le tableau intitulé «Évolution du capital libéré et des réserves de la Banque»). En outre, à dater de l'exercice 1998/99, le compte de profits et pertes comporte une dotation aux amortissements, qui remplace les précédents transferts à des provisions spécifiques.

Les soldes non utilisés de la Provision pour immeubles et de la Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement ont été crédités, en 1998/99, à la Provision pour frais d'administration exceptionnels.

Notes afférentes au bilan

pour l'exercice clos le 31 mars 1999

1. Encaisse-or

Le tableau ci-après montre la composition de l'encaisse-or de la Banque.

Actif	1998	1999
Barres détenues auprès de banques centrales	3 037 168 543	2 801 471 476
Dépôts à terme en or		
À 3 mois au maximum	438 825 618	274 154 547
À plus de 3 mois	683 561 094	803 028 065
	<u>4 159 555 255</u>	<u>3 878 654 088</u>

Au 31 mars 1999, l'encaisse-or appartenant en propre à la Banque s'élève à F or 662,0 millions, équivalant à 192 tonnes d'or fin (1998: F or 662,0 millions; 192 tonnes).

2. Bons du Trésor

La valeur du portefeuille de la Banque est la suivante:

	1998	1999
Valeur comptable	<u>1 863 872 732</u>	<u>7 314 049 359</u>

La valeur de marché, au 31 mars 1999, est de F or 7 319,2 millions (1998: F or 1 863,6 millions).

3. Titres du secteur public et autres titres à terme

La valeur du portefeuille de la Banque est la suivante:

	1998	1999
Valeur comptable	<u>18 517 072 458</u>	<u>22 167 845 852</u>

La valeur de marché, au 31 mars 1999, des titres du secteur public et autres titres à terme est de F or 22 331,4 millions (1998: F or 18 623,8 millions).

4. Terrains, immeubles et équipement

	Terrains et immeubles	Équipement informatique et autre	Total
Coût:			
Solde d'ouverture au 1 ^{er} avril 1998	101 585 513	38 117 021	139 702 534
Dépenses d'investissement	29 925 031	7 793 648	37 718 679
Variations de change	2 377 877	892 230	3 270 107
Coût au 31 mars 1999	133 888 421	46 802 899	180 691 320
Amortissements:			
Amortissements cumulés au 1 ^{er} avril 1998	26 665 183	22 173 313	48 838 496
Dotation aux amortissements pour l'exercice actuel	2 069 321	3 947 031	6 016 352
Variations de change	624 169	519 267	1 143 436
Amortissements cumulés	29 358 673	26 639 611	55 998 284
Valeur comptable nette au 31 mars 1999	104 529 748	20 163 288	124 693 036

Le coût des terrains de la Banque au 31 mars 1999 est de F or 26 610 450 (1^{er} avril 1998: F or 19 566 319). Durant l'année, la Banque a acquis une propriété supplémentaire à Bâle, qui sera essentiellement utilisée par le Département bancaire.

5. Capital

Le capital de la Banque est constitué ainsi:

	1998	1999
Capital autorisé:		
600 000 actions, de 2 500 francs or chacune	1 500 000 000	1 500 000 000
Capital émis: 517 165 actions	1 292 912 500	1 292 912 500
libérées de 25%	323 228 125	323 228 125

6. Réserves

Les réserves de la Banque sont constituées ainsi:

	1998	1999
Fonds de réserve légale	32 322 813	32 322 813
Fonds de réserve générale	1 016 326 624	1 156 441 190
Fonds spécial de réserve de dividendes	62 530 055	65 530 055
Fonds de réserve libre	1 157 345 532	1 351 347 645
	2 268 525 024	2 605 641 703

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».

7. Dépôts

Les dépôts en or placés auprès de la Banque proviennent entièrement de banques centrales. La composition des dépôts en monnaies placés auprès de la Banque est la suivante:

	1998	1999
Banques centrales		
À vue	3 323 820 195	2 890 343 276
À 3 mois au maximum	45 283 968 982	48 100 323 078
À plus de 3 mois	1 860 469 306	3 025 353 687
Autres déposants		
À vue	64 627 283	115 290 764
À 3 mois au maximum	3 490 403 364	3 574 471 345
À plus de 3 mois	252 427	–
	<u>54 023 541 557</u>	<u>57 705 782 150</u>

8. Éléments de hors-bilan

a) Instruments dérivés

Dans le cadre normal de ses activités, la Banque participe à des transactions financières de hors-bilan portant sur contrats de change à terme, contrats d'échange de devises et de taux d'intérêt, contrats de taux à terme, instruments financiers à terme et options. Ces instruments sont utilisés pour couvrir les risques de taux d'intérêt et de change de la Banque sur ses actifs et passifs et pour gérer la 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

(en millions de francs or)

	1998	1999
Contrats de change:		
Terme et swaps cambistes	12 040,5	10 470,4
Contrats d'échange	2 054,4	2 796,1
Contrats de taux:		
Contrats d'échange	5 689,5	7 222,0
Terme et instruments financiers à terme	4 928,4	5 987,8

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 1999 s'inscrivait à F or 484,1 millions (1998: F or 499,7 millions).

b) *Transactions fiduciaires*

Les transactions fiduciaires, bien que réalisées au nom de la Banque, ne sont pas incluses dans le bilan, étant donné qu'elles sont effectuées pour le compte et au risque de sa clientèle.

(en millions de francs or)	1998	1999
Valeur nominale des titres conservés en dépôt	7 660,2	7 167,8
Or détenu sous dossier	930,8	671,2

c) *Système de pensions et Plan d'épargne du personnel*

Les années passées, les exigences au titre du Système de pensions figuraient dans le bilan de la Banque à la rubrique «Système de pensions du personnel», tandis que celles du Plan d'épargne étaient incluses au passif sous divers. Le 1^{er} octobre 1998, la nouvelle réglementation sur les pensions est entrée en vigueur et les actifs et passifs des deux systèmes ont été transférés du bilan de la Banque à deux fonds séparés. Ces modifications visaient à moderniser le Système de pensions et à faciliter la gestion des actifs du Système de pensions et du Plan d'épargne séparément des actifs de la Banque. Les deux nouveaux fonds s'apparentent à des fonds fiduciaires et n'ont pas de personnalité juridique propre. Leurs actifs sont gérés par la Banque au seul profit des membres actuels et anciens du personnel qui participent au Système de pensions et au Plan d'épargne, et tous les paiements dans le cadre de ces systèmes sont portés au débit du fonds concerné. Certains actifs antérieurement affectés à la couverture des exigences au titre du Système de pensions et du Plan d'épargne, d'un montant de F or 293,2 millions et F or 24,5 millions respectivement, ont été transférés aux nouveaux fonds le 1^{er} octobre 1998.

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 est incluse dans ses frais d'administration.

Au 31 mars 1999, la valeur de marché des actifs du Fonds de pension s'élevait à F or 295,5 millions, soit un ratio de couverture de 127% par rapport à la valeur actuarielle la plus récente des obligations incombant au fonds. La valeur de marché des actifs du Fonds d'épargne s'inscrivait à F or 25,8 millions au 31 mars 1999, ce qui représente un ratio de couverture de 109% par rapport aux exigences du système. Les premiers comptes annuels des Fonds de pension et d'épargne se référeront à l'exercice se terminant au 30 septembre 1999.

Rapport des commissaires-vérificateurs

Rapport des commissaires-vérificateurs
au Conseil d'administration et à l'Assemblée générale
de la Banque des Règlements Internationaux, Bâle

Nous avons vérifié le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que les notes afférentes, de la Banque des Règlements Internationaux. Le bilan et le compte de profits et pertes ont été préparés par la Direction de la Banque en conformité avec les Statuts et les principes d'évaluation décrits dans les notes sous «Principales conventions comptables». Notre responsabilité, au sens des Statuts de la Banque, est de formuler un avis, en toute indépendance, sur le bilan et le compte de profits et pertes fondé sur notre révision et de vous en faire part.

Notre révision a inclus la vérification par sondage de la justification des chiffres du bilan et du compte de profits et pertes et autres indications connexes. Nous avons obtenu toutes les informations et toutes les explications que nous avons demandées pour acquérir l'assurance que le bilan et le compte de profits et pertes ne contiennent pas d'erreur matérielle et nous sommes d'avis que notre révision forme une base adéquate pour notre appréciation.

À notre avis, le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que les notes afférentes, ont été correctement établis et donnent une présentation sincère et régulière de la situation financière de la Banque des Règlements Internationaux au 31 mars 1999 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

John K. Fletcher

Bâle, le 27 avril 1999

Synthèse du bilan sur les cinq derniers exercices

(en millions de francs or)

	Exercice clos le 31 mars				
	1995	1996	1997	1998	1999
Or					
<i>Détenu en barres</i>	4 373,4	4 364,2	3 547,3	3 037,1	2 801,5
<i>Dépôts à terme et avances</i>	541,8	637,3	956,7	1 122,4	1 077,2
	4 915,2	5 001,5	4 504,0	4 159,5	3 878,7
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	9,8	9,8	384,4	7,8	8,3
Bons du Trésor	5 483,1	4 105,7	2 813,4	1 863,9	7 314,0
Dépôts à terme et avances en monnaies	42 478,7	37 328,1	42 355,1	34 862,2	32 423,0
Titres acquis dans le cadre de pensions	2 988,7	1 652,2	884,2	2 781,0	276,0
Titres du secteur public et autres titres à terme	9 332,8	10 488,1	15 651,1	18 517,1	22 167,9
Terrains, immeubles et équipement	—	—	—	—	124,7
Actif divers	19,2	32,8	200,8	258,7	44,5
Actif total	65 227,5	58 618,2	66 793,0	62 450,2	66 237,1
Capital libéré	295,7	295,7	323,2	323,2	323,2
Réserves (<i>après répartition du bénéfice net de l'exercice</i>)					
<i>Fonds de réserve légale</i>	30,1	30,1	32,3	32,3	32,3
<i>Fonds de réserve générale</i>	764,9	803,3	974,9	1 016,3	1 156,4
<i>Fonds spécial de réserve de dividendes</i>	53,5	56,5	59,5	62,5	65,5
<i>Fonds de réserve libre</i>	807,0	893,6	995,1	1 157,4	1 351,4
	1 655,5	1 783,5	2 061,8	2 268,5	2 605,6
Compte des différences d'évaluation	449,5	373,5	351,1	247,2	265,4
Dépôts					
<i>Or</i>	4 157,0	4 245,0	3 836,4	3 473,7	3 192,6
<i>Monnaies</i>	56 549,0	49 649,2	57 585,6	54 023,6	57 705,8
	60 706,0	53 894,2	61 422,0	57 497,3	60 898,4
Titres cédés dans le cadre de pensions	385,4	376,6	674,8	30,7	121,5
Système de pensions du personnel	271,0	283,1	252,6	257,0	—
Passif divers	1 411,0	1 558,3	1 658,7	1 773,7	1 965,6
Dividende	53,4	53,3	48,8	52,6	57,4
Passif total	65 227,5	58 618,2	66 793,0	62 450,2	66 237,1

Synthèse du compte de profits et pertes sur les cinq derniers exercices

(en millions de francs or)

Exercice clos le 31 mars	1995	1996	1997	1998	1999
Intérêts nets et autres produits d'exploitation	229,3	254,3	263,8	314,9	370,4
Moins: frais d'administration					
<i>Conseil d'administration</i>	1,2	1,5	1,3	1,3	1,3
<i>Direction et personnel</i>	40,2	46,6	42,9	39,4	40,9
<i>Dépenses de bureau et dépenses diverses</i>	17,4	18,3	16,3	15,0	18,6
<i>Amortissements</i>	—	—	—	—	6,0
	58,8	66,4	60,5	55,7	66,8
Excédent net d'exploitation	170,5	187,9	203,3	259,2	303,6
Moins: montants transférés à la					
<i>Provision pour frais d'administration exceptionnels</i>	3,4	3,5	3,0	—	—
<i>Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement</i>	4,7	3,1	6,0	—	—
	8,1	6,6	9,0	—	—
Bénéfice net de l'exercice	162,4	181,3	194,3	259,2	303,6
Dividende	53,4	53,3	48,8	52,6	57,4
	109,0	128,0	145,5	206,6	246,2
Transfert au Fonds de réserve générale	32,7	38,4	41,0	41,3	49,2
	76,3	89,6	104,5	165,3	197,0
Transfert au Fonds spécial de réserve de dividendes	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
	73,3	86,6	101,5	162,3	194,0
Transfert au Fonds de réserve libre	73,3	86,6	101,5	162,3	194,0
	—	—	—	—	—

Conseil d'administration

Urban Bäckström, Stockholm
Président du Conseil d'administration,
Président de la Banque

Lord Kingsdown, Londres
Vice-Président

Vincenzo Desario, Rome
Antonio Fazio, Rome
Edward A. J. George, Londres
Alan Greenspan, Washington
Hervé Hannoun, Paris
Masaru Hayami, Tokyo
William J. McDonough, New York
Hans Meyer, Zurich
Guy Quaden, Bruxelles
Helmut Schlesinger, Francfort-sur-le-Main
Gordon G. Thiessen, Ottawa
Hans Tietmeyer, Francfort-sur-le-Main
Jean-Claude Trichet, Paris
Alfons Verplaetse, Bruxelles
Nout H. E. M. Wellink, Amsterdam

Suppléants

Jean-Pierre Patat ou
Marc-Olivier Strauss-Kahn, Paris
Ian Plenderleith ou
Clifford Smout, Londres
Jean-Jacques Rey ou
Jan Smets, Bruxelles
Alice M. Rivlin ou
Karen H. Johnson, Washington
Carlo Santini ou
Stefano Lo Faso, Rome
Jürgen Stark ou
Helmut Schieber, Francfort-sur-le-Main

Haute Direction de la Banque

Andrew Crockett	Directeur Général
André Icard	Directeur Général Adjoint
Gunter D. Baer	Secrétaire Général, Chef de Département
William R. White	Conseiller économique, Chef du Département monétaire et économique
Robert D. Sleeper	Chef du Département bancaire
Marten de Boer	Directeur, Comptabilité et Budget
Renato Filosa	Directeur, Département monétaire et économique
Mario Giovanoli	Conseiller juridique, Directeur
Guy Noppen	Directeur, Secrétariat général
Günter Pleines	Chef Adjoint du Département bancaire

