

### 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	Flottement du baht thaïlandais (2 juillet).
Août	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).
Octobre	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.
Novembre	Approbation d'un montage de soutien de \$40 milliards conduit par le FMI en faveur de l'Indonésie (5 novembre).
Décembre	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	Rattachement du rouble russe au dollar avec une bande de fluctuation de $\pm 15\%$ (1 <sup>er</sup> 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).
Février	Proposition de création d'une caisse d'émission par l'Indonésie.
Mai	Changement de Président en Indonésie à la suite d'émeutes (21 mai). Le taux de refinancement russe atteint 150% à la fin du mois.
Juin	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).
Juillet	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).
Août	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).
Septembre	La Russie cesse de soutenir le rouble (1 <sup>er</sup> septembre). La Malaisie 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).
Sept./oct./nov./déc.	Séries de réductions des taux d'intérêt dans les grandes zones monétaires.
Octobre	À la suite des élections présidentielles, le Brésil annonce un programme d'ajustement budgétaire sur trois ans (20 octobre).
Décembre	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	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).
Mars	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 <sup>1</sup>	33	81	-45	-69
Amérique latine <sup>2</sup>	35	70	77	57
Europe orientale <sup>3</sup>	5	10	11	21
Russie	-9	-25	-7	-12
Entrées nettes de capitaux officiels				
Asie <sup>1</sup>	14	4	37	29
Amérique latine <sup>2</sup>	6	-12	-5	12
Europe orientale <sup>3</sup>	1	-1	-1	-2
Russie	8	9	5	7
Accroissement net des réserves				
Asie <sup>1</sup>	41	58	15	66
Amérique latine <sup>2</sup>	15	25	13	-10
Europe orientale <sup>3</sup>	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.				
<sup>1</sup> Chine, Corée, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taiwan et Thaïlande. <sup>2</sup> Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. <sup>3</sup> 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 <sup>1</sup>	1996	1997			1998		
			S1	T3	T4	S1	T3	T4
en milliards de dollars EU, taux annuel								
Prêts bancaires internationaux <sup>2</sup>								
Asie <sup>3</sup>	37	80	74	- 8	-109	-103	-94	-32
dont: Chine	7	13	13	21	- 1	- 6	-25	4
Autres pays <sup>4</sup>	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 <sup>5, 6</sup>	0	2	4	8	6	7	4	2
Russie <sup>6</sup>	-2	7	8	17	6	12	-43	- 6
Émissions nettes de titres internationaux								
Asie <sup>3</sup>	15	43	40	44	13	10	-15	- 3
dont: Chine	2	2	7	2	1	0	- 4	2
Autres pays <sup>4</sup>	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

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

Source: BRI.

Tableau III.3

Évolution des flux  
vers l'Amérique  
latine ...

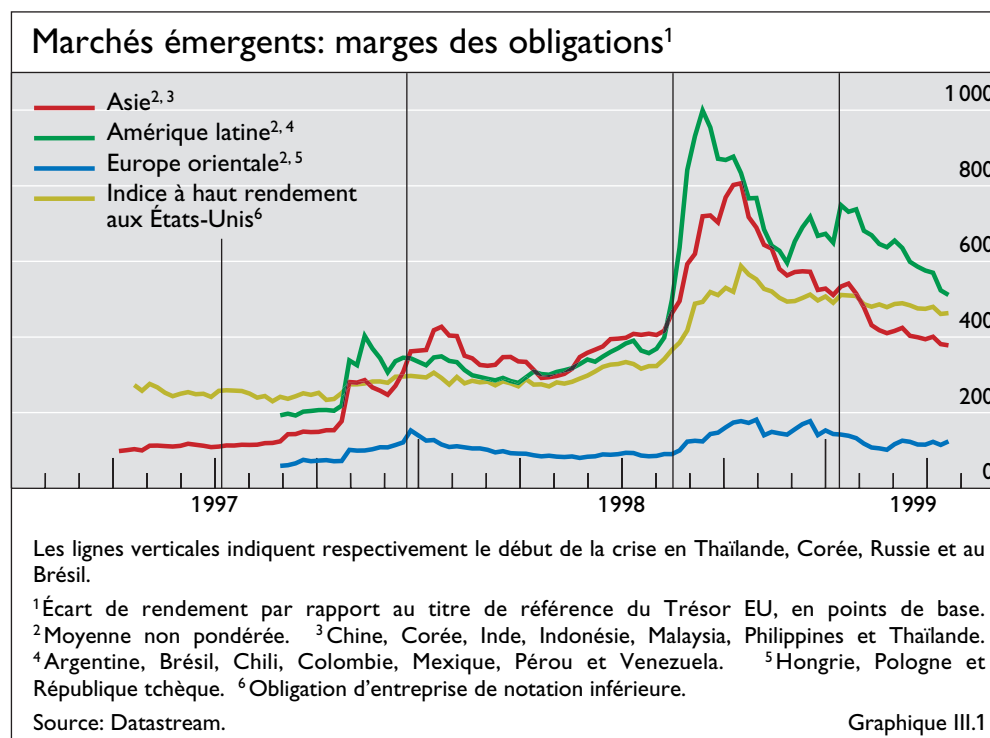
Les chiffres du tableau III.3 montrent, pour l'Amérique latine, une situation nuancée et, à plusieurs égards, surprenante. Les flux de crédits bancaires en direction de cette région sont restés soutenus, alors que la crise se propageait dans toute l'Asie au deuxième semestre de 1997. Si les créances 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 tariés 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

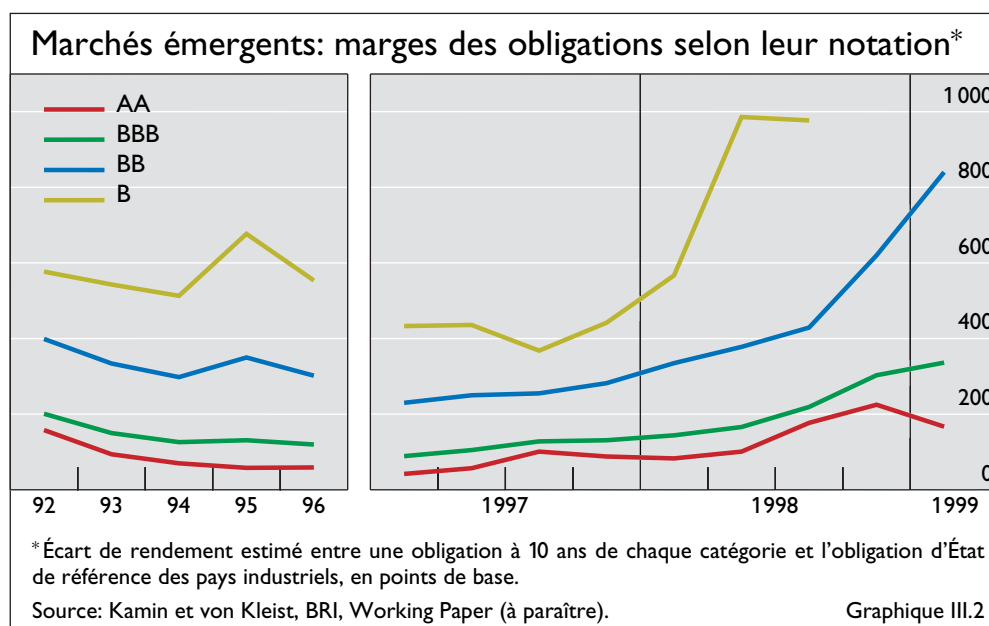
Évaluation du  
risque sur le  
marché primaire

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.

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.

### *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.

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

... et de programmes de soutien officiel

Modification des perceptions après la crise russe

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



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 <sup>1</sup>	Variation du change <sup>2</sup>	
1997			1998				
<b>Pétrole</b>							
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 <sup>3</sup>	- 0,9	-13,9	- 1,3	
Russie <sup>4</sup>	17	25	-1,3	- 2,4	-40,1	-41,9	
Venezuela	79	56	-6,5	- 6,5	-17,1	-10,8	
<b>Cuivre</b>							
Chili	42	4	-2,2	- 0,6	-11,4	- 8,9	

<sup>1</sup> Réserves de change, en %. <sup>2</sup> Cours monnaie locale contre \$EU, en %. <sup>3</sup> PIB converti en dollars EU en utilisant la moyenne du cours officiel et du cours du marché libre. <sup>4</sup> 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
<i>dont:</i> Chine et Hong-Kong	15	10	40 <sup>1</sup>	23	3
Autres pays <sup>2</sup>	15	11	37 <sup>1</sup>	20	3
Amérique latine	14	3	4	46	22
<i>dont:</i> 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 <sup>3</sup>	64	1	2	4	1
Russie	33	3	8	7	3

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

Sources: FMI; données nationales; estimations BRI. Tableau III.6

Déterminants des échanges			
	Conjoncture <sup>1</sup>	Prix <sup>2</sup>	Expansion des exportations nettes <sup>3</sup>
Asie			
Chine	- 1,7	3,7	0,8
Autres pays <sup>4</sup>	-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

<sup>1</sup> Variation du taux de croissance du PIB réel de 1996 à 1998. <sup>2</sup> Variation du cours de change effectif réel de 1996 à 1998. <sup>3</sup> Différence d'expansion entre exportations et importations (en volume) en 1998. <sup>4</sup> 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.

## 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.

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

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

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 <sup>1</sup>	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 <sup>2</sup>	-3,5 <sup>2</sup>	0,3 <sup>2</sup>
Inde	5,5	5,1	5,8	9,7 <sup>3</sup>	5,2 <sup>3</sup>	7,1 <sup>3</sup>	- 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 <sup>1</sup>	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 <sup>1</sup>	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 <sup>4</sup>	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 <sup>5</sup>	-4,7 <sup>5</sup>	-15,3 <sup>5</sup>
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.

<sup>1</sup> Moyenne pondérée des pays cités, sur la base des PIB et PPA de 1990. <sup>2</sup> Solde des échanges de biens et services hors revenus des facteurs. <sup>3</sup> Prix de gros. <sup>4</sup> 1993-96. <sup>5</sup> 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 <sup>1</sup>			Expansion des importations <sup>1</sup>			Variation relative du solde commercial en 1998 <sup>2</sup>
	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

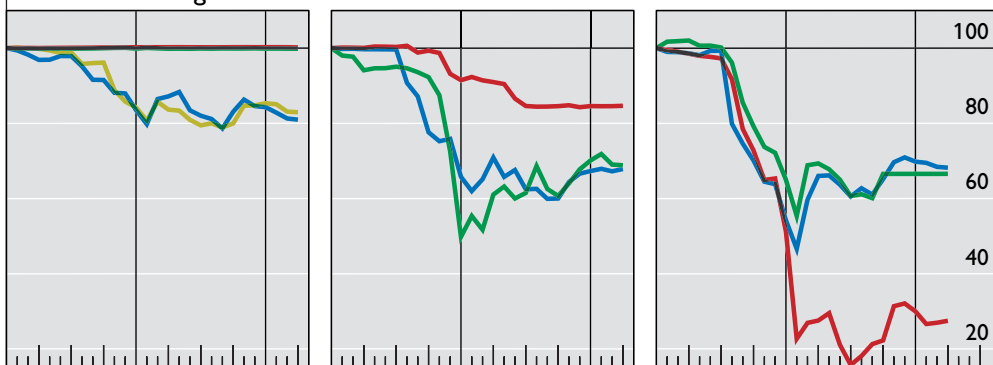
<sup>1</sup> Variation annuelle (en %) des valeurs à l'exportation/importation, exprimées en dollars EU. <sup>2</sup> En % de la moyenne des exportations et importations de marchandises.

Sources: FMI; IIF; données nationales.

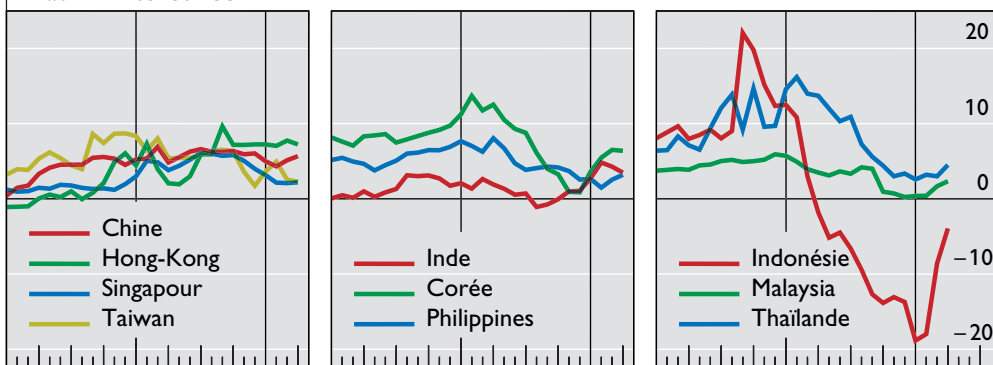
Tableau III.9

## Asie: indicateurs financiers

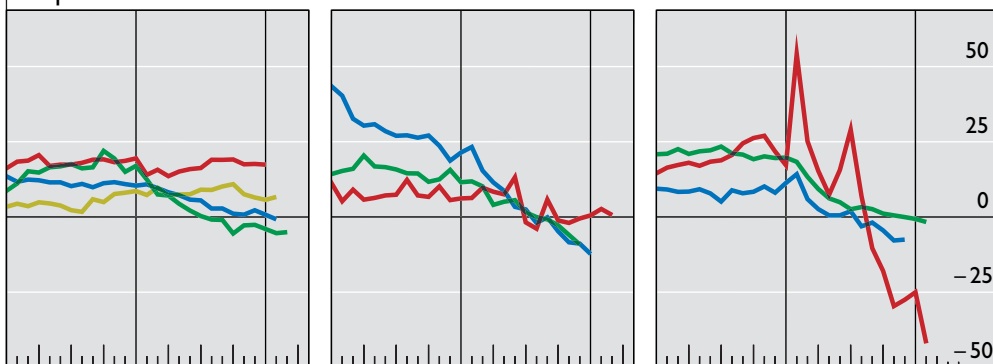
### Cours de change<sup>1</sup>



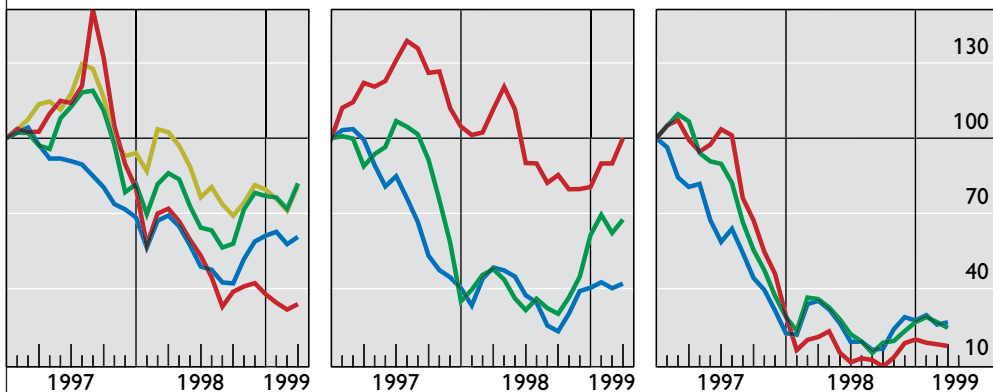
### Taux d'intérêt réel<sup>2</sup>



### Expansion du crédit en termes réels<sup>3</sup>



### Cours des actions<sup>4</sup>



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

Indicateurs des prix de l'immobilier dans certaines villes d'Asie						
	Taux d'inoccupation 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 bénéficiaires 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.

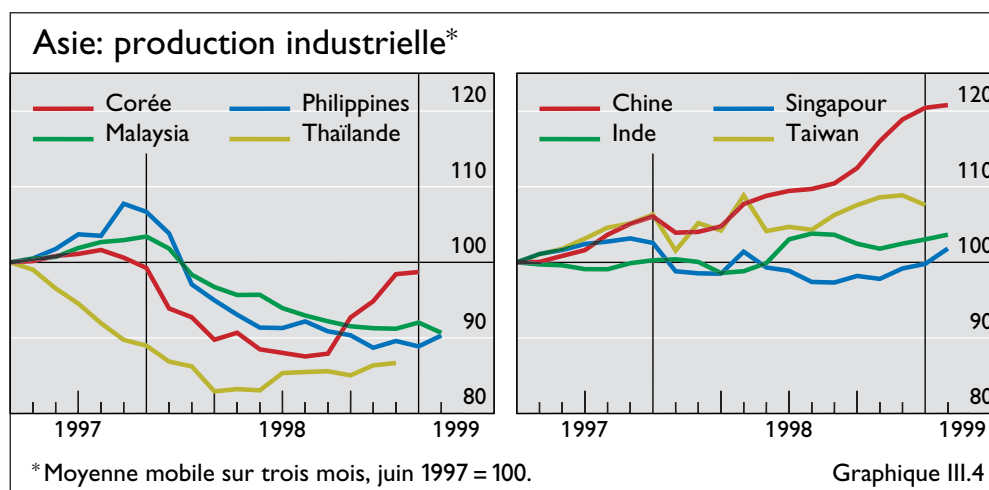
Malgré ce tableau généralement sombre, on relève plusieurs faits plus positifs, surtout après la mi-1998. Premièrement, des signes annonçant la fin de la récession ont commencé à apparaître quelques mois plus tard lorsque, hormis en Indonésie, la chute de la production industrielle a été enrayée (graphique 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<sup>e</sup> 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.

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.

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

... et de la politique budgétaire

Intervention en Bourse à Hong-Kong

Contrôle des mouvements de capitaux en Malaysia



Marchés émergents: solde budgétaire <sup>1</sup>				
	Excédent/déficit (-)			Paiements d'intérêts
	Moyenne 1994-96	1997	1998 <sup>2</sup>	1998 <sup>2</sup>
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 <sup>3</sup>	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 <sup>4</sup>	-4,3 <sup>4</sup>	-7,5 <sup>4</sup>	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

<sup>1</sup> 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. <sup>2</sup> Chiffres en partie estimés. <sup>3</sup> 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. <sup>4</sup> 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 pruden- tiels 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 connaissent 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'efficacité 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.

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.

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)

... et du degré de contraction du crédit

Incidence possible d'un assouplissement de la politique monétaire

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.

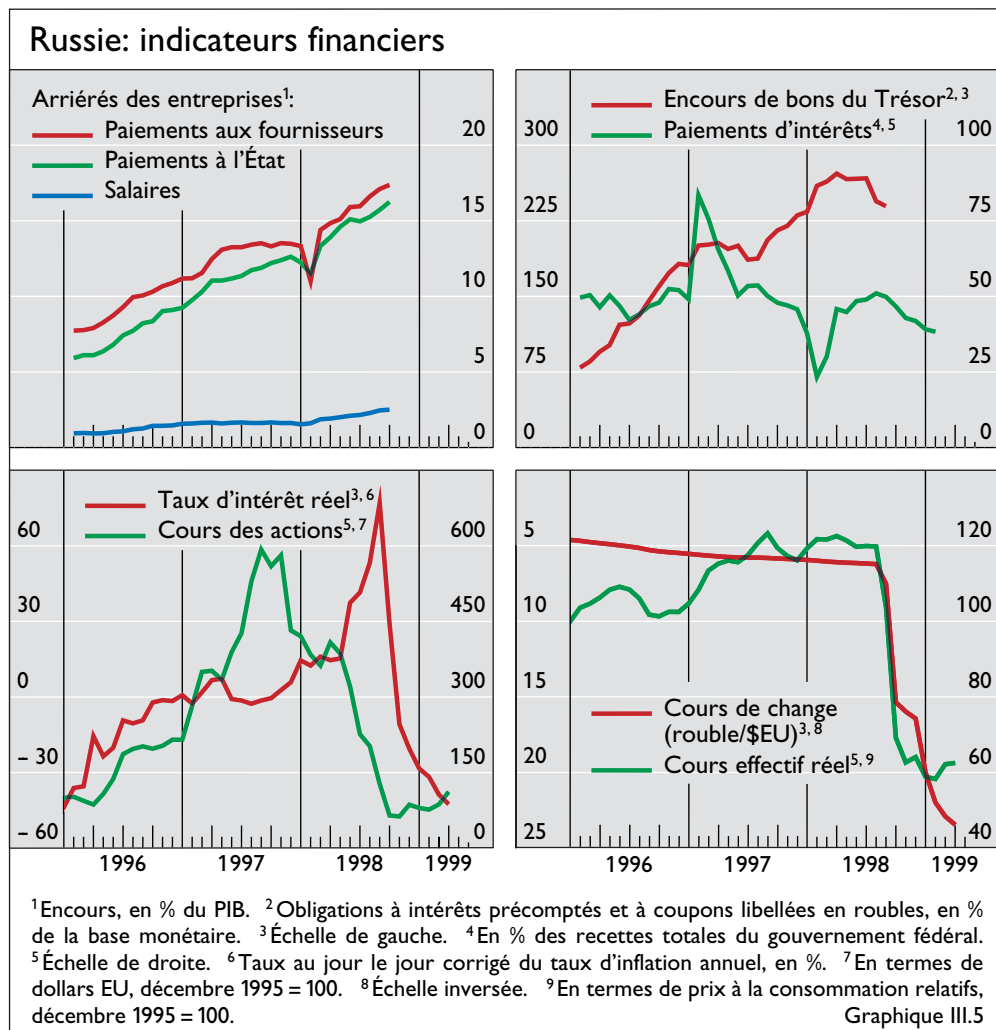
## L'effondrement financier de la Russie et son impact sur l'Europe orientale

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.

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.

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

... finances  
publiques fragiles ...

... et  
intermédiation  
financière réduite

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

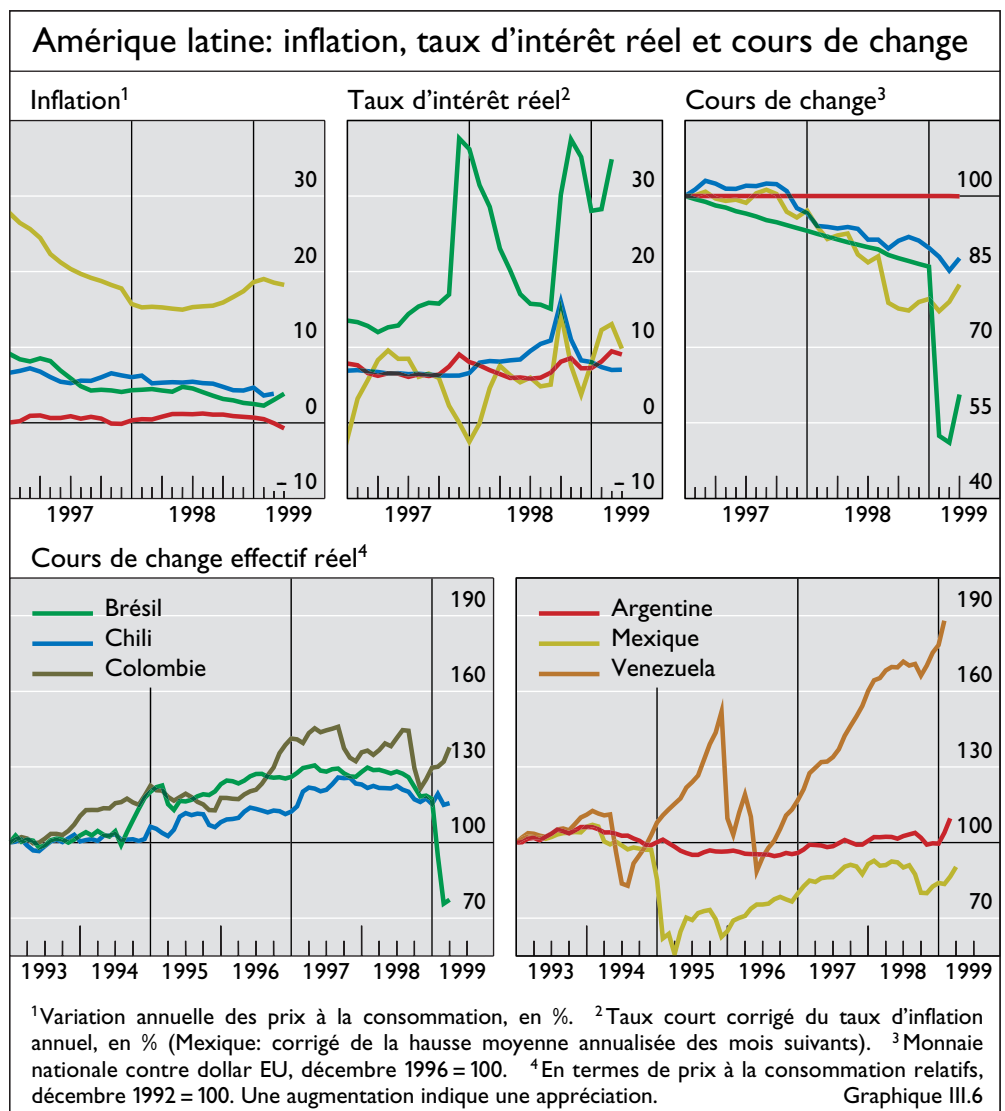
Bien que l'Amérique latine ait continué d'attirer des flux de capitaux substantiels après la crise asiatique, plusieurs difficultés de fond donnaient à penser qu'elle n'était pas à l'abri de perturbations financières. Tout d'abord, les comptes

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.

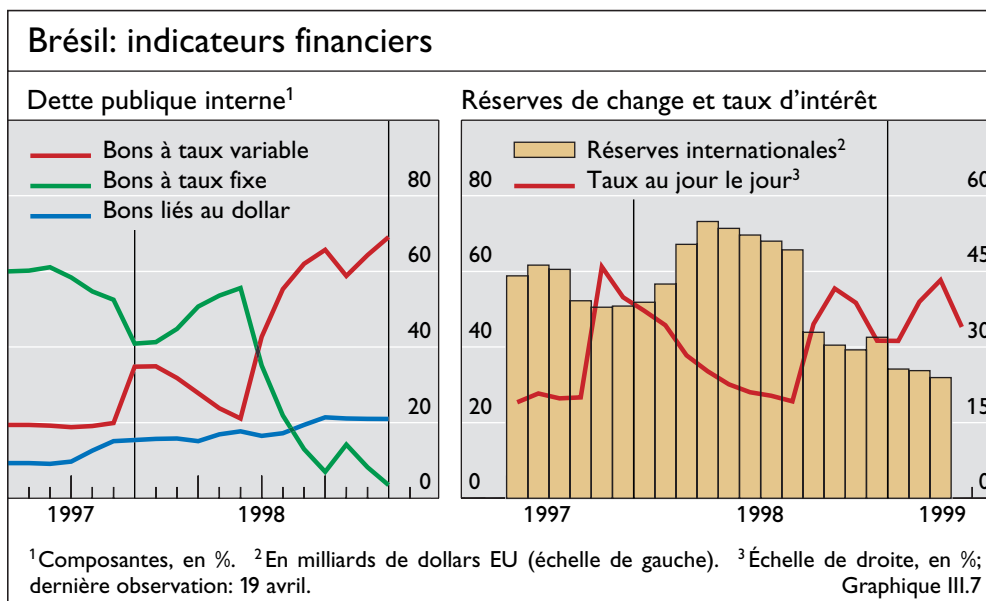
Première réaction  
des autorités fin  
1997

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*

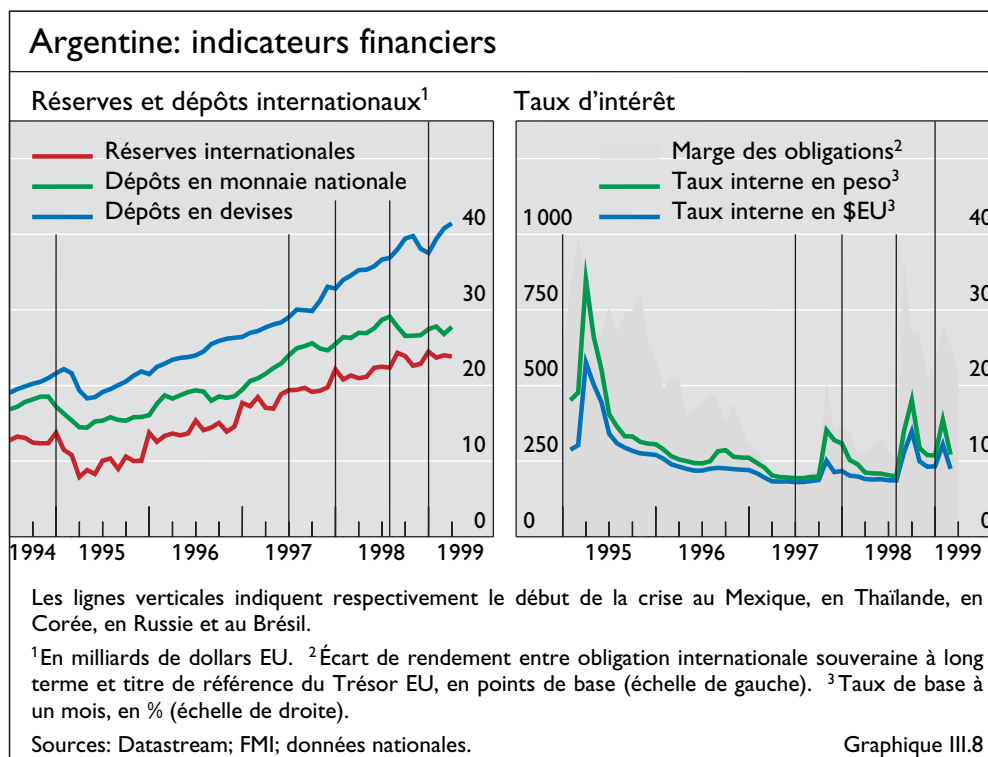
Répercussions sur l'Argentine par le biais des échanges commerciaux ...

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 bénéfiques 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