



BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

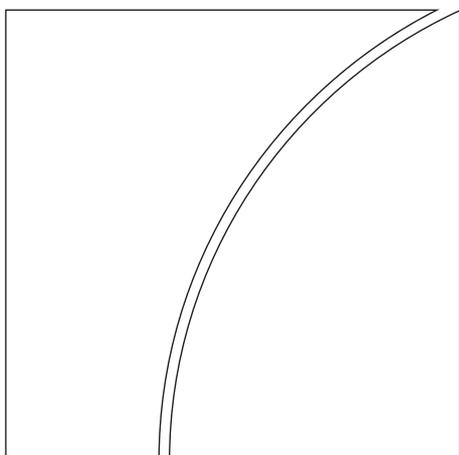
72^e Rapport annuel

1^{er} avril 2001–31 mars 2002

Bâle, 8 juillet 2002



BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX



72^e Rapport annuel

1^{er} avril 2001–31 mars 2002

Bâle, 8 juillet 2002

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

Banque des Règlements Internationaux
Presse et communication
CH-4002 Bâle, Suisse

Mél: publications@bis.org

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

© *Banque des Règlements Internationaux, 2002. Tous droits réservés.*

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

ISSN 1021-2493

ISBN 92-9131-244-4

Également publié en allemand, anglais, espagnol et italien.

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

Table des matières

	Page
Lettre introductive	1
I. Introduction : une résistance inattendue face à des événements inattendus	3
Une année morose pour l'économie mondiale	4
Résistance du système financier face aux chocs	6
Forces de résistance de l'économie mondiale	8
II. Évolution dans les économies industrielles avancées	12
Faits saillants	12
Ralentissement en 2001	12
<i>Interdépendances internationales</i>	13
<i>Rôle des entreprises et de l'industrie manufacturière dans le ralentissement</i>	17
<i>Conditions d'emprunt, effets de richesse et dépenses des ménages</i>	19
Signes d'amélioration des perspectives économiques en 2002	22
<i>Éléments favorisant la reprise actuelle</i>	22
<i>Freins possibles à la reprise</i>	23
<i>Reprise contrastée selon les pays</i>	24
Perspectives à moyen terme	25
<i>Perspectives en matière d'inflation</i>	25
<i>Déséquilibres internes</i>	27
<i>Persistance des déséquilibres extérieurs</i>	30
III. Évolution dans les économies émergentes	35
Faits saillants	35
Interdépendances internationales et résultats nationaux	35
<i>Croissance et interdépendances commerciales</i>	37
<i>Facteurs internes</i>	41
<i>Interdépendances des marchés financiers et flux de capitaux</i>	43
La politique économique face au ralentissement	47
<i>Rôle de la politique monétaire et de change</i>	47
<i>Tendance marquée à un assouplissement en Asie</i>	48
<i>Rétrécissement de la marge de manœuvre en Amérique latine</i>	51
<i>Léger assouplissement ailleurs</i>	51
<i>Efficacité de la politique monétaire pour la stimulation de la croissance</i> ..	52
<i>Rôle de la politique budgétaire</i>	54
Crises en Turquie et en Argentine	56
<i>Turquie</i>	56
<i>Argentine</i>	58
<i>Répercussions de la crise argentine sur les activités des banques internationales</i>	61
IV. Politique monétaire dans les économies industrielles avancées	63
Faits saillants	63
États-Unis	64

	Page
Zone euro	66
Japon	68
Pays à objectif d'inflation	71
Défis plus complexes pour la politique monétaire ?	73
<i>Identification des forces inflationnistes et déflationnistes</i>	74
<i>Resserrement monétaire : choix du moment</i>	78
<i>Détente monétaire : choix du moment</i>	80
<i>Résumé</i>	83
V. Marchés des changes	84
Faits saillants	84
Dollar, yen et euro	85
<i>Principaux développements</i>	85
<i>Perspectives à court et à long terme</i>	86
<i>Facteurs des variations de change</i>	88
Autres marchés des changes	91
<i>Monnaies européennes</i>	91
<i>Monnaies des autres pays industriels</i>	93
<i>Monnaies des économies émergentes</i>	94
Gestion du cours de change dans les économies émergentes	96
<i>Évolution de la gestion du cours de change</i>	97
<i>Importance du cours de change</i>	97
Réactions des autorités dans les économies émergentes	100
<i>Politique monétaire</i>	101
<i>Interventions sur le marché des changes</i>	101
<i>Contrôle des capitaux</i>	104
VI. Marchés financiers	106
Faits saillants	106
Fonctionnement des marchés	106
<i>Perturbations consécutives au 11 septembre</i>	107
<i>Répercussions de l'affaire Enron</i>	109
Marchés des actions	110
<i>Ajustement au cycle d'activité</i>	110
<i>Optimisme tenace dans un contexte de forte volatilité</i>	112
Marchés à revenu fixe	115
<i>Les courbes des rendements répondent à la politique monétaire</i>	115
<i>Résistance des obligations d'entreprises</i>	116
<i>Report du court terme vers les échéances longues</i>	118
Financement extérieur de la dette pour les économies émergentes	120
<i>Contagion limitée malgré de graves crises</i>	121
<i>Les investisseurs reviennent sur l'obligataire avant les emprunteurs</i>	122
Préoccupations latentes	124
<i>Risques liés à la concentration</i>	124
<i>Problème de qualité de l'information</i>	126
VII. Interactions entre secteur financier et économie réelle	129
Faits saillants	129
Résultats des établissements financiers et économie	130
<i>Tendances récentes</i>	131
Modification de la nature du risque	135
<i>Évolution sur les marchés des actifs</i>	135
<i>Financements par les marchés des capitaux</i>	138
<i>Transfert du risque de crédit</i>	139
Persistance des problèmes au Japon	140

	Page
Aspects fondamentaux	144
<i>Mesure du risque et réglementation macroprudentielle</i>	145
<i>Exigences de fonds propres fondées sur le risque</i>	146
<i>Préprovisionnement</i>	147
VIII. Conclusion : parer à l'éventualité de vents contraires ..	150
Facteurs conditionnant les perspectives économiques	152
Politiques et pratiques de soutien d'une croissance durable	157
<i>Régimes de change et politiques macroéconomiques</i>	157
<i>Réformes structurelles et macroprudentielles</i>	160
Enseignements des crises récentes	163
Activités de la Banque	167
Contributions directes de la BRI à la coopération monétaire et financière internationale	167
<i>Consultations régulières sur des questions monétaires et financières</i>	168
<i>Rôle des comités permanents dans la promotion de la stabilité financière</i>	169
<i>Comité de Bâle sur le contrôle bancaire</i>	169
<i>Comité sur le système financier mondial</i>	171
<i>Comité sur les systèmes de paiement et de règlement</i>	172
<i>Bureau de représentation pour l'Asie et le Pacifique</i>	173
<i>Institut pour la stabilité financière</i>	174
Contributions générales de la BRI à la coopération financière internationale	175
<i>Groupe des Dix</i>	175
<i>Forum sur la stabilité financière</i>	176
<i>Association internationale des contrôleurs d'assurance</i>	177
Autres domaines de coopération avec les banques centrales	178
<i>Gouvernance de banque centrale</i>	178
<i>Coopération sur les questions statistiques</i>	179
<i>Coopération avec les groupes régionaux de banques centrales</i>	180
<i>Communication via Internet</i>	180
<i>Groupe des experts informaticiens</i>	181
<i>Groupe de dissuasion de la contrefaçon</i>	181
Fonctions d'Agent et de Mandataire (Trustee)	182
<i>Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux</i>	182
<i>Agent détenteur de sûretés</i>	182
Opérations du Département bancaire	182
<i>Passif</i>	183
<i>Actif</i>	183
Bénéfice net et répartition	184
Capital-actions de la BRI	185
<i>Reprise des actions en mains privées</i>	185
<i>Répartition de l'émission yougoslave du capital de la Banque</i>	186
Modifications dans la composition du Conseil d'administration	186
Bilan et compte de profits et pertes	189
Conseil d'administration	206
Haute Direction de la Banque	207
Banques centrales membres de la BRI	209

Les chapitres du présent Rapport ont été mis sous presse entre le 11 et le 18 juin 2002.

Liste des graphiques (*) et tableaux

	Page
Évolution dans les économies industrielles avancées	
Croissance et inflation	13
Production, commerce et prix dans le monde*	13
Synchronisation des cycles conjoncturels*	14
Part du commerce extérieur	14
Commerce mondial : volume et prix	15
Contributions à la croissance du PIB réel*	16
Productivité du travail et marge bénéficiaire*	17
Phases de ralentissement : comparaison historique*	20
Principales contributions à la croissance de la consommation privée en termes réels, 1996–2001*	21
Taux d'intérêt réel, solde budgétaire structurel et écart de PIB*	23
Cours du pétrole brut et inflation*	26
Inflation dans les économies industrielles avancées : principaux aspects	26
Persistance de l'inflation*	27
Endettement par secteur*	28
Solde financier net par secteur*	29
Solde des paiements courants des principales régions	31
Trois principales zones économiques : balance des paiements	32

Évolution dans les économies émergentes

Croissance et solde des paiements courants	36
PIB réel*	37
Ralentissement de la croissance et ouverture du commerce*	38
Exportations : principaux marchés et produits	39
Production industrielle et exportations*	40
Économies d'Asie : exportations de biens de haute technologie vers les États-Unis*	41
Flux de capitaux et taux d'intérêt*	43
Flux de capitaux*	44
Corrélation entre l'évolution de l'indice Nasdaq et celle des cours des actions	44
Cours des actions et prime de risque sur obligations*	45
Indicateurs d'endettement en 2000	46
Taux directeurs	47
Prix à la consommation	48
Cours de change effectif nominal*	49
Indicateurs des conditions monétaires*	50
Taux d'intérêt à long terme	52
Expansion du crédit en termes réels*	53
Solde budgétaire et dette publique	55

Politique monétaire dans les économies industrielles avancées

États-Unis : indicateurs économiques*	65
Zone euro : indicateurs économiques*	67
Japon : indicateurs économiques*	69
Pays à objectif d'inflation explicite : inflation et taux directeur*	72
Pays à objectif d'inflation explicite : cours de change*	73

Gains de productivité au sommet du cycle économique*	76
Taux d'intérêt naturel sur longue période*	77
Taux directeur et équations de politique monétaire*	80

Marchés des changes

Dollar, yen et euro : cours de change, volatilité implicite et risque de retournement*	85
Distribution des probabilités du cours du dollar par rapport au yen et à l'euro*	86
Réserves officielles en devises	87
Écarts des prévisions de croissance entre les trois grandes économies*	89
Flux cumulés d'investissement de portefeuille entre les trois grandes économies*	90
Cours de change et écart de taux d'intérêt*	91
Cours de certaines monnaies européennes*	92
Prix des produits de base, écarts de croissance et de taux d'intérêt et cours de change*	93
Cours de change sur les marchés émergents*	95
Volatilité de cours de change et de taux d'intérêt	96
Ouverture, perméabilité, inflation et avoirs extérieurs de la banque centrale	98
Liquidité sur les marchés des changes	100
Objectif d'inflation, taux directeur et cours de change*	102

Marchés financiers

Impact du 11 septembre : marché monétaire des États-Unis*	107
Impact du 11 septembre : marchés des actions des États-Unis*	108
Cours des actions en présence de deux chocs*	109
Informations économiques et financières étroitement suivies*	111
Marchés des actions : cours et bénéfices*	113
Bénéfices effectifs et prévus : actions du S&P 500*	114
Volatilité et rendement*	114
Contrats d'échange de taux d'intérêt : courbes des rendements*	115
Obligations d'entreprises : écart de rendement*	117
Obligations d'entreprises : composantes des marges*	118
Titres de dette : émissions nettes, par échéance*	118
Papier commercial aux États-Unis*	119
Contrats d'échange de taux d'intérêt*	120
Obligations souveraines de certaines économies émergentes : prime de risque*	121
Flux bancaires transfrontières vis-à-vis des économies émergentes*	123
Dérivés : portefeuilles des banques des États-Unis*	125
Informations financières : indicateurs de qualité*	127

Interactions entre secteur financier et économie réelle

Expansion du crédit*	130
Grandes banques : rentabilité en 2000 et 2001	131
Ratio des prêts improductifs*	132
Banques d'affaires : indicateurs d'activité*	132
Indicateurs de la solidité des banques*	133
Secteur de l'assurance : résultats*	134
États-Unis : immobilier commercial*	136
Prix de l'immobilier	137
Qualité de crédit et émissions d'obligations*	138
Indicateurs de transfert du risque de crédit*	139
Japon : secteur bancaire*	142

Conventions utilisées dans le Rapport

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

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

72^e Rapport annuel

*soumis à l'Assemblée générale ordinaire
de la Banque des Règlements Internationaux
tenue à Bâle le 8 juillet 2002*

Mesdames, Messieurs,

J'ai le plaisir de vous soumettre le soixante-douzième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice clos le 31 mars 2002.

Le bénéfice net de l'exercice s'élève à 225,7 millions de francs or, contre 271,7 millions de francs or au titre du précédent exercice. Les résultats détaillés de l'exercice 2001/02 figurent dans la section Bénéfice net et répartition, pages 184 et 185.

Le Conseil d'administration recommande à la présente Assemblée générale d'affecter, en application de l'article 51 des Statuts de la Banque, la somme de 52,6 millions de francs or au paiement d'un dividende de 380 francs suisses par action.

Le Conseil recommande, en outre, de transférer 26,9 millions de francs or au Fonds de réserve générale, 3,0 millions de francs or au Fonds spécial de réserve de dividendes et le reliquat, soit 143,2 millions de francs or, au Fonds de réserve libre.

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 2001/02 sera payable aux actionnaires le 15 juillet 2002.

Bâle, 18 juin 2002

ANDREW CROCKETT
Directeur Général

I. Introduction : une résistance inattendue face à des événements inattendus

L'économie mondiale et les systèmes financiers ont fait preuve, depuis plus d'un an, d'une formidable capacité de réaction face à une succession de chocs. Individuellement, chacun de ces événements – poursuite de la correction des cours des actions, attentats du 11 septembre, guerre contre le terrorisme, faillite d'Enron, effondrement du système de caisse d'émission en Argentine et conflit au Moyen-Orient – était de nature à avoir des répercussions fâcheuses sur l'économie. Ensemble, ils auraient pu produire des effets cumulés autrement plus graves, les interactions amplifiant fréquemment les résultats des facteurs individuels. En outre, ces événements sont venus s'ajouter à un ralentissement mondial de l'activité qui menaçait, un temps, de prendre de l'ampleur.

Par rapport à ce qui aurait pu se passer, le système a remarquablement résisté. Loin de poursuivre sa contraction, l'économie mondiale apparaît renouer avec la croissance, cette fois encore sous l'impulsion, semble-t-il, des États-Unis, malgré les nombreux déséquilibres observés dans ce pays. Le secteur financier, également, a su s'adapter aux chocs. Les systèmes de paiement et de règlement ont bien tenu, même dans des circonstances extrêmes telles que les attentats qui ont frappé le cœur financier de New York. Les flux de crédits, quant à eux, sont demeurés fluides, à des conditions toutefois plus coûteuses pour les signatures jugées de moindre qualité. Ces bons résultats peuvent certainement être mis sur le compte de politiques macroéconomiques expansives, notamment dans le domaine monétaire, mais il est fort possible, par ailleurs, que les efforts accomplis depuis de nombreuses années en faveur de la stabilité financière commencent enfin à porter leurs fruits. En particulier, l'infrastructure du système financier mondial et les arrangements destinés à assurer la continuité des opérations ainsi que la sauvegarde des données ont été considérablement améliorés grâce à l'attention dont ils avaient bénéficié pour le passage à l'an 2000.

En dépit de ces évolutions très positives, dont on peut penser qu'elles se confirmeront, il serait prématuré de conclure que tout va pour le mieux à présent. Certaines des préoccupations qui viennent d'être évoquées peuvent fort bien se matérialiser ; par ailleurs, plusieurs des chocs de l'an dernier pourraient avoir des implications plus durables. L'atteinte profonde au sentiment de confiance, tant dans les informations de marché que dans les acteurs, qui constitue le socle du bon fonctionnement de l'économie, en offre déjà un exemple patent. S'agissant d'Enron, il est clairement apparu que les chiffres publiés étaient loin de représenter la réalité des bénéfices et de l'endettement. Il en est résulté une défiance grandissante, envers non seulement la comptabilité inventive d'autres entreprises, mais aussi certaines

conventions comptables elles-mêmes. Cette suspicion, qui a déjà fortement pénalisé le cours des actions de diverses sociétés, pourrait continuer à peser sur l'ensemble des valorisations. De plus, cette affaire a fait sérieusement douter de la compétence professionnelle, voire de la déontologie, de nombreux hauts responsables. La gouvernance s'est trouvée mise en échec, non pas à un seul niveau, mais à tous les échelons internes et externes. Si des conflits d'intérêts ont partout joué un rôle, l'explication commune réside dans la réticence, par trop humaine, à poser les bonnes questions quand tout paraît aller bien.

Dans le cas du Japon, les interrogations ont surtout porté sur l'exactitude des estimations actuelles des prêts improductifs au sein du système bancaire ainsi que sur la fiabilité des prix sur des marchés soumis à diverses formes d'interventions gouvernementales. En Argentine, la confiance a été également trahie, non seulement par la dépréciation de la monnaie et la défaillance concomitante de l'État emprunteur, mais aussi par la façon de traiter ces problèmes. En choisissant de réécrire la loi de manière à défavoriser explicitement les créanciers, le gouvernement a soulevé des questions fondamentales sur le respect de l'état de droit lui-même. Pour toutes ces raisons, il faudra certainement du temps pour rétablir un degré de confiance adéquat.

Pourtant, là encore, il est possible de voir un côté positif dans ces événements de 2001. Si, paradoxalement, les années récentes ont pu porter à un excès de confiance, au moins l'affaire Enron y a-t-elle mis fin. L'expérience de l'Argentine comporte également un enseignement salutaire : plus l'ajustement nécessaire des politiques économiques est différé, plus le coût en est élevé et peut prendre d'énormes proportions. Enfin, il est à noter que la faillite d'Enron et la défaillance de l'Argentine ont pu aller à leur terme sans les interventions officielles massives souvent observées dans le passé. Il devrait être parfaitement clair, désormais, que, face à de pareilles difficultés, l'alternative n'est plus entre un sauvetage et une sortie de crise, mais entre sortie ordonnée et sortie non maîtrisée. En ce qui concerne les crises liées à la dette souveraine, il est indéniable que le débat sur cette question a davantage progressé ces douze derniers mois que durant les cinq années précédentes.

Une année morose pour l'économie mondiale

Le récent cycle économique s'est révélé atypique à plusieurs égards. La phase d'expansion a été nourrie dans certaines économies industrielles, notamment aux États-Unis, par des signes étayant la croyance en une « ère nouvelle » caractérisée par des gains de productivité accrus et une progression correspondante des profits. Le volume du crédit, les prix des actifs et l'investissement en capital fixe ont rapidement augmenté, en particulier dans les secteurs paraissant appelés à retirer les plus gros avantages des dernières innovations technologiques. Quand le ralentissement conjoncturel a fini par arriver, il est apparu inhabituel, lui aussi, en ce sens qu'il n'avait pas pour cause principale un durcissement classique de la politique monétaire face à

une accentuation des tensions inflationnistes. Il résultait plutôt d'une forte contraction des profits aux États-Unis, due à un pouvoir de marché limité des sociétés et à une hausse des rémunérations des salariés. En fait, ce sont les ménages qui ont été les grands bénéficiaires des gains réels de productivité. Devant cette situation, les entreprises des économies industrielles, déjà affaiblies par le renchérissement de l'énergie, ont résorbé leurs stocks et réduit massivement leurs investissements en capital fixe en 2001.

Le ralentissement a toutefois été atténué par l'extraordinaire résistance des dépenses de consommation. Ce fait est d'autant plus remarquable que, dans l'ensemble, la consommation était devenue plus sensible aux risques liés à une baisse d'activité des entreprises. Les ménages ont largement étoffé leurs actifs financiers, notamment par leur participation aux régimes de retraite par capitalisation, dont la valeur s'est fort dépréciée depuis le printemps 2000. Dans beaucoup de pays, en outre, les contrats de travail ont été aménagés pour faciliter les licenciements et réduire les rémunérations en phase de repli conjoncturel. Ces facteurs dépressifs semblent avoir été contrebalancés par le renchérissement continu des logements dans nombre de pays et par le fait que les prix des actifs financiers restent souvent bien supérieurs à leurs niveaux d'il y a cinq ou dix ans.

Certains ont vu dans le synchronisme du ralentissement de l'économie mondiale, puis dans l'apparente simultanéité de la reprise, l'indication d'une mondialisation accrue. Dans un cycle tiré par le profit, il était à prévoir que l'Amérique du Nord et l'Europe évolueraient davantage en phase, compte tenu surtout de l'ampleur des fusions et acquisitions transatlantiques ces dix dernières années. De surcroît, il convient de rappeler que les chocs récents ont été communs à l'ensemble des pays industriels. Néanmoins, avant de conclure que le monde a fondamentalement changé, il faut se souvenir que ce synchronisme des cycles était également fréquent dans les années 70 et 80. Qui plus est, la récession prolongée au Japon a pu donner l'illusion, pendant quelque temps, d'un mouvement de contraction synchronisé, même si, pour les autres économies, les causes du ralentissement ont été foncièrement différentes.

L'évolution dans les économies émergentes s'explique dans une large mesure par les mêmes forces dépressives que pour les pays industriels, avec un impact très différencié cependant. L'incidence négative sur l'Est asiatique a été particulièrement sensible, la région étant, en général, fortement dépendante des exportations de produits liés à l'informatique. Les économies d'Amérique latine, à l'exception notable du Mexique, sont plus fermées et ont été moins affectées par les influences extérieures. Nombre de pays d'Europe centrale ont semblé pratiquement épargnés, tandis qu'en Russie la croissance a dépassé les attentes, grâce aux réformes structurelles et à la persistance de bonnes recettes pétrolières.

Dans le même temps, les économies émergentes ont présenté maintes caractéristiques spécifiques allant du meilleur au pire. Dans le premier groupe figure incontestablement la Chine, où la croissance a été soutenue, et l'Inde, où elle a été plus faible, bien que substantielle. Même l'Indonésie pourrait, à en croire certains indices observés l'an dernier, être sur la voie de la reprise.

Ces développements favorables ont amélioré le sort d'un grand nombre de personnes, dont beaucoup se trouvent encore dans un état d'extrême dénuement. À l'opposé, les crises économiques qui ont frappé la Turquie et l'Argentine ont été très coûteuses, avec quelques différences mais aussi des similitudes fondamentales.

En Argentine comme en Turquie, le problème essentiel qui se pose depuis longtemps est celui des finances publiques. De plus, dans les deux cas, c'est le mode d'interaction entre un régime de change trop rigide et un système bancaire exposé à l'évolution de la valeur externe de la monnaie qui a déclenché, en fait, la crise de confiance. Celle-ci a provoqué une fuite des capitaux, tant domestiques qu'étrangers. Pour la Turquie, un accord sur un programme d'action acceptable et plutôt traditionnel a été rapidement conclu avec le FMI. Pour l'Argentine, toutefois, les difficultés se sont révélées beaucoup plus tenaces, étant donné le haut degré de dollarisation, le montant de la dette concernée par la défaillance et les conflits entre les composantes du pouvoir. Par leur caractère désordonné et leurs effets perturbateurs, les interventions du gouvernement dans le système bancaire, en grande partie sous contrôle étranger, ont fini par asphyxier le système de paiement et l'économie.

Résistance du système financier face aux chocs

Il n'est guère surprenant que, sous le coup de ces chocs, l'économie mondiale ait subi un ralentissement conjoncturel en 2001. Malgré tout, vers la fin du premier semestre 2002, il apparaît que le tassement a été relativement modéré et qu'une reprise largement partagée est peut-être déjà amorcée dans le monde. Plus nette en Amérique du Nord, elle se dessine également dans l'Est asiatique et en Europe, accompagnée de révisions en hausse des prévisions consensuelles. Si les variations des stocks, surtout dans le secteur informatique, ont joué un rôle capital tant dans la phase de contraction que dans celle d'expansion, la demande finale semble, elle aussi, montrer des signes d'accélération, de même que la productivité et les bénéfices. Pour les économies émergentes, il convient de souligner, en outre, que les répercussions des crises en Turquie et en Argentine ont été très limitées. Des explications à cet égard ou sur d'autres aspects positifs de la période sous revue sont examinées ci-après.

La bonne tenue de l'économie s'explique, entre autres, par la capacité de réaction du système financier mondial. Son infrastructure, tout d'abord, a fait preuve de solidité. Les attentats du 11 septembre ont mis à mal, pendant une semaine environ, les marchés américains des actions, des titres à revenu fixe et des pensions, mais le système a fonctionné efficacement, alors qu'une place de premier plan venait d'être victime d'énormes perturbations. De même, après la faillite d'Enron, l'un des plus grands courtiers au monde dans le domaine de l'énergie, l'activité sur ce marché s'est poursuivie normalement. Au surplus, malgré le caractère exceptionnel des chocs, l'intégrité juridique de toute une gamme de nouveaux instruments financiers, dont les structures de titrisation et les mécanismes de transfert du risque de crédit, n'a pas été entamée.

La réaction des divers marchés financiers traduit également une évaluation pondérée d'une situation changeante. Il n'y a pas eu de recherche effrénée de la liquidité, comme en 1998 après l'affaire LTCM et le moratoire russe. Les grands marchés des actions en Amérique du Nord et en Europe ont poursuivi leur tendance baissière jusqu'à l'automne 2001 mais ont commencé à se reprendre, peu après la chute qui a suivi le 11 septembre, avec l'amélioration des perspectives économiques. Leur progression a d'ailleurs continué en 2002 avant de s'interrompre, à des niveaux de valorisation historiquement très élevés, en raison des révélations sur l'affaire Enron et des nouvelles de plus en plus sombres concernant les profits. Des deux côtés de l'Atlantique, les autres marchés ont connu, pour la plupart, des fluctuations semblables, alternant baisses et hausses en fonction de leur degré d'optimisme sur l'économie des États-Unis, sans guère prêter attention aux perspectives divergentes en Europe. Dans l'ensemble, cependant, le coût des emprunts obligataires pour les entreprises est tombé ; en septembre dernier, il se situait à un creux historique, en termes nominaux, et a fort peu bougé depuis.

Divers compartiments ont montré des signes plus tangibles de tensions. Celui du papier commercial aux États-Unis a été le plus touché : les moins bonnes signatures ont été bel et bien exclues du marché, les autres se voyant appliquer des taux plus élevés. La contraction de l'encours du papier commercial émis par les sociétés non financières a pris, l'an dernier, des proportions sans précédent. Les entreprises ont toutefois été nombreuses à se replier sur des accords préalablement négociés avec leurs établissements bancaires, même si ceux-ci se sentaient de moins en moins à l'aise en raison des pertes de crédit déjà subies dans la phase de ralentissement. Elles ont reçu un accueil encore meilleur sur l'obligataire, où leurs émissions ont atteint des sommets. Quoique plus coûteuses que les capitaux à court terme, les ressources à longue échéance ainsi obtenues devraient contribuer à atténuer pour un certain temps leurs problèmes de liquidité.

La capacité d'adaptation du système financier mondial est également illustrée par deux autres aspects. Premièrement, dans de nombreux pays industriels, les ménages ont bénéficié d'un accès plus facile au crédit à la consommation et aux prêts hypothécaires, leur permettant de rembourser des emprunts plus chers et d'accroître leurs dépenses de consommation. C'est un peu ce qui s'est passé, à un degré bien moindre cependant, dans plusieurs grandes économies émergentes, dont la Chine, la Corée, l'Inde et le Mexique. Dans les pays présentant au départ un faible taux d'épargne, de tels financements n'ont été possibles qu'au moyen, du moins en partie, d'apports étrangers. Aux États-Unis, en particulier, les agences fédérales de crédit hypothécaire ont très bien réussi à placer directement leurs obligations auprès des non-résidents.

Le second aspect intéressant concerne également les flux internationaux de capitaux. Dans une situation mondiale susceptible d'accentuer l'aversion des investisseurs pour le risque, les pays enregistrant des déficits courants auraient pu soudainement éprouver davantage de difficultés pour obtenir des financements extérieurs. Or, cela n'a pas été le cas. Parmi les nations

industrielles, les États-Unis sont aisément parvenus à se procurer des fonds à l'étranger. Il en est allé de même, dans l'ensemble, pour les économies émergentes. Certes, les banques ont encore réduit leurs prêts transfrontières, mais, depuis longtemps déjà, les plus actives à l'échelle internationale tendent à octroyer leurs crédits aux emprunteurs du monde en développement par l'intermédiaire de leurs établissements sur place et à partir de ressources locales. Par contre, le plus souvent, cette clientèle a continué d'être bien accueillie sur le marché des obligations internationales. Les primes de risque sur crédits souverains se sont même contractées pendant la période sous revue pour des pays tels que la Corée et le Mexique, dont la politique est jugée saine, alors qu'elles se sont accrues, parfois de manière spectaculaire, pour des emprunteurs comme la Turquie, l'Argentine et le Venezuela. De surcroît, les investissements directs étrangers ont continué d'affluer vers les pays bien perçus, en particulier le Brésil, la Chine et le Mexique, et les cours des actions ont été orientés à la hausse dans un certain nombre d'économies émergentes. En résumé, la réalité n'a en rien ressemblé – fort heureusement – à la contagion généralisée que d'aucuns redoutaient à la suite des crises de la Turquie et de l'Argentine.

Forces de résistance de l'économie mondiale

Comment expliquer cette capacité de réaction de l'économie mondiale et des systèmes financiers ? La stratégie des autorités fournit au moins une partie de la réponse. À l'évidence, les politiques macroéconomiques de relance ont contribué à soutenir la demande globale. Peut-être aussi, mais c'est plus hypothétique, que les mesures prises durant ces quelques années pour favoriser la stabilité financière commencent à démontrer leur efficacité. En outre, bien que cela relève encore davantage de la conjecture, on pourrait citer l'action entreprise dans de nombreux pays, ces dernières années, pour assouplir les marchés du travail et des produits et améliorer la productivité ; ce genre d'initiatives a toujours eu pour ambition, entre autres, de stabiliser le rythme de la croissance et d'en élever le niveau moyen.

Parmi les mesures prises par les autorités, la plus évidente a été l'assouplissement marqué et quasi général de la politique monétaire. Si les effets différés des hausses antérieures des prix pétroliers sont demeurés une source de préoccupations pour certains, les tensions inflationnistes sous-jacentes ont été, dans l'ensemble, considérées comme maîtrisées. Les autorités monétaires ont ainsi disposé d'une marge de manœuvre importante, que beaucoup d'entre elles ont résolument exploitée.

Les États-Unis en ont fourni l'illustration la plus probante, en abaissant fortement et à plusieurs reprises leur taux directeur en 2001 et en le maintenant depuis à un minimum historique. Divers facteurs ont pu les y inciter. Ainsi, il est apparu que certains canaux de transmission habituels de la politique monétaire ne fonctionnaient pas selon les attentes. Lorsque les taux courts ont diminué, les taux longs ont fléchi, puis sont remontés, et la valeur effective du dollar s'est également appréciée. Les cours des actions ont continué à descendre, peut-être moins rapidement, toutefois, que s'il n'y avait

pas eu d'assouplissement monétaire. Tout en reconnaissant que plusieurs de ces développements reflétaient aussi l'optimisme des marchés, la Réserve fédérale a clairement estimé qu'elle avait de bonnes raisons d'agir avec détermination. Les enseignements tirés de l'expérience du Japon ont pu constituer un autre facteur d'incitation. Dans ce pays, en effet, avec des prix en baisse et des taux d'intérêt nominaux situés de fait à la limite zéro, une spirale de hausse des taux réels et de déflation par l'endettement n'est pas à exclure. Du reste, diverses actions monétaires moins traditionnelles, telles qu'une augmentation répétée et massive des réserves bancaires, ne sont pas parvenues, jusqu'à présent, à rétablir la situation au Japon.

La BCE a également réduit son taux directeur face à la situation économique. L'ampleur de la détente a toutefois été plus mesurée, l'inflation restant obstinément au-dessus de l'objectif. En outre, pendant la majeure partie de 2001, le ralentissement a été moins sensible dans la zone euro qu'aux États-Unis. La situation a été semblable dans la plupart des pays industriels à objectif d'inflation ainsi que dans nombre d'économies émergentes. Ces dernières, grâce à la généralisation des régimes de change flottant (bien qu'étroitement administré parfois), ont disposé d'un nouveau canal pour donner effet à la détente monétaire. Certes, les autorités n'ont pu exploiter cette liberté supplémentaire qu'en fonction de la crédibilité de leur politique. Dans l'ensemble, et ce résultat est assez conforme à l'expérience historique, les banques centrales d'Asie ont été moins limitées, à cet égard, que celles d'Amérique latine.

Les politiques budgétaires ont également contribué à soutenir l'économie mondiale. En règle générale, les programmes de relance ont pu être plus ambitieux dans les pays faisant état de bons antécédents dans le domaine budgétaire et ne pouvaient qu'être plus modestes dans ceux où l'endettement avait tendance à s'accumuler. L'éventail allait d'une hausse notable du déficit structurel aux États-Unis à une retenue énergique dans le cas du Japon. Les membres de la zone euro ont estimé pouvoir ajouter des réductions d'impôts à la souplesse du Pacte de stabilité et de croissance, sans compromettre leur engagement budgétaire globalement neutre à long terme. Les économies émergentes présentent une diversité de choix comparable. Si les gouvernements ont été nombreux, en Asie, à assouplir notablement leur politique budgétaire, ceux d'Amérique latine ont souvent vu leur action entravée par des pressions sur le change ou par une législation imposant davantage de discipline après des années de laxisme. Le Mexique, par exemple, fortement touché par la faiblesse de l'activité aux États-Unis, a dû, de surcroît, comprimer ses dépenses pour compenser la contraction de ses recettes fiscales résultant de la baisse des prix du pétrole en 2001.

Pourquoi les marchés financiers ont-ils réagi avec une telle efficacité pendant la période considérée ? L'abaissement des taux directeurs y a certainement contribué. Mais d'autres éléments ont joué : dans de nombreux pays, ces marchés sont bien plus diversifiés et ont gagné en souplesse, après des années de déréglementation. Les entreprises, surtout en Amérique du Nord et en Europe, ont eu accès à d'autres sources de capitaux quand les financements initiaux se sont tariés, courant 2001. Les ménages, aussi, ont

souvent pu préserver leurs habitudes de consommation en accédant à de nouveaux types de crédits. Cette évolution bénéfique a découlé en partie du renchérissement des logements et du recours plus large au nantissement ; elle reflète également la capacité de plus en plus grande des établissements financiers à utiliser des instruments de transfert du risque pour se dégager des expositions résultant de ces nouveaux crédits. De surcroît, les marchés dérivés, ceux notamment pour le transfert du risque de crédit, en développement rapide, ont permis à beaucoup d'agents économiques de diluer l'incidence des divers chocs auxquels ils avaient été soumis récemment.

Sur un plan plus général, depuis un passé récent, les besoins de financement sont davantage couverts par les marchés des capitaux que par l'intermédiation bancaire. Cette évolution a réduit le risque de propagation des chocs à travers le système de paiement, sans naturellement le supprimer. Les attentats du 11 septembre auraient fort bien pu entraîner une asphyxie totale des marchés si la Réserve fédérale et, dans une moindre mesure, les autres banques centrales n'avaient pas injecté massivement des liquidités pour permettre l'exécution des obligations de paiement.

Sur un sujet connexe, la question est de savoir pourquoi l'effet de contagion des crises turque et argentine a été si limité. La principale raison en est sans doute l'adoption généralisée de régimes de change flottant. En outre, comme, dans les deux cas, les tensions se sont accumulées sur une période assez longue, les investisseurs tournés vers les économies émergentes ont pu réorganiser leurs portefeuilles de manière relativement ordonnée. Il semble aussi que, grâce aux enseignements des épisodes précédents, moins d'investissements à fort effet de levier avaient été réalisés qu'auparavant sur les marchés émergents ; ce désengagement n'est peut-être pas sans rapport avec le repli des grands fonds spéculatifs macrodirectionnels ces dernières années. Mais la capacité croissante des investisseurs à différencier la qualité des emprunteurs et à allouer leurs ressources en conséquence peut également constituer un important facteur d'explication.

Cette hiérarchisation des débiteurs traduit une autre modification fondamentale dans le comportement des établissements financiers ces dernières années, qui a amélioré d'autant le fonctionnement des marchés. Les établissements apparaissent généralement beaucoup plus sensibles au risque, surtout pour les crédits garantis par de l'immobilier commercial. Ils ont élaboré de meilleures méthodes de mesure des risques et ont bien progressé dans la mise en place de systèmes visant à les gérer efficacement. Dans les pays où ils tarifient le risque avec plus de précision depuis déjà un certain temps, ils étaient bien plus aptes à faire face à un ralentissement de l'activité.

Cette modification des attitudes à l'égard du risque doit être portée en partie au crédit du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et de ses homologues œuvrant dans les secteurs de l'assurance et des valeurs mobilières. Même si les *Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace* continuent à faire l'objet d'examens et de révisions, et bien que le Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres ne soit pas encore parachevé, le processus interactif d'élaboration de ces normes s'est déjà avéré

extrêmement utile. La participation active du FMI et du Groupe de la Banque mondiale a été tout aussi précieuse, tant dans l'évaluation de l'application de ces normes au sein des économies émergentes que dans l'assistance à leurs gouvernements pour procéder aux améliorations nécessaires. Des initiatives complémentaires ont également été prises pour renforcer le fonctionnement des marchés et leur infrastructure. Cela dit, un gros travail reste à accomplir pour remédier aux faiblesses qui subsistent dans le secteur financier. La Conclusion du présent Rapport revient sur cette question.

D'autres voies ont également été explorées, l'an passé, pour améliorer la coopération entre les divers responsables concernés par la stabilité financière, aux niveaux national et mondial. À l'échelle du G 10, les gouverneurs des banques centrales et autres autorités prudentielles ont commencé à se concerter plus régulièrement. Cette interaction devrait surtout renforcer la compréhension mutuelle des avantages que présente une approche axée non seulement sur la solidité des établissements individuels, mais aussi sur le degré d'exposition possible du système tout entier à des chocs partagés. Ces discussions complètent utilement, par ailleurs, celles qui se déroulent au sein du Forum sur la stabilité financière, lequel a constitué un réseau international plus vaste encore de responsables intéressés par ces questions. L'an passé, le FSF a également instauré des réunions régionales, dans le but notamment d'échanger des avis sur les fragilités du système et sur les modalités d'adoption de normes financières internationales pouvant contribuer à les atténuer. Le Forum part d'une idée maîtresse : un système financier efficient et stable procure d'immenses bienfaits à chaque pays. C'est l'intérêt propre, plutôt que le devoir de participation à un effort international mal défini, qui lui paraît être la meilleure incitation pour progresser dans la voie des réformes financières internes. Le Forum s'efforce, néanmoins, de mieux faire comprendre au marché l'importance de ces normes, afin qu'à terme ce dernier en vienne à récompenser ceux qui s'y conforment et à pénaliser ceux qui les enfreignent.

Enfin, et aussi paradoxal que cela puisse paraître dans le contexte de la crise argentine, des progrès ont été également réalisés, en 2001, pour l'établissement de procédures plus ordonnées dans la résolution de crises de liquidité d'emprunteurs souverains. En fait, les événements chaotiques d'Argentine y sont sans doute pour quelque chose. Après de nombreuses années de désaccord entre certains grands pays industriels, les tout derniers communiqués du G 7 et du G 10 dénotent un large consensus sur l'action à mener. Certes, l'accord définitif et son application peuvent prendre des années et, comme toujours, les difficultés surgiront dans la formulation des modalités pratiques ; il semble néanmoins qu'un certain optimisme soit davantage de mise à présent, les chances de résultats concrets n'ayant pas paru depuis longtemps aussi bonnes.

II. Évolution dans les économies industrielles avancées

Faits saillants

Les économies industrielles avancées ont connu un ralentissement exceptionnellement brutal et simultané en 2001 et l'expansion du commerce mondial s'est interrompue. Ce ralentissement est attribuable au secteur des entreprises, où l'effondrement des bénéfices et des cours des actions a entraîné une forte baisse des dépenses en capital fixe ainsi que du niveau des stocks. Les marges appliquées aux sociétés pour leurs financements ont reflété une différenciation accrue, les plus mal notées devant payer une prime de risque plus importante. En revanche, la demande des ménages est demeurée soutenue, surtout aux États-Unis et dans les autres pays anglophones ; sa vigueur s'explique notamment par la hausse des prix des logements et par des conditions d'emprunt favorables.

La situation de l'économie mondiale s'est nettement améliorée dans les premiers mois de 2002, grâce à une décélération du déstockage et à la réaction énergique des autorités. L'investissement en capital fixe des entreprises ne s'est toutefois pas encore redressé : les bénéfices restent déprimés et le degré d'endettement, dans certains pays, paraît important à ce stade du cycle. Quant aux anticipations d'inflation, elles semblent fermement ancrées à un faible niveau, malgré le renchérissement du pétrole, ce qui permet de maintenir des taux directeurs peu élevés.

Ralentissement en 2001

Le tassement de l'activité dans les grands pays industriels, amorcé au milieu de 2000, s'est aggravé l'an passé (tableau II.1). Les premiers signes en étaient apparus aux États-Unis, notamment dans le secteur de la haute technologie. La décélération du commerce mondial qu'il a entraînée a été particulièrement sévère (graphique II.1), soulignant la synchronisation inhabituelle du ralentissement économique. Une caractéristique marquante de ce dernier est qu'il ne semble pas dû à un resserrement des politiques monétaires, mais plutôt à une importante réduction des stocks et des investissements des entreprises, précédée, et en partie provoquée, par la diminution marquée de leurs bénéfices. En revanche, la consommation privée et la construction résidentielle sont demeurées beaucoup plus vigoureuses que lors des phases antérieures de recul de l'activité. Cette divergence entre les dépenses des entreprises et celles des ménages résulte dans une certaine mesure d'éléments fondamentaux différents : surcapacités et contraction des bénéfices pour les premières et, pour les seconds, hausse des prix de l'immobilier et maintien de revenus réels élevés, les conditions de crédit relativement bon marché favorisant la consommation et la construction résidentielle.

Sévère
décélération
du commerce
mondial

Croissance et inflation						
	PIB réel			Prix à la consommation ¹		
	1991–2000	2001	2002 ²	1991–2000	2001	2002 ²
	variation annuelle, en %					
États-Unis	3,2	1,2	2,8	2,8	2,8	1,6
Zone euro	2,0	1,5	1,3	2,6	2,5	2,0
Japon	1,4	-0,4	-1,0	0,8	-0,7	-1,0
Royaume-Uni	2,3	2,2	1,8	3,2	2,1	2,2
Économies industrielles avancées	2,5	1,1	1,7	2,4	2,1	1,4

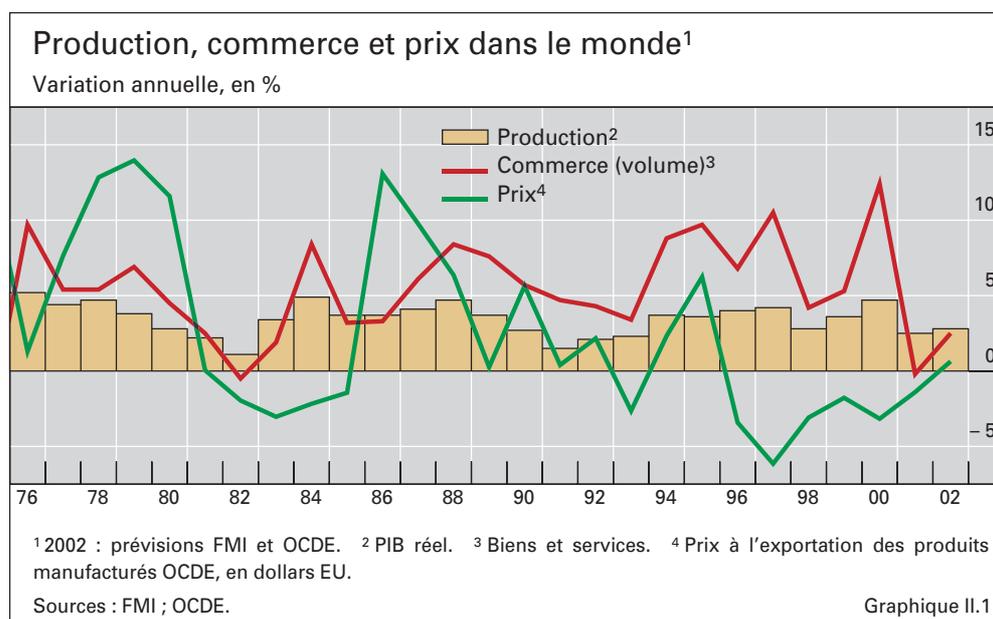
¹ Royaume-Uni : prix de détail, hors paiements d'intérêts hypothécaires. ² Préviation consensuelle, publiée en mai.
Sources : © Consensus Economics ; données nationales. Tableau II.1

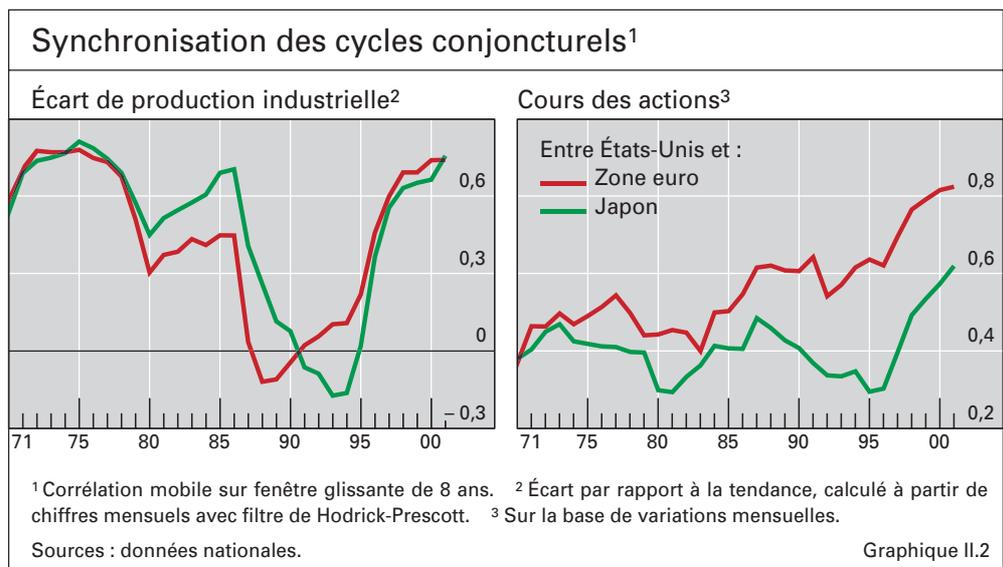
Interdépendances internationales

Le ralentissement récent semble caractérisé par un degré de synchronisation plus élevé que lors de la récession du début des années 90 (graphique II.2), ce qui laisserait penser que les cycles conjoncturels sont devenus plus étroitement corrélés à mesure que l'économie s'est mondialisée, même si d'autres explications sont plausibles.

Interdépendances commerciales

Le commerce est le mode de transmission le plus direct d'un choc entre pays. La spécialisation étant plus grande aux divers stades de la production, les échanges commerciaux tiennent aujourd'hui une place croissante dans l'activité (tableau II.2). En outre, l'intégration verticale implique que les chocs spécifiques à un secteur ont des effets semblables, en termes de variation de la production globale, d'un pays à l'autre. Comme en témoigne l'accroissement des flux d'investissement direct étranger (IDE) tout au long des années 90, une deuxième caractéristique de la mondialisation – liée à la





première – est la tendance des entreprises à s’implanter plus solidement sur les marchés extérieurs. Ainsi, les perturbations qui touchent une grande économie dépriment les bénéfices consolidés des multinationales et entraînent un ajustement de leurs dépenses à l’échelle mondiale. En outre, un choc spécifique à un pays peut modifier les anticipations des agents économiques chez ses partenaires commerciaux, d’où une correction plus rapide des stocks, des programmes d’investissement et de l’emploi.

Le rôle des canaux financiers s’est sans doute également amplifié. Les taux d’intérêt à long terme tendent à évoluer en phase et les cours des actions montrent une corrélation croissante entre grands pays industriels. La synchronisation des cycles conjoncturels a pu s’en trouver renforcée de deux façons. D’abord, les prix des actifs financiers réagissent rapidement aux modifications des conditions macroéconomiques et en accélèrent ainsi la transmission entre pays. Ensuite, le recours aux marchés des capitaux s’est intensifié ces dernières décennies. Certes, les structures financières et la composition des patrimoines restent très différentes d’un pays à l’autre, et

Canaux financiers

Part du commerce extérieur ¹				
	1981–90	1991–2000	2000	2001
	en % du PIB			
États-Unis	9,3	11,4	13,0	11,9
Zone euro ²	14,8	15,0	19,3	19,3
Japon	11,3	9,1	10,0	10,1
Royaume-Uni	26,1	27,1	29,0	28,2
Canada	26,0	35,1	42,9	40,7
Australie	16,5	19,6	22,4	22,2
Suède	32,2	35,7	44,5	43,5
Suisse	35,8	36,1	44,0	44,2

¹ Moyenne des exportations et importations de biens et services. ² Hors commerce transfrontière intrazone.

Sources : BCE ; OCDE ; données nationales. Tableau II.2

l'influence de ces marchés est généralement plus sensible dans les pays anglophones que dans la zone euro ou au Japon. Néanmoins, les variations de plus en plus corrélées des conditions financières sont susceptibles d'avoir des effets plus marqués et plus synchrones que précédemment sur la demande intérieure.

Malgré ces tendances longues, la synchronisation sous-jacente des cycles pourrait être moindre que ne le suggère l'évolution de 2001. Premièrement, les mêmes facteurs ont exercé une influence temporaire et, peut-être, réversible durant le ralentissement récent. La hausse des prix pétroliers en 1999 et 2000 (tableau II.3) a renchéri les importations et comprimé les bénéfices des entreprises, freinant à la fois la consommation privée et les dépenses des sociétés. En outre, la politique monétaire a été resserrée dans la plupart des pays en 1999–2000. Mais l'événement le plus important a sans doute été l'éclatement de la bulle des valeurs de haute technologie, qui a entraîné une sévère détérioration simultanée des marchés internationaux des capitaux. L'investissement en capital fixe et les stocks des entreprises (composantes de la demande à fort contenu de biens échangés) ont donc chuté, amplifiant le rôle du canal commercial. De surcroît, les attentats du 11 septembre 2001 ont affecté la confiance dans tous les pays.

Deuxièmement, le caractère synchrone du ralentissement récent apparaît important par comparaison avec la récession du début des années 90, qui présentait toutefois une configuration assez inhabituelle. La production avait baissé en 1991 aux États-Unis et dans les autres grands pays anglophones, mais seulement deux ans plus tard en Europe continentale et au Japon. Ce déphasage résultait essentiellement de perturbations et événements propres à certains pays, notamment la réunification allemande et l'éclatement de la bulle des prix des actifs au Japon. Celui-ci, en pesant durablement sur les conditions financières des agents, a freiné l'activité durant toute la décennie. Le découplage du Japon par rapport au cycle conjoncturel des autres pays industriels a été amplifié par la crise asiatique de 1997–98. De ce point de vue, la synchronisation observée l'an dernier

En 2001, chocs partagés temporaires et, peut-être, réversibles

Retour à la situation des années 70 et 80 ?

Commerce mondial : volume et prix ¹					
	1991–2000	1999	2000	2001	2002 ²
	variation annuelle, en %				
Volume	7,3	5,6	12,8	-0,7	2,6
Prix (en dollars EU)	-0,8	-2,0	0,3	-3,5	-1,5
Produits manufacturés	-0,9	-1,9	-5,1	-2,4	-0,5
Pétrole	2,1	37,5	57,0	-14,0	-5,3
Autres produits de base	-0,9	-7,0	1,8	-5,5	-0,1
Termes de l'échange					
Économies avancées ³	0,2	0,1	-2,5	0,4	0,6
Pays en développement	-0,0	4,5	7,4	-3,0	-1,6

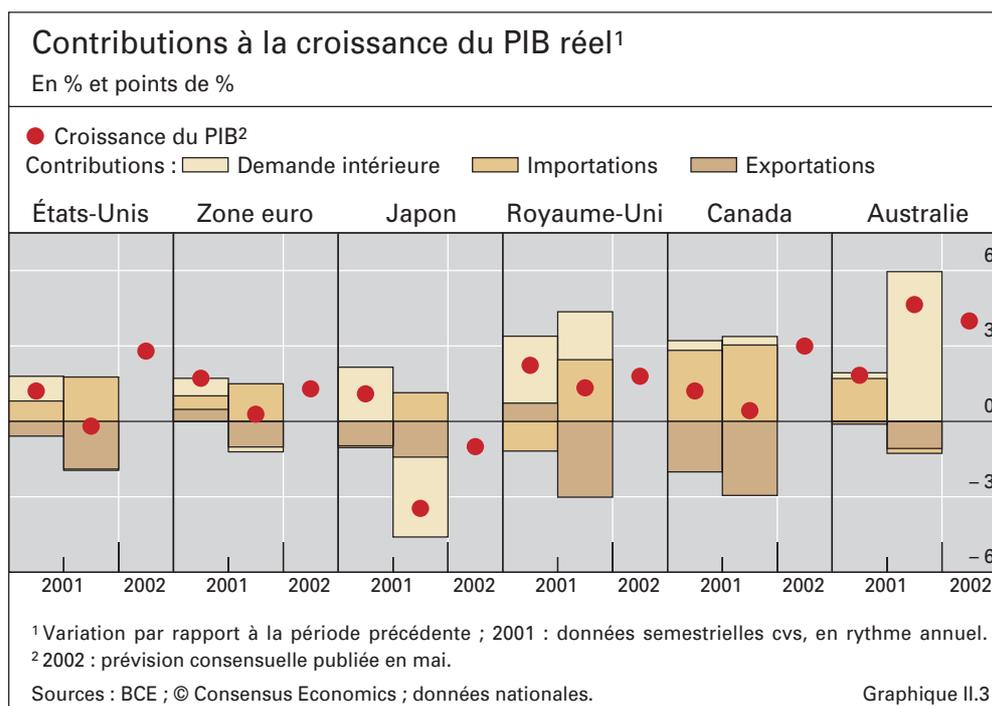
¹ Marchandises uniquement. ² Prévision FMI. ³ Économies industrielles avancées plus économies d'Asie nouvellement industrialisées (Corée, Hong-Kong RASS, Singapour et Taiwan, Chine).
Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*. Tableau II.3

pourrait simplement refléter un retour à une situation plus proche de celle des années 70 et 80.

Troisièmement, la synchronisation des cycles conjoncturels en 2001 ne doit pas être surestimée. Si la croissance a été freinée partout, les principales économies ont connu des évolutions macroéconomiques différentes reflétant des spécificités locales. Hors des États-Unis, ce sont les autres pays anglophones, même les plus étroitement liés à l'économie américaine (Canada notamment), qui ont obtenu les résultats les plus favorables. Malgré un tassement de la production en fin d'année, le Royaume-Uni a enregistré en 2001 la croissance la plus rapide au sein du G 7, en raison essentiellement de la conjonction d'une consommation soutenue et d'une vive augmentation de l'investissement public. L'économie australienne, en dépit de ses liens commerciaux avec le Japon et l'Est asiatique, a progressé de 2 1/2 % l'an dernier, grâce à une forte demande intérieure, à un cours de change compétitif et à une amélioration de l'offre après de nombreuses années de déréglementation économique (graphique II.3).

La synchronisation de 2001 ne doit pas être surestimée

Les autres régions ont été plus touchées qu'on ne le pensait initialement par le ralentissement mondial. Le Japon, en phase de stagnation lorsque l'économie américaine croissait fortement, a été le seul pays industriel avancé où le PIB a, en fait, régressé en 2001 ; la chute des exportations a aggravé la récession dans une économie déjà affectée par les difficultés du secteur bancaire, la fragilité financière des entreprises et les anticipations de déflation. Dans la zone euro, l'activité a nettement faibli en cours d'année. En Allemagne, le PIB a même diminué au second semestre, la demande intérieure étant freinée par une importante réduction des stocks et une contraction des investissements. L'Italie a également connu un ralentissement notable par suite d'une demande intérieure atone. Ailleurs en



Europe, la production s'est vivement tassée en Suède, où la consommation a marqué le pas, et en Suisse, où la demande d'exportations a souffert de la faiblesse de la croissance mondiale et de l'appréciation du franc.

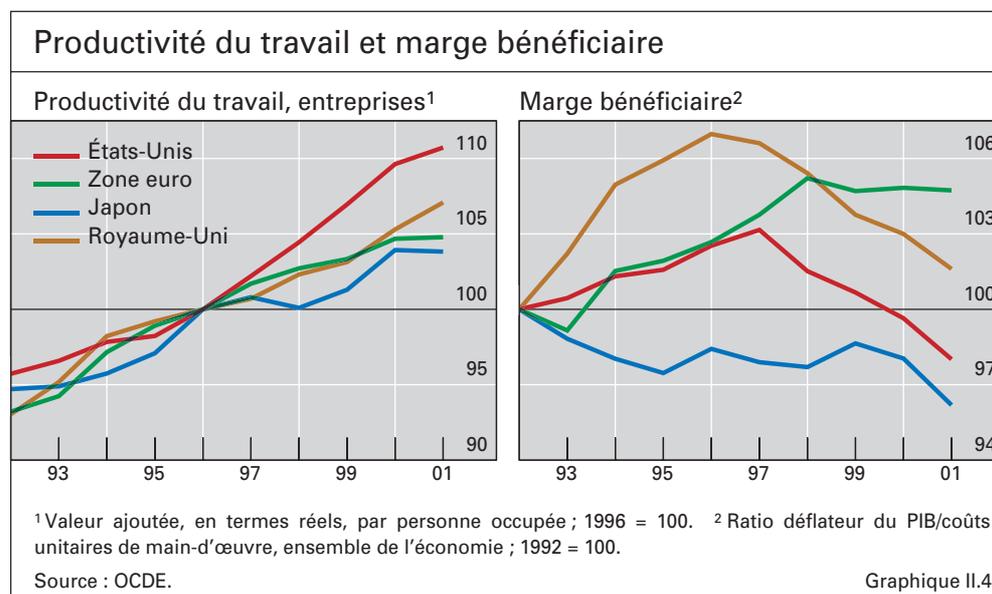
En résumé, le ralentissement synchronisé de 2001 paraît essentiellement résulter de chocs partagés, renforcés par le fait que les composantes de la demande les plus atteintes comprenaient un fort contenu de biens échangés. Il s'apparente à cet égard aux récessions du début des années 70 et 80. En conséquence, la reprise mondiale qui semble engagée depuis début 2002 pourrait ne pas présenter le même degré de synchronisation (voir ci-après).

Rôle des entreprises et de l'industrie manufacturière dans le ralentissement

Outre son degré élevé de synchronisation, le ralentissement de l'an passé s'est caractérisé par une évolution contrastée pour les entreprises et les ménages. Il en est résulté une différence notable entre les résultats des secteurs tournés vers l'exportation et les autres, surtout dans les pays où la monnaie s'était fortement appréciée ces dernières années. Ainsi, la production manufacturière a nettement diminué aux États-Unis et au Royaume-Uni, tandis que la construction de logements, les travaux publics et les services ont relativement bien résisté.

Le ralentissement mondial a résulté en premier lieu d'une chute brutale de la production manufacturière, notamment dans la haute technologie. La forte et rapide correction en baisse des investissements des entreprises, face à la diminution de leurs bénéfices, a joué un rôle clé. Alors que, durant la décennie 90, la plupart des sociétés étaient avantagées par des taux d'intérêt peu élevés et une activité vigoureuse, leurs profits se sont trouvés de plus en plus comprimés ces dernières années. Les marges bénéficiaires des sociétés américaines sont en recul depuis 1997, la quasi-totalité des gains de productivité ayant été absorbés par la rémunération des salariés. La hausse des prix pétroliers, conjuguée au durcissement des conditions d'emprunt

Évolution contrastée pour les entreprises et les ménages



pour certaines branches, les a encore amenuisées juste avant le ralentissement récent (graphique II.4). Cette détérioration, manifeste dans d'autres grands pays industriels également, a été aggravée par l'accumulation de surcapacités dans plusieurs secteurs : elle a nourri les pressions déflationnistes et limité la marge de manœuvre des entreprises en matière de fixation des prix.

La baisse de la production industrielle s'explique également par un important ajustement des stocks (particulièrement prononcé aux États-Unis). Au Japon, en revanche, le ratio stocks/livraisons est demeuré élevé, malgré une chute de la production industrielle, tombée en fin d'année à son plus bas depuis quatorze ans. En outre, comme indiqué précédemment, les attentats du 11 septembre ont joué un rôle majeur : ils ont non seulement perturbé la production au niveau des usines, mais ils ont aussi ébranlé la confiance des entreprises dans le monde entier et accentué le ralentissement du commerce international.

Les dépenses des entreprises ont encore été freinées par l'évolution des prix des actifs et par les modifications des conditions financières, les sociétés essayant de reconstituer leur trésorerie et de limiter leur besoin de financement par une compression des charges. D'abord, les résultats déclarés ont été érodés par la nécessité de se doter d'importantes provisions en regard d'acquisitions onéreuses. Deuxièmement, tandis que leurs perspectives de bénéfices à court terme étaient fortement revues en baisse, nombre d'entre elles se sont trouvées confrontées à une pénurie de liquidités inattendue, dans une période de tassement de leur activité et d'accès restreint à certains marchés du crédit. Troisièmement, alors qu'un cours de change élevé aggravait les problèmes des industriels aux États-Unis et au Royaume-Uni, la dépense des entreprises de la zone euro souffrait de surcapacités et d'une correction prononcée des cours des actions dans les télécommunications.

Le financement des entreprises s'est aussi profondément modifié au cours des dix-huit derniers mois. Les émissions de titres de bonne qualité, bénéficiant de la détente monétaire ainsi que d'un mouvement de report sur l'obligataire, sont demeurées élevées, notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni. À mesure que le tassement de l'activité s'accroissait, les investisseurs ont redoublé de prudence et les primes se sont accrues pour les emprunteurs moins bien notés, annulant l'effet incitatif de la baisse des taux courts. Comme le montre le chapitre VI, la solvabilité de plusieurs catégories d'entreprises s'est détériorée lorsque le ralentissement a pesé sur leurs profits et entraîné de nouvelles faillites. Les risques propres à certains secteurs ont joué un rôle particulier, surtout après les événements de septembre, et quelques branches et sociétés ont vu leur accès au crédit se réduire fortement. Ces préoccupations concernant la solvabilité se sont également traduites par une plus grande réticence des banques à prêter et par un tarissement du marché du papier commercial aux États-Unis. Au Japon, le repli du crédit a principalement résulté de la faiblesse de la demande ; dans le même temps, l'augmentation de l'encours des prêts non productifs, en période de déflation, et la multiplication des faillites

Les entreprises ont dû limiter leur besoin de financement

Accès plus difficile au crédit, sauf pour les notations de qualité

ont réduit la capacité et la volonté des institutions financières d'accorder des concours, spécialement aux petites et moyennes entreprises.

Conditions d'emprunt, effets de richesse et dépenses des ménages

Les dépenses des ménages, contrairement à celles des entreprises, ont été soutenues dans la plupart des pays, malgré un endettement élevé, la baisse des cours des actions et la montée des préoccupations concernant les perspectives d'emploi. La consommation privée est restée dynamique au Royaume-Uni et s'est même renforcée en Australie. Aux États-Unis, le revenu des ménages a souffert de la multiplication des licenciements, mais les ventes de détail ont bien résisté. Si les dépenses des ménages se sont globalement affaiblies dans la zone euro, elles sont demeurées importantes dans plusieurs pays, notamment l'Espagne et la France. Au Japon, la consommation privée a, en fait, un peu augmenté en 2001.

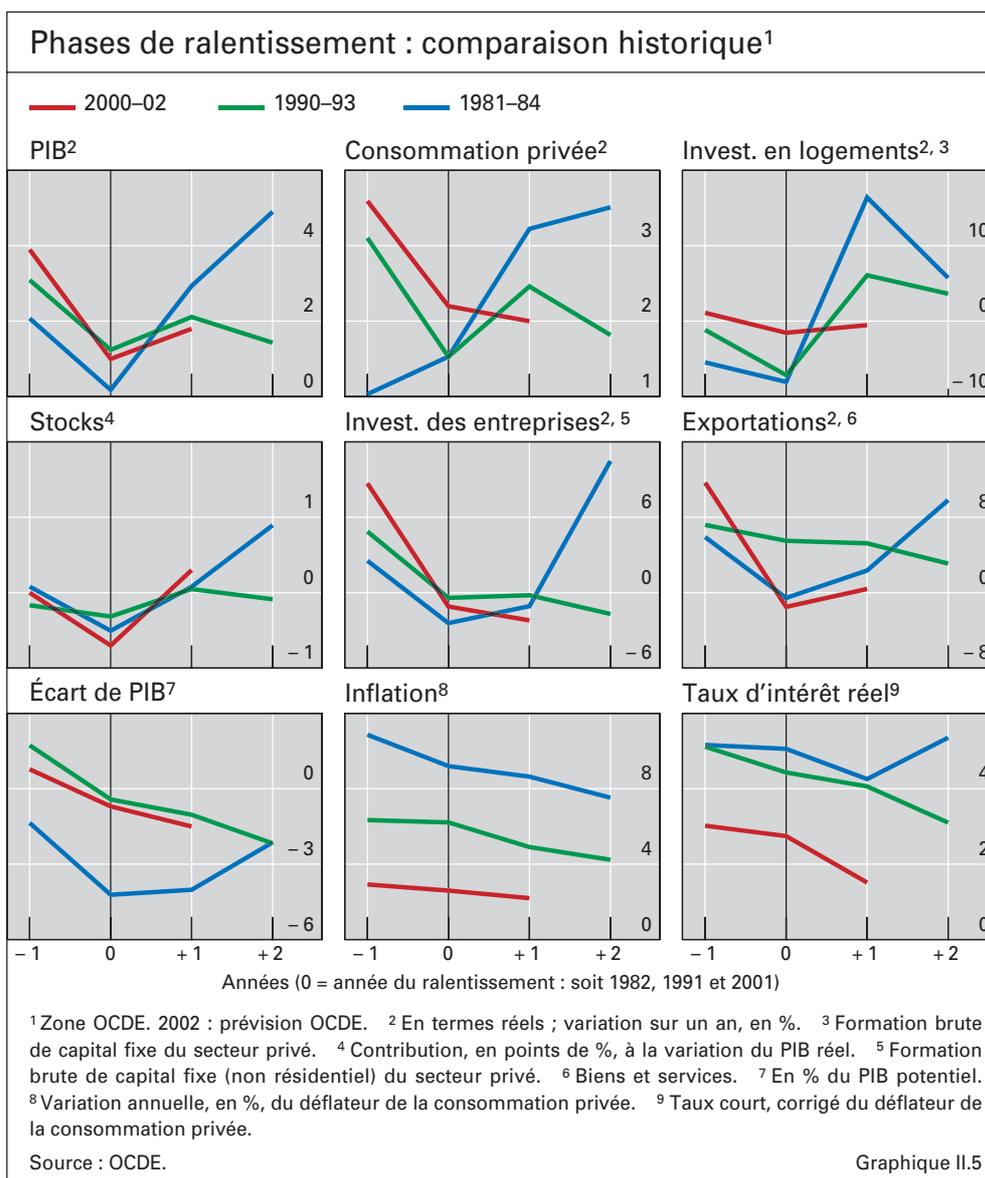
La construction a également suivi une évolution atypique. Sauf en Allemagne (où elle ne cesse de refluer depuis le boum qui a suivi la réunification) et au Japon (où les programmes de travaux publics ont récemment été réduits), elle a été soutenue par les dépenses publiques, notamment aux États-Unis, au Canada et au Royaume-Uni. En outre, l'investissement dans l'immobilier résidentiel a été encouragé par le renchérissement des logements dans de nombreux pays ; ce dynamisme est inhabituel : lors des précédentes phases de ralentissement, en effet, l'investissement avait généralement beaucoup régressé dans ce secteur, en réaction à la hausse des taux d'intérêt (graphique II.5).

L'une des raisons de la bonne tenue des dépenses des ménages a été la baisse des taux longs et le dynamisme des marchés hypothécaires. Le taux moyen des emprunts de ces agents a diminué de 2 points de pourcentage aux États-Unis sur l'année 2001. Ces effets ont été amplifiés par l'offre de financements au rabais des constructeurs automobiles américains, qui a contribué à soutenir la consommation privée en fin d'année. Dans les autres pays anglophones, les ménages ont également bénéficié du fort accroissement des crédits hypothécaires. La hausse antérieure des prix des actifs a pu encore exercer une incidence favorable. Le ratio patrimoine net/revenu avait sensiblement augmenté durant les années 90, de plus de 100 points de pourcentage aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Italie. Cette amélioration s'expliquait essentiellement par le renchérissement des actifs financiers. Les effets de richesse exercés semblent avoir alimenté les dépenses de consommation pendant la décennie, provoquant une contraction quasi universelle du taux d'épargne des ménages (plus marquée dans les grands pays anglophones). La seule exception – de taille – a été le Japon, où le patrimoine net des ménages s'effrite, en fait, depuis 1990, en raison de la chute des prix des actions et des terrains, qui étaient nettement surévalués.

Bien que la baisse des cours des actions, amorcée début 2000, se soit poursuivie en 2001, la consommation privée est demeurée exceptionnellement élevée dans la zone OCDE. De fait, elle a augmenté de plus de 2 % en 2001, contre 1 % seulement pour la production. Plus étonnant, les dépenses des ménages ont même résisté dans les pays où le reflux des

Bonne tenue
des dépenses
des ménages

Baisse des cours
des actions ...



cours des actions était supposé produire l'effet de freinage le plus prononcé, comme les États-Unis, le Canada et le Royaume-Uni. L'explication pourrait résider dans les fortes plus-values immobilières enregistrées depuis le milieu des années 90, qui n'ont donné aucun signe de modération en 2001. Les prix de l'immobilier résidentiel se sont accrus d'environ 10 % l'an en termes réels au Royaume-Uni, en Irlande, aux Pays-Bas et dans certains pays nordiques au cours des cinq dernières années et de près de 5 % dans la plupart des autres économies industrielles (chapitre VII). Les principales exceptions sont le Japon et l'Allemagne, où ils ont diminué, ainsi que la Suisse et le Canada, où ils sont quasiment stables depuis quelques années.

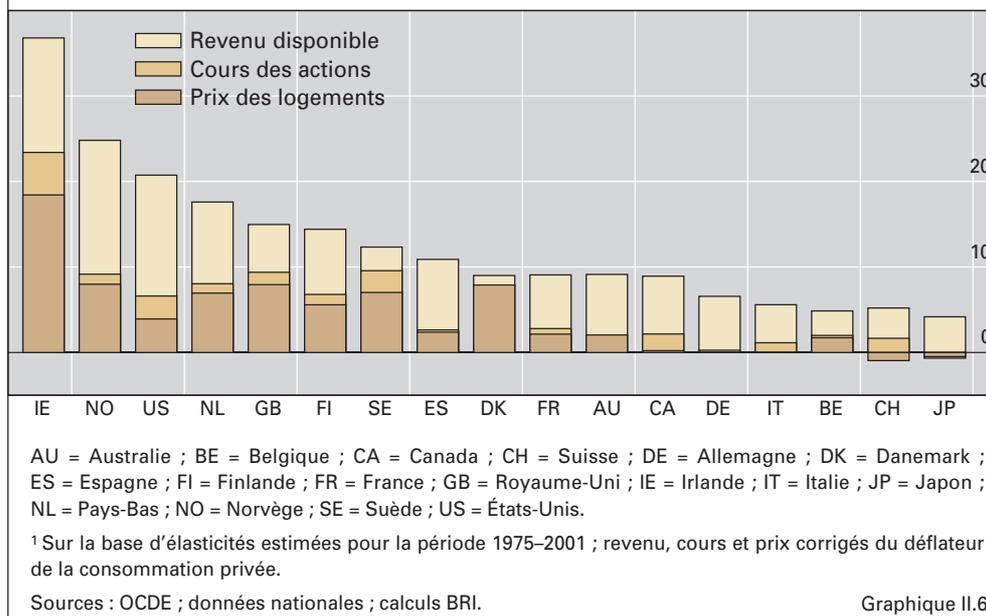
Il reste à savoir dans quelle mesure la consommation des ménages peut être alimentée par une revalorisation de leur patrimoine immobilier en termes nominaux, sachant que le parc d'habitations n'évolue que lentement. D'un côté, les effets de richesse agissent positivement ; de l'autre, les loyers tendent à augmenter en même temps que les prix des logements. Si les propriétaires peuvent épargner moins en cas de hausse de ces prix, les

... mais fortes plus-values immobilières

En théorie, l'impact de la hausse des prix immobiliers sur la consommation reste ambigu ...

Principales contributions à la croissance de la consommation privée en termes réels, 1996–2001¹

En % de la consommation privée en 1995



locataires doivent épargner davantage s'ils souhaitent acheter. Enfin, les actifs corporels sont généralement moins liquides que le patrimoine financier et leurs plus-values à la fois moins évidentes (car les informations sont plus éparses dans ce domaine) et plus difficiles à réaliser. Quelle que soit l'incidence du renchérissement des logements sur la consommation, elle devrait varier selon l'importance relative du patrimoine immobilier.

Les effets de patrimoine peuvent néanmoins constituer un important mécanisme de transmission des prix des logements vers la consommation : un renchérissement des biens immobiliers valorise l'actif corporel des propriétaires par rapport à leur passif. Les ventes de logements ont été particulièrement soutenues aux États-Unis en 2001, permettant à de nombreux ménages d'enregistrer des plus-values. Mais il n'est plus nécessaire de vendre pour réaliser des gains de patrimoine dans les économies d'aujourd'hui : les ménages sont désormais en mesure d'emprunter en contrepartie de ces plus-values latentes, de sorte que les actifs fixes sont devenus beaucoup plus liquides. Aussi est-il possible d'améliorer le lissage de la consommation dans le temps. Une plus grande efficacité dans le montage des crédits hypothécaires, ces dernières décennies, a fort bien pu renforcer ce canal.

Sur le plan empirique, il apparaît clairement qu'une augmentation du patrimoine financier et non financier a un effet positif marqué sur les dépenses de consommation. Il semble bien que la flambée des prix des logements a très nettement soutenu la consommation privée dans les grandes économies anglophones, aux Pays-Bas et dans les pays nordiques (graphique II.6). Contre toute attente, le phénomène semble avoir pris une ampleur particulière là où la richesse immobilière tient une place moins

... mais les effets de patrimoine pourraient être importants ...

... comme le montre l'observation empirique

importante que les actifs financiers. Il est possible que la « financierisation » des bilans des ménages (c'est-à-dire la capacité de ces derniers à rendre liquide leur patrimoine immobilier) se soit plus développée dans les pays où le système financier est désintermédié que dans ceux où il est essentiellement assuré par les banques. Les États-Unis ont sans doute constitué l'exemple le plus frappant à cet égard en 2001 : la montée rapide des prix du logement, conjuguée à l'intensification des refinancements des hypothèques, y a notablement atténué les répercussions négatives exercées par la baisse des actions, la détérioration du marché du travail et la dégradation de la confiance au lendemain des attentats du 11 septembre.

Signes d'amélioration des perspectives économiques en 2002

Les perspectives de l'économie mondiale se sont améliorées depuis fin 2001 et les échanges commerciaux semblent en voie de redressement. La production américaine est repartie au quatrième trimestre, pour se renforcer de façon spectaculaire le trimestre suivant, même si certains indicateurs laissent présager un léger ralentissement par la suite. Dans la zone euro, la confiance des entrepreneurs est revenue (confirmant la reprise), mais la consommation privée a manqué de dynamisme début 2002, en raison de la hausse notable des prix et de l'atonie du marché du travail. Pour le Japon, les perspectives à court terme demeurent médiocres alors que, pourtant, les enquêtes de conjoncture et les dernières données concernant les exportations et la production industrielle font entrevoir un redémarrage de l'activité. Cependant, avec des salaires nominaux toujours en baisse, l'horizon de la consommation privée reste sombre.

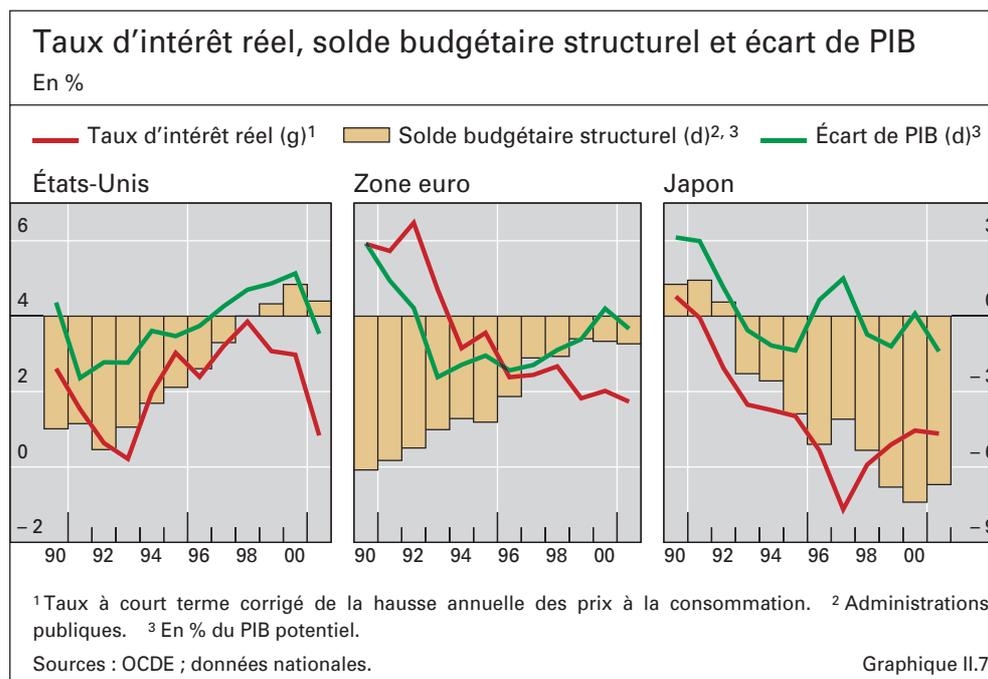
Éléments favorisant la reprise actuelle

La détente monétaire et l'orientation budgétaire plus expansionniste ont contribué au soutien de la demande globale (graphique II.7). Courant 2001, devant l'accentuation du ralentissement, les taux d'intérêt à court terme ont été nettement réduits. Cet assouplissement a été extrêmement important aux États-Unis, où la Réserve fédérale a ramené les taux directeurs à des niveaux inconnus depuis les années 60. En outre, la politique budgétaire est devenue partout plus expansionniste, surtout au Royaume-Uni en termes de dépenses publiques. L'été dernier, des baisses d'impôts notables ont été mises en œuvre aux États-Unis, et les dépenses publiques sont en forte hausse, en particulier depuis les attentats. Des mesures complémentaires, d'une ampleur moindre que prévu toutefois, ont été adoptées au début de cette année. Le desserrement de la politique budgétaire en 2002 devrait atteindre près de 1½ % du PIB aux États-Unis et devrait pareillement stimuler puissamment la demande au Canada, en Norvège et en Suède.

Des mesures de soutien

Outre les stimulants budgétaires temporaires, d'autres éléments ponctuels ont contribué à relancer l'activité. Premièrement, le recul des prix du pétrole jusqu'à la fin de 2001 a réduit l'inflation et permis ainsi de préserver le revenu disponible en termes réels. Deuxièmement, début 2002, l'évolution au niveau des stocks a fortement soutenu la production mondiale,

Des éléments ponctuels ont favorisé la reprise



en particulier dans les secteurs de l'automobile et de l'informatique. Dans le même temps, selon de récents indicateurs, la reprise conduite par les États-Unis pourrait gagner davantage de secteurs et de régions. La construction résidentielle s'est notablement intensifiée, début 2002, outre-Atlantique et dans les autres grands pays anglophones. Au surplus, comme les produits de haute technologie ont vraisemblablement une durée de vie relativement courte, les capacités existantes pourraient rapidement devenir obsolètes et accélérer le besoin de renouvellement. Les investissements américains en équipements et logiciels informatiques ont augmenté au premier trimestre 2002.

Freins possibles à la reprise

Cela étant, les conditions financières pourraient freiner la reprise. Les rendements des obligations d'État n'ont pas suivi la détente monétaire l'an dernier et sont particulièrement sensibles, depuis octobre 2001, à l'évolution du sentiment des investisseurs à l'égard de cette reprise. Les taux ont progressé en fin d'année, dans un contexte caractérisé par un regain d'optimisme au sujet des perspectives macroéconomiques globales, une montée des préoccupations sur la situation budgétaire de certains pays et des anticipations d'un resserrement prochain des conditions monétaires (chapitre IV). Toutefois, lorsque des doutes ont surgi sur la vigueur de la reprise, les taux obligataires ont à nouveau baissé en avril-mai 2002 et les primes de risque des entreprises ont légèrement diminué. La reprise devrait ainsi être confortée, mais l'accès des sociétés au marché du crédit reste limité, en raison de la prudence accrue des investisseurs après une série de faillites retentissantes dans plusieurs pays.

S'agissant des entreprises, il importe de savoir quand elles pourront renouer avec les bénéficières. Le ratio bénéficières/PIB s'est maintenu à un niveau

Obstacles potentiels : conditions financières ...

... et bilans des entreprises

relativement satisfaisant dans la zone euro. Au Japon, la dernière enquête *Tankan* montre que les sociétés tablent sur un vif redressement de leurs marges en 2002. Aux États-Unis, le recul marqué des coûts unitaires de main-d'œuvre a permis un puissant rebond des bénéfices au cours des tout derniers trimestres, nourrissant l'espoir d'une rapide inversion de l'érosion spectaculaire de la part des profits en 2001. Cependant, un retour à des taux d'intérêt plus habituels augmenterait le coût du service de la dette et accentuerait les pressions sur les marges bénéficiaires, ce qui pourrait obliger les entreprises à poursuivre le redressement de leurs bilans avant tout redémarrage de l'investissement. Une situation de surcapacités pourrait également avoir des effets négatifs durables sur l'investissement. De fait, la faiblesse actuelle des prix des semi-conducteurs suggère que les capacités excédentaires sont encore substantielles dans le secteur informatique. De surcroît, le taux moyen d'utilisation des capacités de production pour l'ensemble du secteur manufacturier des pays de l'OCDE reste bien au-dessous de son niveau des années 90. Une exception importante à cet égard est la zone euro où, hormis le secteur des télécoms, les surcapacités semblent plus limitées.

Reprise contrastée selon les pays

La vigueur de la reprise observée au début de 2002 a été nettement différente selon les pays, en raison peut-être de l'absence de la plupart des forces qui avaient provoqué une forte synchronisation de la conjoncture au cours du ralentissement de l'activité.

Premièrement, l'orientation de la politique économique varie sensiblement d'un pays à l'autre, en fonction notamment du degré d'assouplissement monétaire. Conséquence de situations différentes en termes d'inflation et de production (chapitre IV), les taux d'intérêt à court terme ont moins baissé en Europe qu'aux États-Unis et sont restés pratiquement inchangés au Japon, où ils étaient déjà proches de zéro. La politique budgétaire présente aussi des disparités frappantes. Tandis que dans les principaux pays anglophones elle est devenue nettement expansionniste, au sein de la zone euro sa marge de manœuvre a été davantage limitée par les niveaux des déficits et de l'endettement. Bien que, en 2001, les autorités aient laissé jouer les stabilisateurs automatiques, qui ont amorti les effets du recul de l'activité, l'orientation pourrait prendre un tour légèrement plus restrictif en 2002. Au Japon, les émissions d'obligations sont désormais soumises à un plafond rigoureux et le budget adopté pour 2002 prévoit une compression substantielle des dépenses de l'État, dans les travaux publics notamment.

Deuxièmement, l'élément peut-être le plus important concerne la forte disparité apparente des taux de croissance potentiels dans les grands pays industriels. La reprise conjoncturelle pourrait donc être plus marquée aux États-Unis, du fait de la dimension relative des écarts de PIB actuels. La productivité du travail dans le secteur non agricole y est restée soutenue pendant le ralentissement, augmentant de 2 % par an de 1996 à 2001 (graphique II.4). Cette évolution, conjuguée à une expansion de l'emploi plus

Une reprise à plusieurs vitesses

Des forces économiques sous-jacentes différentes

favorable que dans les autres pays industriels, laisse présager une hausse de la production potentielle relativement élevée, qui permettrait de favoriser à la fois les bénéfices des entreprises et la progression des salaires réels. Les résultats dans les autres grands pays industriels ont été moins bons. Au Japon, le taux de croissance moyen pendant la décennie a été très faible et la productivité du travail ne s'est accrue que de $\frac{3}{4}\%$ l'an au cours des cinq dernières années. Dans l'Union européenne, les gains de la productivité du travail ont atteint en moyenne $1\frac{1}{4}\%$ par an durant ces cinq années, le potentiel de croissance étant toujours limité par la stagnation de la population active et les rigidités structurelles sur les marchés des produits et du travail. Le chômage structurel a cependant diminué dans certains pays, grâce à des incitations à l'embauche des jeunes ou de main-d'œuvre non qualifiée. La France, par exemple, a réduit les prélèvements de sécurité sociale pour les travailleurs peu qualifiés, tandis que d'autres pays européens ont encouragé leur recrutement en conférant plus de souplesse au marché du travail. Ces mesures pourraient avoir pendant quelque temps des effets négatifs sur la productivité du travail, même si elles augmentent à plus long terme la croissance potentielle.

Perspectives à moyen terme

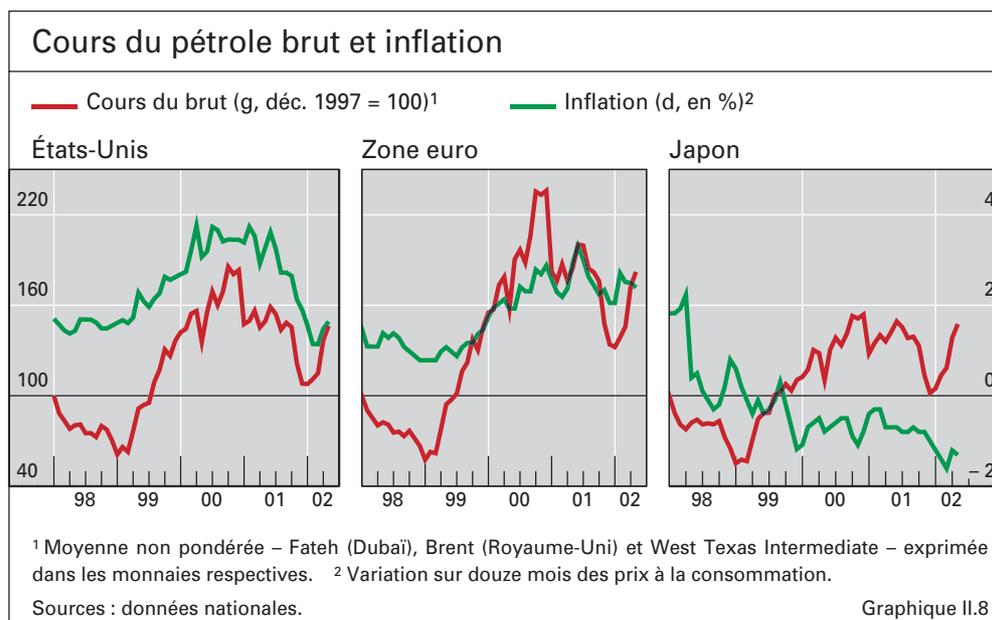
Au-delà des tout prochains trimestres, la vigueur de la reprise mondiale actuelle dépendra sans doute essentiellement des perspectives en matière d'inflation ainsi que des soldes financiers intérieurs et extérieurs.

Perspectives en matière d'inflation

L'inflation mondiale devrait rester faible ...

Parallèlement à l'accentuation du ralentissement mondial en 2001, les tensions inflationnistes sont allées en s'apaisant dans la plupart des pays ; cette accalmie a surtout été due, cependant, à la baisse des cours des matières premières (graphique II.8). L'inflation sous-jacente, c'est-à-dire hors alimentation et énergie, a été relativement stable et a même augmenté dans la zone euro, dépassant 2 %.

L'inflation a sensiblement reculé aux États-Unis, passant de près de 4 % début 2001 à 1 % un an plus tard. Les prix à la consommation ont continué de baisser au Japon, à un rythme légèrement plus marqué au second semestre 2001. Au Royaume-Uni, l'inflation a chuté rapidement, à cause principalement de la diminution des taux hypothécaires ; en termes corrigés de ce facteur, elle s'est repliée moins nettement et se situait juste en dessous de l'objectif de la Banque d'Angleterre. En Suisse, l'appréciation de la monnaie a amené l'inflation à un niveau proche de zéro fin 2001. Dans la zone euro, en revanche, les prix à la consommation ont fortement augmenté au premier semestre 2001, en raison d'une conjonction de facteurs : relèvement de la fiscalité indirecte (Allemagne et Pays-Bas), hausses temporaires des prix alimentaires et effets différés du renchérissement du pétrole et du repli du taux de change. L'inflation a toutefois régressé au second semestre, même si elle est restée légèrement au-dessus de l'objectif annoncé par l'Eurosystème.



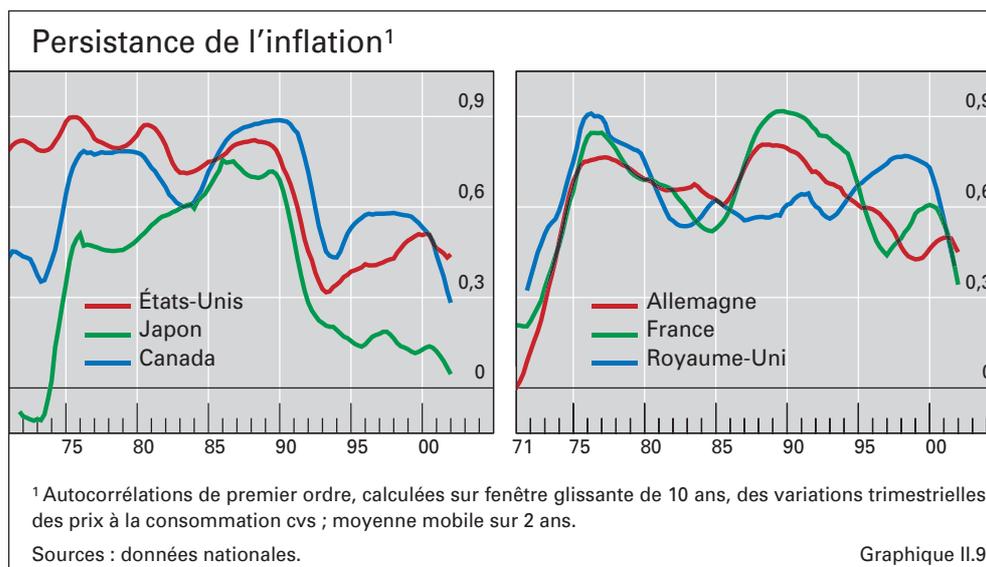
L'inflation mondiale devrait rester faible en 2002, du fait surtout de la morosité actuelle des marchés du travail. Le pouvoir de fixation des prix des entreprises dans le monde reste entravé par le niveau toujours élevé des capacités excédentaires et par l'intensification de la concurrence sur les marchés internationaux. Néanmoins, des risques d'inflation subsistent. Dans les pays européens caractérisés par une rigidité du marché du travail, les salariés pourraient réagir à l'amélioration des perspectives de croissance par des revendications salariales ; l'incidence potentielle en serait aggravée si les syndicats réclamaient le rattrapage des pertes de salaires réels subies précédemment. En outre, les prix de l'énergie ont augmenté récemment,

... en réaction à des tendances longues, malgré des risques à court terme

Inflation dans les économies industrielles avancées : principaux aspects ¹					
	Période	Moyenne	Dispersion ²	Variabilité ³	Persistance ⁴
États-Unis	1970–1989	6,3	3,2	0,5	0,8
	1990–2001	3,0	1,0	0,4	0,6
Pays européens ⁵	1970–1989	8,3	4,1	0,5	0,8
	1990–2001	3,1	1,6	0,5	0,6
Japon	1970–1989	5,8	5,4	0,9	0,7
	1990–2001	0,9	1,4	1,6	0,3
Canada	1970–1989	6,9	3,1	0,4	0,8
	1990–2001	2,3	1,6	0,7	0,4
Australie	1970–1989	9,1	3,4	0,4	0,5
	1990–2001	2,8	2,2	0,8	0,2
Économies industrielles avancées ⁵	1970–1989	7,1	3,9	0,6	0,8
	1990–2001	2,7	1,4	0,6	0,5

¹ Calculs effectués à partir des variations annuelles (en %) des indices trimestriels (cvs) des prix à la consommation (pour la persistance à court terme, variations sur un trimestre). ² Écart type. ³ Ratio écart type/moyenne arithmétique. ⁴ Coefficient d'autocorrélation de premier ordre des variations trimestrielles ; les valeurs plus basses pour la décennie 90 indiquent une diminution de la persistance de court terme. ⁵ Moyenne pondérée, sur la base des PIB et PPA de 1995.

Sources : données nationales. Tableau II.4



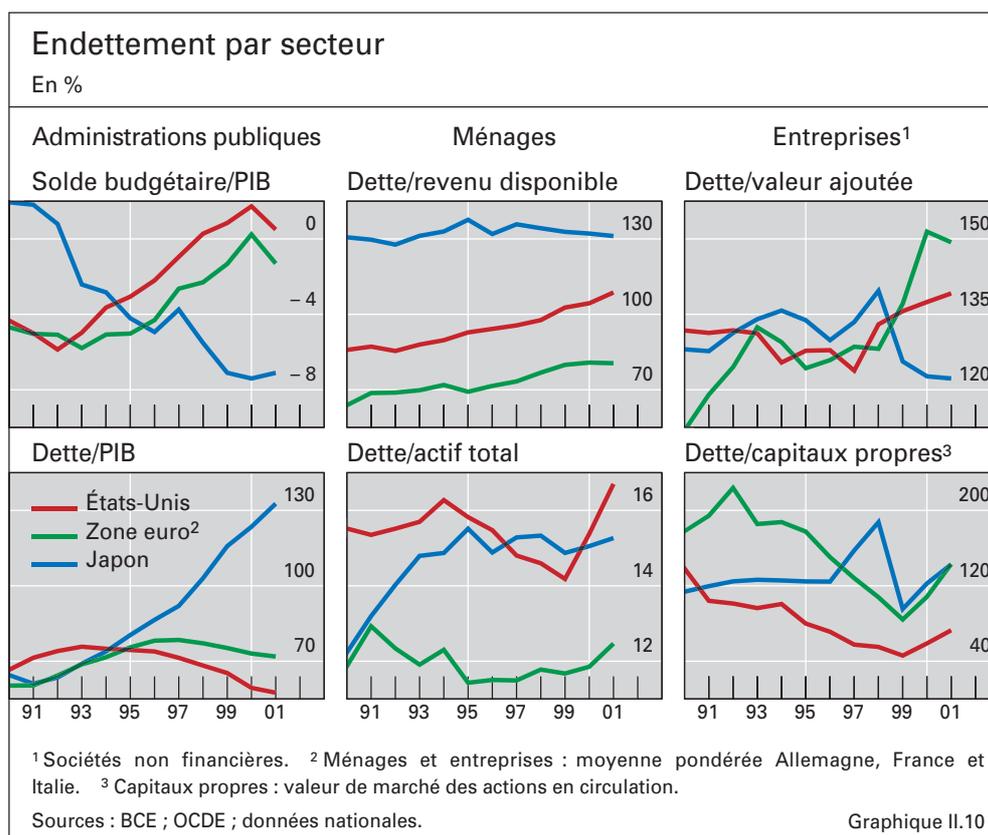
tendance qui pourrait s'accroître dans un climat d'instabilité politique. Les grands producteurs de pétrole se sont engagés à ajuster l'offre pour garantir la stabilité des cours, mais la question est de savoir si cela suffira à empêcher une hausse significative des prix de l'énergie. D'autres tensions inflationnistes potentielles peuvent exister dans les pays présentant un danger de chute brutale du change ou qui ont enregistré une montée en flèche des prix immobiliers.

Des anticipations
d'inflation mieux
ancrées

La menace que font peser ces tensions inflationnistes sur la stabilité des prix à moyen terme semble heureusement atténuée par le récent comportement de l'inflation. Il apparaît que, suite au recul spectaculaire du niveau et de la volatilité de l'inflation dans les années 90 (tableau II.4), les anticipations paraissent mieux ancrées. Ainsi, dans le nouveau contexte de modération et de stabilité des prix, les agents économiques anticipent beaucoup plus et fondent davantage leurs prévisions d'inflation sur la politique monétaire que sur les hausses de prix passées (chapitre IV). Il est vrai, en particulier, que la persistance à court terme des variations de l'inflation a sensiblement régressé ces dix dernières années (graphique II.9). Cette évolution, qui concerne surtout de nombreux pays dotés d'objectifs d'inflation, signifie que les résultats antérieurs à cet égard servent moins à expliquer les niveaux actuels.

Déséquilibres internes

Le niveau d'endettement est un deuxième facteur qui pourrait influencer le caractère durable à moyen terme de la reprise. La dette du secteur privé a fortement augmenté dans les années 90 et, en 2001, les situations financières des entreprises et des ménages ne se sont pas améliorées autant que lors des ralentissements précédents. Il s'agit là d'un aspect qui a focalisé l'attention. Les niveaux élevés d'endettement nécessiteront-ils une correction plus sévère des bilans et, à terme, entraîneront-ils de fortes compressions des dépenses ? La réponse n'est pas simple, ne serait-ce que parce que les divers indicateurs ne mènent pas aux mêmes conclusions (graphique II.10).



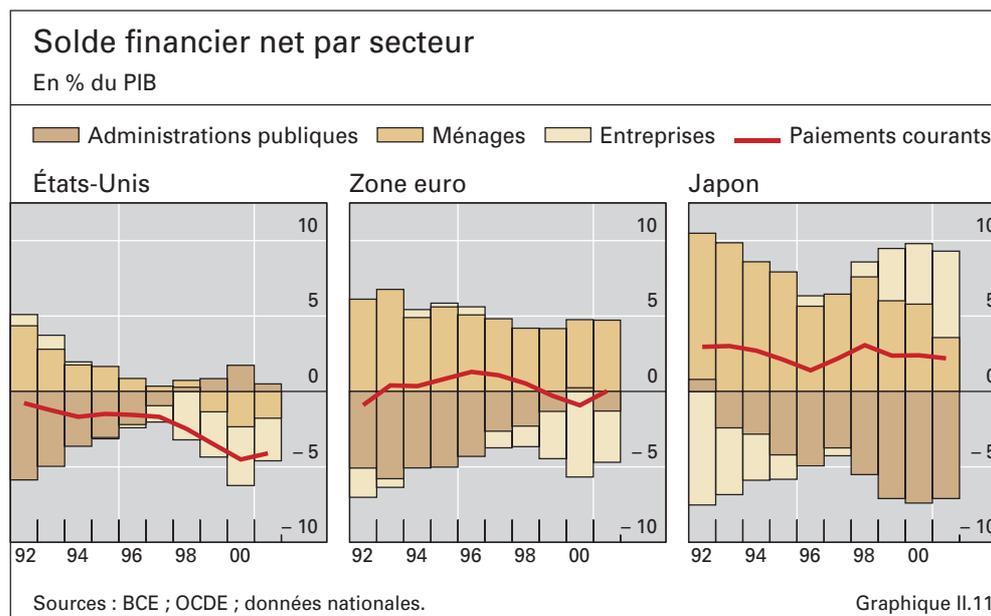
En ce qui concerne l'évolution de l'épargne nette (différence entre épargne et investissement), une diminution notable s'est produite pour les ménages dans la plupart des pays au cours des années 90 (graphique II.11). Les excédents se sont fortement contractés au Japon et ont fait place à des déficits aux États-Unis. Dans ce dernier cas, sous l'effet notamment de la baisse des taux d'intérêt nominaux et de gains de patrimoine substantiels, les ménages ont accru leur endettement pour alimenter leur surcroît de dépenses. Le développement des marchés hypothécaires a joué un rôle particulièrement important à cet égard ; il a atténué non seulement les contraintes de liquidité mais aussi le renchérissement du service de la dette. En 2001, par exemple, les ménages ont même amélioré leur solde financier et réduit leurs paiements d'intérêts, en substituant les hypothèques à d'autres formes d'endettement.

Importante diminution de l'épargne nette des ménages

Au Japon, les sociétés non financières ont diminué leurs dépenses d'investissement et utilisé leur excédent d'épargne en augmentation pour résorber une bonne partie de leur endettement antérieur. Dans la zone euro, en revanche, les entreprises ont enregistré un déficit d'épargne croissant, dû cependant, en partie, aux incitations fiscales visant à réduire les bénéfices non distribués. Le déficit financier des sociétés américaines, qui s'était creusé pendant les années 90, a régressé l'an dernier en raison de la baisse des dépenses d'investissement et des stocks ; par voie de conséquence, leur ratio paiements d'intérêts/trésorerie est désormais très inférieur au niveau atteint à la veille de la récession de 1990-91.

En termes de niveaux de dette, les ratios d'endettement brut des ménages et des entreprises ont généralement monté dans les pays industriels avancés depuis le milieu des années 90 et sont désormais plus élevés que de coutume

Un endettement privé très élevé ...



pour un début de reprise. Les passifs représentent plus de 100 % du revenu disponible des ménages dans les pays du G 7, soit une hausse de plus de 10 points de pourcentage depuis le dernier ralentissement économique. En 2001, l'endettement des sociétés non financières atteignait presque 90 % du PIB dans ces pays, contre environ 80 % une dizaine d'années auparavant. Le niveau d'endettement dans les secteurs de la haute technologie et des équipements télécoms est particulièrement préoccupant, car les entreprises doivent chercher à améliorer leurs bilans dans un contexte de surcapacités et de baisse des prix.

Pourtant, l'endettement reste relativement modeste si l'on considère la valeur des actifs. En effet, la hausse des prix des actifs tout au long des années 90 a gonflé le patrimoine net des ménages dans la plupart des pays du G 7 : leur endettement ne représente désormais que 15 % de leur actif brut, à peu près comme au début de la décennie 90. En outre, les ratios dette/capitaux propres des sociétés ont régressé pendant ces dix années. Ils ont cependant augmenté au Japon en 2001, la baisse des cours des actions ayant annihilé l'incidence des remboursements de dette massifs.

L'absence d'indicateur précis montrant le caractère insoutenable d'un endettement ne veut pas dire que les considérations financières ne comportent aucun risque pour les perspectives de croissance. Premièrement, l'amélioration de la trésorerie des entreprises observée en 2001 a résulté en grande partie de l'ajustement des stocks et de la baisse des investissements. La trésorerie pourrait se détériorer à nouveau avec la fin de la correction des stocks ou si l'investissement reprend avant les bénéfiques. Deuxièmement, la dégradation de la qualité du crédit est un phénomène généralisé. Les emprunteurs fortement endettés dans le secteur européen des télécoms, contraints d'emprunter toujours davantage pour mettre en place les infrastructures nécessaires, se trouvent confrontés à une augmentation des primes de risque. Troisièmement, les niveaux actuels des prix de certains actifs – qui font paraître l'endettement privé relativement modeste – pourraient être excessifs.

... bien que modeste par rapport aux niveaux actuels des prix des actifs

Certains commentateurs redoutent un recul des prix de l'immobilier, tandis que d'autres soutiennent que la hausse récente va dans le sens des données fondamentales. Plus important est le fait que les ratios cours/bénéfices des actions sont restés relativement élevés pendant le ralentissement (chapitre VI). Si les attentes de résultats incorporées dans la valorisation des actions étaient déçues, des corrections en baisse pourraient intervenir. Un élément particulièrement intéressant pour ce dernier point est l'amélioration, principalement aux États-Unis, des perspectives à long terme en matière de productivité. En outre, l'intensification de la concurrence sur les marchés des produits continue à comprimer les marges bénéficiaires, et il se pourrait que les salariés absorbent une partie des gains de productivité. En conséquence, même dans l'hypothèse de la poursuite d'une forte expansion de la productivité et d'une vigoureuse reprise, les entreprises américaines pourraient éprouver des difficultés pour ramener leur part du revenu national à son précédent maximum de 1996-97.

L'évolution récente du secteur public constitue aussi une source de préoccupations. Malgré un mieux aux États-Unis et en Europe, les ratios dette publique/PIB restent élevés, ce qui suggère que les gouvernements n'ont pas encore fait suffisamment pour restaurer leur marge de manœuvre après les excès des années 70 et 80. Cet échec est d'autant plus grave que le vieillissement de la population entraînera à moyen terme une forte augmentation des ratios d'endettement. De surcroît, les politiques budgétaires ont été assouplies durant le récent ralentissement conjoncturel, ce qui implique qu'une certaine inversion sera nécessaire. L'excédent budgétaire des États-Unis a rapidement disparu, sous l'effet du tassement de l'activité et de la mise en œuvre d'importants allègements fiscaux. Les perspectives à long terme se sont également détériorées et pourraient se dégrader davantage, en raison des retombées du 11 septembre. Les dépenses militaires, dont le recul avait largement contribué au renforcement de la position budgétaire américaine durant la dernière décennie, sont à présent attendues en hausse.

Les problèmes du
secteur public

Dans la zone euro, le compte consolidé des administrations publiques était déficitaire en 2001, alors que la production était proche de son niveau potentiel. Dans certains pays, le ratio déficit/PIB s'est rapproché du plafond de 3 %, ébranlant la confiance dans le Pacte de stabilité et de croissance. La situation budgétaire du Japon est particulièrement préoccupante. Vu le niveau toujours plus élevé de l'endettement public, les agences de notation ont récemment déclassé la dette souveraine à long terme de ce pays. En outre, une nouvelle augmentation notable des prêts improductifs pourrait affaiblir la crédibilité des établissements financiers et nécessiter une injection de fonds publics dans les banques.

Persistence des déséquilibres extérieurs

Un dernier problème pouvant affecter les marchés financiers et l'expansion de la demande réside dans la persistance d'importants déséquilibres extérieurs. L'ampleur de l'écart statistique des paiements courants au niveau mondial et son récent élargissement ne permettent pas d'obtenir des chiffres précis

Solde des paiements courants des principales régions						
	1997	1998	1999	2000	2001	2002 ¹
	en milliards de dollars EU					
États-Unis	-140	-217	-324	-445	-417	-435
Union européenne	107	62	5	-28	29	30
Japon	97	119	115	119	89	110
Autres économies industrielles avancées	9	-5	8	54	55	47
Économies émergentes d'Asie	20	115	107	92	99	78
Reste du monde	-95	-164	-63	45	2	-43
Monde ²	-2	-90	-152	-163	-143	-213

¹ Préviation FMI. ² Reflète les erreurs, omissions et asymétries des statistiques de balance des paiements.
Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*. Tableau II.5

(tableau II.5). Cela étant, les déséquilibres mondiaux sont restés substantiels et paraissent même poser un problème plus sérieux qu'auparavant.

L'attention s'est focalisée sur les États-Unis, qui tirent l'économie mondiale depuis quelques années et affichent actuellement un déficit des paiements courants supérieur à \$400 milliards, ce qui représente environ 4 % de leur PIB et près de 8 % de l'épargne globale du reste du monde. D'ailleurs, leur position extérieure nette ne cesse de se dégrader ces dernières années, avec des exigibilités nettes correspondant à 22 % du PIB en 2000 (en valeur de marché), ce qui les situe pratiquement sur le même plan que le Canada, traditionnel importateur de capitaux, mais bien au-dessus du Royaume-Uni (8 %). Ce résultat offre, en outre, un contraste saisissant avec les avoirs extérieurs nets du Japon (24 %) ou des principaux pays de la zone euro (4 % en moyenne). On peut naturellement se demander si les investisseurs internationaux sont désireux de continuer à acquérir des actifs américains parallèlement à l'élargissement du déficit courant, ce qui pourrait avoir des répercussions sur le cours du dollar (chapitre V). Il est difficile de se prononcer, l'évolution récente et les évaluations à plus long terme donnant des indications contradictoires.

Le premier élément positif concerne la baisse du déficit courant américain l'an dernier. Par rapport à la récession du début des années 90, ce recul peut sembler insuffisant, mais cette comparaison est trompeuse. L'évolution enregistrée entre 1990 et 1991 (1½ % du PIB) peut être attribuée pour une large part aux transferts spéciaux liés à la guerre du Golfe. De plus, contrairement au début de la décennie 90, le récent ralentissement conjoncturel a été mondial ; autrement dit, exportations et importations se sont tassées dans des proportions assez analogues et le déficit commercial américain est resté relativement élevé.

Deuxièmement, les perspectives sont fortement tributaires des gains de productivité relatifs. La productivité tendancielle a notablement progressé aux États-Unis ces dernières années, et, selon les prévisions, la croissance potentielle et la rentabilité du capital devraient demeurer bien plus

Le déficit courant
des États-Unis
atteint environ
4 % du PIB

élevées que dans les autres pays. Même si la croissance américaine n'est pas assez rapide pour prévenir une nouvelle augmentation du ratio dette extérieure/PIB, les bons chiffres de la productivité, s'ils s'inscrivent dans le long terme, permettraient de penser que les États-Unis conserveront la faveur des investisseurs étrangers. En conséquence, les afflux de capitaux à long terme pourraient continuer à financer un déficit courant en hausse sans exercer de pressions excessives sur les cours de change et les taux d'intérêt.

Troisièmement, les récents mouvements de capitaux peuvent aussi être qualifiés de relativement encourageants. Même si les États-Unis ont été les premiers touchés par le ralentissement économique, et malgré les perturbations qui ont suivi le 11 septembre, les afflux de capitaux à long terme vers ce pays sont restés supérieurs au déficit courant. Cependant, les apports nets d'IDE et les achats d'actions par les non-résidents ont brutalement chuté, tandis que leurs acquisitions d'obligations américaines, notamment des entreprises et agences paragonnementales, ont augmenté (tableau II.6). Si cet engouement a soulagé la trésorerie des sociétés et largement contribué à la bonne santé du secteur du logement aux États-Unis, le financement par endettement et non plus par émission d'actions alourdit le poids du service de la dette.

S'agissant des aspects plus préoccupants, le premier point à noter est l'absence de redémarrage de l'épargne américaine durant le boum de l'investissement de la fin des années 90 ; le rapport épargne nationale/PIB a même baissé de près de 3 % du PIB de 1998 à 2001, la chute brutale de l'épargne des ménages ayant complètement éclipsé l'amélioration de l'épargne publique. Toutefois, le fait que, dans les autres grandes régions, l'investissement soit resté faible en regard de l'épargne peut aussi avoir joué un rôle. Toujours est-il que le déficit commercial américain s'est creusé et risque encore de s'alourdir si la croissance aux États-Unis continue à devancer nettement celle de l'Europe et du Japon.

Trois principales zones économiques : balance des paiements									
	États-Unis			Zone euro			Japon		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1999	2000	2001
en milliards de dollars EU									
Paiements courants	-324	-445	-417	-28	-65	1	115	119	89
Biens	-345	-452	-427	59	11	73	122	116	71
Services	84	76	79	-4	-5	3	-54	-48	-43
Revenu	-14	-15	-19	-39	-26	-32	58	61	69
Transferts courants	-49	-54	-50	-44	-45	-43	-11	-10	-8
Capitaux à long terme (chiffres nets)	370	485	445	-228	-86	-33	-7	-35	-73
Investissement direct	146	135	2	-125	26	-93	-10	-23	-32
Actions	-2	94	19	-71	-235	126	71	-21	28
Obligations	226	256	424	-32	123	-66	-68	9	-69

Sources : BCE ; données nationales.

Tableau II.6

Baisse tendancielle des échanges commerciaux des États-Unis et de leurs revenus nets au titre des investissements

Le deuxième élément d'inquiétude est la poursuite de la détérioration de la situation des États-Unis pour les revenus nets au titre des investissements. Même si, l'an dernier, la baisse des taux d'intérêt mondiaux a allégé le poids du service de la dette, le déficit du poste des revenus d'investissement s'est élargi avec l'érosion des bénéfices des sociétés étrangères sous contrôle américain. Par le passé, les revenus nets d'IDE ont apporté une contribution positive à la balance des opérations courantes, mais il n'est pas certain que cela dure. Fin 2000, en valeur de marché, le stock d'IDE sous contrôle américain était déjà inférieur aux actifs américains sous contrôle étranger. En outre, si la rentabilité relative du capital continue à évoluer en faveur de l'investissement aux États-Unis, les entreprises étrangères sous contrôle américain éprouveront des difficultés croissantes pour obtenir des résultats supérieurs à ceux de leurs homologues américaines sous contrôle étranger. Les perspectives des paiements d'intérêts nets sont tout aussi préoccupantes. En raison de la poursuite de l'augmentation des engagements extérieurs nets, le pays est de plus en plus exposé à l'évolution des taux d'intérêt mondiaux et au sentiment des marchés financiers.

Les engagements croissants des États-Unis seront-ils contrebalancés par des excédents courants dans le reste du monde ?

Dans une optique à plus long terme, il convient de se demander également si les engagements extérieurs croissants des États-Unis seront facilement contrebalancés par les excédents courants cumulés du reste du monde. Si les excédents résultant implicitement de l'équilibre comptable global étaient compatibles avec l'évolution probable des soldes épargne et investissement dans les autres pays, la zone euro se trouverait presque en situation d'équilibre, vu qu'un léger excédent d'épargne du secteur privé compense pratiquement la désépargne du secteur public. Selon les prévisions du moment, cette situation est appelée à perdurer.

Le Japon, dont l'excédent courant reste substantiel, est la principale source de financement du déficit des paiements courants américain. Cela reflète en grande partie un excédent financier notable, et en continuelle augmentation, du secteur des entreprises qui, face aux niveaux d'endettement insoutenables et aux surcapacités, a développé son épargne et réduit ses dépenses d'investissement (graphique II.11). À moyen terme, toutefois, comme le pays se trouve à un stade relativement avancé du processus de vieillissement, il peut perdre progressivement de son intérêt en tant que site de production et sera davantage tributaire des revenus rapatriés d'entreprises étrangères sous contrôle japonais et des actifs financiers à l'étranger détenus par les établissements nippons.

Parmi les régions émergentes qui enregistrent actuellement un excédent courant, les économies en transition séduiront sans doute un nombre croissant d'investisseurs étrangers en améliorant leur gouvernance et en poursuivant la modernisation de leur stock de capital. Par la suite, elle seront davantage susceptibles de solliciter des financements que d'en accorder. Dans le cas du Moyen-Orient, ce sont les prix du pétrole qui sont déterminants, mais l'augmentation de la population de certains grands pays producteurs devrait peser sur les excédents courants à long terme. L'une des régions clés sera l'Asie, qui a financé une large part du déficit américain ces dernières années. Ainsi que l'analyse le chapitre suivant, les taux

d'investissement ont chuté au lendemain de la crise de 1997 et, comme l'épargne demeure soutenue, la région a accumulé des excédents courants considérables. Même s'il pouvait y avoir des capacités excédentaires avant la crise, à moyen terme l'investissement a davantage de chances de se redresser que de continuer à baisser. Les possibilités ouvertes par l'accession de la Chine à l'OMC ne peuvent qu'accélérer ce processus. Si les taux d'épargne restent élevés et que les pays asiatiques continuent à favoriser les exportations comme principal moteur de la croissance, la région pourrait fort bien demeurer une importante source de financement du déficit américain.

Si, toutefois, l'accent était mis davantage sur la demande intérieure en Asie, cela pourrait déplacer l'investissement des actifs étrangers vers les actifs nationaux, faisant monter les rythmes de croissance potentiels. De même, la réduction des rigidités structurelles en Europe pourrait stimuler les dépenses d'investissement des entreprises ainsi que l'expansion à long terme. Une progression plus rapide de la demande intérieure et des taux d'investissement plus élevés hors des États-Unis diminueraient les flux nets de capitaux vers ce pays et permettraient de faire baisser régulièrement le déficit courant, sans mettre en danger la croissance mondiale et la stabilité financière.

III. Évolution dans les économies émergentes

Faits saillants

En 2001, la croissance s'est essoufflée dans presque toutes les économies émergentes, car la contraction de l'activité dans les pays industriels s'est accompagnée d'une réduction des échanges mondiaux, de conditions de financement volatiles et d'un recul des cours des produits de base (tableau III.1). Malgré l'assouplissement général des politiques monétaires et budgétaires, la disparition des stimulations externes n'a été que partiellement compensée par la progression de la demande intérieure. Ce ralentissement a été marqué en Amérique latine, en raison notamment des incertitudes liées à la crise en Argentine. L'Est asiatique a été touché par la chute de la demande mondiale de biens de haute technologie et le Moyen-Orient par le fléchissement des prix du pétrole. En revanche, la croissance s'est accélérée en Afrique. L'inflation s'est atténuée dans la plupart des économies émergentes mais s'est intensifiée dans celles où la dépréciation de la monnaie s'est accentuée l'année dernière. Dans l'ensemble, les déficits des paiements courants ont diminué.

Les flux de capitaux privés vers les marchés émergents ont légèrement augmenté en 2001 mais demeurent globalement faibles. L'investissement direct étranger (IDE), toujours orienté vers les grandes économies, explique essentiellement cette progression. Dans l'ensemble, les prêts bancaires ont continué à diminuer, recommençant toutefois à s'accroître en fin d'année dans plusieurs pays. Les investissements en actions ont été freinés par le climat général d'incertitude sur les marchés des capitaux, les sorties de fonds d'Argentine et de Turquie pour cause de crise et le choc mondial provoqué par les attentats du 11 septembre. Les flux obligataires sont restés stables, même si les investisseurs ont différencié de plus en plus les économies performantes de celles traversant des difficultés.

Fin 2001 et début 2002, les indicateurs d'activité se sont redressés dans de nombreuses économies émergentes. En particulier, les signes de plus en plus probants d'un retournement de conjoncture aux États-Unis ont conduit à revoir en hausse sensible les prévisions de croissance pour les pays d'Asie dotés d'un important secteur technologique tourné vers l'exportation. Les prix des produits de base ont également rebondi. Cependant, dans plusieurs pays d'Amérique latine, les incertitudes politiques ont perturbé les marchés financiers.

Interdépendances internationales et résultats nationaux

Venant après deux années d'expansion simultanée, le ralentissement de la croissance à la fois dans les économies industrielles et émergentes en 2001 (graphique III.1) illustre l'importance des interdépendances économiques et

Interdépendance
accrue de la
croissance depuis
quelques années

Croissance et solde des paiements courants								
	PIB réel ¹				Solde des paiements courants ²			
	Moyenne 1994-99	2000	2001	2002	Moyenne 1994-99	2000	2001	2002
Asie ³	6,9	6,7	5,0	5,7	1,3	3,4	2,4	2,0
Chine	9,4	8,0	7,3	7,3	2,1	1,9	1,5	1,1
Hong-Kong RASS	2,7	10,5	0,1	1,8	-0,2	4,8	5,3	5,9
Inde	6,6	4,0	5,4	5,7	-1,1	-0,9	-0,5	-0,4
Corée	5,6	9,3	3,0	5,6	0,8	2,5	2,0	1,4
Singapour	5,3	10,0	-2,0	4,0	19,7	23,6	20,9	18,9
Taiwan, Chine	5,9	5,7	-1,9	3,0	2,6	2,9	6,7	5,5
Indonésie	2,1	4,8	3,3	3,4	-1,1	5,2	3,6	2,7
Malaysia	5,6	8,5	0,4	4,2	-0,3	10,6	8,2	7,2
Philippines	3,8	4,0	3,2	3,6	-0,8	12,2	6,3	5,3
Thaïlande	2,5	4,4	1,8	3,4	-1,4	7,5	5,4	4,8
Amérique latine ³	2,9	4,5	0,6	0,5	-3,1	-2,3	-2,9	-1,7
Argentine	2,9	-0,5	-4,5	-12,2	-3,7	-3,6	-1,6	9,6
Brésil	2,8	4,5	1,4	2,1	-3,2	-4,1	-4,6	-4,0
Chili	5,6	5,4	2,8	2,9	-3,5	-1,5	-2,0	-1,6
Colombie	2,1	2,8	1,6	2,0	-4,3	0,4	-2,0	-2,8
Mexique	3,1	6,9	-0,3	1,7	-3,0	-3,1	-2,9	-3,0
Pérou	5,1	3,1	0,2	3,3	-5,8	-3,0	-2,2	-1,6
Venezuela	0,3	3,2	2,8	-2,6	3,5	11,0	2,5	2,8
Europe centrale ⁴	2,8	3,8	3,5	3,2	-3,4	-4,9	-4,4	-4,3
Hongrie	3,2	5,2	3,8	3,5	-4,9	-3,2	-0,9	-2,8
Pologne	5,6	4,0	1,1	1,3	-2,2	-6,3	-4,0	-3,9
République tchèque	1,6	2,9	3,5	3,2	-4,0	-4,5	-4,7	-4,2
Russie	-3,3	8,3	5,0	3,7	2,9	18,5	11,0	7,2
Turquie	2,3	7,5	-7,4	2,2	-0,4	-4,8	2,3	-0,3
Israël	4,5	6,4	-0,6	1,7	-3,9	-1,3	-2,7	-1,7
Arabie Saoudite	1,1	4,5	2,2	1,2	-3,4	8,3	4,7	-1,3
Afrique	3,3	2,9	3,7	3,4	-2,9	0,2	-0,6	-2,8
Afrique du Sud	2,6	3,4	2,2	2,2	-1,1	-0,4	-0,1	-0,7
Zone CFA	4,1	2,3	4,7	5,3	-5,4	-4,1	-5,7	-5,7
<i>Pour mémoire :</i>								
<i>Pays G 7</i>	2,8	3,6	1,0	1,7	-0,2	-1,6	-1,5	-1,0

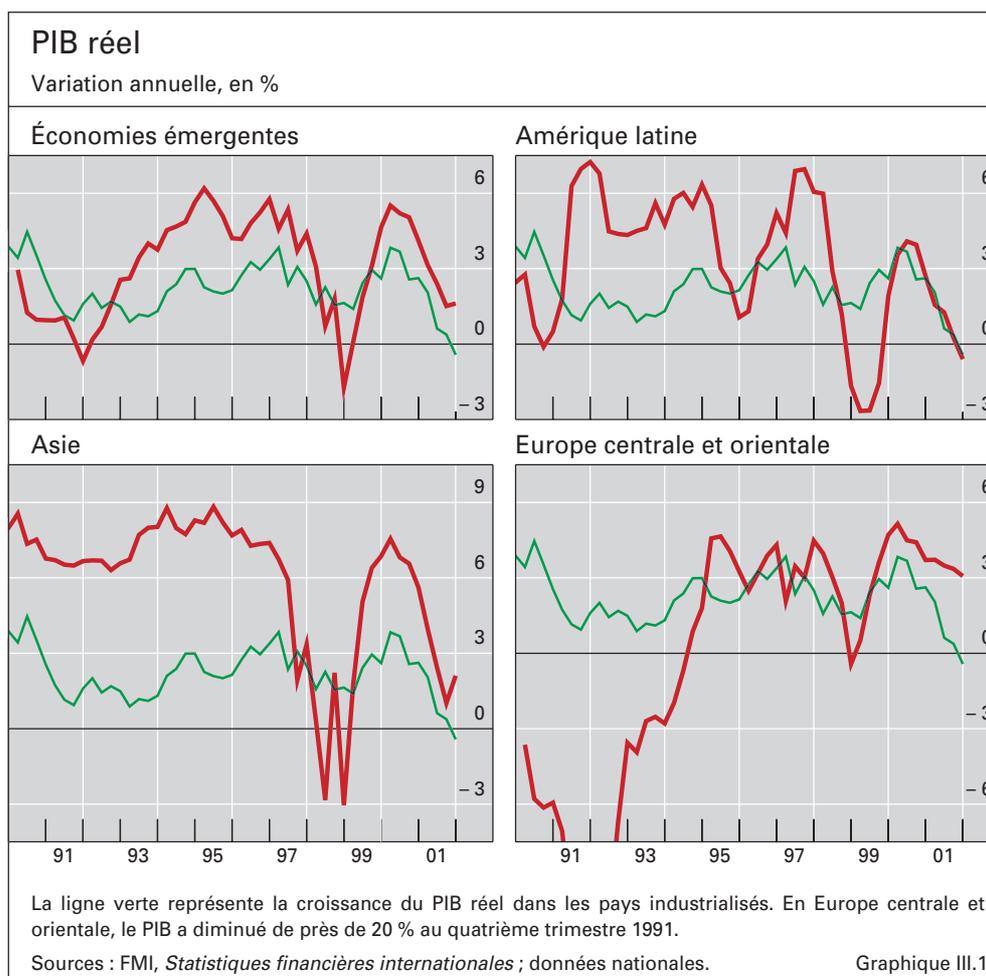
2002 : chiffres établis sur la base des prévisions consensuelles de mai 2002 et de *Perspectives de l'économie mondiale*.

¹ Variation annuelle, en %. ² En % du PIB. ³ Moyenne des pays cités, sur la base des PIB et PPA de 1995. ⁴ Moyenne des pays suivants : Bulgarie, Croatie, Hongrie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Slovaquie et Slovénie.

Sources : FMI ; OCDE ; © Consensus Economics ; données nationales ; estimations BRI.

Tableau III.1

financières internationales. D'une manière générale, au fil du temps, les tendances de la production des pays industriels, d'une part, et des économies émergentes, de l'autre, se sont rapprochées. Cette évolution est en partie fortuite, car le tassement de l'activité dans les pays industriels au début des années 90 n'a pas été synchrone (chapitre II), ce qui en a dilué l'incidence sur les économies émergentes. Depuis le milieu de cette décennie, cependant, les fluctuations de la production des trois grandes régions émergentes semblent

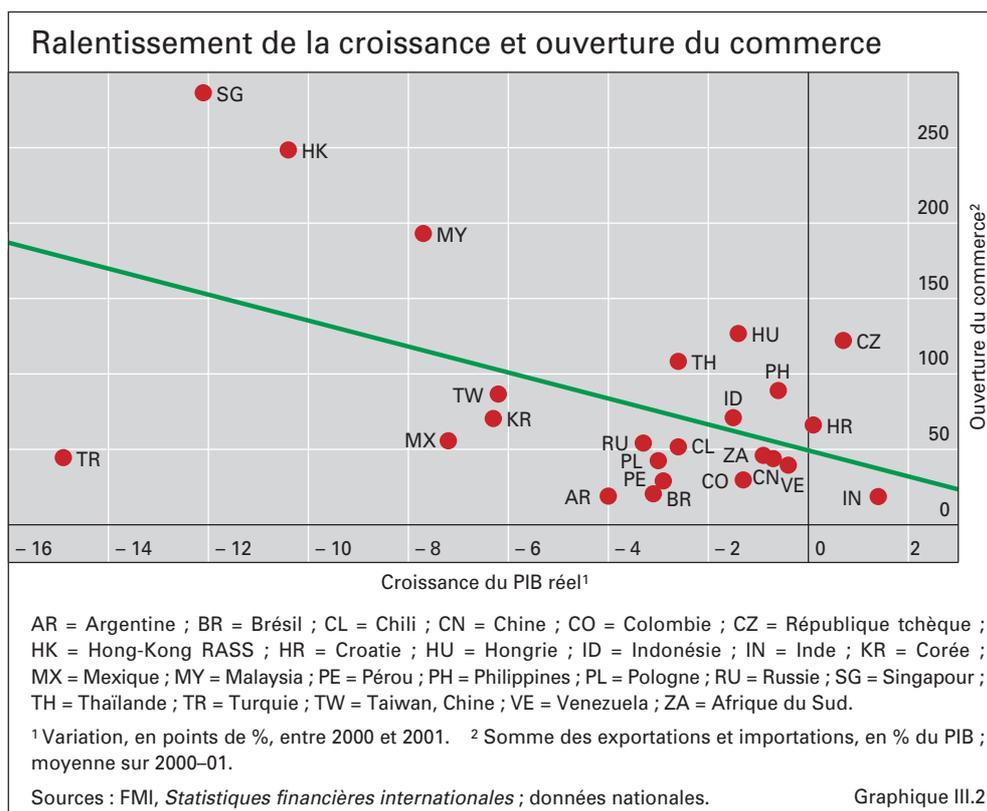


se calquer davantage sur celles du monde industriel. Ce phénomène est particulièrement évident pour l'Europe centrale et orientale, où les corrélations se renforcent et les décalages temporels se réduisent, reflétant la profonde transformation et l'intégration à l'Europe occidentale depuis le début de la transition, en 1990.

Des régressions élémentaires pour les vingt plus grandes économies émergentes donnent à penser qu'une augmentation d'un point de pourcentage de la croissance du PIB réel cumulé des États-Unis, de l'Union européenne et du Japon génère un tiers de point de pourcentage de croissance en plus pour les marchés émergents. En outre, un recul d'un point de pourcentage du Libor ferait progresser la croissance des vingt principales économies émergentes de près d'un quart de point. Les taux d'expansion de la production industrielle dans les économies avancées et émergentes présentent une corrélation encore plus forte (élasticité de pratiquement 0,75). C'est particulièrement le cas entre les économies d'Asie, d'une part, et les États-Unis et le Japon, d'autre part, ainsi qu'entre l'Europe centrale et orientale et l'Union européenne.

Croissance et interdépendances commerciales

L'année dernière, le ralentissement dans les pays industriels s'est répercuté sur les échanges mondiaux, qui avaient affiché une expansion de plus de 12 %



en 2000. Par suite, la croissance des marchés émergents très ouverts a enregistré un net repli, qui a atteint 8–12 points de pourcentage en termes réels à Singapour, Hong-Kong RASS (ci-après Hong-Kong) et en Malaysia (graphique III.2). Le Mexique est, lui aussi, fortement tributaire du commerce avec les pays industriels. Après un bond impressionnant de 7 % en 2000, son PIB réel a régressé de 0,3 % en 2001, en grande partie sous l’effet de la contraction de la demande d’importations aux États-Unis. Celle-ci explique également la décélération brutale de la production en Corée et à Taiwan, Chine (ci-après Taiwan). En revanche, dans les économies plus fermées que sont l’Inde et la Chine, la croissance est demeurée plutôt dynamique et principalement alimentée par des facteurs internes, qui ont aussi joué un rôle important au Brésil, en Indonésie et en Pologne (voir ci-après).

La direction et la composition des échanges commerciaux ont également influé de manière significative sur les résultats des marchés émergents l’année dernière. Ceux d’Asie et de plusieurs économies latino-américaines entretenant de solides relations commerciales bilatérales avec les États-Unis (tableau III.2) ont subi une contraction exceptionnellement marquée de leur croissance et de la demande d’exportations. L’Europe centrale et orientale commerce, elle, principalement avec la zone euro, où la baisse des importations a été moins prononcée, de sorte que la production industrielle et les exportations y sont restées relativement soutenues (graphique III.3).

L’essoufflement de la croissance en Asie s’explique principalement par la chute de la demande mondiale de biens de haute technologie, qui représentent 40 % des exportations manufacturières de la région. L’élasticité des exportations asiatiques par rapport au revenu étant, selon des

Le ralentissement a été fonction du degré d’ouverture des échanges commerciaux ...

... et de la dépendance relative à l’égard du marché américain

La composition des échanges par secteur a également joué

Exportations : principaux marchés et produits ¹					
	Asie ²	Amérique latine ³	Europe centrale et orientale ⁴	Afrique et Moyen-Orient ⁵	Ensemble des économies émergentes
Marchés d'exportations⁶					
États-Unis	21	39	4	16	20
Japon	13	4	1	4	6
Zone euro	16	16	60	44	34
Intrarégionaux	31	17	16	3	17
Autres	19	24	19	33	24
Produits⁷					
Alimentation	8	24	8	14	14
Agriculture	2	4	3	3	3
Combustibles	5	21	8	38	18
Métaux	2	15	5	5	7
Produits manufacturés	82	36	74	39	58
Haute technologie	40	18	17	6	20

¹ En % du total des exportations ; groupes de pays : moyenne non pondérée. ² Chine, Corée, Hong-Kong RASS, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taiwan (Chine) et Thaïlande. ³ Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. ⁴ Bulgarie, Croatie, Hongrie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Russie, Slovaquie et Turquie. ⁵ Afrique du Sud, Algérie, Arabie Saoudite, Égypte, Israël, Kenya, Maroc, Nigeria et Tunisie. ⁶ 2000. ⁷ 1999.

Sources : Banque mondiale ; FMI, *Direction of Trade*. Tableau III.2

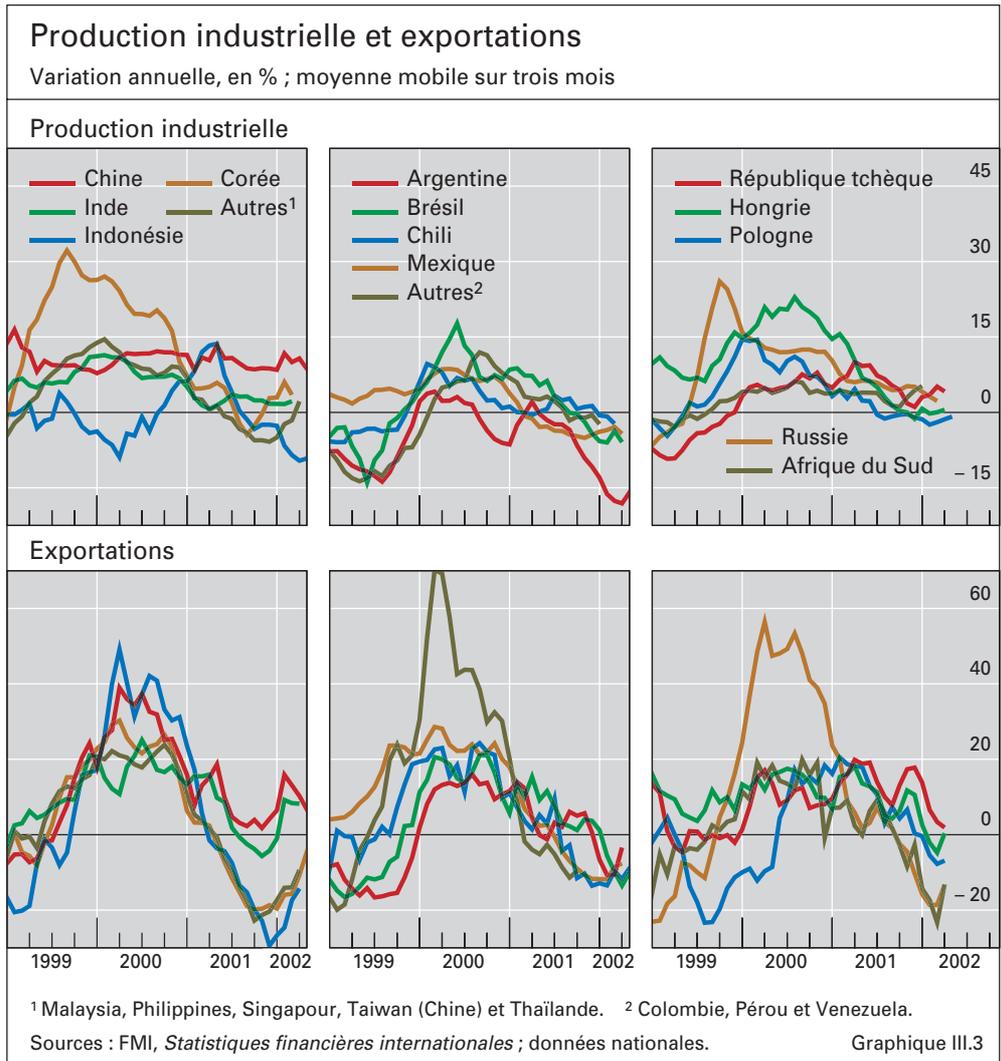
estimations, deux fois plus élevée que pour les exportateurs latino-américains et africains de produits de base, la décreue des importations des pays industriels a davantage touché l'Asie. Ainsi, exprimées en dollars, les exportations cumulées pour la Corée, l'Indonésie, la Malaysia, les Philippines et la Thaïlande ont régressé de 11 % en 2001, après une hausse de 19 % en 2000. Celles d'Europe centrale et orientale (machines et équipements, notamment) ont nettement moins souffert de cette désaffection pour la haute technologie.

Le tourisme
durement touché

Le tourisme a subi un revers de taille en 2001, particulièrement après les attentats du 11 septembre. Les Caraïbes, les pays africains où ce secteur est développé, notamment Maroc, Tunisie, Égypte et Kenya, ainsi que nombre de destinations d'Asie ont été durement frappés.

Malgré le recul des
cours des produits
de base ...

Le ralentissement économique mondial a également pesé sur les cours des produits de base : en moyenne, le prix en dollars des produits primaires hors pétrole exportés par les marchés émergents a fléchi d'environ 9 % en 2001. C'est la demande de métaux qui a le plus souffert, réduisant les recettes d'exportations de l'Afrique du Sud, du Chili, de la Russie et de la Zambie, tandis que l'offre de produits agricoles continuait de s'étoffer, malgré la baisse des cours. Ces dépréciations ont surtout pénalisé les exportateurs du continent africain, où les produits de base non pétroliers, café et coton en particulier, entrent souvent pour une large part dans les recettes d'exportations. Parallèlement, le repli des prix du pétrole importé a avantage certains pays africains alors que, dans d'autres, la



production agricole a profité des conditions météorologiques favorables. Comme, en outre, l'Afrique commerce essentiellement avec l'Europe, où la demande a été plus soutenue, la croissance s'y est améliorée l'an dernier, pour s'établir à 3¾ %, soit près d'un point de pourcentage de plus qu'en 2000.

... la croissance a augmenté en Afrique

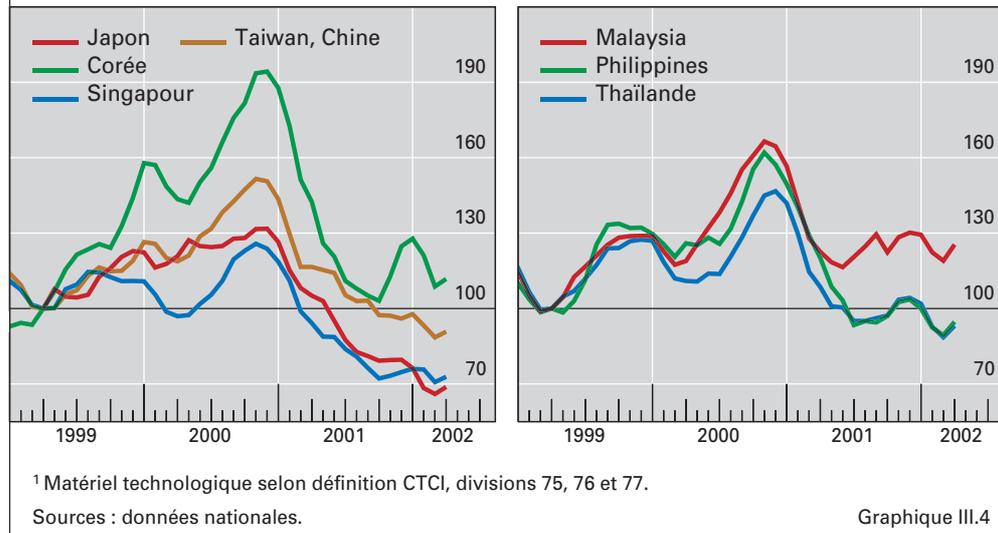
La chute des prix (près de 15 %) et le léger fléchissement de la demande mondiale, pour les produits pétroliers, ont mis à mal les recettes des pays émergents exportateurs de pétrole, dont l'excédent courant est revenu de \$100 milliards en 2000 à \$56 milliards l'an passé. En Arabie Saoudite, numéro un mondial du secteur, la croissance du PIB est tombée à 2 %, contre 4½ % en 2000.

Certaines de ces tendances restrictives ont commencé à s'inverser fin 2001. Les exportations de produits de haute technologie et, dans une moindre mesure, de composants se sont intensifiées vers la fin de l'année en Corée, en Malaysia, aux Philippines et en Thaïlande (graphique III.4). Cependant, les chiffres récents ainsi que le repli des prix des semi-conducteurs et des microprocesseurs laissent supposer, au premier semestre 2002, un rebond des exportations asiatiques plus modeste que lors des précédentes reprises.

Une amélioration modérée s'annonce ...

Économies d'Asie : exportations de biens de haute technologie vers les États-Unis¹

Mars 1999 = 100 ; moyenne mobile sur trois mois



... mais l'horizon est plus incertain pour l'Amérique latine

Les perspectives des pays d'Amérique latine sont moins dégagées, en raison surtout des déséquilibres extérieurs et des incertitudes politiques dans certains d'entre eux. Le renchérissement des produits de base hors pétrole devrait néanmoins soutenir l'expansion au sein des pays exportateurs latino-américains et africains concernés. Cependant, au moment de l'élaboration du présent Rapport, l'évolution de la situation politique et économique ne permet pas de formuler des prévisions précises sur la production et les prix du pétrole.

Facteurs internes

Le fléchissement du commerce mondial a été le principal déterminant de l'évolution, examinée précédemment, dans les économies plus ouvertes. Cependant, d'une manière générale, l'expansion de la production et les soldes extérieurs ont également été influencés par la nature et l'ampleur des ajustements internes aux chocs extérieurs ainsi que par certains facteurs spécifiques.

Politiques expansionnistes et compression des importations en Asie

Plusieurs pays d'Asie affectés par le repli de la demande extérieure – Corée, Malaysia et Thaïlande – ainsi que les économies plus fermées que sont la Chine et l'Inde ont adopté une politique interne expansionniste favorisant la consommation des ménages, la construction de logements ou l'investissement public. Dans ces pays, l'épargne totale s'est contractée, sous l'effet de la relance budgétaire et du recul de l'épargne des ménages. Dans d'autres économies d'Asie – Singapour, Taiwan et, dans une moindre mesure, Hong-Kong – l'ajustement à cette baisse de la demande d'exportations s'est traduit essentiellement par des niveaux moins élevés des stocks et investissements à forte intensité d'importations. Cette stratégie a nettement atténué l'impact négatif du tassement des exportations sur la balance des opérations courantes. Néanmoins, le solde positif épargne/investissement (qui

apparaît depuis la contraction des dépenses d'investissement consécutive à la crise asiatique de 1997-98) et l'excédent courant qui y est associé se sont détériorés en Asie l'an dernier.

Dans les autres régions émergentes, l'ajustement aux chocs extérieurs a été variable. Quelques pays exportateurs de pétrole (Arabie Saoudite et Mexique) ont réagi à la décline des recettes d'exportations en comprimant leurs dépenses publiques. Certains, comme la Russie et le Venezuela, ont choisi de diminuer leur épargne totale en utilisant une partie de leur surcroît de recettes pétrolières pour stimuler la demande intérieure. Les approches et ajustements ont également varié en Amérique latine. L'investissement a plongé en Argentine, au Mexique et au Pérou, mais il est resté relativement stable ou s'est légèrement accru au Brésil, au Chili et en Colombie. Dans ces trois pays, l'épargne a diminué, creusant le déficit courant.

Ajustement variable dans les autres régions

Dans certaines grandes économies, des facteurs internes spécifiques ont affecté l'évolution de la production. En Indonésie, le PIB réel a progressé d'un peu plus de 3 %, ce qui est nettement inférieur aux rythmes d'avant la crise. Outre le repli des prix des matières premières et du pétrole, les incertitudes politiques et les tensions sociales dans plusieurs provinces ont freiné l'expansion. Le taux de croissance prévu pour 2002, tout juste supérieur à 3 %, risque de ne pas suffire à enrayer une aggravation du chômage. De plus, des problèmes juridiques et judiciaires complexes continuent d'entraver la restructuration des banques et des entreprises.

Tensions politiques et sociales en Indonésie

En Russie, la croissance s'est ralentie par rapport à l'année précédente, mais moins que prévu ; cette décélération s'expliquerait principalement par le tassement de la demande extérieure et les effets de l'appréciation antérieure de la monnaie en termes réels. Cependant, la demande intérieure est restée vigoureuse, la consommation privée et l'investissement ayant bien réagi à la dynamique des réformes. Une fois encore, le pays a enregistré des résultats budgétaires confortables et le solde des opérations courantes est resté largement positif (à 11 % du PIB).

Accentuation de la dynamique des réformes en Russie

Au Brésil, la croissance du PIB est revenue à 1½ % en 2001 sous les effets conjugués de plusieurs facteurs : crise énergétique imposant un rationnement de l'électricité, dégradation des termes de l'échange et orientation anti-inflationniste plus restrictive. Le déficit courant s'est légèrement creusé (à 4½ % du PIB), mais la balance commerciale a enregistré son premier excédent depuis 1994, tandis que les entrées d'IDE s'inscrivaient à \$19 milliards. Le pays reste néanmoins exposé à un environnement international volatil, étant donné l'ampleur (en baisse tendancielle cependant) des besoins de financement extérieur.

Le Brésil touché par une crise énergétique et les retombées de la situation en Argentine

Des facteurs internes ont également ralenti la croissance en Pologne, où le PIB réel a juste progressé de 1 % en 2001. Elle a été principalement freinée par l'investissement, qui s'est contracté de quelque 10 %, en raison notamment de taux d'intérêt réels élevés et de la vigueur persistante du zloty. La consommation privée a également pâti de la montée du chômage, tandis que la poursuite de l'assainissement budgétaire a comprimé

Faiblesse de la demande intérieure en Pologne

la consommation publique. La croissance est restée faible au premier trimestre 2002.

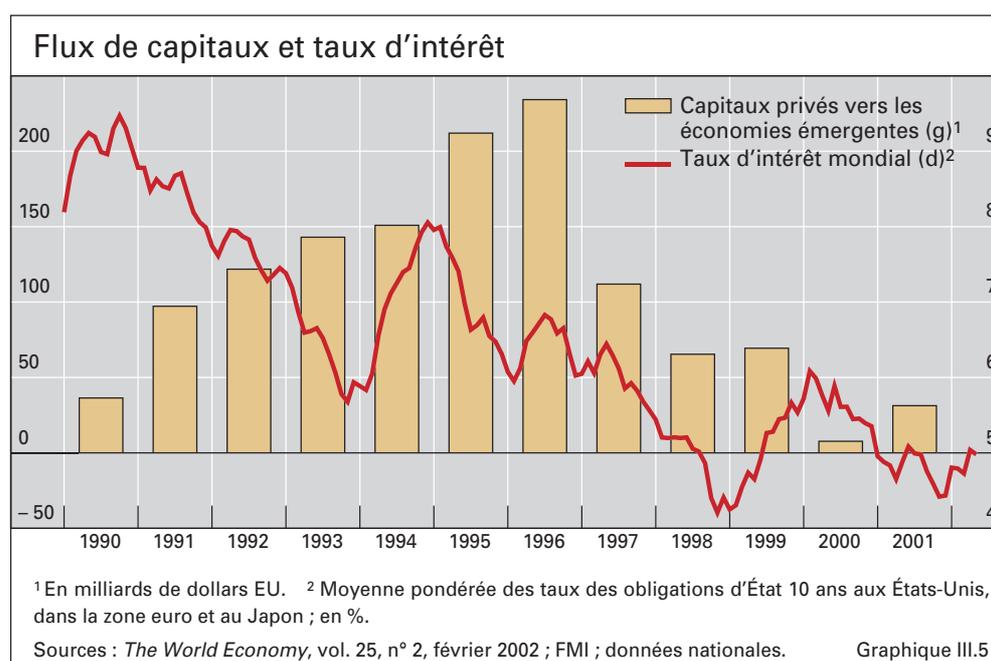
Interdépendances des marchés financiers et flux de capitaux

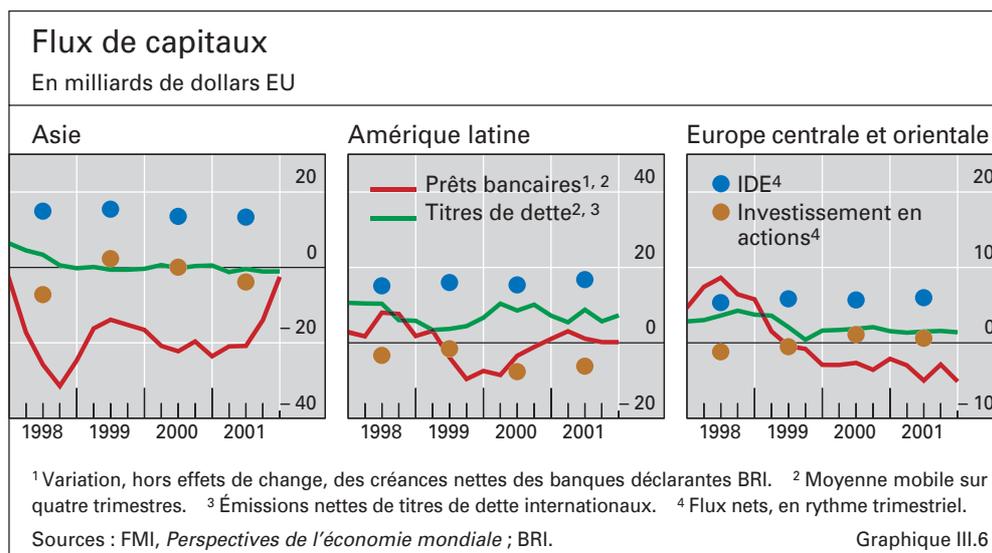
Bonne tenue relative des flux de capitaux

Les variations des taux d'intérêt internationaux ont toujours influé fortement sur le volume des flux de financement, les marchés émergents bénéficiant habituellement davantage d'entrées de capitaux privés en période de détente monétaire (graphique III.5). L'an dernier, cependant, le repli des taux dans les pays industriels s'est inscrit dans un contexte de ralentissement mondial et d'aversion accrue des investisseurs pour le risque. Dans ces conditions, et compte tenu des perturbations pouvant résulter des crises en Argentine et en Turquie, une vive contraction des apports aux marchés émergents aurait pu se produire. En réalité, la baisse des taux a entraîné, vers les économies émergentes, une légère augmentation des flux de capitaux, dont certaines composantes parmi les plus volatiles sont même restées relativement stables (graphique III.6).

Accroissement des apports d'IDE aux grandes économies

En 2001, l'accroissement des flux de capitaux privés a été dû surtout à l'IDE. Traditionnellement tourné vers les produits finis et intermédiaires destinés aux pays industriels, l'IDE avait donc tendance à se contracter en période de ralentissement dans ces pays et à s'intensifier pendant les phases d'expansion. Depuis le milieu des années 90, toutefois, la progression des flux d'IDE traduit essentiellement la volonté des bailleurs de fonds de s'assurer un accès aux grands marchés des produits finis à travers les privatisations ainsi que les fusions et acquisitions. Aussi ces flux sont-ils géographiquement plus ciblés. Cela s'est encore vérifié l'an dernier, lorsque le produit de la cession d'une grande banque mexicaine et du rachat d'un important groupe minier sud-africain a dépassé, en fait, l'augmentation des flux d'IDE cumulés vers les marchés émergents. Par ailleurs, suite à son adhésion à l'OMC, la Chine a bénéficié d'un essor des flux d'IDE.





Les créances transfrontières des banques déclarantes BRI envers les marchés émergents ont diminué en 2001. Dans plusieurs économies d'Asie, toutefois, les prêts bancaires transfrontières sont redevenus positifs en fin d'année, pour la première fois depuis mi-1997 (chapitre VI). Les banques étrangères et leurs filiales locales ont aussi continué de prêter et d'investir des sommes notables en Europe centrale et en Russie. En revanche, les établissements internationaux ont fortement réduit leurs créances sur l'Argentine.

Les prêts transfrontières sont redevenus positifs dans certains pays

En 2001, les flux de portefeuille en actions vers l'Asie se sont contractés ; ils ont aussi fléchi, dans une moindre mesure, en Amérique latine, mais sont restés stables en Europe centrale et orientale. Le tassement de la demande et de l'offre d'actions en Asie durant la majeure partie de l'année traduit l'incertitude des perspectives économiques ainsi que l'effondrement des cours des titres technologiques, qui a érodé la valeur du portefeuille des investisseurs en actifs à haut risque. De plus, la corrélation entre les variations de l'indice Nasdaq et les cotations dans la plupart des économies émergentes s'étant renforcée ces dernières années (tableau III.3), il était devenu moins intéressant de diversifier les portefeuilles en titres de ces pays. Depuis mars 2002, cependant, sur plusieurs d'entre elles, les cours se sont dissociés de l'indice Nasdaq.

Les flux de portefeuille en actions reflètent les perspectives économiques

	Corée	Hong-Kong RASS	Malaysia	Singapour	Taiwan, Chine	Thaïlande
1995-1996	0,28	0,32	0,07	0,11	0,07	0,20
1999-2002 T1	0,47	0,61	0,29	0,44	0,34	0,31
	Afrique du Sud	Argentine	Brésil	Chili	Mexique	Pologne
1995-1996	0,09	0,16	0,14	0,09	0,27	0,16
1999-2002 T1	0,52	0,25	0,50	0,30	0,61	0,44

¹ Cours en monnaie nationale ; corrélation calculée à partir de séries hebdomadaires.
Source : Bloomberg.

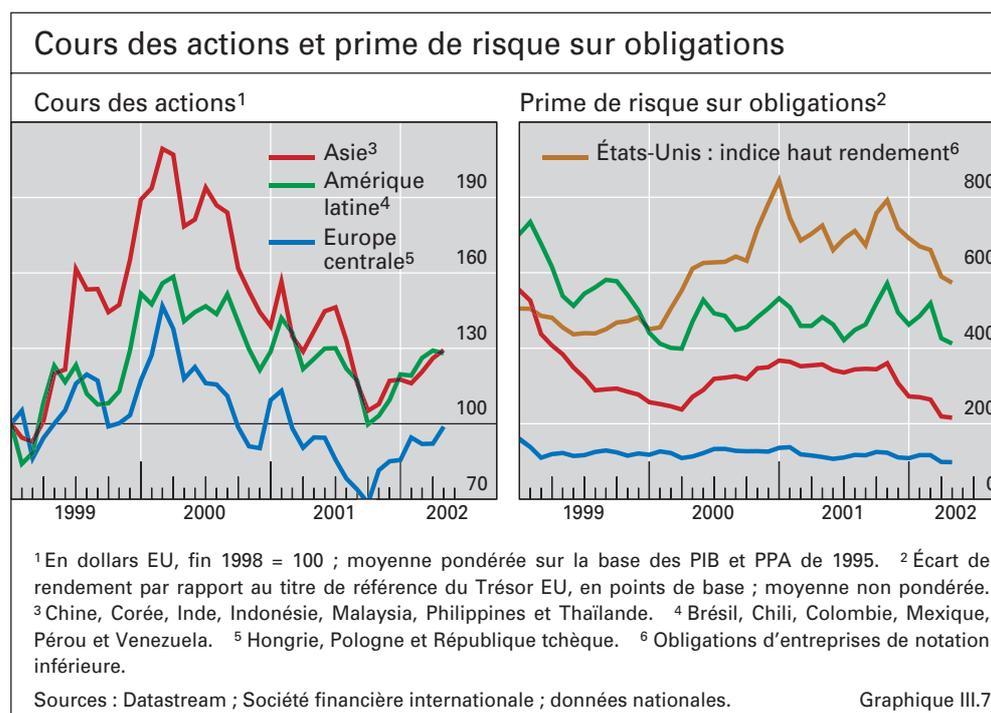
Tableau III.3

Les émissions d'actions des marchés émergents se sont intensifiées au premier trimestre 2002, et les indices boursiers ont augmenté plus vite qu'aux États-Unis (graphique III.7). Durant cette période, les flux d'actions ont été largement orientés vers l'Afrique du Sud, l'Asie, le Brésil et le Mexique, tandis que d'autres pays d'Amérique latine et la Pologne ont enregistré des sorties. Cette évolution semble témoigner d'une confiance accrue dans l'amélioration des perspectives mondiales, particulièrement en Asie. À quelques exceptions près, ce redressement ne s'est pas concentré sur la haute technologie mais a reposé sur une base plus large, intégrant le secteur bancaire pour la première fois depuis plusieurs années. Un vif rebond s'est également produit sur les marchés des actions d'Europe centrale et orientale. Pourtant, les places boursières de nombreux pays émergents restent nettement en deçà de leurs sommets de 2000, et toutes n'ont pas bénéficié de la récente remontée des cours.

Stabilité des flux obligataires, les investisseurs privilégiant les signatures de qualité

Les émissions obligataires nettes des marchés émergents ont été assez stables en 2001 (chapitre VI). Entre autres raisons, le recul des taux d'intérêt dans les pays industriels et la légère réduction des primes sur les obligations de qualité ont notablement abaissé les coûts pour les bonnes signatures. Cela a incité des emprunteurs traditionnels (Chine, Hongrie, Malaysia, Mexique et Pologne) et de petits émetteurs (Colombie, Croatie, Lettonie et Uruguay) à lever des fonds. Sur le marché secondaire, les primes se sont resserrées en 2001, sauf pour l'Argentine.

Après le 11 septembre, les primes de risque avaient fortement augmenté (de plus de 200 points de base en moyenne), avant de retomber à un niveau jamais enregistré depuis début 2000 (graphique III.7). En Amérique latine, elles ont été particulièrement volatiles, en raison des premières retombées de la crise argentine, mais, depuis octobre 2001, des signes de découplage apparaissent clairement. Les nouvelles émissions obligataires internationales



lancées par les principaux emprunteurs des économies émergentes se sont intensifiées au premier trimestre 2002.

Bien que les flux de capitaux en direction des économies émergentes aient globalement fait preuve de résistance l'an dernier, de nombreux pays caractérisés par des ratios endettement/PIB élevés, une lourde charge du service de la dette ou une forte proportion de dette à court terme par rapport à leurs réserves de change (tableau III.4) sont et resteront très sensibles à l'évolution du sentiment sur les marchés. Ainsi, les sorties nettes ont contribué aux crises en Argentine et en Turquie. En revanche, le Mexique a continué d'attirer un important volume d'investissements l'an passé, grâce à son intégration économique croissante avec les États-Unis. De même, les investisseurs perçoivent de plus en plus les pays d'Europe centrale et orientale candidats à l'adhésion à l'UE comme des « marchés en phase de convergence ». Étant donné que ces pays adoptent un cadre politique défini de plus en plus souvent par l'Union européenne, ils sont considérés comme des destinations moins risquées pour l'investissement.

Malgré la reprise qui s'amorce dans les pays industriels, un rebond rapide des flux de capitaux vers les marchés émergents n'est pas attendu en 2002. Les banques resteront sans doute prudentes, étant donné la proportion croissante de créances douteuses dans leurs bilans. D'autres investisseurs potentiels pourront se montrer préoccupés par l'évolution de la crise en Argentine et ses répercussions éventuelles sur d'autres pays d'Amérique latine. Les flux d'IDE devraient résister, mais être de plus en plus concentrés sur les pays disposant de marchés relativement importants. Les nouveaux engagements d'IDE en faveur de la Chine ont déjà fortement augmenté au premier trimestre 2002, et, s'il est soutenu, le redressement des exportations

Les économies très endettées restent plus vulnérables

Un rebond des flux de capitaux n'est pas à attendre en 2002

Indicateurs d'endettement en 2000						
	Dette du secteur public			Total du service de la dette ¹	Service de la dette publique ²	Dette extérieure à court terme en % des réserves de change
	Montant total	Dette extérieure	Dette intérieure			
	en % du PIB			en % des exportations ³		
Inde	60	9	51	13	11	9
Indonésie	99	59	40	25	10	80
Philippines	81	48	33	14	9	46
Argentine	52	34	18	71	43	116
Brésil	39	4	35	91	35	95
Hongrie	55	8	47	24	11	38
Russie	67	52	15	10	4	64
Turquie	62	21	41	36	17	130

¹ Paiements d'intérêts et de principal sur la dette extérieure publique et privée à long terme (≥ un an). ² Paiements d'intérêts et de principal sur la dette extérieure à long terme du secteur public. ³ Exportations de biens et services.

Sources : Banque mondiale ; Institute of International Finance (IIF) ; données nationales ; BRI.

Tableau III.4

et du PIB de l'Asie devrait drainer des fonds vers plusieurs autres pays de l'Est asiatique. En outre, les programmes de privatisation d'entreprises de services publics, d'équipements collectifs et de télécoms en Europe centrale et orientale pourraient aussi engendrer des entrées massives de capitaux dans la région. Parallèlement, la part d'IDE revenant à l'Amérique latine est appelée à se contracter, car les privatisations devraient y jouer un rôle moindre en 2002.

La politique économique face au ralentissement

Rôle de la politique monétaire et de change

Détente monétaire et budgétaire ...

Soucieuses de contrebalancer les effets du ralentissement mondial, un nombre exceptionnellement élevé d'économies émergentes ont assoupli leurs politiques monétaires et budgétaires l'an dernier. Plusieurs ont ramené leurs taux directeurs à leurs plus bas niveaux depuis la crise asiatique (tableau III.5). Certaines, dotées d'un régime de change souple, ont aussi accepté une dépréciation de leur monnaie, ce qui a également contribué à atténuer le choc. D'autres, en revanche, ont dû relever leurs taux pour se protéger, en raison d'une position extérieure fragilisée.

... facilitée par les baisses de taux et la faiblesse de l'inflation dans les pays industriels

Deux facteurs ont facilité cette détente monétaire. Premièrement, les amples baisses des taux dans les pays industriels ont permis aux économies émergentes de réduire les leurs sans provoquer des sorties de capitaux ni des pressions sur leur monnaie. Deuxièmement, grâce à la décreue générale de l'inflation interne (tableau III.6), les banques centrales ont pu procéder à des assouplissements plus marqués. Pourtant, certains pays ont été exposés à des tensions inflationnistes, ce qui a limité leur marge de manœuvre face au ralentissement de l'activité. D'autres éléments ont freiné le processus : crainte d'une propagation de la crise argentine, aggravation des incertitudes politiques dans une partie de l'Amérique latine

Taux directeurs						
	Chine	Corée	Hong-Kong RASS	Inde	Indonésie	Malaysia
Variation depuis déc. 2000 ¹	-27	-125	-475	-150	208	-50
Niveau en avril 2002 ²	1,98	4,00	3,25	6,50	16,61	5,00
	Philippines	Singapour ³	Taiwan, Chine	Thaïlande	Hongrie	Pologne
Variation depuis déc. 2000 ¹	-650	-200	-250	50	-250	-950
Niveau en avril 2002 ²	7,00	0,81	2,13	2,00	8,50	9,50
	République tchèque	Russie ³	Afrique du Sud	Brésil	Chili	Mexique ³
Variation depuis déc. 2000 ¹	-150	-186	-50	227	-282	-1 200
Niveau en avril 2002 ²	3,75	15,85	11,50	18,11	4,75	6,01

¹ En points de base. ² En %, fin de période. ³ Taux d'intérêt à 3 mois.
Source : Bloomberg. Tableau III.5

Prix à la consommation						
	1990-97	1998	1999	2000	2001	2002 T1
	variation annuelle, en %					
Asie ¹	9,1	7,6	2,3	1,9	3,1	1,7
Chine	10,7	-0,9	-1,4	0,3	0,7	-0,5
Corée	6,1	7,5	0,8	2,3	4,3	2,4
Hong-Kong RASS	8,5	2,9	-4,0	-3,7	-1,5	-2,8
Inde ²	9,1	6,9	3,5	5,3	5,2	1,2
Indonésie	8,3	58,4	20,5	3,7	11,5	14,5
Malaysia	3,6	5,3	2,7	1,5	1,4	1,5
Philippines	9,9	9,7	6,7	4,3	6,1	3,6
Singapour	2,5	-0,3	0,5	1,5	1,1	-0,9
Thaïlande	5,2	8,1	0,3	1,5	1,7	0,5
Amérique latine ¹	157,5	9,7	9,1	6,6	6,6	7,3
Argentine	77,4	0,9	-1,2	-0,9	-1,1	4,2
Brésil	500,4	3,8	4,9	6,0	8,0	9,5
Chili	13,5	5,1	3,4	3,8	3,6	2,4
Mexique	21,0	15,9	16,6	7,9	6,2	4,3
Europe centrale ¹	20,7 ³	11,8	6,5	8,7	5,9	4,0
Hongrie	22,2 ³	14,1	10,0	9,8	9,2	6,3
Pologne	24,7 ³	11,7	7,3	10,1	5,5	3,5
République tchèque	9,1 ³	10,7	2,1	3,9	4,7	3,8
Russie	112,9 ³	27,7	85,7	20,8	21,5	17,8
Afrique du Sud	10,8	6,9	5,2	5,3	5,7	4,3

¹ Moyenne pondérée des pays cités, sur la base des PIB et PPA de 1995. ² Prix de gros. ³ Moyenne pour la période 1993-97.

Sources : FMI ; données nationales.

Tableau III.6

et vulnérabilité héritée d'antécédents d'inflation élevée et de politiques budgétaires imprudentes.

Tendance marquée à un assouplissement en Asie

Grâce à de solides positions extérieures et à un régime de change souple, l'Asie a adapté sa politique monétaire plus rapidement que d'autres régions pour faire face au ralentissement. En fait, à l'exception de l'Indonésie, tous les pays dotés d'un tel régime de change ont abaissé leurs taux d'intérêt l'an dernier, de manière particulièrement marquée aux Philippines et à Taiwan (tableau III.5). L'Inde et la Corée ont aussi réduit leurs taux durant l'année et complété ces mesures par un assouplissement quantitatif, dans le premier cas en diminuant le coefficient de réserves obligatoires imposé aux banques et, dans le second, en relevant le plafond du crédit total après le 11 septembre. L'Indonésie, en revanche, a dû resserrer sa politique monétaire pour endiguer la poussée de l'inflation et contenir les pressions croissantes sur le change. Les fortes baisses des taux en Asie ont contribué à soutenir la demande pendant la phase de ralentissement et devraient améliorer les perspectives de reprise. Néanmoins, si cette dernière se confirme, un durcissement monétaire pourrait être requis. C'est ainsi que la Corée a déjà relevé ses taux d'intérêt au

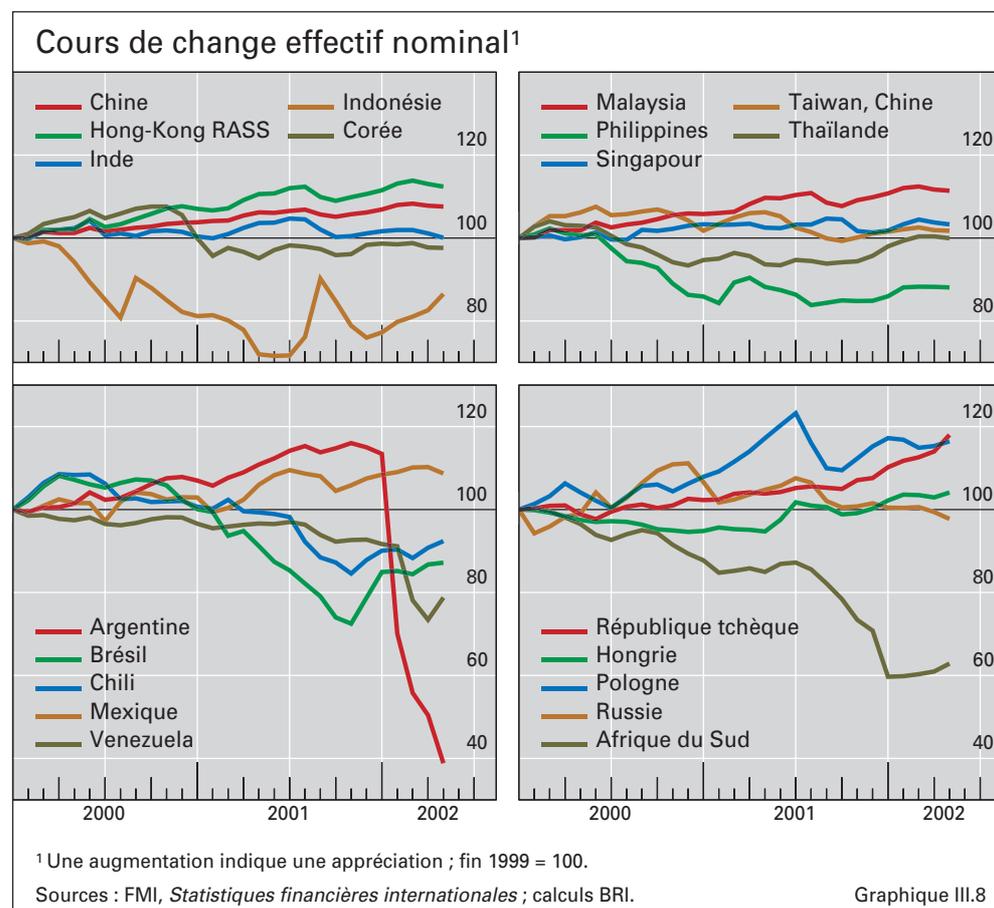
Baisse des taux dans la plupart des pays d'Asie dotés d'un régime de change souple ...

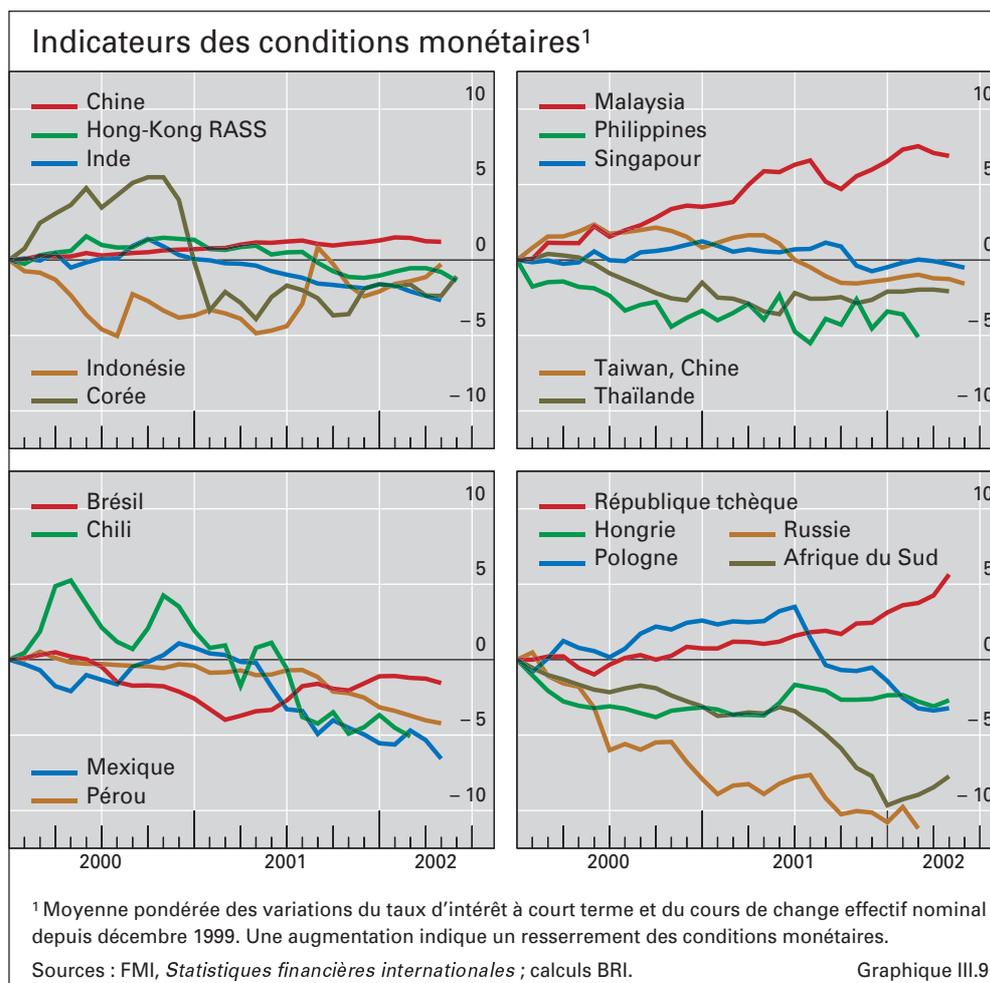
... mais évolutions différentes des cours de change effectifs

deuxième trimestre 2002, à la suite du redémarrage de la demande intérieure et extérieure.

Même si la majorité des pays ont vu leur monnaie perdre du terrain face au dollar en hausse, d'autres facteurs ont atténué ou annulé les gains de compétitivité potentiels. Ainsi, la dépréciation rapide du yen et du won coréen (environ 20 % entre mi-2000 et début 2002) a exercé des tensions sur le cours de change effectif de la plupart des autres monnaies asiatiques (graphique III.8). Le raffermissement ultérieur de ces deux devises a quelque peu allégé ces tensions. En outre, dans les pays à inflation comparativement élevée (Indonésie et Philippines), les dépréciations nominales ne se sont pas intégralement traduites par des gains de compétitivité internationale. Enfin, certains pays (l'Inde par exemple) ont préféré maintenir une parité relativement stable par rapport au dollar, de sorte que les fluctuations de leur cours de change effectif ont été minimales.

Malgré ces facteurs défavorables, la dépréciation de leur monnaie a valu à certains pays un surcroît de compétitivité notable. Ainsi, le cours effectif réel du won coréen a cédé 5 % entre août 2000 et mars 2002, essentiellement pendant la période d'atonie de la demande extérieure. À Taiwan, la monnaie avait glissé, en août 2001, de 7 % en termes réels sur douze mois. Singapour a également permis à son cours de change d'atténuer les chocs extérieurs. En utilisant le cours de change effectif nominal comme objectif opérationnel, les autorités ont assoupli l'orientation de leur politique, qui d'une tendance à l'appréciation est devenue neutre en juillet 2001 ; elles ont, en outre, élargi





par la suite la bande de fluctuation de leur monnaie pour permettre une dépréciation après les événements du 11 septembre.

Si les baisses de taux opérées aux États-Unis ont globalement permis une certaine détente, dans les pays dont la monnaie est rattachée au dollar la politique monétaire a pris des orientations variables. La Chine, dont le taux d'intérêt interne était déjà bas, ne l'a pas diminué avant début 2002. En Malaysia, le taux directeur est resté inchangé pour attirer les entrées de capitaux. Après son abaissement en septembre, les principaux taux courts n'ont guère réagi. Dans ces deux pays, les contrôles sur les mouvements de capitaux ont permis d'isoler les taux internes des effets du cycle mondial des taux d'intérêt. Hong-Kong, en revanche, a reproduit fidèlement les réductions de taux aux États-Unis. Si, dans ces trois cas, le lien avec le dollar a continué à servir d'ancrage crédible, la vigueur de la monnaie américaine par rapport à la plupart des autres devises a provoqué une appréciation du change effectif réel, à partir surtout de l'automne 2001. Cela pourrait expliquer pourquoi ces pays ont choisi de relancer la demande intérieure par la voie budgétaire.

Le graphique III.9 présente les indicateurs des conditions monétaires sur la base de l'incidence conjuguée des modifications du taux d'intérêt à court terme et du change effectif nominal. Il montre que les conditions monétaires ont été le plus souvent assouplies en 2001. Toutefois, au Brésil, en Indonésie,

Réactions diverses
des pays à régime
de change fixe

en Malaysia et en République tchèque, elles se sont resserrées et sont restées plus ou moins inchangées en Chine, Hongrie et Thaïlande.

Rétrécissement de la marge de manœuvre en Amérique latine

En Amérique latine, l'assouplissement de la politique monétaire s'est heurté à divers obstacles : importants besoins de financements extérieurs, recrudescence des tensions inflationnistes dans certains pays, perte de confiance des investisseurs et montée des incertitudes politiques. De nombreuses économies ont même été obligées de durcir leur orientation pour soutenir leur monnaie.

Durcissement
monétaire au Brésil
et au Venezuela ...

Face à une inflation dépassant l'objectif fixé et un real sous pression en raison de la crise en Argentine, le Brésil a raffermi sa politique monétaire pendant une grande partie de 2001. La détente ultérieure, essentiellement à partir de novembre, a été limitée par la persistance de tensions inflationnistes. Néanmoins, l'ample dépréciation du real (environ 23 % en termes effectifs réels entre fin 2000 et octobre 2001) a soutenu l'expansion des exportations. De son côté, le Venezuela a resserré ses conditions monétaires pour défendre sa monnaie, avant de la laisser flotter début 2002. Dans ce pays, l'inflation est cependant restée élevée, de sorte que la dépréciation nominale substantielle qui a suivi n'a amélioré en rien la compétitivité.

... mais réduction
des taux au Chili
et au Mexique

Le Chili et le Mexique ont pu agir sur les conditions monétaires pour stimuler la demande. Au Chili, où la hausse des prix est modérée et la situation extérieure et budgétaire saine, la banque centrale a pu abaisser les taux d'intérêt, sauf, au second semestre 2001, lorsque le peso a été soumis à des pressions temporaires. Au Mexique, divers éléments ont contribué à la baisse des taux d'intérêt : réaménagement des portefeuilles des investisseurs étrangers au profit d'actifs mexicains, forte appréciation correspondante du cours de change et diminution de l'inflation. Cependant, avec l'accélération des hausses de salaires début 2002, le pays a ensuite opté pour davantage de prudence. Au moment de l'élaboration du présent Rapport, nonobstant la dépréciation d'avril 2002, le cours de change effectif réel du peso reste supérieur de 20 % à son niveau d'avant la crise de 1994. Cette résistance pourrait limiter la capacité, pour le secteur exportateur, de profiter de la reprise mondiale amorcée. En fait, cette appréciation du peso a déjà provoqué la fermeture de quelques entreprises tournées vers l'exportation, la relocalisation de plusieurs sociétés à l'étranger et l'éviction des produits locaux par des importations à bon marché sur certains secteurs des biens intermédiaires.

Léger assouplissement ailleurs

Appréciation du
change en Europe
centrale

En Europe centrale et orientale, le tassement de la demande extérieure a coïncidé avec d'abondants afflux de capitaux et une appréciation régulière de la monnaie. Les banques centrales ont donc été amenées à réduire les taux d'intérêt et à intervenir occasionnellement sur les marchés des changes. Les contraintes budgétaires et les risques d'inflation ont toutefois imposé une limite à l'assouplissement en Pologne et en Hongrie. En République tchèque, le raffermissement de la couronne ainsi que la conjonction d'importants gains

de productivité et d'une hausse modérée des salaires ont permis à la banque centrale de ramener les taux d'intérêt à un très bas niveau.

En Afrique du Sud, les autorités ont fait face à un environnement plus contraignant au quatrième trimestre 2001, la dépréciation exceptionnelle du change ayant ravivé les anticipations d'inflation. Comme la hausse des prix a systématiquement dépassé l'objectif pour fin 2002, la banque centrale a récemment inversé une bonne partie de l'assouplissement opéré en 2001. Bien que le rand se soit redressé depuis, son plongeon de l'an dernier a amélioré la compétitivité extérieure du pays et les exportations ont sensiblement contribué à la croissance.

Contraintes pour la politique monétaire en Afrique du Sud

Efficacité de la politique monétaire pour la stimulation de la croissance

Dans quelle mesure la politique monétaire a-t-elle pu stimuler la demande dans les économies émergentes ? L'incidence de la réduction des taux directeurs sur les taux longs permet de l'évaluer. L'action incitative des banques centrales en réponse aux chocs économiques peut également influencer sur la confiance des consommateurs et sur le climat des affaires, mais cet effet est plus difficile à mesurer.

Effets bénéfiques de la détente monétaire

Les taux des obligations à long terme ont diminué, l'an dernier, dans les économies émergentes, notamment au second semestre, marqué par un assouplissement notable de la politique monétaire (tableau III.7) ; ils sont même tombés à leur plus bas niveau depuis la crise en Asie. Comme dans les pays industrialisés (chapitre II), la baisse des taux a favorisé une reprise du secteur du logement dans plusieurs économies émergentes et a pu faciliter la restructuration des entreprises. Il n'est toutefois pas certain que la chute des taux longs soit due exclusivement à la détente monétaire. En Inde, par exemple, elle a résulté en grande partie d'une « recherche de la qualité » par les banques et institutions financières, qui s'est traduite par

Baisse des taux longs dans la plupart des pays ...

Taux d'intérêt à long terme ¹					
	Fin 1998	Fin 1999	Fin 2000	Juin 2001	Fin 2001
Corée	8,30	9,85	8,12	7,24	6,79
Hong-Kong RASS	6,36	7,74	6,46	6,37	6,22
Inde	12,22	11,24	10,94	9,45	7,92
Malaysia	6,81	6,36	5,49	4,20	3,76
Philippines	18,36	15,61	18,20	15,39	15,75
Singapour	4,48	4,56	4,09	3,64	3,97
Taiwan, Chine	5,12	6,03	5,13	3,84	3,81
Thaïlande	7,26	6,40	5,09	6,34	3,40
Chili	7,19	7,19	6,21	5,87	5,63
Mexique	7,50	6,68	6,70	6,05	6,00
Hongrie	12,88	9,82	8,80	8,20	7,71
Pologne	...	10,41	13,19	13,18	9,56
République tchèque	13,94	10,19	8,09	7,16	7,06
Afrique du Sud	15,85	13,67	12,72	10,88	11,53

¹ Taux à 10 ans (ou pour l'échéance la plus proche) ; en %.

Sources : Bloomberg ; données nationales.

Tableau III.7

une vive progression des placements en titres d'État, dont les cotations ont monté.

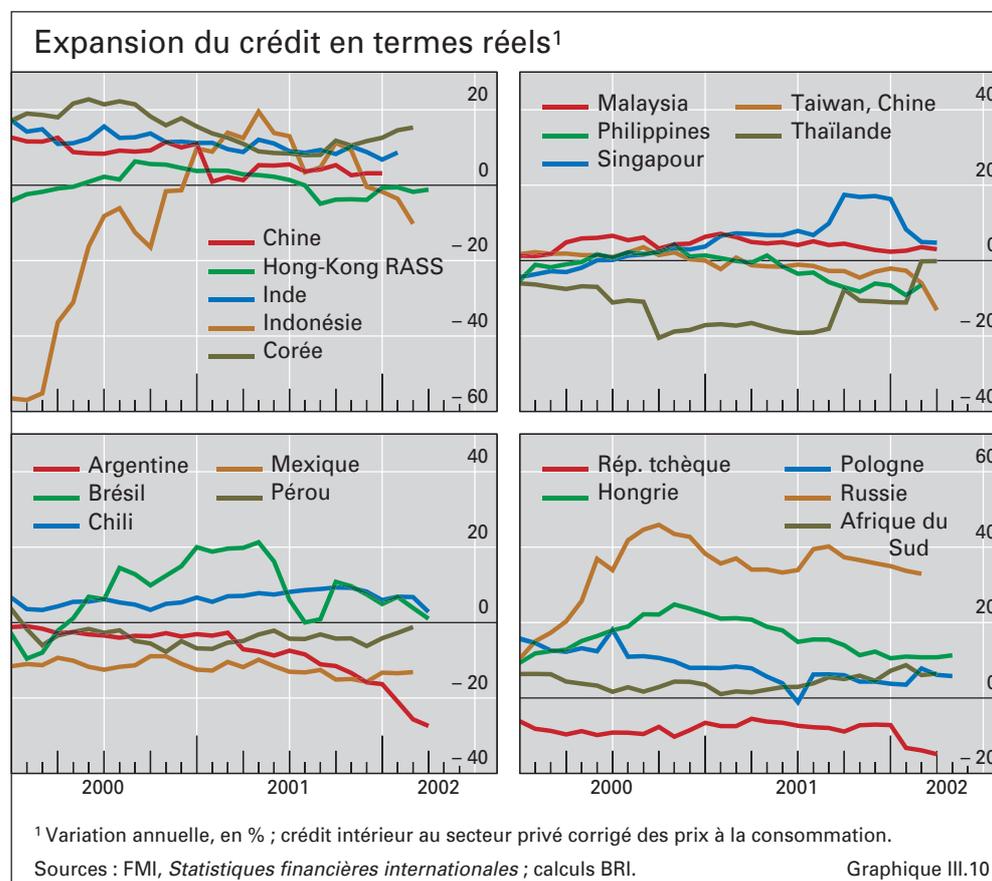
... mais le crédit aux entreprises reste déprimé

Dans la plupart des pays, cependant, la baisse des taux d'intérêt n'a pas favorisé les concours bancaires. Bien au contraire, dans plusieurs économies d'Asie, l'expansion du crédit a été négative, en termes réels, alors même que l'assouplissement monétaire a été très marqué dans cette région (graphique III.10). La lenteur de la restructuration des banques et l'ampleur des prêts improductifs ont sans doute limité l'offre. Cela étant, cette faiblesse du crédit semble également due au manque d'emprunteurs solvables ainsi qu'à une volonté délibérée des entreprises de réduire leur endettement.

Les concours aux particuliers ont augmenté ...

Compte tenu de la faible demande des entreprises, le desserrement des conditions monétaires a encouragé les banques à développer les concours aux particuliers. Les prêts hypothécaires et crédits à la consommation ont enregistré une progression de 70 % en Chine en 2001, à partir d'un niveau très bas, il est vrai. Les banques coréennes se sont résolument engagées en assouplissant les conditions des prêts hypothécaires ; les ménages ont ainsi rapidement accru leur endettement, qui a atteint un niveau élevé. En Inde, la concurrence entre établissements est telle que, selon des informations de marché, des prêts hypothécaires ont été consentis à des conditions inférieures au taux débiteur privilégié. À Hong-Kong, l'essor de cette catégorie de prêts a partiellement compensé la baisse du crédit aux entreprises.

Dans de nombreux pays asiatiques, les autorités ont pris des mesures spéciales pour inciter les banques à prêter. L'autorité monétaire de Hong-Kong



a provisoirement levé l'obligation de proportionnalité par rapport à la valeur du bien pour le refinancement des prêts hypothécaires au logement. La Banque de Corée a accordé des lignes de crédit d'ajustement aux banques rencontrant des problèmes temporaires de liquidité liés à leur restructuration. Aux Philippines, la banque centrale a abaissé la rémunération des dépôts au jour le jour, afin d'encourager les établissements à réduire leur excédent de liquidités et à accroître leurs prêts aux entreprises. En Thaïlande, l'institut d'émission a assoupli ses normes de provisionnement et de classification des prêts.

... et les banques ont été incitées à prêter davantage

En Amérique latine, la récente contraction du crédit peut être attribuée à des facteurs conjoncturels et structurels. La capacité de prêt des banques a sérieusement souffert l'an dernier, en Argentine, de la crise financière et, au Pérou, de la réduction rapide des dépôts. Le coup de frein brutal au Brésil peut être essentiellement attribué aux incertitudes croissantes sur les marchés financiers, par suite de la crise en Argentine, et à la réticence des emprunteurs et prêteurs à encourir des risques de défaillance accrus. Au Mexique, la diminution du crédit a découlé de la désintermédiation financière et d'un recours accru des entreprises aux financements étrangers. Sauf au Mexique, la baisse des apports de capitaux étrangers sous forme d'achats d'actions et de flux bancaires a accentué la décélération du crédit intérieur.

Forte contraction du crédit en Amérique latine

Rôle de la politique budgétaire

Face au ralentissement économique, nombre d'économies émergentes ont adopté des programmes de relance budgétaire en 2001. D'autres, cependant, ont dû réduire leurs dépenses publiques en raison de l'incidence du tassement de l'activité sur leurs recettes ou du renchérissement du service de la dette.

Dans la plupart des économies d'Asie, la politique budgétaire a été accommodante ou expansionniste. Les plans de relance ont bien entretenu la demande intérieure à Hong-Kong, à Singapour et en Thaïlande. Ailleurs, les réformes fiscales ou l'accumulation d'excédents dans les fonds de pension masquent des mesures de soutien de la dépense ou une orientation très accommodante. En Chine, l'amélioration de la collecte des impôts a atténué l'incidence budgétaire de l'augmentation des dépenses au titre des infrastructures et des traitements des fonctionnaires. Avec un déficit dépassant 5 % du PIB, la Malaisie a conservé une politique très incitative ; en outre, les répercussions du programme de dépenses ont été soit occultées par une réforme fiscale, soit différées à 2002. L'excédent budgétaire de la Corée s'est accru, mais grâce surtout à un gonflement des surplus au sein des fonds de sécurité sociale ; abstraction faite de ce facteur, les finances publiques ont notablement renforcé la demande intérieure.

Déficits budgétaires encore importants en Asie ...

La marge de manœuvre budgétaire a été bien plus restreinte en Inde, où le déficit de l'administration centrale, supérieur à 5½ % du PIB, a largement dépassé l'objectif ; compte tenu, par ailleurs, de l'ampleur persistante des déficits des différents États de l'Union, les craintes d'un dérapage budgétaire et de ses conséquences pour les taux d'intérêt réels sont réapparues. Un déséquilibre relativement important du budget

... mais marge de manœuvre pour une relance budgétaire limitée en Inde

structurel a également limité les possibilités d'expansion budgétaire en Indonésie et aux Philippines.

Efficacité des
mesures de relance

Une relance budgétaire temporaire peut avoir un impact significatif sur la demande, surtout lorsqu'elle s'accompagne d'un assouplissement de la politique monétaire. Toutefois, l'adoption de mesures (côté recettes ou dépenses) modifiant implicitement l'orientation à moyen terme peut en réduire l'efficacité en faisant monter les taux d'intérêt internes et les primes de risque sur obligations. Ces préoccupations ont limité la mise en place d'un budget anticyclique dans quelques pays asiatiques. Le ratio dette publique/PIB a atteint un niveau élevé dans plusieurs économies (tableau III.8). Compte tenu du coût budgétaire effectif et potentiel des restructurations bancaires, la dette de certains pays d'Asie serait, en fait, nettement supérieure aux chiffres

Solde budgétaire et dette publique								
	Solde global			Solde primaire			Dette publique	
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1996	2001
	en % du PIB							
Asie ¹	-1,0	-1,3	-2,9	-1,5	-0,5	-0,3	28,6	51,8
Chine	-2,1	-2,8	-2,7	...	...	...	7,3	16,3
Hong-Kong RASS	0,8	-0,6	-5,0	.	.	.	.	.
Inde	-5,4	-5,7	-5,7	-0,7	-0,9	-1,1	49,4	58,1
Corée	-2,7	1,1	1,5	-1,5	2,6	2,7	8,8	20,8
Singapour	10,3	11,4	-0,3	.	.	.	.	.
Taiwan, Chine	1,0	-0,6	-0,7	-0,5	-2,5	-2,6	22,7	31,7
Indonésie	-1,6	-3,2	-3,7	2,2	2,5	1,7	27,3	106,9 ²
Malaysia	-3,2	-5,8	-5,5	-0,5	-3,1	-2,6	35,3	43,8
Philippines	-3,8	-4,1	-4,0	-0,2	0,2	0,8	61,3	79,1
Thaïlande	-3,3	-2,2	-2,4	-9,4	-1,8	-1,1	16,3	57,5
Amérique latine ¹	-3,4	-2,5	-3,0	0,0	0,6	0,1	29,3	35,3
Argentine	-2,9	-2,7	-3,3	0,0	1,1	0,5	35,2	52,6
Brésil	-6,9	-3,2	-3,7	2,3	1,9	1,9	33,3	53,3
Colombie	-6,0	-6,1	-6,0	-2,5	-2,2	-1,9	14,4	43,4
Chili	-1,5	0,1	-0,3	-1,1	0,6	0,2	16,7	15,6
Mexique	-1,1	-1,1	-0,7	2,5	2,6	2,6	26,6	20,4
Pérou	-3,1	-2,7	-2,8	-1,0	-0,5	-0,6	45,2	35,9 ²
Venezuela	-2,6	-1,7	-4,0	0,1	0,8	-1,1	33,8	25,7
Europe centrale ¹	-2,6	-2,9	-3,9	-1,2	0,5	-0,9	43,2	36,1
Hongrie	-3,0	-2,8	-2,8	-3,0	3,3	2,1	71,5	53,2
Pologne	-2,0	-2,2	-4,5	1,0	0,4	-1,6	47,8	39,0 ²
République tchèque	-2,9	-3,5	-4,5	-1,8	-2,3	-3,3	10,3	16,1 ²
Russie	-1,2	2,5	3,0	1,9	4,7	5,3	48,1	64,0 ²
Afrique du Sud	-2,3	-1,5	-1,9	2,9	3,5	2,8	45,2	42,8

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

¹ Moyenne simple des pays cités. ² 2000.

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

Tableau III.8

communiqués. La baisse des taux d'intérêt nominaux, l'an dernier, a permis, en allégeant le service de la dette, de contenir la détérioration effective des finances publiques. Mais, en cas de durcissement monétaire, cet allègement prendrait fin.

En Amérique latine, plusieurs pays dépendant de financements extérieurs ont dû réduire leurs dépenses publiques pour compenser une diminution des recettes et un renchérissement du service de la dette. Dans certains cas, la prépondérance des taxes sur les matières premières dans les rentrées fiscales a accentué l'insuffisance des recettes et la nécessité de comprimer les dépenses. Dans d'autres, les autorités n'ont pas laissé agir les stabilisateurs automatiques, par crainte de passer pour peu rigoureuses aux yeux des investisseurs. Le Mexique, par exemple, a freiné ses dépenses face à la baisse brutale de ses recettes pétrolières et fiscales, pour maintenir le déficit budgétaire dans la limite de 1 % du PIB. De même, le Brésil a fait en sorte que l'excédent primaire du secteur public consolidé dépasse l'objectif fixé (3,7 % du PIB, au lieu de 3,3 % fin 2001) et que le déficit budgétaire global reste inférieur à 4 % du PIB. Seul le Chili, dont la dette publique est faible et qui s'attache à préserver son excédent structurel, a pu assouplir sa politique.

La politique budgétaire a été expansionniste en Pologne, où le déficit de l'administration centrale a atteint 4½ % du PIB, sous l'effet d'une contraction des recettes et d'une augmentation des dépenses plus forte que prévu. Pour contenir ce déséquilibre, le budget 2002 a adopté une position neutre vis-à-vis de la conjoncture. En Hongrie, le déficit des finances publiques est resté inchangé, mais les dépenses hors budget se sont fortement accrues. Un plan de relance a largement stimulé la demande en République tchèque également. En Russie, l'excédent a été porté à 3 % du PIB, grâce à une modération des dépenses et à des réformes fiscales, à travers notamment une baisse de la fiscalité des entreprises et la création d'un impôt unique sur l'utilisation des ressources naturelles.

Resserrement de la politique budgétaire en Amérique latine ...

... sauf au Chili

Assouplissement budgétaire notable en Europe

Crises en Turquie et en Argentine

La Turquie et l'Argentine ont emprunté massivement sur le marché international ces dernières années : leur dette extérieure combinée s'élevait à \$264 milliards fin 2001, contre \$193 milliards en 1996. Les crises dans ces deux pays pouvaient donc avoir de vastes répercussions sur le financement des économies émergentes. Pourtant, elles ont été perçues mondialement comme des phénomènes essentiellement internes et l'effet de contagion a été jusqu'à présent limité (chapitre V). Cependant, les investissements des banques internationales dans les économies émergentes pourraient encore souffrir de la crise argentine, étant donné les pertes subies par les banques à capitaux étrangers.

Origine essentiellement interne des crises en Turquie et en Argentine

Turquie

Dans les années 90, l'économie turque a connu une croissance assez soutenue mais instable, avec d'importants déficits publics, une forte inflation et des crises périodiques des paiements courants. Grâce à son ouverture, au

Malgré une forte croissance, les problèmes se sont accumulés durant les années 90

dynamisme de son secteur privé et au niveau élevé du taux d'épargne des ménages, l'économie s'est généralement vite rétablie de ces crises. Au fil du temps, cependant, les entrées de capitaux ont été de plus en plus acheminées par le système bancaire vers le secteur public et la part de la dette publique détenue par les banques nationales s'est accrue.

La crise bancaire a déclenché la crise des changes

Avec l'importante augmentation des déficits du budget et des paiements courants en 2000 ainsi que le gonflement (à 130 % des réserves de change) de la dette extérieure à court terme, les taux d'intérêt sont devenus très instables. La valeur de marché des titres d'État détenus par les banques s'est mise, elle aussi, à fluctuer fortement. Comme les fonds propres des banques ne permettaient pas d'absorber des variations d'une telle ampleur, l'idée que le gouvernement serait peut-être contraint de les renflouer a accentué les tensions sur le cours de change, maintenu à l'intérieur d'une étroite fourchette dans le cadre d'un système à parité glissante. En février 2001, un conflit politique à propos de la lutte contre la corruption dans le secteur bancaire a ébranlé la confiance des investisseurs, si bien que les autorités ont dû laisser flotter la monnaie. Celle-ci a immédiatement subi une baisse de 45 % vis-à-vis du dollar, très rapidement répercutée sur les prix à la consommation.

Le programme de stabilisation n'a pas rétabli la confiance

L'annonce d'un vaste train de mesures en avril 2001 n'a pu rétablir la confiance, bien que l'évolution budgétaire et monétaire soit conforme aux objectifs. La cherté persistante des taux d'intérêt internes (jusqu'à 40 % en termes réels) ne traduisait pas seulement un manque de confiance ; elle constituait aussi le principal obstacle à la viabilité de la politique budgétaire. La détérioration de la situation économique mondiale n'a fait qu'aggraver les choses. Quelques tendances positives ont néanmoins commencé à apparaître : les exportations se sont redressées et la balance des paiements courants est devenue excédentaire ; les grandes banques d'État ont été recapitalisées puis proposées à la privatisation ; treize banques de taille moyenne ont été vendues ou fermées.

Des problèmes de viabilité de la dette sont apparus après le 11 septembre ...

Après les événements du 11 septembre, la livre a subi de nouvelles pressions et les taux d'intérêt ont repris leur ascension. Comme l'encours de l'endettement intérieur est, pour près de 80 %, indexé sur les taux courts ou le change et qu'une augmentation des remboursements des emprunts publics était prévue en 2002, la viabilité de la dette a suscité de grandes inquiétudes. Les perspectives médiocres pour les privatisations et l'IDE ont amplifié les difficultés d'accès aux marchés financiers internationaux. Les autorités ont cependant maintenu une politique budgétaire très rigoureuse et fait progresser les réformes du secteur public. Ces mesures ont rendu plus vraisemblable un nouveau financement extérieur auprès du FMI et redonné confiance aux marchés. À la mi-avril 2002, la livre s'était appréciée de 30 % par rapport à son creux de la mi-octobre et le taux d'intérêt de l'obligation de référence avait fléchi de plus de 20 points de pourcentage. Les tensions inflationnistes, encore très fortes, étaient du moins en recul. La décrue des taux internes et l'appréciation de la monnaie ont commencé, elles aussi, à améliorer la dynamique de la dette. La Turquie a ainsi pu revenir sur les marchés internationaux au premier trimestre 2002, plaçant environ \$1½ milliard

... mais la politique de rigueur a aidé à améliorer le sentiment sur les marchés

d'emprunts d'État assortis d'une prime en baisse, variant entre 550 et 700 points de base.

Malgré ces tendances positives, la production industrielle et la demande intérieure sont restées atones au premier trimestre 2002, tandis que les difficultés financières des entreprises persistaient. Les incertitudes entourant le rythme de la recapitalisation des banques privées, élément clé du redémarrage des crédits bancaires au secteur privé, ainsi que la hausse rapide du cours de change réel ont constitué des menaces supplémentaires pour la reprise.

Pourtant, la reprise se fait attendre

En résumé, la crise turque a eu, de toute évidence, une origine interne. Les réactions des autorités et la façon dont la crise a évolué jusqu'ici confirment certaines leçons du récent épisode asiatique – en particulier la nécessité de décisions rapides sur les restructurations bancaires, le besoin d'un ajustement vigoureux dans la sphère réelle (qui recouvre en Turquie de grandes entreprises d'État) et l'importance d'un engagement à honorer la dette du secteur public. Dans le même temps, l'expérience de ce pays montre à quel point il est difficile de rétablir la confiance et de faire redémarrer la croissance dans un contexte marqué par un secteur bancaire fragile, des déficits budgétaires tenaces et un environnement mondial déprimé.

Argentine

L'Argentine a entamé 2001 avec une économie déjà enlisée dans une récession prolongée. La faiblesse des prix des matières premières à la fin des années 90 et la hausse du change réel résultant de la dévaluation de la monnaie brésilienne en 1999 ainsi que de l'appréciation continue du dollar EU avaient réduit la rentabilité des secteurs soumis à la concurrence et freiné l'investissement. Comme le change nominal était fixe, le cours réel ne pouvait s'ajuster que par une diminution des coûts unitaires de main-d'œuvre, ce qu'empêchait la rigidité relativement forte du marché du travail.

Compétitivité érodée par des chocs extérieurs et des salaires rigides

En avril 2001, les autorités ont voulu stimuler la croissance tout en limitant le déficit budgétaire. Pour développer l'investissement des sociétés, elles ont accru la liquidité du système bancaire et modifié les droits de douane, à la baisse pour les biens d'équipement et à la hausse pour les produits de consommation. Sur le plan budgétaire, elles ont institué une taxe sur les opérations financières afin d'augmenter les recettes. Ces mesures n'ont cependant pas permis d'éviter la détérioration de la conjoncture. Un manque de clarté dans leur mise en œuvre et des conflits entre les principaux responsables ont sapé la confiance des marchés, ce qui a poussé les primes de risque sur obligations à plus de 1 000 points de base. Les investisseurs s'interrogeaient notamment sur la portée de l'ajustement budgétaire, étant donné que les provinces n'étaient pas tenues de comprimer leurs dépenses. En outre, l'assouplissement du dispositif des réserves obligatoires des banques commerciales (les autorisant à déposer moins de réserves à l'étranger et à s'acquitter de leur obligation en remettant des titres d'État), qui visait pourtant à augmenter la liquidité, a miné, en fait, la crédibilité du régime de caisse d'émission et réduit la capacité des banques à attirer de l'argent frais de l'étranger.

Échec du plan de relance début 2001

Tandis que des problèmes de liquidité accumulent les menaces ...

En juin 2001, les autorités, confrontées elles-mêmes à une situation de liquidité délicate, procédaient à l'échange de quelque \$30 milliards de dette extérieure arrivant à échéance contre des obligations à moyen ou long terme. Très onéreuse (les nouveaux titres étaient, pour certains, assortis de taux proches de 16 %), cette opération a sensiblement alourdi la charge future de l'endettement. C'est la raison pour laquelle les autorités annonçaient, fin juillet, un programme « déficit zéro », imposant à tous les échelons de l'administration publique de limiter leurs dépenses, pour le reste de l'année, au montant des recettes effectivement collectées. Mais, comme l'activité et les rentrées fiscales continuaient de diminuer, les ménages ont commencé à retirer leurs dépôts bancaires en juillet et en août. Les réserves de change ont alors chuté et les marchés se sont mis à envisager des scénarios plus désordonnés de sortie de crise.

... et que de nouvelles mesures restent une fois de plus sans effet ...

Le tarissement des flux de capitaux privés vers les marchés émergents à la suite des événements du 11 septembre a amené le gouvernement à chercher un nouveau répit en réaménageant la dette publique interne détenue par les banques, caisses de retraite et administrations provinciales (quelque \$41 milliards). Toutefois, compte tenu des difficultés de la restructuration à venir de la dette extérieure, du ralentissement de l'activité et de la contraction rapide des recettes fiscales, les primes sur obligations ont dépassé 3 000 points de base fin novembre. L'aggravation de la fuite des dépôts a conduit le gouvernement à restreindre les retraits comme les virements à l'étranger. Fin décembre, il a également suspendu les paiements au titre de la dette extérieure. Début janvier 2002, il abandonnait le régime de caisse d'émission et annonçait l'instauration d'un double marché des changes, puis d'un régime de flottement. Aucun effort, cependant, n'était fait pour établir un ancrage intérieur visant à contenir l'inflation et les mouvements de change. En pratique, du fait des contrôles stricts sur les virements bancaires, la monnaie devenait quasiment non convertible. En outre, tous les dépôts et engagements en dollars du système bancaire ont été convertis en pesos, mais à des cours différents et sans rapport avec le marché.

... la crise éclate avec une violence sans précédent

Ces changements d'orientation ont fait peser de lourdes charges sur les banques argentines et leur clientèle, enfonçant le système bancaire et l'économie tout entière plus profondément dans la crise. La prime sur obligations argentines oscille autour de 4 000 points de base depuis fin décembre. Lorsque le peso a été mis en flottement, il a perdu plus de 70 % à l'égard du dollar. Des projections récentes indiquent que l'inflation pourrait dépasser 50 % en 2002, après trois ans de déflation. Le PIB réel s'est contracté de 4½ % en 2001 et les prévisions actuelles font état d'une production en recul de 10–15 % en 2002. Le déficit des paiements courants a, certes, diminué l'an dernier, sous l'effet d'une vigoureuse compression des importations, mais le déficit budgétaire s'est creusé, malgré les réductions de dépenses. Le budget 2002 confirme la baisse, annoncée l'an passé, des salaires et retraites dans le secteur public et n'augmente les dépenses qu'au titre de l'aide d'urgence aux pauvres ; il table sur un déficit de quelque 1 % du PIB.

Compte tenu des bons résultats économiques de l'Argentine et de sa résistance aux chocs de 1991 à 1997 ainsi que de la solidité de son système

bancaire à capitaux principalement étrangers, la gravité de la situation a surpris. Les raisons de cette dégradation méritent certainement d'être approfondies. Plusieurs faiblesses fondamentales de l'économie argentine étaient bien connues depuis un certain temps.

Pourquoi les choses ont-elles mal tourné ?

Premièrement, l'économie argentine est à la fois très fermée et lourdement endettée. Les exportations de marchandises n'atteignaient que 10 % du PIB en 2001, contre 55 % au total pour la dette extérieure. La dette publique détenue dans le pays, en bonne partie libellée en dollars, représentait, en outre, 26 % du PIB. Étant donné l'importance des charges correspondantes et la faiblesse des recettes des ventes à l'étranger, le poids du service de la dette extérieure correspondait à 83 % des revenus au titre des transactions courantes en 2001. La dette extérieure se situait globalement à quelque 400 % des exportations de biens et services, niveau exceptionnel indiquant un risque substantiel de difficultés de financement extérieur. De surcroît, le ratio dette extérieure à court terme/réserves de change était très élevé, de l'ordre de 115 % à fin 2000. Même si ces indicateurs de l'endettement n'ont jamais été spécialement favorables à l'Argentine, ils s'étaient tous nettement dégradés depuis la deuxième moitié de la décennie. C'est ainsi que la dette extérieure totale a progressé de 15 % du PIB entre 1996 et 2001 : la charge globale du service de la dette a pratiquement doublé, en pourcentage des exportations de biens et services ; quant à la dette de l'administration centrale, elle est passée de 35 % du PIB en 1996 à 53 %.

Une économie fermée lourdement endettée ...

Deuxièmement, les secteurs privé et public affichaient d'importantes exigibilités internes en dollars EU, mais peu d'actifs produisant en regard des revenus dans la même monnaie. Cette asymétrie était masquée par un régime de convertibilité : peso et dollar semblaient équivalents. Or, l'économie argentine était extrêmement vulnérable en cas d'interruption des financements extérieurs, et surtout de dépréciation du change.

... et une asymétrie de monnaies ...

Dès que les financements extérieurs se sont taris (sources privées au troisième trimestre 2001 et officielles au quatrième), les anticipations de forte dévaluation ont entraîné une révision rapide des engagements financiers et budgétaires du gouvernement. Le risque de défaillance sur la dette publique est alors apparu. Cette préoccupation, à son tour, a suscité des doutes au sujet de la qualité des bilans des sociétés et, par-là, la crainte de nouvelles charges pour le budget. La qualité des actifs bancaires s'est également détériorée : l'approfondissement de la récession a affecté les créances sur le secteur privé et les banques se sont trouvées exposées par le biais de leurs portefeuilles de titres d'État. La banque centrale a eu beau essayer de contenir la fuite des dépôts (en apportant des liquidités aux établissements victimes des retraits et en relevant les coefficients de réserves obligatoires pour ceux, principalement à capitaux étrangers, qui les recevaient), son action a été, à l'évidence, limitée par le mécanisme de caisse d'émission.

... ont rendu l'Argentine extrêmement dépendante des financements extérieurs

Après le déclenchement de la crise, l'annonce de certaines mesures par les autorités et leur modification dans les jours suivants ont amplifié le climat d'incertitude. Un exemple concerne la conversion en pesos des prêts libellés en dollars, à la parité, et celle des dépôts, à un cours de 1,4 peso pour un dollar (le marché cotait environ deux pesos pour un dollar à l'époque, et

La modification des contrats bancaires a aggravé la crise ...

plus de trois en mai 2002). Ces actions asymétriques ont créé des problèmes auxquels les banques et leur clientèle n'étaient absolument pas préparées. Les banques privées étaient en majorité viables dans le précédent régime de convertibilité ; selon la qualité de crédit de leur clientèle, un certain nombre auraient même pu le rester après la défaillance du gouvernement et la dévaluation. Malheureusement, ces actions étaient de nature à leur faire subir des pertes supérieures au capital détenu par leurs actionnaires.

... tandis que le gel des dépôts pesait sur l'activité économique ...

Autre mesure très dommageable, le gel des dépôts. Même s'il a été fréquemment institué à titre provisoire pour endiguer les retraits bancaires massifs lors de crises antérieures en Argentine et ailleurs, il a pris cette fois une ampleur et une durée telles – certains dépôts ne seront sans doute pas débloqués avant janvier 2005 – qu'il a pratiquement paralysé le système de paiement du pays. Comme tout un pan de l'économie, notamment dans les services, relève du secteur informel et repose sur l'échange d'espèces, il a lourdement pesé sur l'activité. Même s'il est difficile de dissocier son impact des autres aspects de la crise bancaire, il ne fait aucun doute que le gel des dépôts a amplifié la détérioration globale de la confiance dans le système bancaire et les politiques économiques en général. Ce gel peut, à plus long terme, entraîner de nouveaux transferts vers les banques à l'étranger, renchérir le crédit ainsi que les services bancaires et limiter les possibilités d'intermédiation.

... et que de nouvelles lois sapèrent un peu plus la confiance

Des effets dévastateurs ont été exercés par les modifications de la loi sur la faillite, restreignant gravement les droits des créanciers, et par les incertitudes entourant l'application de la loi sur la « subversion économique », qui expose banquiers et responsables d'entreprises à des poursuites pour erreurs ou négligences dans l'exercice de leurs fonctions. Même si les dispositions controversées de ces deux lois ont été amendées en mai 2002, les interrogations qu'elles suscitaient avaient déjà fortement entamé la confiance des investisseurs et des hommes d'affaires dans l'application des droits fondamentaux.

Répercussions de la crise argentine sur les activités des banques internationales

L'expérience de l'Argentine pourrait rendre les banques étrangères ...

Ces dix dernières années, la participation des banques étrangères est apparue essentielle au développement du système bancaire dans les économies émergentes. Les établissements à capitaux étrangers y ont souvent pris une place de premier plan, notamment en Argentine, où ils représentaient plus de la moitié des avoirs et engagements du système bancaire. Grâce à cela, mais aussi à la rigueur de son régime de contrôle, le système bancaire argentin passait pour l'un des plus solides d'Amérique latine. Toutefois, la défaillance sur la dette publique, la forte dévaluation du peso et les incertitudes entourant la validité et la nature des contrats de dépôt et de prêt ainsi que les droits des créanciers l'ont rapidement conduit au seuil de l'effondrement. Ce constat soulève des questions concernant l'activité future des banques à capitaux étrangers dans les économies émergentes.

Le découplage observé entre les autres pays d'Amérique latine et l'Argentine ainsi que l'absence de tout signe de contagion sur les dépôts dans

les autres économies émergentes semblent accréditer l'idée que les marchés ont jusqu'ici perçu l'Argentine comme un cas à part. Néanmoins, les banques internationales pourraient finir par envisager de nouvelles implantations avec davantage de prudence dans les cas où l'organisation politique, juridique et judiciaire apparaît peu fiable. Plus généralement, elles pourraient durcir leurs critères pour les prêts qu'elles accordent aux gouvernements et au secteur public des économies émergentes par l'intermédiaire de leurs filiales locales.

... plus sensibles aux régimes juridiques et judiciaires ...

La crise argentine pourrait avoir un autre effet à long terme : les banques tirant une part importante de leurs bénéfices de leurs activités dans une économie (ou région) émergente particulière chercheront à diversifier leurs investissements. Dans l'hypothèse où les autorités locales seraient réticentes à renflouer une grande filiale de banque étrangère, ou ne disposeraient pas des ressources pour le faire, elles pourraient alors exercer des pressions sur la maison mère pour qu'elle injecte de l'argent frais afin de recapitaliser sa filiale. Les banques étrangères risquent alors d'être dissuadées d'occuper une position dominante car, dans une telle situation, un refus de leur part apparaîtrait extrêmement préjudiciable au pays concerné.

... plus enclines à diversifier leurs activités ...

En outre, les banques étrangères pourraient être moins disposées à mener des activités en dollars dans certaines économies émergentes. Depuis le milieu des années 90, elles ont implanté des filiales dans de nombreux marchés émergents, notamment pour limiter leur exposition transfrontière et éviter l'asymétrie de monnaie découlant de l'octroi de crédits en devises à partir de leur pays d'origine. Toutefois, l'expérience de l'Argentine indique que, lorsque la clientèle possède des dépôts en devises, mais peu d'autres actifs (par exemple, recettes d'exportations) rémunérés en dollars, les dévaluations risquent de pénaliser tout aussi durement les banques. Les établissements à capitaux étrangers pourraient donc adopter une tarification plus prudente de leurs prêts en devises ou se restreindre à des opérations en monnaie locale.

... et plus réticentes à consentir des prêts en devises

Une préoccupation plus générale pour les économies émergentes est que les entrées d'IDE puissent se ressentir des pertes importantes auxquelles sont exposées les sociétés étrangères ayant investi massivement en Argentine. De surcroît, étant donné l'ampleur de celles subies par de petits investisseurs d'Europe continentale, qui détenaient un montant d'obligations de l'État argentin estimé à \$20 milliards, les économies émergentes pourraient éprouver davantage de difficultés, à l'avenir, pour placer leurs emprunts auprès de ces agents.

D'autres entrées de capitaux pourraient aussi être touchées

IV. Politique monétaire dans les économies industrielles avancées

Faits saillants

L'orientation des politiques monétaires s'est inversée l'an dernier. L'assouplissement s'est d'abord opéré dans les pays industriels avancés en réponse au ralentissement mondial, pour se généraliser après les attentats aux États-Unis ; l'objectif était d'aider à restaurer la confiance des consommateurs et des entreprises. Début 2002, devant l'amélioration des perspectives de croissance, certaines banques centrales sont revenues à une orientation plus restrictive pour prévenir d'éventuelles tensions inflationnistes.

C'est aux États-Unis que l'activité a commencé à donner des signes d'essoufflement. La Réserve fédérale a donc été la première à desserrer les taux, en janvier 2001, geste qu'elle a renouvelé plusieurs fois devant l'ampleur inattendue du ralentissement. Des indices de reprise, au premier trimestre 2002, ont mis un terme à la détente et conduit à une appréciation plus équilibrée des risques entre croissance et prix.

Le repli de l'activité s'est manifesté plus tard dans la zone euro. Encore préoccupée par les menaces sur les prix, la BCE n'a réduit ses taux qu'une seule fois au premier semestre 2001. Devant l'aggravation de la conjoncture et en réponse aux événements du 11 septembre, cependant, elle a de nouveau assoupli sa politique monétaire au second. Elle n'a pas modifié ses taux début 2002 : si la perspective d'une reprise semblait se dessiner, les tensions inflationnistes restaient en sommeil.

Au Japon, l'atonie économique s'est prolongée. La Banque centrale a augmenté à plusieurs reprises les réserves du système bancaire pendant la période sous revue. À titre d'incitation supplémentaire, elle a également accru ses achats fermes d'obligations de l'État. Cependant, les réformes structurelles indispensables sont restées au point mort, de sorte que l'activité a continué de faiblir.

Les pays à objectif d'inflation explicite ont également assoupli leur politique monétaire, ces douze derniers mois, mais à des moments et à des rythmes différents. Si la Banque du Canada a procédé à une détente énergique, une baisse des taux était moins nécessaire au Royaume-Uni, en Australie et en Nouvelle-Zélande, où la croissance est restée plus vigoureuse. La Suède et la Nouvelle-Zélande, craignant une poussée d'inflation, ont été les premiers pays industriels à durcir leur politique monétaire début 2002.

Pendant la période analysée, la faiblesse de l'inflation et des taux d'intérêt nominaux a été pour le moins inhabituelle par rapport aux dernières décennies. À bien des égards, ce nouvel environnement a conféré une plus grande marge de manœuvre aux banques centrales. En revanche, comme le montre l'expérience des années récentes, il a peut-être modifié, en la rendant

plus complexe, la nature des défis qui se posent. La deuxième partie de ce chapitre examine ces questions en détail.

États-Unis

Le retournement brutal de l'activité économique aux États-Unis, fin 2000 et début 2001, avait appelé une puissante stimulation monétaire. Dans les premiers mois de l'année, la Réserve fédérale a abaissé les taux de 50 points de base à cinq reprises, dont deux hors des séances régulières du Comité fédéral de l'open market (CFOM). La croissance du PIB réel n'en a pas moins marqué un palier au deuxième trimestre et les préoccupations concernant le risque d'une contraction supplémentaire des investissements industriels et d'une poursuite du déstockage se sont intensifiées. Dans un contexte d'inflation faible et stable, le CFOM s'est encore prononcé deux fois pour une réduction du taux-objectif des fonds fédéraux, en juin et août. L'ampleur de chacune de ces mesures était toutefois de 25 points de base au lieu de 50 comme précédemment – signal, peut-être, que la détente arrivait à son terme. De fait, à la fin de l'été, certains secteurs ont donné quelques signes de stabilisation, incitant à plus d'optimisme quant à la possibilité d'éviter un ralentissement prolongé de l'activité.

Assouplissement marqué de la politique monétaire en raison d'un repli conjoncturel prononcé

Les événements tragiques du 11 septembre sont venus balayer tout espoir de reprise à court terme. Les autorités monétaires ont réagi de plusieurs manières. Premièrement, la Réserve fédérale a injecté massivement des liquidités par le guichet de l'escompte ; les emprunts dans le cadre de ces facilités ont nettement augmenté pendant la semaine des attentats, pour revenir à des niveaux plus normaux fin septembre. Deuxièmement, elle a mis en place ou prolongé des accords de swap avec certaines banques centrales pour apaiser les préoccupations concernant la liquidité mondiale, dispositif qui n'a été utilisé que par la BCE. Troisièmement, dans le nouveau climat d'incertitude aggravée et d'érosion de la confiance des consommateurs comme des investisseurs, le CFOM a réduit son taux-objectif de 50 points de base, à une date choisie pour coïncider avec la réouverture des marchés des actions à New York, le 17 septembre (chapitre VI). Les baisses de taux précédentes, conjuguées à cette injection massive de liquidités au lendemain des attentats, ont contribué à prolonger la croissance rapide des agrégats monétaires larges.

Nouvelles mesures de détente au lendemain des attentats ...

À sa réunion de début octobre, face à la montée des craintes que le ralentissement mondial ne vienne à son tour peser sur la situation économique aux États-Unis, le CFOM a renforcé son action en minorant à nouveau d'un demi-point de pourcentage son taux-objectif. Il a pris deux autres mesures de détente avant la fin de l'année, compte tenu de la dissipation des tensions inflationnistes et de nombreux indicateurs faisant état d'une conjoncture globalement médiocre.

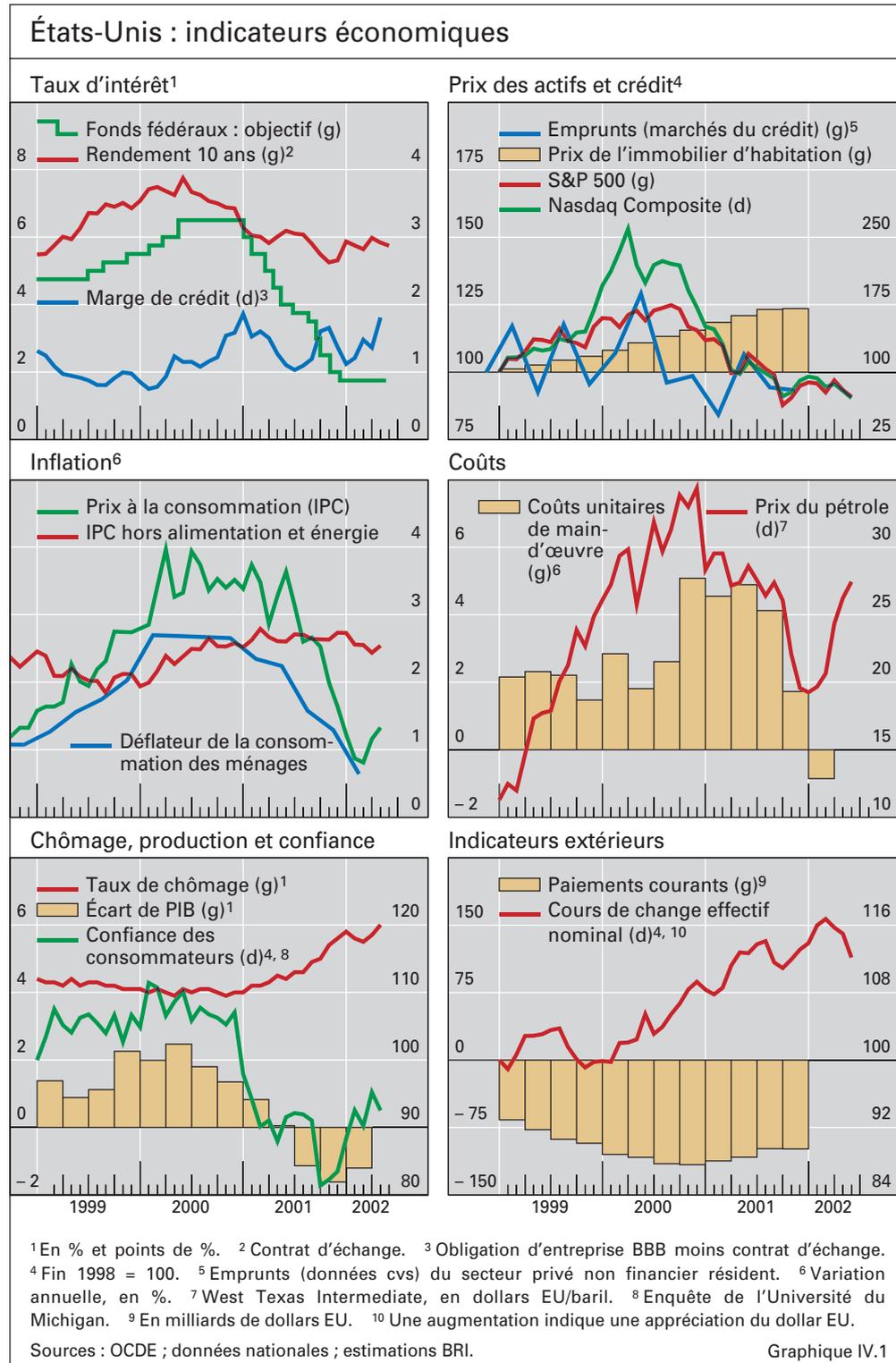
... puis en fin d'année, face à la faiblesse persistante de l'économie

L'action du CFOM durant cette phase de détente est sans précédent. L'objectif des fonds fédéraux a été abaissé à onze reprises en 2001, pour un total de 4,75 points de pourcentage, et maintenu début 2002 au taux exceptionnellement bas de 1,75 %. Un assouplissement aussi marqué de la

Malgré d'importantes baisses des taux ...

... les conditions financières sont restées restrictives

politique monétaire se justifiait par l'évolution décrite auparavant, mais il est vrai que l'économie américaine avait commencé 2001 avec des taux courts réels qui apparaissent, a posteriori, relativement élevés. De plus, au fil des mois, il était devenu manifeste que, globalement, le desserrement des conditions financières n'était pas aussi ample qu'attendu. Malgré la nette réduction des taux courts, le change effectif nominal du dollar s'est apprécié de 5,4 % en 2001 (graphique IV.1) ; les conditions d'octroi des prêts sont



devenues un peu plus restrictives et les cours des actions ont continué de chuter, même si les mesures de détente énergiques ont probablement évité un effondrement. En revanche, les prix de l'immobilier ont poursuivi leur ascension et les consommateurs ont pu faire jouer l'option de refinancement des prêts hypothécaires pour obtenir un montant record de crédits et financer ainsi des dépenses supplémentaires (chapitre II).

Début 2002, une large gamme d'indicateurs ont commencé à donner des signes de retournement. Pour autant, de grandes incertitudes demeuraient. La Réserve fédérale n'a donc pas modifié son taux-objectif pendant les trois premiers mois, jugeant, en mars, que les risques pour l'activité et pour les prix étaient comparables. Plusieurs facteurs incitaient à maintenir les taux à un bas niveau, notamment la persistance de conditions financières restrictives et l'érosion du revenu disponible due à la hausse des prix pétroliers. De plus, certains déséquilibres observés avant le ralentissement et toujours présents étaient susceptibles de freiner toute amorce de reprise. L'endettement élevé des ménages et la surévaluation des actions, compte tenu, en particulier, des incertitudes entourant les perspectives de bénéfices et des possibles répercussions de la faillite d'Enron, risquaient de peser sur la consommation. De même, les dépenses d'investissement des entreprises pouvaient se ressentir de la contraction des profits, de l'ampleur de leur dette et des capacités de production excédentaires. En revanche, un retour rapide des taux directeurs à des niveaux plus normaux se justifiait à divers titres : la liquidation des stocks semblait s'essouffler ; la détente monétaire et les réductions d'impôts ne s'étaient peut-être pas encore pleinement fait sentir ; enfin, une augmentation des gains de productivité, comme celle qui avait alimenté la longue expansion des années 90, restait possible.

Il importait, par ailleurs, d'examiner attentivement à quel rythme le changement d'orientation devait être mené. D'une part, la succession rapide des baisses de taux, en réponse à la dégradation des conditions, semblait appeler un resserrement préventif tout aussi soutenu en cas d'accumulation des tensions inflationnistes. D'autre part, un retournement brutal de la politique monétaire risquait d'entraîner une réaction excessive des marchés financiers. Le CFOM a peut-être souhaité préparer ces derniers à un relèvement des taux en jugeant les risques équilibrés lors de sa réunion de mars.

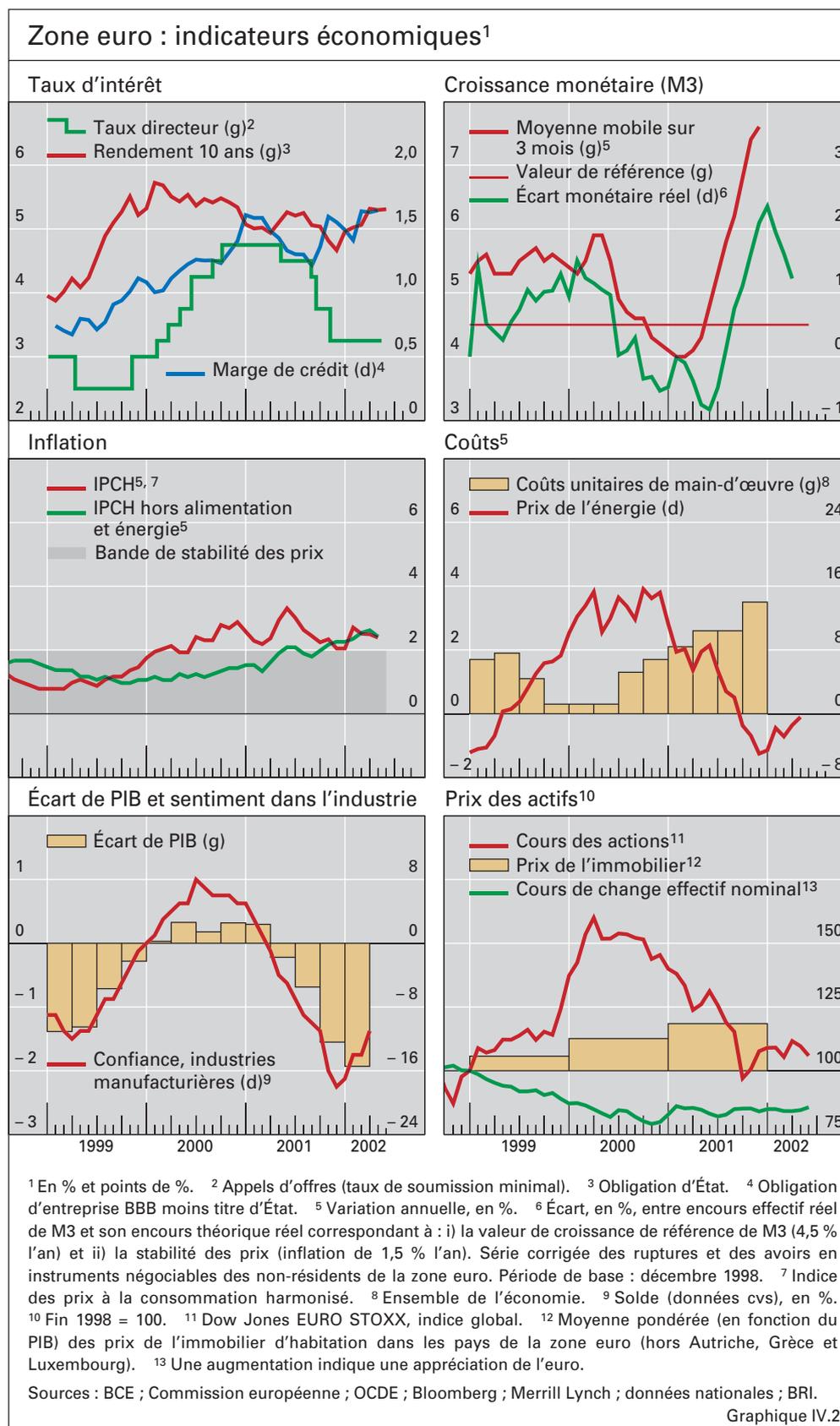
Zone euro

Dans la zone euro, la croissance a été relativement soutenue durant les premiers mois de 2001 et les tensions inflationnistes sous-jacentes sont restées un sujet de préoccupation pour la BCE. Cependant, compte tenu de l'amélioration des perspectives à moyen terme dans ce domaine, due en partie au ralentissement mondial, source de tassement de la demande, la BCE a décidé de réduire ses taux en mai, les ramenant de 4,75 % à 4,5 %. Ils ont été maintenus à ce niveau tout l'été, l'inflation dépassant obstinément la limite supérieure de la fourchette de stabilité des prix fixée par la BCE, sous l'effet, notamment, de la hausse antérieure des prix pétroliers et de la dépréciation de la monnaie.

Maintien du statu quo début 2002

Tensions inflationnistes dans la zone euro : sujet de préoccupation jusqu'à mi-2001

À sa réunion de fin août, le Conseil des gouverneurs a jugé que les tensions inflationnistes s'étaient finalement atténuées et estimé de plus en plus improbable une répercussion additionnelle des hausses



de prix antérieures. De surcroît, l'activité avait subi un fléchissement exceptionnellement prononcé dans une grande partie de la zone euro, en raison de la faiblesse de l'économie aux États-Unis comme au Japon et, sur le plan intérieur, de la modération de la consommation et des investissements. La BCE a ainsi été amenée à réduire son taux directeur de 25 points de base. Elle a procédé à une nouvelle baisse des taux immédiatement après les événements du 11 septembre, qui, en ébranlant la confiance, avaient assombri les perspectives de reprise économique mondiale. À l'instar des autorités monétaires des États-Unis et de nombreux autres pays, elle a annoncé qu'elle injecterait des liquidités pour garantir le fonctionnement normal des marchés financiers au lendemain des attentats ; elle a ainsi lancé, le 12 septembre, un appel d'offres pour des montants non spécifiés dans le cadre de ses opérations de refinancement à taux fixe. En novembre, elle a encore diminué les taux, pour la quatrième et dernière fois de la période analysée. Elle estimait, en effet, que les tensions inflationnistes reculaient à un rythme satisfaisant malgré la persistance d'une forte croissance de M3 (graphique IV.2), essentiellement attribuée à des mouvements de portefeuille.

Devant le
ralentissement
de la croissance ...

... réduction du
taux directeur

Confrontée à des signaux contradictoires sur les tensions inflationnistes potentielles, la BCE a maintenu le statu quo durant les premiers mois de 2002. Malgré des signes de redressement de l'activité, notamment confiance accrue des chefs d'entreprise et indice des directeurs d'achats dans l'industrie manufacturière, les preuves tangibles d'une reprise durable tardaient à se manifester. L'introduction de billets et pièces en euros, au début de l'année, n'a eu, semble-t-il, qu'un impact modéré sur l'inflation globale, les hausses n'ayant touché qu'une partie des services. La poussée d'inflation en glissement annuel, en janvier et février, a été jugée temporaire (et liée à des effets de base) ; elle n'a donc pas entraîné de réponse de la part des autorités monétaires.

Taux inchangé
début 2002 ...

En avril, des signes d'inversion de l'évolution des stocks et d'amélioration de la situation sur les marchés financiers sont venus renforcer les signes de reprise de la conjoncture. Parallèlement, la hausse des prix pétroliers et l'ouverture de négociations salariales ont ravivé les préoccupations liées à l'accumulation de tensions inflationnistes. En l'occurrence, la BCE a maintenu le statu quo, attendant de voir comment évoluerait la situation.

... devant
le retour des
préoccupations
concernant
l'inflation

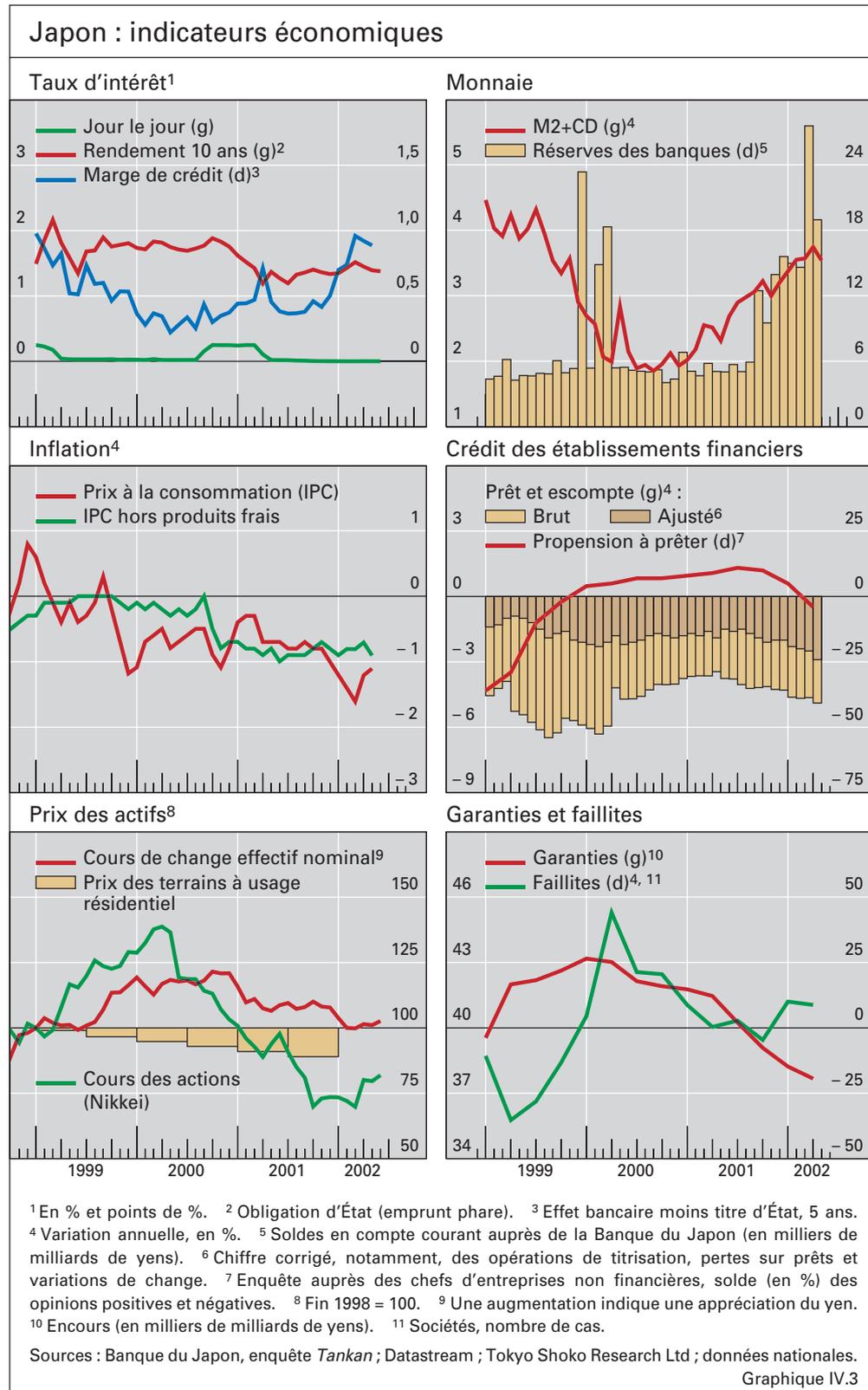
Japon

Début 2001, l'activité s'est de nouveau ralentie au Japon, qui est alors entré dans sa troisième et plus sévère récession en dix ans. Face à cette situation, la Banque du Japon a modifié ses procédures opérationnelles et chiffré un objectif pour l'encours des soldes en compte courant (¥5 000 milliards), de manière à accroître nettement ses injections de liquidités dans le système. La croissance de la base monétaire s'est envolée ; le taux au jour le jour est resté pratiquement à zéro et les taux plus longs ont été ramenés à des niveaux quasiment nuls. L'économie n'en a pas moins continué à se

Face à la
détérioration
des perspectives
économiques
au Japon ...

... les conditions monétaires ont été assouplies à plusieurs reprises

dégrader au fil des mois. Les cours des actions ont chuté en milieu d'année et le ralentissement mondial a commencé à peser lourdement sur les exportations nippones. Le conseil de politique monétaire, de plus en plus conscient qu'un nouvel assouplissement pourrait être nécessaire, a fini par porter son objectif quantitatif à ¥6 000 milliards en août. La banque



centrale a également augmenté par étapes ses achats fermes d'obligations de l'État.

En septembre, après les attentats, la Banque du Japon a de nouveau desserré sa politique monétaire, craignant que les perturbations des marchés des capitaux ne compromettent l'action des mesures antérieures. Au lieu de relever officiellement l'objectif des soldes en compte courant, elle a annoncé qu'elle pourrait le dépasser en pratique, en injectant massivement des liquidités sur le marché. Parallèlement, elle a réduit son taux d'escompte et élargi l'accès à la facilité d'avances sur titres. La base monétaire a fortement augmenté par la suite, mais la croissance de la masse monétaire large est restée faible (graphique IV.3). La dépréciation du yen en fin d'année, en partie attribuable à l'assouplissement des conditions monétaires, a été assez limitée. En décembre, en effet, le cours de change effectif nominal était encore supérieur de 20 % au niveau de mi-1998. Néanmoins, cette dépréciation a été bénéfique, renforçant notamment les exportations, les bénéfices des entreprises dans certains secteurs et la valeur en yens des investissements à l'étranger.

La dépréciation du yen a procuré un répit ...

Une dégradation des conditions financières en fin d'année laissait présager une nouvelle diminution de l'activité. Le taux des faillites a augmenté, les primes sur obligations d'entreprises se sont élargies et, malgré la stabilisation globale des cours des actions, les valeurs bancaires ont chuté du fait de l'accumulation de prêts non productifs. De plus, le repli des prêts bancaires s'est accentué, mais cette évolution a été également due à la contraction de la demande de crédits, les entreprises réduisant leurs investissements en capital fixe et leur endettement. La Banque du Japon a ainsi été amenée à adopter officiellement un objectif bien plus élevé pour les comptes courants (¥10 000–15 000 milliards, alors que leur niveau atteignait déjà ¥9 000 milliards). Elle a, en outre, élargi la gamme des titres admis en garantie pour ses opérations, en vue d'améliorer le fonctionnement du marché et l'intermédiation.

... mais les conditions financières se sont dégradées dans l'ensemble

Début 2002, la baisse des prix à la consommation s'est accélérée alors que les perspectives économiques demeuraient incertaines et ce, malgré une croissance de la base monétaire avoisinant 30 % en rythme annuel. À l'approche de la clôture de l'exercice financier, la Banque du Japon a estimé nécessaire d'injecter encore davantage de liquidités sur le marché. Elle a donc adopté plusieurs autres mesures de détente, fin février, dont un nouveau relèvement du plafond des comptes courants.

Accélération de la déflation ...

... entraînant de nouvelles mesures de détente ...

Tout en opérant cet assouplissement l'an dernier, la Banque du Japon n'a cessé de rappeler qu'un réel progrès des réformes structurelles restait une condition préalable pour le redressement de la demande, la croissance et l'arrêt de la déflation. Elle a notamment mis l'accent sur la nécessité d'une avancée sur le problème, toujours plus présent, des prêts improductifs, même en risquant des dépôts de bilan. Elle s'est déclarée disposée à agir en qualité de prêteur en dernier ressort, au cas où l'ensemble du système connaîtrait des difficultés. L'autre solution, une relance de la demande par la voie budgétaire, était jugée moins praticable, compte tenu de l'alourdissement de la dette

... mais des réformes structurelles restent essentielles

nationale, et les autres options comportaient aussi des inconvénients (voir ci-après).

Pays à objectif d'inflation

Effets du ralentissement mondial sur les autres pays industriels

Durant la période analysée, les pays à objectif d'inflation explicite ont eu des expériences similaires mais nullement identiques. En règle générale, le ralentissement économique qu'ils ont subi était surtout attribuable à la faiblesse des grandes économies. Ils ont donc pu assouplir leur orientation au premier semestre 2001, d'autant que l'inflation restait proche de l'objectif fixé (graphique IV.4). L'ampleur du tassement conjoncturel et les perspectives d'inflation ont cependant beaucoup varié selon les pays. Ainsi, l'activité s'est effondrée au Canada, amenant la banque centrale, à l'instar de la Réserve fédérale, à abaisser rapidement les taux. Dans d'autres cas, Royaume-Uni, Australie et Nouvelle-Zélande, par exemple, elle est restée relativement robuste, sous l'effet d'une demande intérieure plus dynamique. Les taux directeurs y ont, néanmoins, été réduits devant la perspective d'une chute de la croissance au-dessous de son potentiel. La Banque d'Angleterre semblait spécialement bien placée pour prévenir un fléchissement brutal de l'activité, étant donné la bonne tenue des prix et la vigueur persistante de la monnaie. La Suède, où l'inflation a augmenté tout au long de l'année, présente une situation atypique, puisque la Riksbank s'est finalement résolue à resserrer sa politique monétaire fin juillet.

Le Canada a été le plus touché ...

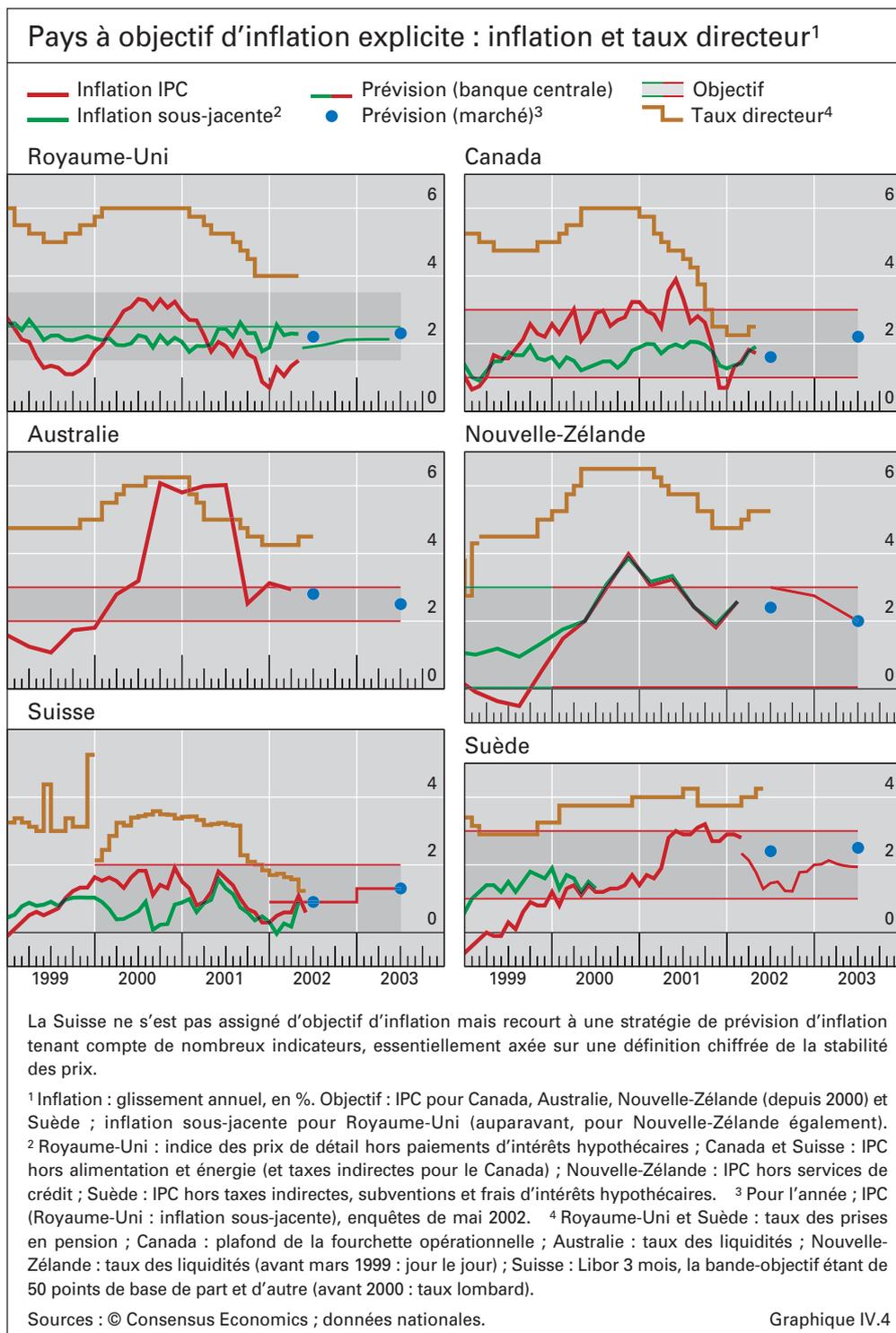
... mais la croissance est restée forte au Royaume-Uni et en Australie

Baisse générale des taux après les événements du 11 septembre

Un nouvel assouplissement général a immédiatement suivi les attentats aux États-Unis. Comme dans les trois grandes économies, le principal objectif des autorités était d'éviter un effondrement de la confiance des consommateurs et des entreprises, dans un climat déjà marqué par de profondes incertitudes. Diverses mesures ont été adoptées en dehors des séances régulières des comités de politique monétaire, telles que réductions des taux directeurs, dispositions spéciales pour la fourniture de liquidités et accords de swap avec la Réserve fédérale (voir précédemment). Seule exception, la Banque de Réserve d'Australie, qui a attendu jusqu'au début d'octobre pour desserrer sa politique monétaire. Par la suite, étant donné que la demande intérieure donnait, dans l'ensemble, des signes d'affaiblissement et que l'inflation sous-jacente restait proche de l'objectif, les taux directeurs ont été abaissés une nouvelle fois, fin 2001, dans la plupart des pays à objectif d'inflation.

Aggravation des déséquilibres sectoriels

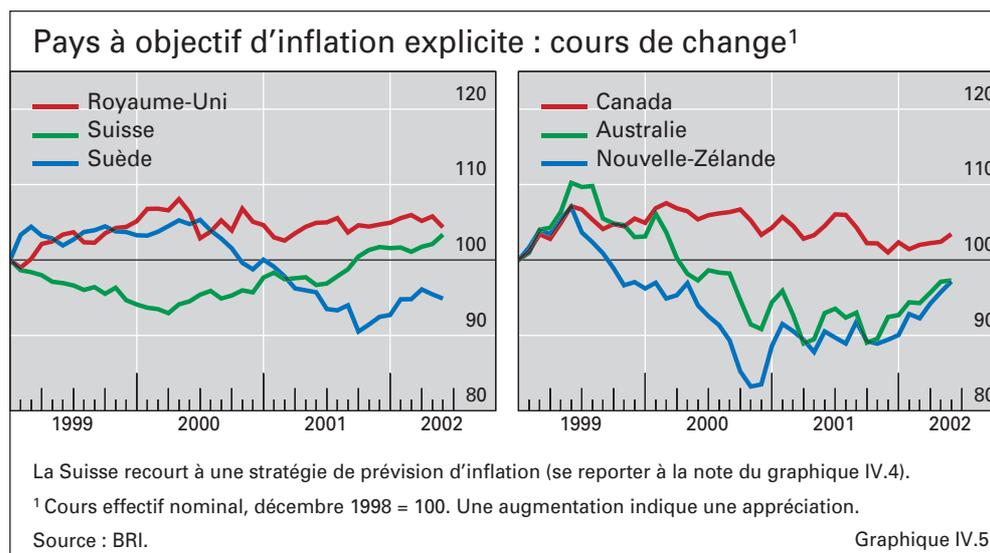
Destinée à stimuler la demande intérieure face à des débouchés externes médiocres, la détente monétaire risquait de créer des déséquilibres sectoriels ou de les aggraver, d'autant que la baisse des taux ne garantissait pas une dépréciation du change. Ce fut notamment le cas au Royaume-Uni où, en raison de la fermeté persistante de la livre (graphique IV.5), d'importants différentiels de croissance existaient depuis un certain temps entre secteurs tournés vers l'économie interne et industries exportatrices ou en concurrence avec les importations. Du reste, en abaissant les taux de 1,75 point de pourcentage, laissant ainsi le boum immobilier se poursuivre, la Banque



d'Angleterre semblait admettre qu'une croissance à deux vitesses valait mieux qu'une absence totale de croissance.

À une exception près, les taux directeurs sont restés stables pendant les deux premiers mois de 2002 dans les pays à objectif d'inflation. Seule la Banque du Canada a de nouveau minoré son taux-objectif. En mars, devant l'accumulation de signes annonçant la fin du ralentissement, dans ces pays comme ailleurs, une inversion du cycle monétaire paraissait envisageable. À la fin du mois, la Riksbank et la Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande

Inversion du cycle des taux directeurs



ont été les premières à relever encore les taux : les tensions inflationnistes se renforçaient déjà et, en Suède, l'inflation dépassait même l'objectif officiel. La Banque du Canada et la Banque de Réserve d'Australie ont également durci leur politique monétaire, respectivement en avril et mai, face à une croissance d'une vigueur surprenante. La Banque nationale suisse, craignant que l'appréciation du franc ne freine la reprise économique, a, en revanche, abaissé son taux-objectif d'un demi-point, début mai.

L'amorce d'une phase de tension générale des taux n'allait pas sans susciter des interrogations sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire, compte tenu de la situation financière des agents. La dette des ménages et des entreprises, surtout au Royaume-Uni, était anormalement élevée ; les prix de l'immobilier résidentiel semblaient surévalués dans nombre de pays (chapitre VII) et, au Royaume-Uni, le déficit des paiements courants s'était aggravé. Une forte hausse des taux d'intérêt, en alourdissant la charge de la dette pour les ménages et les entreprises, pouvait entraîner un retournement des prix dans l'immobilier.

Défis plus complexes pour la politique monétaire ?

Ces dix dernières années, le monde est entré dans une période d'inflation faible et relativement stable. La détermination des banques centrales à lutter contre l'inflation et la crédibilité qu'elles se sont forgée n'y ont assurément pas été étrangères. Les politiques visant à améliorer le potentiel de production, tant dans les économies industrielles qu'émergentes, ont également joué un rôle.

Parfois considéré maintenant comme naturel, le nouvel environnement offre des avantages dont on ne saurait trop se féliciter. Il pose, en particulier, les fondements d'une croissance plus durable et plus régulière de l'économie mondiale. Il a contribué à atténuer nettement les distorsions qu'une inflation forte et variable introduisait dans l'allocation des ressources. Il a, en outre, largement accru la marge de manœuvre des banques centrales, dont la crédibilité, par exemple, a réduit l'éventualité de coûteuses tensions sur les

Avec le nouvel environnement économique ...

prix à travers les hausses salariales. Grâce à lui, enfin, les banques centrales ne risquent plus de stopper prématurément l'expansion économique en luttant contre une flambée d'inflation.

Dans le même temps, comme le montrent les sections précédentes, cette période a comporté plusieurs défis pour les banques centrales. D'abord, suite à la libéralisation financière, il leur a fallu, en règle générale, chercher les moyens d'intégrer dans leur schéma d'action monétaire l'alternance de hausses et baisses très marquées des prix des actifs, souvent associée à des variations similaires du crédit. Les conséquences de ces cycles ont été particulièrement prononcées au Japon et dans d'autres pays de l'Est asiatique. Le deuxième défi, non sans rapport avec le premier, a consisté à faire face aux incertitudes entourant les améliorations potentielles de l'offre, liées surtout aux nouvelles technologies de l'information, évolution dont les répercussions ont été très inégales selon les pays. Plus récemment, les banques centrales ont été confrontées à un ralentissement inattendu et brutal de l'activité, déclenché par un phénomène inhabituel : la fin du boum de l'investissement.

L'analyse qui suit s'efforce donc de tirer les leçons de l'expérience récente, afin d'évaluer les défis particuliers pour les banques centrales dans l'environnement actuel, caractérisé par la faiblesse de l'inflation, la crédibilité dont bénéficie manifestement leur détermination à lutter contre la hausse des prix, ainsi que par la libéralisation des marchés financiers. Elle examine, notamment, de quelle manière la dynamique économique aurait changé, ce qui pourrait modifier les propriétés de divers indicateurs de forces inflationnistes et déflationnistes et influencer, peut-être de façon inattendue, le réglage de la politique monétaire. La principale difficulté est que, comme les anticipations s'ancrent de plus en plus autour de faibles niveaux d'inflation, les déséquilibres sous-jacents entre demande et offre peuvent désormais tarder à se répercuter sur les prix. Aussi le choix du moment et de l'ampleur d'un resserrement en phase d'essor économique – ou d'un assouplissement dans la situation inverse – est-il entouré d'une plus grande incertitude et s'avère, à divers égards, plus délicat. Enfin, le seuil infranchissable du zéro pour les taux nominaux pourrait créer des difficultés spécifiques pour la politique monétaire.

... les défis deviennent plus complexes

Identification des forces inflationnistes et déflationnistes

Les déséquilibres sous-jacents entre demande et offre peuvent, désormais, mettre plus de temps à agir sur l'inflation, en raison des changements structurels dans le processus de formation des salaires et des prix. Premièrement, la volonté exprimée par les banques centrales de lutter contre l'inflation et le renforcement simultané de leur crédibilité paraissent avoir, dans ce domaine, davantage ancré les anticipations autour d'objectifs explicites ou implicites. Deuxième facteur, lié au premier, les répercussions des variations de change sur les prix semblent s'être atténuées (chapitre II). Troisièmement, la faiblesse et la stabilité de l'inflation incitent les entreprises et leur main-d'œuvre à modifier les prix et les salaires moins souvent que par le passé, ce qui favorise les contrats à long terme. Enfin, la

Les déséquilibres peuvent tarder à se manifester ...

mondialisation a entraîné un accroissement des pressions concurrentielles et une réduction du pouvoir de marché des entreprises. Chacun de ces facteurs laisse penser que l'inflation s'est désormais stabilisée à un bas niveau et pourrait, sur le court terme, montrer une moindre sensibilité à une demande excessive.

... notamment en phase d'expansion de l'investissement ...

Identifier ces déséquilibres sous-jacents peut s'avérer, assez paradoxalement, plus difficile dans un contexte de gains de productivité et d'essor de l'investissement car, pour un temps au moins, des cycles vertueux sont susceptibles d'apparaître. En effet, les gains de productivité aident à atténuer l'inflation, ce qui renforce la crédibilité de la politique monétaire et ancre les anticipations. Un meilleur comportement des prix peut, à son tour, permettre aux taux d'intérêt et au coût du capital de rester faibles ; en conséquence, les bénéfices et les prix des actifs grimpent, entraînant une accélération supplémentaire du crédit et de l'investissement et, partant, de nouveaux gains de productivité. Certains aspects de cette chaîne vertueuse ont été observés dans nombre de pays pendant la dernière phase d'expansion. La principale difficulté est de distinguer, parmi les gains de productivité, ceux qui sont durables de ceux qui sont associés à un niveau d'investissement excessif et à des anticipations de bénéfices irréalistes.

... modifiant l'appréciation des risques par les autorités monétaires

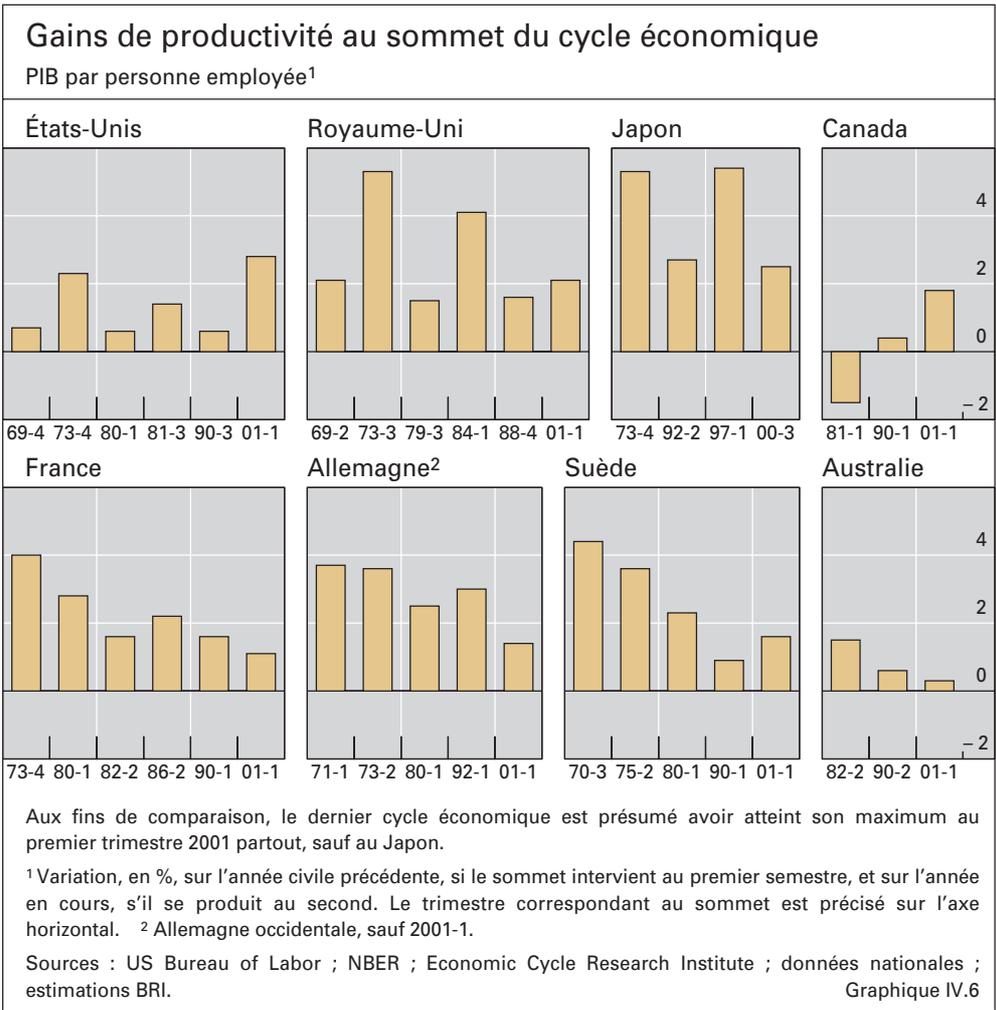
Les expansions économiques de ce type peuvent modifier de manière complexe l'appréciation des risques par les autorités monétaires. D'un côté, une poussée d'inflation pourrait finir par se manifester, scénario classique. D'un autre, et c'est l'évolution la plus probable, la phase d'essor peut s'essouffler sous l'effet du ralentissement de la demande et du tassement des bénéfices, avant qu'un resserrement prononcé ne s'impose pour enrayer un accès d'inflation. Comme celle-ci est faible, au départ, une déflation pourrait même s'ensuivre ; cela dépend de la nature et de la gravité des déséquilibres accumulés pendant la période de haute conjoncture.

Les incertitudes entourant les gains de productivité ...

La réaction moins visible de l'inflation aux pressions de la demande et les améliorations potentielles du côté de l'offre peuvent donc brouiller l'information tirée des indicateurs couramment utilisés pour la conduite de la politique monétaire. En particulier, les estimations des variables traditionnelles, telles que l'écart de PIB, risquent, dans ces conditions, de comporter une incertitude plus importante que d'ordinaire. De même, beaucoup de temps sera peut-être nécessaire pour déterminer avec certitude si les gains de productivité observés sont de nature cyclique ou structurelle et s'ils traduisent une accélération ponctuelle de la productivité ou une modification de son rythme de croissance.

... brouillent les estimations de l'écart de PIB ...

Le débat sur le caractère et l'incidence différenciée, d'un pays à l'autre, des gains de productivité liés aux nouvelles technologies de l'information (TI) donne toute la mesure des défis à relever par les autorités monétaires. Il a fallu beaucoup de temps aux États-Unis pour bien évaluer la nature et la viabilité de ces gains. Le rythme élevé de la hausse de la productivité au sommet du cycle et, surtout, sa bonne tenue pendant le ralentissement de courte durée ont constitué des éléments essentiels d'appréciation (graphique IV.6). Des difficultés semblables ont été rencontrées ailleurs. Cependant, à de rares exceptions près, les signes tangibles tant attendus de



gains de productivité inhabituels ne se sont pas manifestés, alors que les innovations liées aux TI ont souvent été largement appliquées. Les évaluations dans ce domaine étaient rendues plus complexes, et le sont encore, par des critères méthodologiques et des spécificités structurelles locales. En Europe, par exemple, les différences de méthodes statistiques et les politiques de soutien de l'emploi peuvent occulter en partie les gains de productivité sous-jacents. Par ailleurs, l'expérience des économies plongées dans une grave récession après un essor prolongé tiré par l'investissement, Japon et autres pays de l'Est asiatique par exemple, laisse penser que l'évaluation du potentiel de croissance à long terme n'est peut-être pas fiable : les estimations initiales, élevées en phase d'expansion, ont dû, dans toutes ces économies, être sensiblement révisées en baisse après la crise.

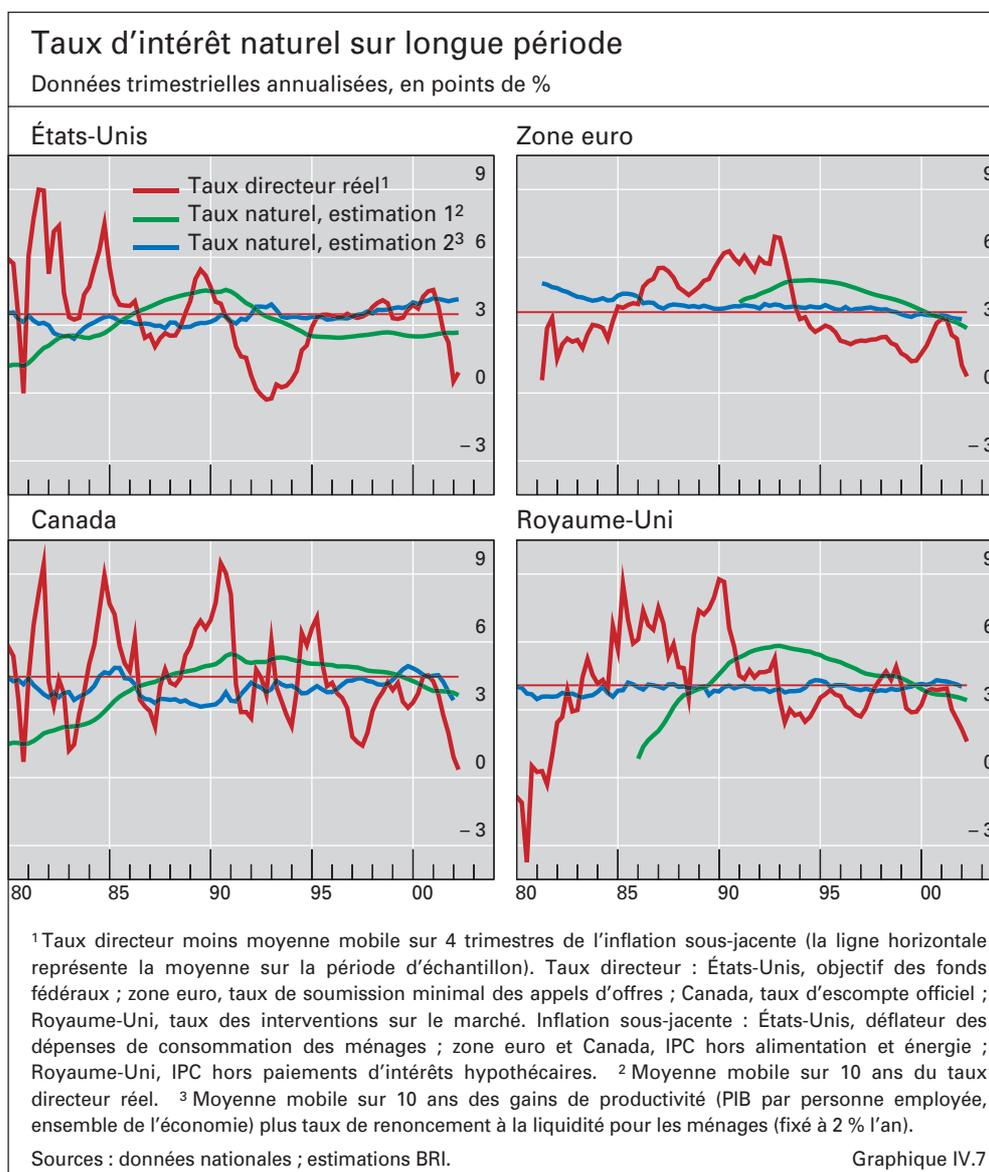
Des incertitudes semblables concernent un autre indicateur qui revêt de plus en plus d'importance : le taux d'intérêt naturel, défini couramment comme le taux d'intérêt réel à court terme correspondant à une croissance non inflationniste durable. Lorsque le taux d'intérêt réel constaté ex ante est inférieur (supérieur) au taux naturel, la politique monétaire est jugée expansionniste (restrictive). Puisque ce taux peut varier au cours du cycle en réponse à divers événements inattendus difficiles à identifier avec précision, il peut être parfois plus aisé d'estimer sa valeur moyenne (en

... et le taux d'intérêt naturel

longue durée), qui sert alors de référence pour l'orientation monétaire à horizon éloigné. L'une des façons de calculer cette moyenne consiste à utiliser les données sur l'économie réelle, dans la mesure où, sur longue période, le taux naturel varie nécessairement en fonction des gains de productivité. Par exemple, les estimations de ces gains, en moyenne mobile, montrent que le taux naturel a légèrement augmenté dans les années 90 aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Canada et qu'il a baissé dans la zone euro (graphique IV.7). Mais cette méthodologie est soumise aux mêmes incertitudes que toutes les estimations des gains de productivité tendanciels. Une autre formule consiste à prendre la moyenne des taux courts réels observés a posteriori ; elle pourrait, cependant, se révéler peu fiable si des écarts persistaient entre inflation attendue et inflation effective sur la période de référence.

Un rôle pour les indicateurs de déséquilibres financiers ?

Il pourrait donc être utile d'accorder davantage de poids à d'autres indicateurs capables de signaler des décalages sous-jacents entre demande et offre. Ceux qui retracent l'accumulation des déséquilibres financiers



semblent, à cet égard, tout indiqués. L'expérience des dix dernières années montre notamment qu'un accroissement exceptionnellement rapide et simultané du crédit et des prix des actifs prélude à une phase d'expansion insoutenable, dans la mesure où il va généralement de pair avec une perception insuffisante du risque et une accumulation excessive de capital (chapitre VII). Les distorsions qui en découlent dans les bilans et les décisions d'investissement peuvent, à leur tour, rendre l'économie plus sensible à un ralentissement de l'activité et entraîner des difficultés financières. D'importants afflux de capitaux et des tensions sur le cours de change accompagnent souvent les symptômes précédents ; tel est le cas dans les économies de l'Est asiatique. Une progression rapide d'autres agrégats quantitatifs, masse monétaire dans sa définition large, par exemple, peut également apporter une information complémentaire.

Cela étant, tout jugement d'ensemble sur les déséquilibres financiers exige quelque prudence (chapitre VII). Premièrement, pour qualifier d'« excessives » la croissance du crédit et les hausses des prix des actifs, il importe de déterminer leur caractère soutenable. L'expérience peut s'avérer utile à cet égard, mais, fondamentalement, l'exercice revient à évaluer la viabilité des gains de productivité sur le long terme. Deuxièmement, pour se forger une opinion, il convient d'analyser soigneusement un large éventail de facteurs : ensemble des prix des actifs (actions, immobilier commercial et immobilier résidentiel), répartition sectorielle du crédit et, pour finir, solidité des établissements financiers. Troisièmement, le comportement de certains éléments peut être également dû à des facteurs sans lien avec une demande excédentaire sous-jacente. Par exemple, l'accentuation notable de l'écart monétaire réel dans la zone euro, l'année dernière (graphique IV.2), qui aurait pu, en principe, être interprétée comme le signe d'un accroissement important des déséquilibres monétaires, était en grande partie imputable à des facteurs particuliers, dont un report sur les actifs liquides après les attentats aux États-Unis.

Resserrement monétaire : choix du moment

En l'absence de signes manifestes de tensions inflationnistes, comment la politique monétaire peut-elle être suffisamment préventive en période de forte croissance ? La question n'aurait guère d'importance si la stabilité des prix augmentait la marge de manœuvre des autorités et si, dans le nouvel environnement, le mécanisme de transmission agissait avec un délai plus court. Ces aspects sont examinés successivement.

Les améliorations du côté de l'offre sont parfois malaisées à évaluer par les autorités monétaires. En cas d'accélération permanente des gains de productivité, le taux d'intérêt naturel croît durablement (graphique IV.7), ce qui amène la banque centrale, toutes choses égales par ailleurs, à relever les taux nominaux pour éviter un essor excessif de l'activité. Or, si l'augmentation de la production potentielle exerce, dans un premier temps, de fortes pressions à la baisse sur les prix, il peut être souhaitable à bref délai de réduire les taux d'intérêt. Dans ces conditions, le choix du moment et de l'ampleur convenables des modifications de la politique monétaire peut

Plusieurs aspects délicats :

réagir aux améliorations du côté de l'offre ...

s'avérer délicat, surtout en présence d'incertitudes sur le caractère durable ou temporaire de l'évolution des gains de productivité.

... tenir compte des considérations de politique économique ...

Même dans les cas où les banques centrales parviennent à identifier correctement l'accumulation d'une demande excédentaire sous-jacente en l'absence de toute hausse de l'indice de référence pour l'inflation, elles peuvent avoir du mal à durcir leur orientation pour des considérations de politique économique. Malgré l'indépendance accrue dont elles bénéficient le plus souvent, elles auront peut-être des difficultés à majorer les taux si l'objectif déclaré de la politique monétaire – inflation faible et stable – a, en fait, été atteint.

... et des disparités sectorielles

La situation est rendue encore plus complexe, comme cela s'est déjà produit par le passé, par d'amples écarts d'évolution entre secteurs réagissant différemment, de surcroît, à l'impulsion des taux directeurs. Dans ces conditions, l'orientation monétaire ne saurait répondre simultanément à des besoins sectoriels divergents. On en veut pour preuve la croissance relativement rapide du secteur des biens de haute technologie, qui a sans doute été plus sensible à la variation des cours des actions qu'à celle des taux longs, en raison de sa structure de financement. Quant aux secteurs moins avancés dans l'usage de ces technologies, ils ne manqueront pas d'exercer des pressions sur les autorités pour éviter un relèvement des taux ; c'est ce qui est arrivé au Royaume-Uni ces dernières années.

Devant des situations à certains égards semblables, la Banque du Japon et la Réserve fédérale ...

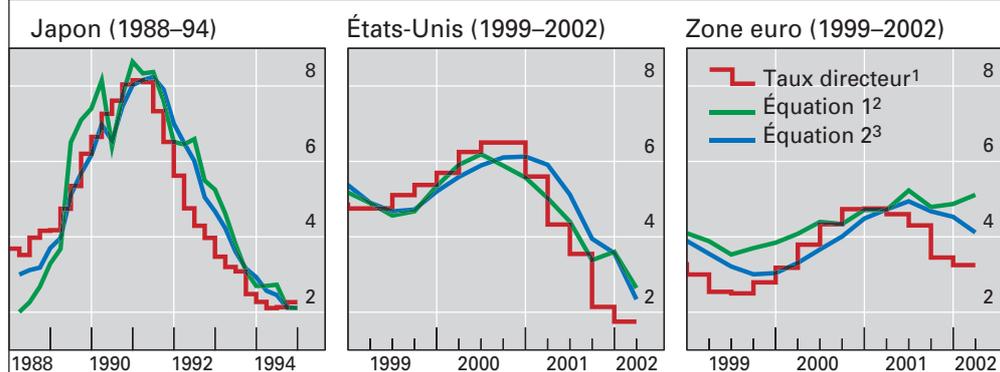
La situation du Japon à la fin des années 80 illustre bien toutes les questions que soulève un durcissement monétaire. Face à d'amples gains de productivité, une nette augmentation des prix des actifs et une faible inflation, la Banque du Japon a estimé en toute objectivité qu'il lui était très difficile de resserrer les taux alors que les déséquilibres s'accroissaient. Du reste, de vives pressions ont été exercées sur la banque centrale, y compris par la communauté internationale, pour qu'elle maintienne ses taux d'intérêt à de bas niveaux. Dans un environnement bien différent, la Réserve fédérale a été confrontée à une situation semblable au cours du dernier cycle économique. Les autorités, jugeant alors que les perspectives de croissance à long terme s'étaient améliorées et que le système financier était fondamentalement sain, ont renoncé, dans un premier temps, à durcir fortement leur orientation, pour relever plus largement les taux directeurs par la suite, quand elles ont estimé insoutenable le rythme de l'expansion. Mais la nécessité apparente d'un resserrement monétaire était tempérée par le fait que l'inflation était en réalité restée relativement modérée.

... ont pris des mesures similaires ...

Rétrospectivement, d'aucuns soutiennent qu'un resserrement monétaire précoce au Japon aurait pu limiter l'accumulation de capital improductif, moins exposer les banques et atténuer le tassement conjoncturel ultérieur. Mais, en temps réel, la définition et la mise en œuvre des actions adéquates constituent une tâche particulièrement ardue. En fait, à en juger par les équations – fondées sur l'écart de PIB et le comportement des prix – couramment utilisées pour décrire l'action des banques centrales, l'orientation monétaire de ce pays ne s'écartait guère de la pratique antérieure (graphique IV.8). Des indicateurs retraçant les déséquilibres financiers et les distorsions qu'ils provoquent sur les décisions d'investissement auraient pu

Taux directeur et équations de politique monétaire

Données trimestrielles annualisées, en points de %



¹ Japon : jour le jour ; États-Unis : objectif des fonds fédéraux ; zone euro : taux de soumission minimal des appels d'offres. ² Équation 1 = $r + \pi_t + 0,5 (\pi_t - \pi^*) + 0,5 Y_t$, où π_t représente l'inflation sous-jacente, Y_t l'écart de PIB, $r = 3\%$ et $\pi^* = 2\%$. ³ Équation 2 = $0,4$ (équation 1) + $0,6 R_{t-1}$, où R_{t-1} correspond au taux directeur avec décalage d'un trimestre.

Sources : données nationales ; calculs BRI.

Graphique IV.8

aider à la formulation de la politique. La situation beaucoup plus favorable des États-Unis jusqu'à ce jour (graphique) illustre la complexité de l'évaluation et de la correction de ces déséquilibres financiers. Dans ce pays, en effet, malgré des mesures de politique monétaire globalement similaires et un contexte à certains égards comparable, la récession qui a suivi a été nettement plus modérée. Grâce à l'absence de déséquilibres des prix dans l'immobilier commercial, à la dispersion du risque par le biais des marchés financiers et à la plus grande solidité du système bancaire, l'économie a mieux résisté au ralentissement brutal de l'activité (chapitre VII).

... mais avec des résultats différents

Ces difficultés seraient cependant moins préoccupantes si, dans le nouvel environnement, les autorités monétaires – comme cela semble plausible – devaient avoir une orientation moins préventive. Tout d'abord, puisque les anticipations d'inflation sont mieux ancrées, les banques centrales ont davantage de temps pour évaluer les conditions économiques avant d'agir, sans risquer de voir apparaître une flambée des prix. Certes, cette marge de manœuvre élargie n'existe que si les déséquilibres ne s'aggravent pas, ce qui exigerait ultérieurement des mesures correctrices plus coûteuses. Ensuite, le délai de transmission des impulsions monétaires à la demande globale semble s'être réduit à la faveur des progrès technologiques et de l'évolution des marchés financiers. L'expérience des États-Unis en témoigne. L'adoption de la gestion des stocks en flux tendu montre, entre autres exemples, comment les décisions en matière de dépenses peuvent désormais s'adapter plus vite à l'évolution des conditions économiques. En outre, la présence accrue des ménages sur les marchés des actions a peut-être intensifié l'effet de richesse sur la consommation (chapitre II).

Il semble moins important d'agir de manière préventive

Détente monétaire : choix du moment

Face à ce problème d'évaluation des déséquilibres entre offre et demande, les décisions d'assouplissement monétaire rencontrent les mêmes difficultés que

les mesures de resserrement. S’y ajoutent d’autres questions, dues à certaines dissymétries qui peuvent influencer la dynamique de l’économie.

Absence d’efficacité

Premièrement, la nature de la phase d’expansion précédente, selon le degré et l’étendue des déséquilibres accumulés, peut limiter l’efficacité de la détente. Comme le montre l’évolution depuis le début des années 90, un surinvestissement en capital et, peut-être, des tensions financières peuvent représenter de sérieux obstacles. En pareil cas, l’assouplissement influence principalement les composantes de la demande ne présentant pas les plus graves déséquilibres. Ainsi, les baisses de taux n’ont guère réussi à enrayer le repli prononcé des dépenses d’investissement pendant le ralentissement de l’an dernier, alors que la croissance de la consommation est restée forte, les ménages profitant des meilleures conditions de financement (ci-avant et chapitre II).

Contraintes liées au seuil du taux zéro

La deuxième difficulté tient au fait que les taux d’intérêt nominaux ne peuvent pas descendre au-dessous de zéro, ce qui soulève deux questions. Tout d’abord, quelle orientation adopter lorsque les taux s’approchent du seuil zéro, risquant de limiter les options de la politique monétaire ? Le cas s’est presque présenté, l’an dernier, où les taux courts ont avoisiné des minimums historiques, par exemple aux États-Unis. L’autre question concerne la conduite à suivre quand le seuil zéro a été atteint, comme au Japon.

Deux approches :

celle des « petits pas » ...

... ou une action énergique

Il existe au moins deux approches opposées sur la manière de desserrer les taux lorsque le seuil zéro devient un sujet de préoccupation pour la politique monétaire. La première préconise un assouplissement progressif (par « petits pas »). Cette approche prudente permet aux autorités de conserver une marge au cas où la demande ne réagirait pas d’emblée. La seconde prône une détente vigoureuse pour stimuler rapidement la demande. Dans ce cas, les autorités, peu soucieuses de lissage, réagissent vigoureusement aux évolutions en cours et attendues, pour éviter un ralentissement prolongé et réduire ainsi le risque d’être confrontées à la contrainte du taux zéro.

S’il est généralement souhaitable que la stratégie monétaire observe une progressivité, une politique plus offensive peut aussi présenter certains avantages lorsque le risque d’atteindre le seuil zéro devient tangible. En temps normal, l’approche graduelle peut se révéler efficace dans la mesure où, en inscrivant les modifications de taux dans la continuité, elle induit des anticipations de changements plus durables de la politique monétaire. Elle aura ainsi une influence notable sur les rendements obligataires longs – plus importants, semble-t-il, pour les décisions de dépense dans nombre de pays (en particulier en Europe) – et favorisera simultanément la stabilité financière en réduisant la variabilité des taux courts. Cependant, lorsque les taux directs s’approchent de zéro, une réaction plus vigoureuse, mais maîtrisée, aux conditions économiques peut exercer un effet immédiat plus marqué sur la demande, notamment en renforçant la confiance et la situation financière des entreprises. Pour ces mêmes raisons, elle pourrait limiter d’entrée de jeu le risque d’atteindre un tel seuil.

Les banques centrales semblent, à cet égard, avoir des préférences différentes. La Banque du Japon, en particulier, a parfois été critiquée pour

avoir abaissé trop prudemment les taux après la chute initiale des prix des actifs au début des années 90. La Réserve fédérale, en revanche, donne le sentiment général d'adopter le plus souvent une détente beaucoup plus marquée, comme ces derniers temps mais aussi à l'automne 1998, en pleine tourmente financière. La BCE, pour sa part, passe pour occuper une position intermédiaire.

Des différences de stratégie existent sans doute, mais elles ne doivent pas être surestimées, comme le montrent les équations représentatives de la politique monétaire (graphique IV.8). Par référence à l'évolution de la production et de l'inflation, le contraste entre les stratégies des trois banques centrales semble moins apparent dans la période qui a immédiatement suivi le ralentissement. Par ailleurs, un contexte dissemblable peut obscurcir la comparaison. En particulier, la nécessité de restaurer la confiance après les événements du 11 septembre 2001 a certainement joué un rôle dans la phase la plus récente.

L'expérience du Japon, où la banque centrale rencontre de grosses difficultés pour relancer l'économie, montre qu'il importe de ne pas atteindre le seuil zéro. Avec des taux courts pratiquement nuls, ses choix se sont sérieusement réduits. En premier lieu, l'institut d'émission a injecté des liquidités supplémentaires dans l'économie par une expansion quantitative des réserves des banques. Cependant, comme décrit ci-avant, cette politique ne semble guère avoir réussi jusqu'à présent à faire redémarrer la demande. Une deuxième possibilité, également utilisée plus récemment par la banque centrale, consiste à accroître les achats fermes de titres de l'État. Mais une telle politique ne peut avoir qu'un impact limité si les taux longs sont déjà très bas. La banque centrale pourrait aussi acquérir d'autres actifs internes : titres de dette des entreprises, actions ou actifs immobiliers, ce qui, dans chaque cas, serait de nature à dynamiser des marchés des actifs déprimés. Mais la détention de ces actifs impliquerait directement la banque centrale dans l'intermédiation du risque de crédit, l'exposerait à des pertes financières et, en fin de compte, amènerait à s'interroger sur son indépendance.

Une autre possibilité a focalisé l'attention : stimuler l'activité économique par une dépréciation du change. La banque centrale ou le gouvernement pourraient faire baisser la valeur externe de la monnaie par des déclarations, des interventions massives ou une fixation du cours de change à un niveau plus bas. Mais cette formule, aussi, a ses inconvénients. Si la dévalorisation récente du yen a eu des effets positifs, ne serait-ce qu'en améliorant la rentabilité du secteur des exportations, les avantages globaux, en termes de production et de prix, sont limités en raison de la nature relativement fermée de l'économie. De plus, l'efficacité d'une dépréciation pourrait n'être que temporaire si les autres pays ripostaient par des moyens similaires.

Il est clair que, une fois le seuil zéro atteint, la politique monétaire voit son efficacité nettement limitée. Pour porter ses fruits, il lui faut, au préalable, être appuyée par les politiques macroéconomiques et microéconomiques. Dans le cas du Japon, en particulier, comme le souligne la banque centrale, des réformes structurelles s'imposent, notamment la restructuration du secteur financier et des entreprises.

Comparaison
des réactions des
banques centrales

Autres
possibilités ...

... notamment
dépréciation
de la monnaie

Des questions particulières se posent, également, lorsque les taux d'intérêt doivent être finalement portés à des niveaux plus normaux, après avoir été maintenus à zéro – ou, de manière générale, à un niveau très bas – pendant une longue période. Un resserrement non anticipé peut alors entraîner des tensions au sein du système financier. Ce pourrait être le cas lorsque, comptant sur la persistance de conditions avantageuses, les opérateurs se sont endettés. Ainsi, la vive remontée des taux longs aux États-Unis en 1994 est parfois attribuée, en partie, à une situation de ce type. Dans de telles circonstances, les banques centrales auraient avantage à préparer les marchés au relèvement des taux (voir ci-avant).

Résumé

En conclusion, la maîtrise de l'inflation, aujourd'hui devenue réalité, constitue un succès majeur. Elle a jeté les fondements d'une amélioration durable de l'économie mondiale et conféré aux autorités monétaires une plus grande marge de manœuvre. L'environnement actuel n'est toutefois pas exempt de défis, de nature certainement plus complexe que les problèmes que posait précédemment la lutte contre des hausses de prix à la fois fortes et instables. Les banques centrales doivent donc rester extrêmement vigilantes.

Le principal risque, dans ce nouveau contexte, est que des mesures préventives soient désormais plus difficiles à prendre, en raison de la modification de la dynamique économique et de considérations de politique économique. En particulier, et de manière assez paradoxale, comme les anticipations sont solidement ancrées à un faible niveau d'inflation et s'appuient sur la crédibilité des banques centrales, les déséquilibres sous-jacents entre demande et offre peuvent mettre plus de temps à agir sur les prix. Dans ces conditions, il serait peut-être utile, pour définir l'orientation monétaire, d'accorder plus d'attention aux indicateurs de déséquilibres financiers, notamment à l'augmentation exceptionnellement rapide et simultanée du crédit et des prix des actifs, révélatrice de ces déséquilibres. Une analyse beaucoup plus approfondie s'impose toutefois pour comprendre la dynamique de l'économie dans ce nouvel environnement et en tirer des conclusions applicables à la conduite de la politique monétaire.

V. Marchés des changes

Faits saillants

Sur les marchés des changes, l'année 2001 et le début de 2002 ont été marqués par la fermeté persistante du dollar EU et la faiblesse du yen. L'euro a généralement fluctué dans une fourchette relativement étroite vis-à-vis du dollar, son cours effectif nominal restant stable dans l'ensemble. En avril et mai 2002, la monnaie américaine s'est toutefois sensiblement repliée face à l'euro et au yen.

Comme les années précédentes, les fluctuations entre les principales devises paraissent avoir été essentiellement guidées par les perspectives comparées de résultats dans les grandes zones économiques, qui ont orienté les flux de portefeuille et d'investissement direct étranger (IDE). Même si les décisions de politique monétaire et les écarts de taux d'intérêt ont aussi semblé influencer sur le change, cette incidence s'est surtout exercée par le biais des anticipations de croissance. Ce schéma contraste fortement avec celui des années 80 et de la majeure partie de la dernière décennie, où le dollar avait tendance à s'apprécier quand les écarts de taux d'intérêt se creusaient à l'avantage des États-Unis. Le yen s'est affaibli, le secteur financier japonais apparaissant plus vulnérable et les autorités monétaires luttant pour relancer la demande intérieure avec des taux directeurs déjà à zéro.

Sur les autres marchés des changes, la livre sterling et le franc suisse ont continué de se raffermir, causant quelques préoccupations aux responsables de la politique monétaire, illustrées par la décision de la Banque nationale suisse de réduire son taux officiel en mai 2002. La couronne suédoise a notablement fléchi jusqu'en octobre 2001, pour remonter ensuite vis-à-vis de l'euro et du dollar. Le dollar canadien a inscrit de nouveaux creux historiques puis s'est légèrement repris, alors que les dollars australien et néo-zélandais se sont redressés en présence d'une forte croissance intérieure.

Un certain nombre de monnaies d'économies émergentes n'ont cessé de se déprécier par rapport au dollar, dans un contexte de contraction de la demande mondiale. La plupart des marchés des changes sont toutefois restés relativement stables. Bien que le real brésilien et le rand sud-africain aient été affectés, courant 2001, par la profonde dégradation de la situation en Argentine, les répercussions ont finalement été limitées, après l'éclatement de la crise en décembre. L'explication tient au fait que, ces dernières années, diverses économies émergentes ont opté pour une plus grande flexibilité de change, incluant souvent l'adoption d'un objectif d'inflation comme élément central de leur stratégie. S'il se peut que le rôle du change en tant qu'objectif explicite ait perdu tout ou partie de son importance, les considérations de

change n'en continuent pas moins d'occuper une place significative dans la formulation de la politique.

Dollar, yen et euro

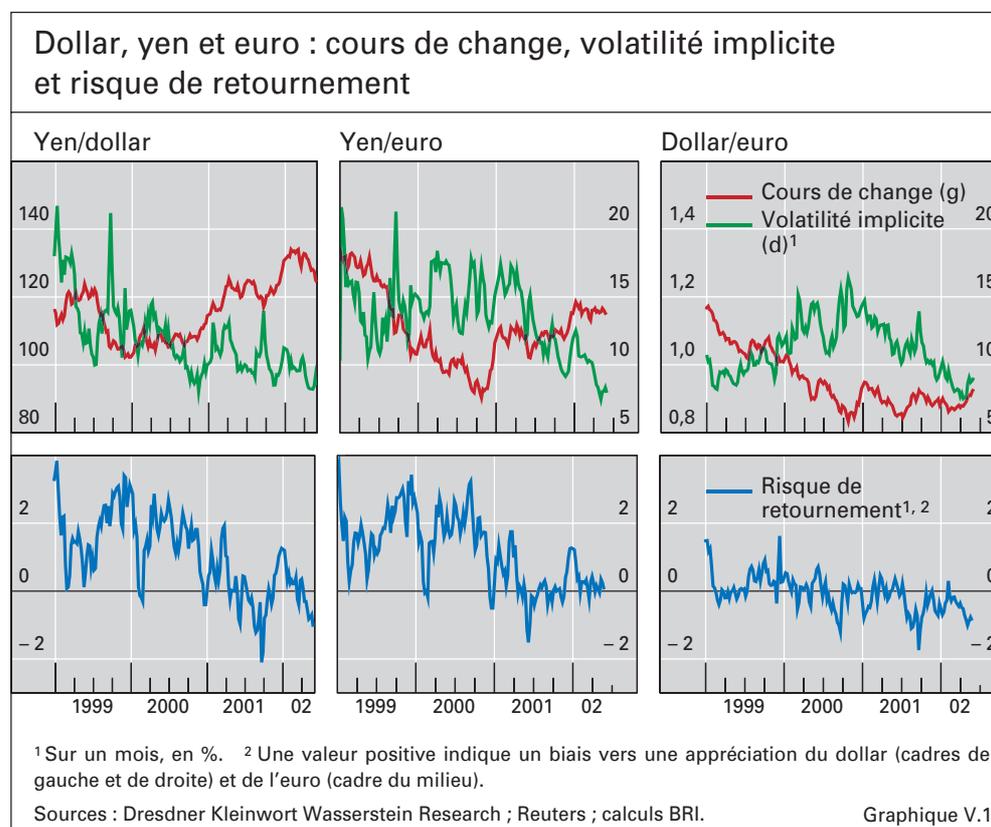
Principaux développements

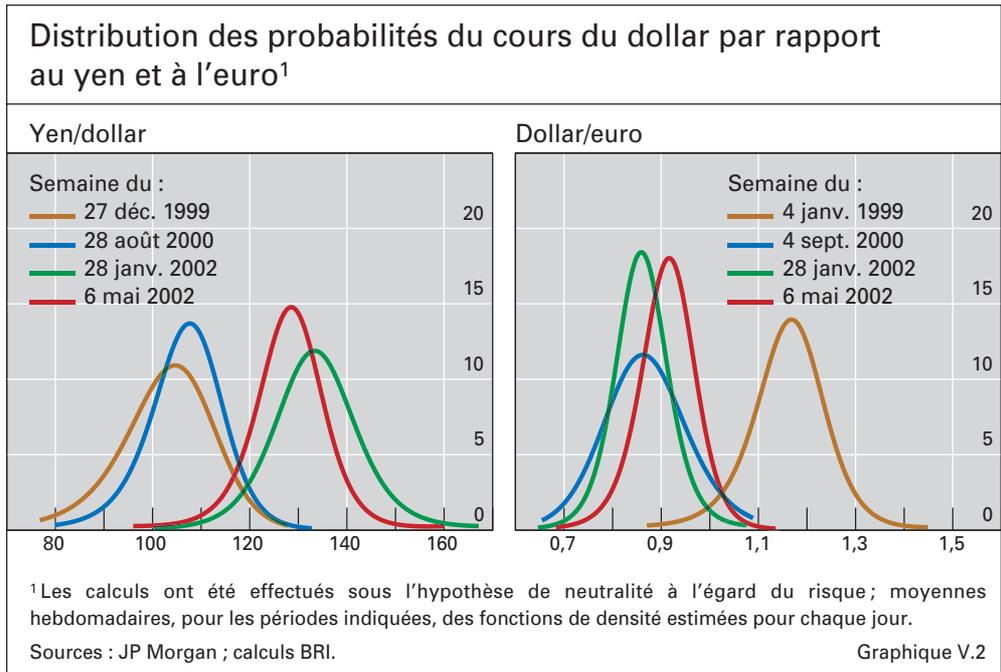
Vigueur du dollar ...

Durant la majeure partie de la période considérée, la vigueur persistante du dollar a constitué l'un des éléments dominants. Entre janvier 2001 et mars 2002, il a gagné 8 % en termes effectifs nominaux, atteignant son plus haut niveau depuis l'automne 1985. Les pressions à la baisse provoquées par les événements du 11 septembre n'ont été que très temporaires. En avril et mai 2002, il a cependant montré des signes d'affaiblissement.

... faiblesse du yen ...

Contrairement aux années antérieures, la faiblesse du yen a constitué un autre fait marquant. Son cours effectif nominal a perdu environ 8 % entre janvier 2001 et mars 2002. Alors qu'il s'était renforcé en 1999 et s'inscrivait le plus souvent en 2000 dans la fourchette ¥105–110 à l'égard du dollar, il a chuté en 2001 et début 2002 à des niveaux proches de ¥135 (graphique V.1). Il s'est également déprécié face à l'euro, revenant de ¥108 à ¥118. Les informations fournies par les options à un mois yen/dollar mettent en évidence une rupture significative, entre 2000 et 2001, dans la nature des anticipations de marché vis-à-vis du yen. Courant 2000, les attentes des opérateurs sur le cours yen/dollar à un mois étaient globalement stables (graphique V.2) et les risques entre un fort redressement ou un fort recul de la monnaie japonaise leur paraissaient équilibrés. En mars 2002, la moyenne des





cours futurs anticipés yen/dollar était sensiblement remontée et l'opinion des intervenants sur l'évolution des risques penchait pour un fort recul. En avril et mai 2002, le yen a toutefois regagné du terrain ; les prix des options indiquaient, en outre, qu'il apparaissait moins enclin à s'affaiblir.

L'euro s'est aussi comporté différemment en 2001, son cours effectif nominal gagnant environ 6 %. Pendant ses deux premières années d'existence, la monnaie européenne s'était régulièrement dépréciée face au dollar et au yen ainsi qu'en termes effectifs nominaux. En 2001 et début 2002, en revanche, elle est restée relativement stable vis-à-vis du dollar, se négociant le plus souvent entre \$0,93 et \$0,86, et s'est raffermie de quelque 5 % par rapport au yen. Les informations fournies par les prix des options indiquent que les anticipations des intervenants sur le couple dollar/euro à court terme sont relativement constantes depuis 2000 et qu'en outre sa variance a diminué.

... et stabilité de l'euro

Perspectives à court et à long terme

Sur le court terme, dès que la croissance s'est accélérée aux États-Unis au quatrième trimestre 2001, la fermeté du dollar s'est avérée bénéfique, en contribuant à redistribuer la demande mondiale vers les économies connaissant une expansion plus lente. L'affaiblissement du yen, en particulier, a soutenu la demande extérieure de produits japonais, gonflé les bénéfices des sociétés et augmenté la valeur en yens des actifs étrangers. Cette incidence nette sur la demande pourrait être, somme toute, relativement minime à ce stade, étant donné l'ampleur modeste de la dépréciation et la part limitée des échanges commerciaux dans l'économie nippone. Alors que, d'une manière générale, les monnaies des économies émergentes ont suivi moins étroitement qu'auparavant les variations du dollar vis-à-vis du yen et de l'euro, l'appréciation de la devise américaine continuait à susciter des préoccupations dans de nombreux pays.

Effets à court terme bénéfiques d'un dollar fort

Les États-Unis sont sortis du récent ralentissement économique avec un déficit des paiements courants de l'ordre de 4 % du PIB. La nouvelle augmentation des passifs extérieurs du pays qui en est résultée a relancé la question de la viabilité à long terme des niveaux de change courants ; elle est encore devenue plus actuelle l'an dernier pour deux autres raisons. Premièrement, si les paiements nets au titre des investissements internationaux des États-Unis restent extrêmement faibles par rapport à la production américaine, ils s'accroissent régulièrement en pourcentage des exportations du pays, passant de 0,5 % en 1998 à près de 2 % en 2001 (chapitre II). Deuxièmement, si les apports extérieurs ont largement couvert le déficit des paiements courants américain, leur composition s'est modifiée

Réserves officielles en devises					
	1998	1999	2000	2001	Encours à fin 2001
en milliards de dollars EU					
Variation, à cours de change courants					
Total	27,0	140,0	149,5	100,4	2 021,5
Pays industriels	-32,8	50,3	55,7	-0,4	775,5
États-Unis	5,2	-3,8	-0,9	-2,3	29,0
Zone euro	-32,9	-41,0	-8,5	-12,5	205,3
Japon	-4,7	74,5	69,5	40,5	387,7
Asie	62,8	79,0	52,5	76,0	770,5
Chine	5,1	9,7	10,9	46,6	212,2
Corée	32,3	21,7	22,2	6,6	102,5
Hong-Kong RASS	-3,2	6,6	11,3	3,6	111,2
Inde	2,6	5,0	5,3	8,0	45,3
Indonésie	6,3	3,8	2,0	-1,2	27,0
Malaysia	4,7	4,9	-1,0	1,0	29,6
Philippines	2,0	4,0	-0,2	0,4	13,3
Singapour	3,5	1,9	3,4	-4,8	74,9
Taiwan, Chine	6,8	15,9	0,5	15,5	122,2
Thaïlande	2,7	5,4	-1,9	0,4	32,3
Amérique latine ¹	-9,7	-8,8	2,0	-0,1	135,7
Argentine	2,3	1,6	-1,7	-9,9	14,5
Brésil	-8,2	-7,8	-2,3	3,2	35,7
Chili	-1,9	-1,1	0,4	-0,5	13,9
Mexique	3,3	-0,5	4,2	9,2	44,4
Europe centrale et orientale ²	6,5	1,7	19,1	13,3	110,4
Autres pays	0,2	17,8	19,8	18,8	236,2
Variation, à cours de change constants ³					
Total	23,2	180,9	185,9	131,8	2 021,5
En dollars	51,3	146,4	111,7	79,1	1 517,1
En autres monnaies	-28,1	34,5	74,2	52,7	504,4

¹ Pays indiqués plus Colombie, Pérou et Venezuela. ² Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Russie, Slovaquie et Slovénie. ³ Chiffres en partie estimés ; cours de change de fin d'année.

Sources : FMI ; données nationales ; estimations BRI.

Tableau V.1

d'une manière qui pourrait avoir rendu le dollar plus vulnérable à des revirements soudains du sentiment des investisseurs : entre 2000 et 2001, la part des flux de portefeuille s'est accrue, tandis que celle des flux d'IDE (liés généralement à des fusions et acquisitions transatlantiques) a fortement régressé. La proportion du déficit américain financée par les réserves officielles en dollars, orientées de plus en plus vers les agences paragouvernementales, est demeurée à peu près constante (tableau V.1).

Cela étant, il reste difficile d'analyser les niveaux de change actuels en fonction des valeurs d'équilibre à long terme. L'une des méthodes d'évaluation de ces valeurs s'intéresse surtout aux différences de prix des biens et services entre pays, mesurées par des estimations des parités de pouvoir d'achat (PPA). Une autre détermine les cours de change d'équilibre fondamentaux à long terme, qui correspondent aux niveaux compatibles avec l'équilibre interne (épargne/investissement) et extérieur (paiements courants). Les indications obtenues par ces deux méthodes laissent supposer qu'à leurs niveaux actuels le dollar et l'euro sont respectivement au-dessus et au-dessous des valeurs d'équilibre à long terme. Il convient de noter, toutefois, que l'amplitude de ces écarts estimés varie sensiblement (de 5 à 40 %) selon les études empiriques.

Facteurs des variations de change

Comme ces dernières années, les perspectives à moyen terme dans les principales zones économiques paraissent avoir constitué un élément déterminant des fluctuations globales des grandes devises. La vigueur soutenue du dollar laisse penser que, pour les intervenants, les perspectives comparées de croissance à moyen terme pour les États-Unis résisteraient au ralentissement de l'économie pendant les trois premiers trimestres 2001. À cet égard, deux développements sont à noter par rapport aux années antérieures.

Rôle des perspectives de croissance à moyen terme

En premier lieu, la réaction du yen semble s'être modifiée alors que l'économie du Japon restait déprimée. Entre les derniers mois de 1998 et fin 2000, la monnaie s'est appréciée ou stabilisée face au dollar tandis que la situation conjoncturelle du pays se détériorait. Par la suite, en revanche, la faiblesse du yen a reflété plus clairement la morosité persistante des perspectives économiques. Sa dépréciation pourrait être liée à l'assouplissement énergique de la politique monétaire par la Banque du Japon en 2001 (chapitre IV) ; elle correspondait aussi à la montée des préoccupations sur l'état du système financier et à la déception des acteurs du marché au sujet de la lenteur des progrès des réformes structurelles (chapitre VI). Leur perception des changements d'attitude des autorités nippones vis-à-vis de la valeur du yen peut également avoir eu une influence passagère sur la monnaie, notamment à la fin de l'année dernière.

Réaction du yen face, de nouveau, à des facteurs conjoncturels

Deuxièmement, le lien entre les perspectives de croissance à moyen terme et les fluctuations globales des monnaies a perduré pour le couple dollar/euro, même lorsque la situation économique fondamentale a changé. Contrairement à 1999 et 2000, où l'on s'attendait à ce que la croissance à moyen terme aux États-Unis dépasse celle de la zone euro, les acteurs du marché ont considéré, en 2001, que les évolutions dans les deux zones

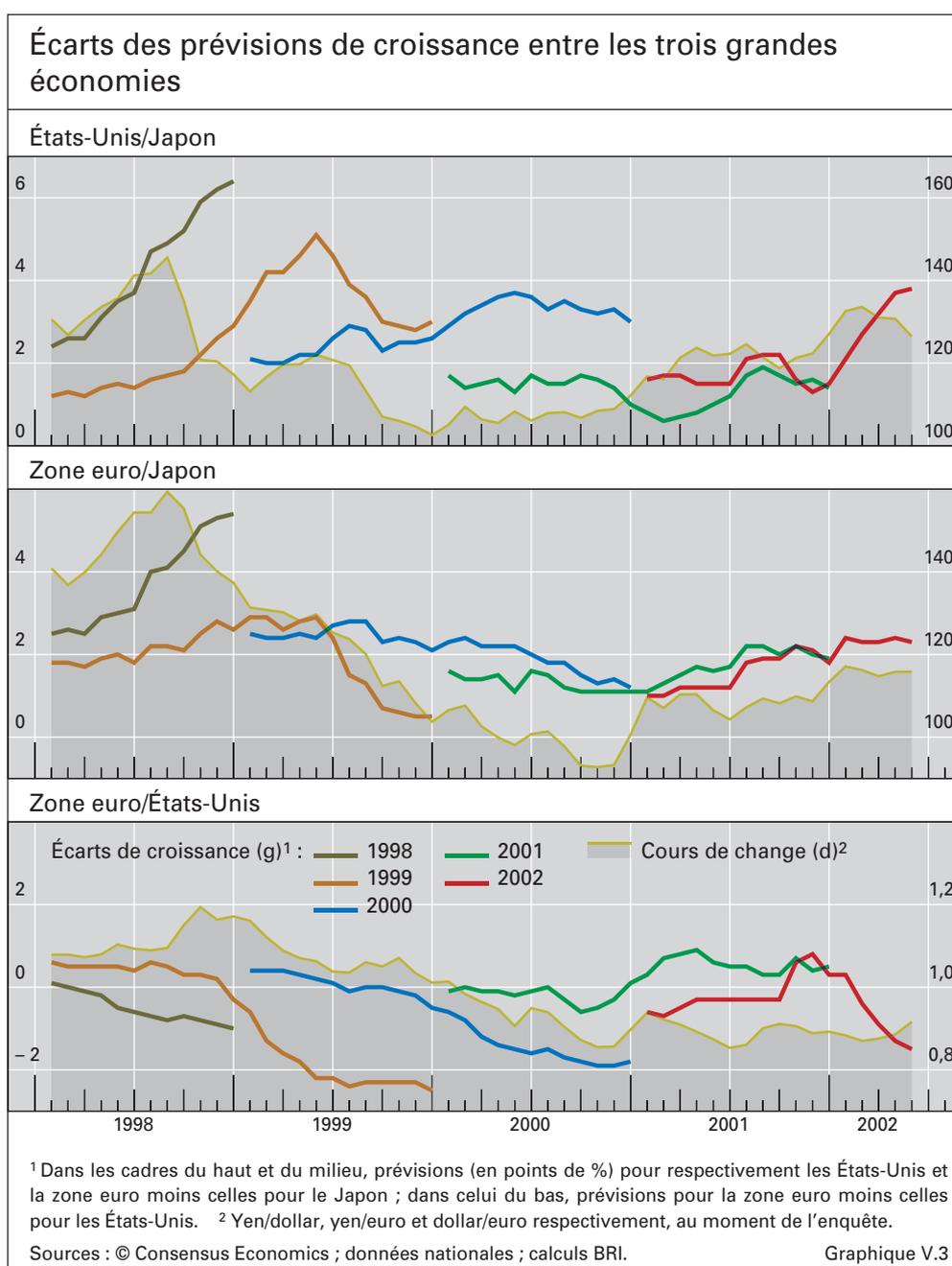
Stabilité de l'euro reflétant une plus grande similarité d'évolution

économiques présentait davantage de similarité. En toute logique, le cours dollar/euro a alors fluctué dans une fourchette relativement étroite.

La relation entre les variations de change et les perspectives de croissance à moyen terme ressort également du comportement des prévisions de croissance à un ou deux ans, des flux de portefeuille et d'IDE ainsi que des écarts de taux d'intérêt.

La dépréciation du yen vis-à-vis du dollar ainsi que de l'euro, durant la majeure partie de 2001, a correspondu aux révisions des projections à un ou deux ans établies par les opérateurs sur les écarts de croissance, lesquels favorisaient nettement les États-Unis et la zone euro (graphique V.3). La relative stabilité du cours dollar/euro paraît avoir été étayée par la réduction de ces écarts attendus dans ces deux zones monétaires.

Les révisions des prévisions de croissance ont étayé les variations de change



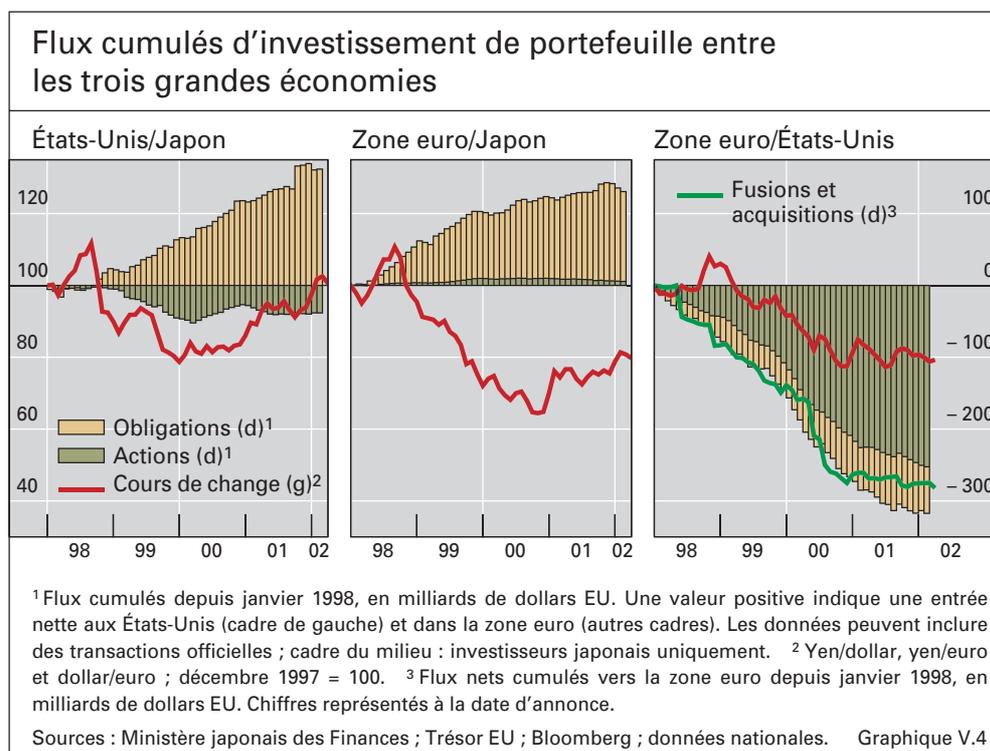
Les perspectives de croissance à moyen terme se sont aussi reflétées dans la dynamique des flux de portefeuille et d'IDE. Ceux-ci ont été le plus souvent générés par les opérations transfrontières de fusions et acquisitions, qui sont restées liées aux grandes tendances de change. En 2001, les flux de portefeuille, obligataires en particulier, ont de nouveau privilégié les États-Unis et la zone euro, au détriment du Japon (graphique V.4). Parallèlement, le rythme des flux nets de portefeuille de la zone euro vers les États-Unis s'est sensiblement ralenti en cours d'année. Cette évolution a concorde avec la stabilisation de l'euro vis-à-vis du dollar, après sa tendance négative.

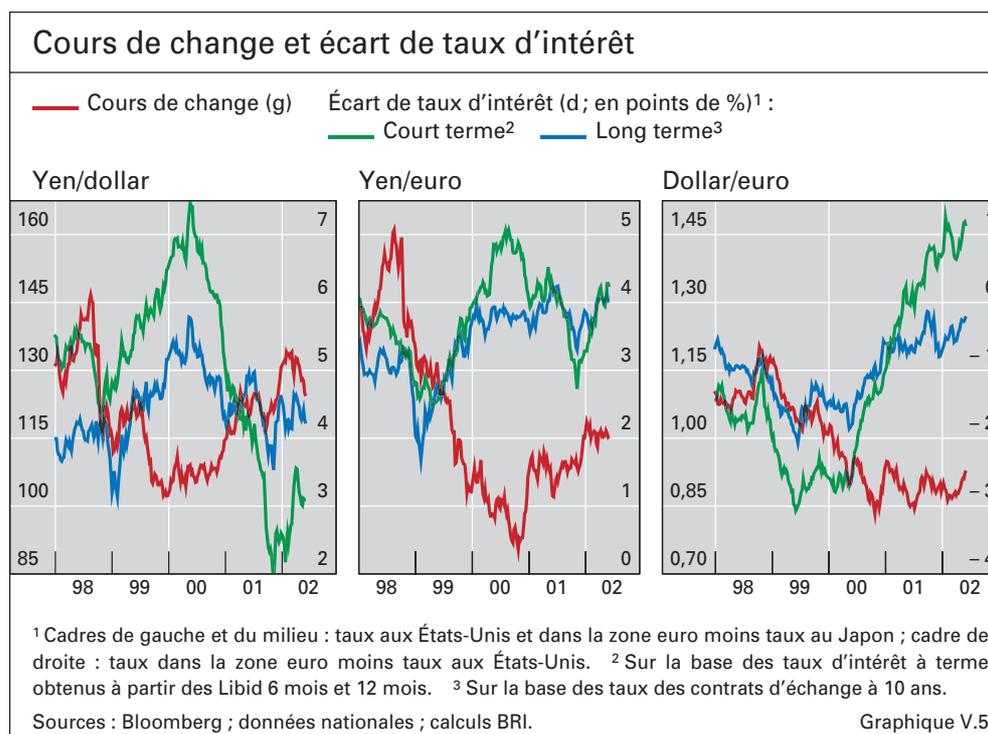
Rôle des flux de portefeuille ...

De même, les opérations transfrontières de fusions et acquisitions, qui, en termes nets, avaient bénéficié aux États-Unis en 1999 et 2000, se sont rééquilibrées en 2001 et début 2002 (graphique V.4). Les tests statistiques sur l'incidence des transactions transatlantiques sur le cours dollar/euro laissent à penser que les intervenants ont réagi aux annonces de fusions et acquisitions, sans doute parce qu'elles étaient perçues comme un indicateur de la vigueur relative des perspectives de croissance dans les deux économies. Dans le même temps, le rééquilibrage en 2001 des flux transatlantiques liés à ces opérations suggère une autre interprétation : il se peut que les entrées massives aux États-Unis, les années précédentes, reflétaient une correction ponctuelle des stocks de capital associés à l'Union monétaire européenne et le souhait, de la part de grandes sociétés européennes, d'acquérir une dimension mondiale.

... et des flux liés aux fusions et acquisitions

Selon le même schéma qu'en 1999 et 2000, mais à la différence marquée des années 80 et de la majeure partie de la dernière décennie, il apparaît que les décisions de politique monétaire et les écarts de taux d'intérêt





Persistence du découplage des taux d'intérêt et cours de change

ont influé sur le change, notamment par leur incidence sur les anticipations de croissance. Ainsi, conformément à une perception de croissance plus vigoureuse aux États-Unis qu'au Japon et dans la zone euro, comme on l'a vu précédemment, le dollar est resté ferme, malgré le rétrécissement substantiel des écarts de taux à court terme en faveur des États-Unis vis-à-vis du Japon et le fléchissement des taux américains, pour la première fois depuis le milieu des années 90, au-dessous de ceux de la zone euro (graphique V.5). Des schémas similaires ont été observés pour les écarts de taux à long terme et les cours de change.

Autres marchés des changes

Monnaies européennes

Fermeté de la livre sterling et du franc suisse préoccupante pour les décideurs

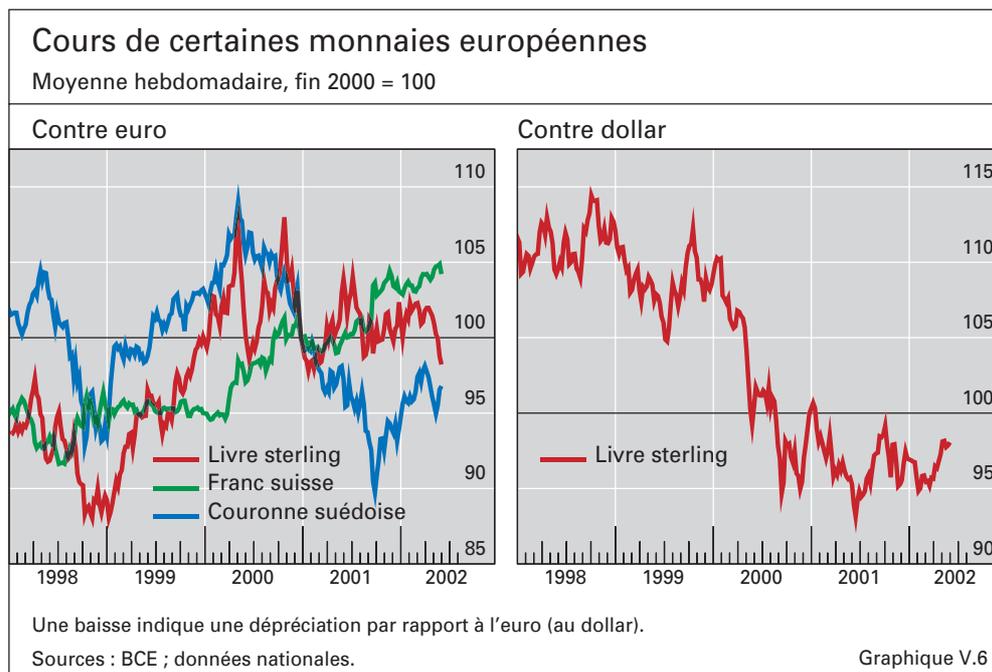
Au cours de la période considérée, la livre sterling s'est légèrement raffermie dans l'ensemble face à l'euro, tandis qu'elle s'est inscrite entre £0,67 et £0,71 par rapport au dollar (graphique V.6). Son évolution globale a paru concorder avec les prévisions de croissance et les écarts de gains de productivité entre le Royaume-Uni, d'une part, et les États-Unis et la zone euro, de l'autre. Les discussions sur l'adhésion du Royaume-Uni à l'UEM dans un proche avenir ne semblent pas avoir pesé sur la livre. Sa vigueur continue a toutefois contribué au déséquilibre entre les secteurs soumis à la concurrence internationale et les autres, ce qui a posé des difficultés aux décideurs britanniques lorsque la situation extérieure s'est dégradée courant 2001 (chapitre IV).

Le franc suisse s'est généralement apprécié vis-à-vis de l'euro, rompant ainsi avec le schéma qui avait prévalu lors des dix-huit premiers mois

d'existence de l'UEM, au cours desquels la fourchette de fluctuation était restée très étroite ; cette hausse diffère également de l'évolution observée avant l'avènement de l'UEM, lorsque le franc avait tendance à fléchir à l'égard du mark allemand quand celui-ci se dépréciait face au dollar. Début 2002, la monnaie helvétique a toutefois semblé revenir à son comportement antérieur. Par ailleurs, elle a bénéficié parfois de flux liés à son statut de valeur refuge. Tout comme au Royaume-Uni, la vigueur de la monnaie a constitué une source de préoccupations pour les autorités monétaires (chapitre IV).

Le comportement de la couronne suédoise s'est nettement modifié en cours de période, sous l'effet de plusieurs facteurs. Jusqu'en septembre 2001, la monnaie a continué de faiblir fortement vis-à-vis de l'euro et du dollar. Cette faiblesse pouvait être attribuée au retournement du Nasdaq – du fait de l'importance accordée par les intervenants au secteur, dominant en Suède, des biens de haute technologie – et, plus généralement, aux incertitudes accrues sur les marchés financiers mondiaux. Autre facteur probable de ce fléchissement, les achats substantiels d'actifs étrangers par les résidents, à la suite de l'assouplissement de la réglementation sur les fonds de pension, en 2000, concernant les restrictions sur les expositions de change. L'enquête triennale 2001 des banques centrales sur l'activité des marchés des changes et des produits dérivés, menée par 48 banques centrales et autorités monétaires, confirme indirectement cette hypothèse ; elle montre que, pour la Suède, contrairement à la plupart des autres pays, le volume des transactions sur les marchés des changes a sensiblement augmenté entre avril 1998 et avril 2001. L'accélération de la baisse de la couronne suédoise a incité la Riksbank à intervenir, en juin 2001, pour soutenir la monnaie. En octobre, celle-ci s'est redressée en raison du retour de la confiance sur les marchés financiers mondiaux

Les fluctuations de la couronne suédoise reflètent divers facteurs

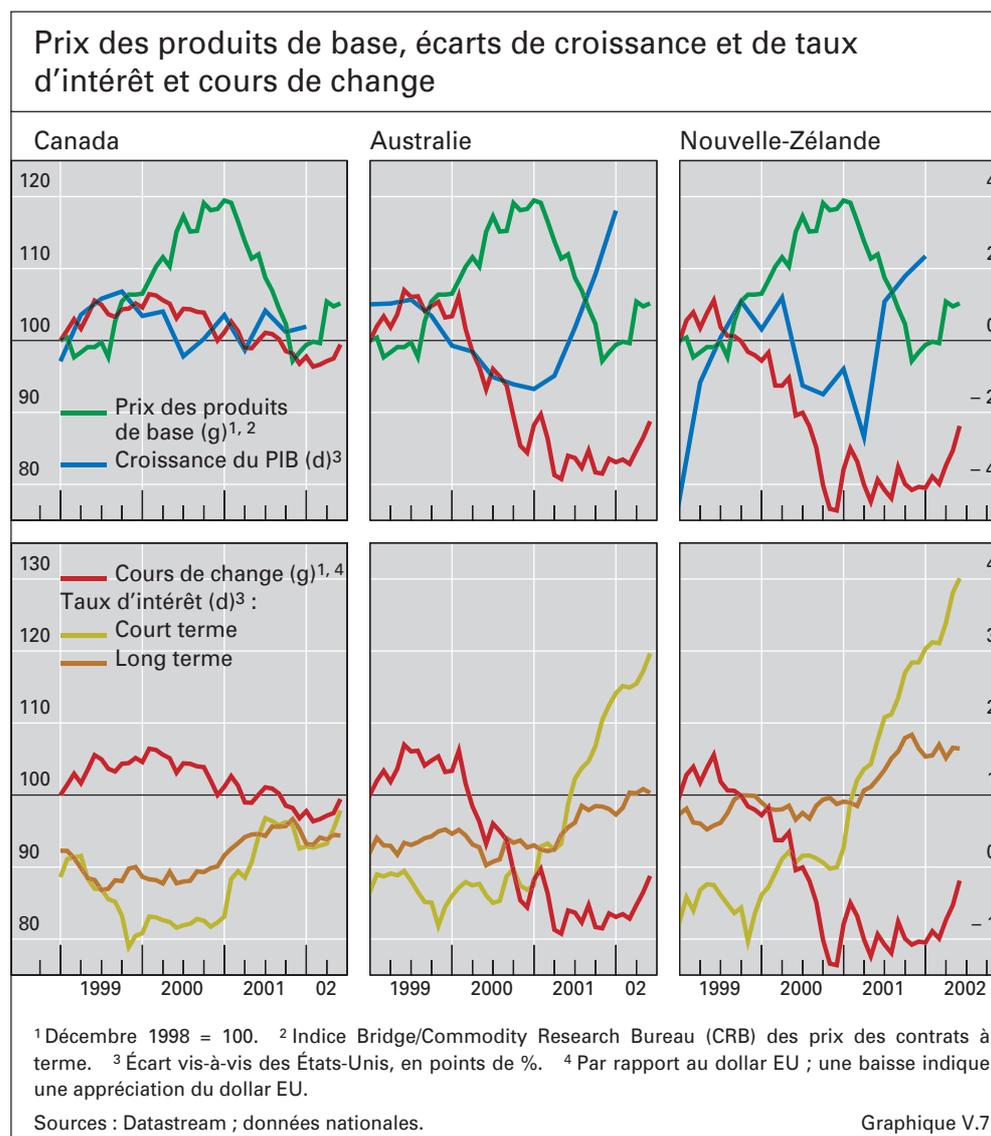


et de l'amélioration de la conjoncture économique en Suède. En avril 2002, elle s'était appréciée de près de 10 % à l'égard de l'euro.

Monnaies des autres pays industriels

Évolutions
différentes

Sous l'effet de la forte reprise de la demande intérieure en Australie et Nouvelle-Zélande, et d'écart de taux d'intérêt plus favorables, les monnaies de ces deux pays ont interrompu leur tendance baissière face au dollar EU (graphique V.7). Le dollar canadien, en revanche, a continué de faiblir pendant la majeure partie de la période considérée, touchant des plus bas historiques aux alentours de \$Can 1,62 pour un dollar EU, en janvier 2002. Cette divergence de la monnaie canadienne par rapport aux monnaies australienne et néo-zélandaise peut résulter, entre autres, de la croissance plus modérée au Canada. La dépréciation face au dollar EU pourrait aussi refléter la diversification croissante, à l'échelle internationale, des gestionnaires d'actifs canadiens, à la suite de l'assouplissement des restrictions en matière de placements. Comme en Suède, cette évolution explique en partie



l'augmentation, d'un caractère inhabituel, du volume des transactions de change dans le pays entre 1998 et 2001, également mise en évidence par l'enquête triennale 2001.

Entre début 2000 et fin 2001, la corrélation traditionnellement positive entre les dollars australien, canadien et néo-zélandais, d'une part, et les cours des produits de base, de l'autre, ne s'est pas confirmée, en raison peut-être de l'importance accrue de la croissance intérieure pour les marchés des changes. En 2000, ces trois devises étaient tombées à des creux historiques (ou presque), alors que ces cours enregistraient pourtant des hausses substantielles. Aux trois premiers trimestres de 2001, leur chute, sur fond de ralentissement de la demande mondiale, n'a cependant pas affecté les dollars australien et néo-zélandais, alors que la monnaie canadienne a poursuivi son repli.

Monnaies des économies émergentes

Les marchés des changes des économies émergentes ont été marqués par trois éléments essentiels : l'effondrement du peso argentin vers la fin de l'année, l'absence de contagion significative de la crise argentine sur les autres marchés de devises et les fluctuations sensibles de monnaies comme le real brésilien, le peso chilien, le rand sud-africain et la livre turque.

Trois éléments
essentiels

La crise argentine avait été annoncée par une période prolongée de difficultés affectant le peso et le système financier national ; elle a éclaté violemment fin décembre 2001 (chapitre III). La parité peso/dollar, vieille d'une dizaine d'années, a été abandonnée le 6 janvier 2002, en présence d'une grave crise politico-économique. Le peso a été mis en flottement le 11 février ; fin mai, il se négociait aux alentours de 3,50 pesos pour un dollar EU et avait donc perdu plus de 70 % par rapport à son niveau d'avant la dévaluation (graphique V.8).

Des répercussions épisodiques ont affecté d'autres marchés des changes, mais elles ont été d'une ampleur et d'une durée limitées. Suite à l'échec de l'adjudication de la dette gouvernementale argentine en juillet 2001, le peso chilien, le rand, le real et la livre turque ont subi des pressions à la vente. Le real et le peso chilien se sont dépréciés durant la majeure partie de 2001 et sont tombés à des creux historiques, contraignant les banques centrales à intervenir à plusieurs reprises. Les deux monnaies se sont cependant redressées en fin d'année, pour ne fléchir à nouveau que pendant quelques jours, après l'effondrement du peso argentin. Le peso mexicain a montré très brièvement des signes de faiblesse début 2001 mais s'est, par ailleurs, le plus souvent bien comporté. En raison surtout de facteurs internes et des préoccupations des investisseurs internationaux concernant l'instabilité politique du pays voisin, le Zimbabwe, la chute du rand sud-africain s'est amplifiée lorsque la situation en Argentine s'est détériorée en juillet. La monnaie est toutefois remontée des creux historiques enregistrés en fin d'année, au moment même où la crise argentine s'est aggravée. L'Asie n'a subi aucune contagion notable.

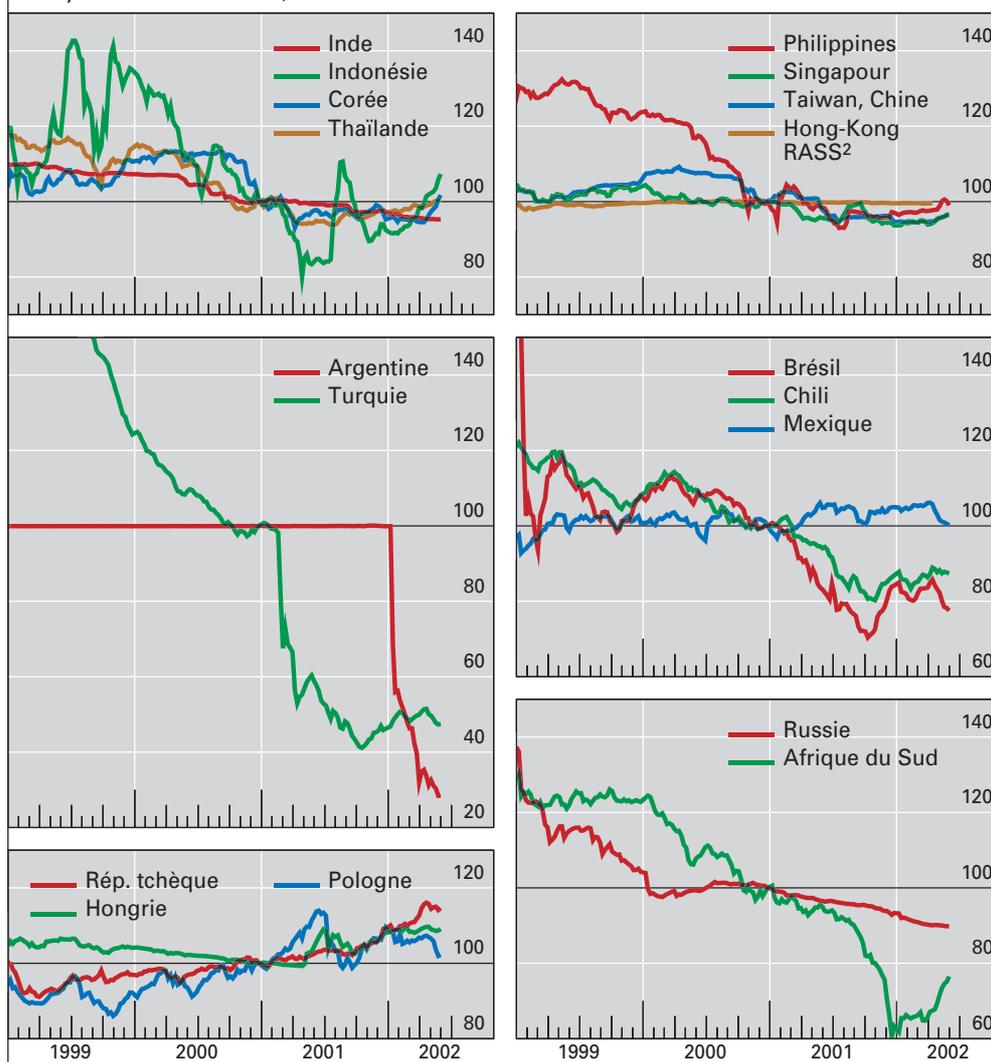
Répercussions
limitées de la
crise argentine ...

Plusieurs raisons peuvent expliquer la portée restreinte des répercussions immédiates de la dévaluation en Argentine sur les autres économies émergentes. Premièrement, ces dernières années, ces pays se

... avec plusieurs
explications
possibles

Cours de change sur les marchés émergents¹

Moyenne hebdomadaire, fin 2000 = 100



Une baisse indique une appréciation du dollar (de l'euro).

¹ Par rapport au dollar EU (monnaies du cadre inférieur gauche : par rapport à l'euro). ² Taux à terme 12 mois.

Sources : BCE ; Bloomberg ; Datastream.

Graphique V.8

sont orientés dans l'ensemble vers des régimes de change plus souples (voir ci-après). Les monnaies ont généralement flotté plus librement et de nouveaux cadres de politique monétaire ont été adoptés pour ancrer l'inflation, ce qui peut avoir amélioré la résistance des marchés des changes. Deuxièmement, les intervenants avaient depuis longtemps anticipé la crise argentine. Troisièmement, la moindre tolérance à l'égard du risque, caractéristique des marchés des changes depuis 1998, a pu entraîner une contraction des positions spéculatives à effet de levier vis-à-vis des monnaies des économies émergentes. Le négoce pour compte propre des banques paraît plutôt en régression, et des opérateurs disposant d'un fort effet de levier, tels les fonds spéculatifs, semblent s'être pour la plupart retirés après les turbulences de 1998 ; c'est ce que suggère la baisse substantielle de l'activité sur les marchés des changes traditionnels entre avril 1998

et avril 2001, révélée par l'enquête triennale 2001. Quatrièmement, les investisseurs internationaux ont apparemment amélioré leur capacité d'opérer une différenciation entre les économies émergentes (chapitre VI).

Gestion du cours de change dans les économies émergentes

Ces dernières années, diverses économies émergentes ont évolué vers une plus grande souplesse, de sorte que le cours de change joue généralement un rôle moins important comme point d'ancrage de la politique monétaire. Cette mutation s'est accompagnée d'une tendance à l'adoption d'objectifs d'inflation plus explicites, un nombre croissant de pays recourant déjà, ou aspirant à recourir, à une véritable stratégie de cette nature. Avant la crise asiatique de 1997-98, trois économies émergentes, représentant moins de 1 % du PIB mondial, avaient opté pour un objectif d'inflation ; en mai 2002, elles

D'avantage de souplesse, mais le change reste important

Volatilité de cours de change et de taux d'intérêt ¹								
	Volatilité de cours de change				Volatilité de taux d'intérêt ²		Ratio de volatilité ³	
	bilatéral ⁴		effectif ⁵		1995-96	juil. 1999-avril 2002	1995-96	juil. 1999-avril 2002
	1995-96	juil. 1999-avril 2002	1995-96	juil. 1999-avril 2002				
Corée	3,1	5,9	4,5	6,2	18,3	11,9	0,17	0,50
Hong-Kong RASS	0,3	0,1	4,1	3,8	16,0	28,0	0,02	0,00
Indonésie	1,8	18,7	5,2	18,6	2,7	11,9	0,68	1,58
Philippines	2,1	7,6	4,4	7,8	49,5	38,1	0,04	0,20
Singapour	2,5	3,5	3,1	3,6	68,5	51,5	0,04	0,07
Taiwan, Chine	3,2	3,2	3,6	4,1	33,7	12,4	0,10	0,26
Thaïlande	1,3	5,3	...	...	32,6	41,5	0,04	0,13
Argentine	0,1	31,3	2,5	31,6	42,8	121,6	0,00	0,26
Brésil	4,4	10,2	6,1	10,5	50,4	7,4	0,09	1,37
Chili	4,7	6,7	...	...	14,2	111,7	0,33	0,06
Mexique	15,6	6,1	16,8	6,4	55,8	32,2	0,28	0,19
Hongrie	13,5	17,4	7,4	4,7	10,3	8,8	1,30	1,97
Pologne	9,8	16,0	5,8	8,7	12,4	15,2	0,78	1,05
République tchèque	12,5	17,5	3,3	4,1	13,2	7,3	0,95	2,39
Afrique du Sud	6,4	11,3	...	...	8,4	8,4	0,76	1,35
États-Unis	-	-	4,5	4,3	5,8	19,3	-	-
Japon	9,4	8,2	8,2	8,5	49,7	92,4	0,19	0,09
Zone euro	6,8	9,1	3,5	6,6	8,6	13,6	0,79	0,67
Royaume-Uni	5,8	6,4	4,4	5,0	7,8	9,6	0,74	0,67
Canada	3,8	4,2	3,9	4,2	67,2	37,3	0,06	0,11
Suède	6,9	8,8	5,7	5,0	10,9	12,0	0,63	0,73
Suisse	9,6	8,9	4,9	3,5	32,9	36,8	0,29	0,24
Nouvelle-Zélande	4,5	9,4	3,7	7,5	10,9	8,9	0,41	1,06

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

Sources : données nationales ; calculs BRI.

Tableau V.2

étaient douze, comptant pour 8 % du PIB mondial. Si le change en tant que point d'ancrage nominal ou d'objectif *explicite* a perdu tout ou partie de son importance, il n'en reste pas moins un élément très utile pour l'action des autorités. La partie suivante analyse à cet égard l'évolution de la gestion du cours de change ces dernières années.

Évolution de la gestion du cours de change

Deux indicateurs semblent montrer que, depuis la crise asiatique, les économies émergentes ont généralement assoupli leur politique de change. Premièrement, la volatilité du cours de change vis-à-vis de leur principale monnaie de référence (dollar EU pour la plupart) a eu tendance à augmenter légèrement en valeur absolue et par rapport à la volatilité des taux d'intérêt internes à court terme (tableau V.2) ; c'est le cas notamment du peso philippin, du baht thaïlandais et du real brésilien. Deuxièmement, la volatilité des cours bilatéraux à l'égard du dollar s'est accrue plus rapidement que celle des cours effectifs nominaux ; cela révèle que, si le rôle du dollar en Amérique latine et en Asie et celui de l'euro en Europe centrale restent importants, les autorités mettent peut-être davantage l'accent à présent sur les cours de change effectifs que sur les cours bilatéraux.

Cela étant, même si les cours de change sont devenus plus volatils, ils continuent d'occuper une place prépondérante dans les économies émergentes. Ce constat est attesté par le niveau toujours faible de cette volatilité, ces dernières années, non seulement en termes absolus mais par rapport également à celle des principaux couples de devises (tableau V.2).

Importance du cours de change

Le cours de change peut être un sujet de préoccupation pour les autorités à différents titres, notamment dans les économies émergentes. Si son incidence sur les prix, à travers le commerce et les anticipations, est peut-être le souci majeur, ses effets sur la compétitivité internationale, la stabilité financière et le fonctionnement du marché des changes ne sont pas négligeables.

Le change peut agir sur l'inflation à travers les prix des produits finis échangés et des biens intermédiaires importés ainsi que par le biais des anticipations. Par rapport aux pays industrialisés, les économies émergentes apparaissent plus vulnérables à l'incidence des fluctuations de change sur l'inflation, dans la mesure où elles sont plus ouvertes et présentent des antécédents de forte inflation.

Les disparités peuvent même être notables d'une économie à l'autre. Certaines indications montrent que, par le passé, la perméabilité aux fluctuations de change a été généralement plus grande en Amérique latine qu'en Asie (tableau V.3). Si de nombreux facteurs, notamment les structures sociales, économiques et politiques d'un pays, influent manifestement sur la corrélation des variations de la hausse des prix et du change, les antécédents d'inflation méritent toutefois une attention particulière. Les mouvements de change ont tendance à agir davantage sur les prix dans les pays d'Amérique latine à forte tradition d'inflation et sensibles aux anticipations. En revanche, les pays de l'Est

Les quatre principales raisons de la vulnérabilité des économies émergentes

Les fluctuations de change peuvent agir sur l'inflation

asiatique ont plutôt un passé de faible inflation et sont relativement peu perméables.

Il apparaît cependant que, ces dernières années, la perméabilité aux fluctuations de change a diminué dans les pays industriels comme dans les économies émergentes ; on en veut pour preuve l'augmentation modeste de l'inflation au Brésil après la dévaluation du real, début 1999. Plusieurs explications peuvent être avancées : anticipations modérées en matière de salaires et de prix résultant de politiques de stabilité crédibles, amélioration de la compétitivité interne due aux réformes structurelles entreprises et meilleure intégration des pays émergents dans l'économie mondiale. Ces développements corroborent le fait que les antécédents d'inflation semblent moins compter depuis quelques années. Malgré tout, cette baisse de la perméabilité un peu partout ne saurait inciter à une attitude complaisante, les mouvements de change demeurant un élément important des influences exercées sur les prix. Ainsi, le repli marqué du rand et du real en 2001 s'est accompagné d'une poussée notable d'inflation. En outre, en Turquie et en Argentine, l'inflation est montée en flèche, à la suite de l'effondrement de la monnaie.

La perméabilité diminue ...

... mais reste un sujet de préoccupation

Une évolution défavorable du cours de change pourrait aussi affecter la compétitivité internationale, nuisant ainsi à la balance des paiements, à la croissance et, à plus long terme, freinant l'investissement. Ce problème revêt

Ouverture, perméabilité, inflation et avoirs extérieurs de la banque centrale						
	Ouverture ¹	Perméabilité ²		Inflation ³	Avoirs extérieurs de la banque centrale ⁴	
		sur un trimestre	sur une année		en % du total des avoirs	en % de la base monétaire
Brésil	14,0	0,08	0,39	868,6	27,7	103,0
Chili	45,6	0,17	0,35	11,8	56,6	60,2
Mexique	42,1	0,09	0,27	20,4	69,2	140,9
Corée	55,5	0,06	0,10	5,7	88,1	434,4
Indonésie	47,0	0,10	0,41	14,5	47,9	224,0
Thaïlande	73,6	0,04	0,12	5,0	72,4	240,4
Hongrie	87,8	0,18	0,48	22,3	66,1	243,7
Pologne	38,5	-0,06	0,08	84,8	81,3	166,7
République tchèque	88,9	-0,08	0,16	14,7	88,0	104,0
Afrique du Sud	36,4	0,02	0,13	9,9	79,8	183,0
Israël	49,2	0,25	0,28	11,3	88,2	125,9
Australie	30,1	0,03	0,10	2,5	68,6	116,8
Canada	56,2	0,00	0,11	2,2	57,5	122,4
Nouvelle-Zélande	45,6	0,05	0,27	2,1	66,8	291,3
Royaume-Uni	41,6	-0,01	0,02	3,7	22,5	19,2
Suède	54,1	0,02	0,03	3,3	69,6	147,5

¹ Échanges commerciaux, en % du PIB ; moyenne 1990-99. ² 1979-2000. ³ Variation annuelle moyenne (en %) des prix à la consommation sur 1990-99. ⁴ À fin décembre 2001 (Mexique et Israël : fin novembre 2001).

Sources : E. U. Choudhri et D. S. Hakura, « Exchange rate pass-through to domestic prices : does the inflationary environment matter ? », *IMF Working Paper 01/194*, décembre 2001 ; Datastream ; données nationales ; calculs BRI. Tableau V.3

L'évolution de la compétitivité internationale constitue également un problème ...

... comme l'instabilité financière ...

une importance toute particulière pour les économies émergentes, dans la mesure où elles sont en général relativement ouvertes. La dépréciation rapide du yen fin 2000 et 2001, par exemple, a suscité des préoccupations majeures au sujet de la compétitivité de la Corée, dont les exportations ont un profil sectoriel semblable à celles du Japon.

L'expérience montre à l'évidence que des périodes prolongées d'appréciation/de surévaluation en termes réels peuvent également peser sur la stabilité financière, en particulier dans les économies émergentes. Le change peut agir de différentes façons. Premièrement, le renchérissement de la monnaie nationale en termes réels peut s'accompagner de fortes entrées de capitaux, d'une vive expansion du crédit et d'augmentations insoutenables des prix des actifs. Le développement excessif du système financier national qui en résulte peut rendre l'économie très vulnérable à un ralentissement ou à une inversion de ces flux. Deuxièmement, un régime de change trop rigide peut contribuer à une faiblesse prolongée de l'économie ainsi qu'à une accumulation d'endettement extérieur et de fragilités financières, plus généralement, surtout en présence d'influences extérieures négatives telles que des évolutions défavorables des termes de l'échange. Enfin, et plus important encore, dans un cas comme dans l'autre, des asymétries dans les positions en devises peuvent accentuer considérablement la fragilité de l'économie, si des ajustements marqués des cours de change nominaux viennent à se produire, et augmenter la probabilité de crise. Si le système bancaire présente une situation déséquilibrée, la solvabilité des banques se trouve alors clairement mise en péril. Mais les risques sont tout aussi grands quand des déséquilibres existent dans les bilans des clients des banques eux-mêmes. De tels risques peuvent être aggravés par des déficiences plus générales de l'infrastructure financière, comme un système prudentiel précaire, une gestion des risques inadéquate et des fonds propres insuffisants. Plusieurs de ces éléments se retrouvent dans toutes les crises financières des économies émergentes survenues ces dernières années, de l'Est asiatique à l'Argentine.

... ainsi que le fonctionnement et le développement du marché des changes

Dans les économies émergentes dotées d'un marché des changes peu développé, une volatilité de change élevée peut induire des turbulences et une pénurie de liquidités, caractérisées par des sauts de cotation et d'amples écarts cours acheteur/vendeur. Un marché des changes peu liquide peut également pâtir de l'absence de symétrie du risque. Par voie de conséquence, les anticipations peuvent générer une dynamique de marché ayant tendance à amplifier les variations de change. À long terme, de telles turbulences peuvent entraver le développement du marché.

Deux éléments donnent à penser que la plupart des économies émergentes sont dotées de marchés des changes généralement moins liquides que ceux des pays industriels. Premièrement, si leurs marchés se sont rapidement développés dans les années 90, ils restent dans l'ensemble relativement modestes (tableau V.4). L'Afrique du Sud constitue une exception notable à cet égard, avec un volume de transactions par rapport au PIB comparable à celui des pays industriels. Deuxièmement, les

Liquidité sur les marchés des changes		
	Volume ¹ /PIB	Écart cours acheteur/vendeur en % du cours moyen
	2001 T1	Avril 2001
Brésil	2,0	0,045
Chili	8,2	0,034
Mexique	3,8	0,052
Corée	4,7	0,125
Indonésie	1,0	0,407
Thaïlande	3,2	0,067
Hongrie	0,9	0,060
Pologne	8,0	0,149
République tchèque	6,7	0,058
Afrique du Sud	17,1	0,069
Israël	1,7	0,094
Australie	19,1	0,048
Canada	9,2	0,024
Nouvelle-Zélande	14,4	0,085
Royaume-Uni	22,2	0,037
Suède	16,7	0,026

¹ Volume moyen de transactions par jour, pour avril 2001, en monnaie locale contre ensemble des autres monnaies, en termes nets des doubles comptages entre courtiers locaux.

Sources : Bloomberg ; données nationales ; BRI. Tableau V.4

fourchettes acheteur-vendeur dans les économies émergentes sont plus disparates et souvent plus larges que dans les économies industrielles, signe d'une sensibilité plus grande à un retrait soudain de liquidités.

Réactions des autorités dans les économies émergentes

S'agissant du choix des réactions à une évolution de change défavorable, des conflits peuvent opposer les différents objectifs officiels. Ce risque peut se poser avec une grande acuité dans le cas d'un régime ciblé sur l'inflation, pour la bonne raison que l'un des objectifs, à savoir l'inflation, est clairement défini et que l'instrument de politique monétaire est spécifiquement chargé de le réaliser. Généralement, en plus de la politique monétaire, les autorités disposent d'autres moyens d'action : les interventions officielles constituent une réponse aux problèmes de change et, dans des circonstances particulières, le contrôle des capitaux est considéré comme une solution viable, en dépit de ses coûts et limites.

Ces deux dernières années, l'expérience de plusieurs pays recourant déjà, ou aspirant à recourir, à une véritable stratégie à objectif d'inflation montre que, en modulant les moyens d'action, il est possible de contrer les effets des variations de change tout en poursuivant la réalisation de l'objectif d'inflation. Cependant, il peut être parfois difficile de situer la limite entre la réaction au cours de change dans le cadre de l'objectif d'inflation et la gestion du change en tant qu'objectif à part entière. C'est aux

Les problèmes de cours de change peuvent placer les autorités devant des choix difficiles

autorités qu'il incombe de préciser au public la différence éventuelle entre les deux types d'actions et de justifier leurs décisions.

Politique monétaire

Réaction de la politique monétaire aux préoccupations inflationnistes ...

Modifier l'orientation monétaire constitue généralement la principale manière de réagir aux craintes inflationnistes suscitées par les fluctuations de change. Ainsi, lorsque, aux alentours de mars 2001, l'inflation au Brésil a commencé à dépasser l'objectif, parallèlement à une accélération de la dépréciation de la monnaie et à un accroissement de la volatilité, la banque centrale est revenue sur sa politique de détente : elle a résolument relevé les taux d'intérêt et maintenu ce resserrement jusqu'au début de 2002 (graphique V.9). Des réactions ont également été observées, face aux menaces inflationnistes liées à des accès de faiblesse de la monnaie, en Afrique du Sud fin 2000 et début 2002, en Israël début 2002 et en Indonésie en 2000. En Pologne, la tendance haussière du zloty a coïncidé avec un repli de l'inflation en deçà de sa fourchette pour 2001, ce qui a conduit la banque centrale à desserrer sa politique durant la majeure partie de l'année.

... et, parfois, non inflationnistes liées au change

La politique monétaire a parfois été modifiée, même lorsque l'objectif d'inflation n'était pas immédiatement menacé par l'évolution de la monnaie, d'autres considérations de change semblant intervenir. La Banque nationale tchèque, par exemple, a continué de prendre des mesures d'assouplissement début 2001, dans un contexte caractérisé par un ralentissement de la croissance, une fermeté persistante de la couronne et un important déficit commercial et ce, bien que l'inflation fût déjà remontée dans sa fourchette-objectif. En Thaïlande, après un regain de vigueur du baht au second semestre 2001, la banque centrale a commencé à réduire les taux d'intérêt en fin d'année, devant les préoccupations suscitées par l'atonie de la demande d'exportations et de la croissance. Début 2002, la politique monétaire a été de nouveau assouplie dans le but, entre autres, de faciliter des ajustements de change ne pénalisant pas les exportateurs. Dans ces deux cas, les autorités ont fait part au public de l'attention qu'elles accordaient à des facteurs autres que l'inflation, notamment par des déclarations officielles accompagnant chacune de leurs décisions, la diffusion des comptes rendus des réunions de politique monétaire ou un rapport sur l'inflation.

Le choix du taux directeur peut limiter la marge de manœuvre

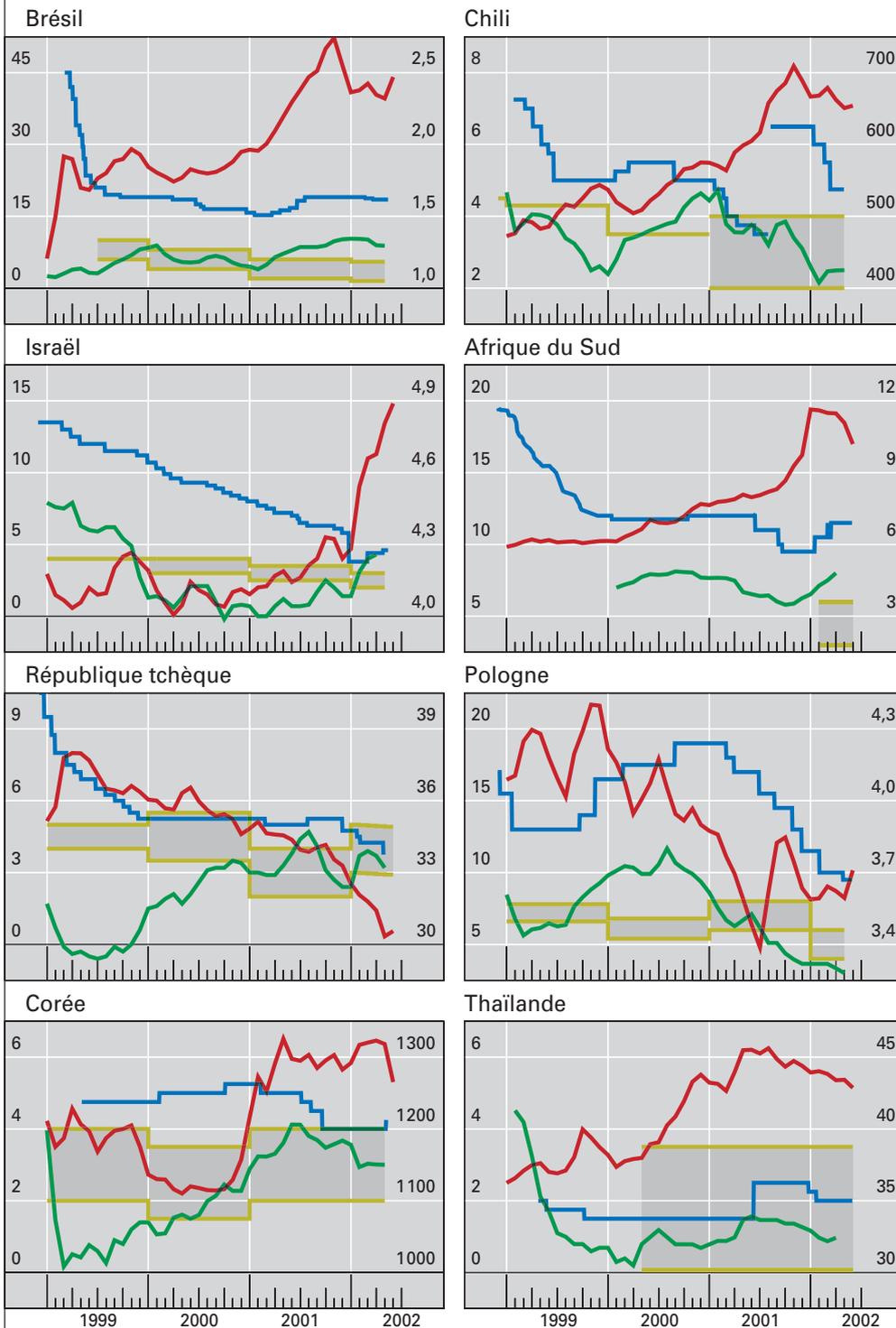
Le cadre opérationnel de la politique monétaire comporte des implications pour la marge de manœuvre de la banque centrale face aux mouvements défavorables du cours de change. Si le principal taux directeur est un taux long du marché monétaire (comme en Pologne, République tchèque et Thaïlande), il est davantage possible de laisser fluctuer le loyer de l'argent au jour le jour pour calmer les pressions de change spéculatives à court terme. Par contre, s'il s'agit d'un taux au jour le jour (Brésil, Chili et Corée notamment), il peut s'avérer difficile de laisser le taux du marché s'écarter longtemps du taux directeur, sans que cela soit perçu comme une déviation par rapport à l'orientation annoncée.

Interventions sur le marché des changes

Les interventions officielles peuvent servir à renforcer l'action entreprise ou à s'y substituer lorsqu'un changement immédiat de la politique monétaire est

Objectif d'inflation, taux directeur et cours de change

— Inflation (g)¹ — Taux directeur (g)²
— Objectif d'inflation (g) — Cours de change (d)³



¹ Afrique du Sud : IPC-X (IPC hors coût d'intérêt hypothécaire) ; République tchèque : inflation affichée (avant 2002 : en termes nets) ; Corée : IPC sous-jacent (avant 2000 : IPC affiché) ; Thaïlande : IPC sous-jacent ; autres pays : IPC affiché. ² Brésil : taux-objectif Selic ; Chili : jour le jour, en termes nominaux (avant août 2001 : taux réel) ; Israël : taux de base ; Afrique du Sud : pensions ; République tchèque : pensions à 2 semaines ; Pologne : pensions à 28 jours ; Corée : jour le jour ; Thaïlande : pensions à 14 jours. ³ Monnaie nationale contre dollar EU ; République tchèque et Pologne : contre euro ; moyenne mensuelle.

Sources : Bloomberg ; données nationales.

Graphique V.9

Autres moyens
d'action tels que ...

jugé injustifié. Elles permettent de répondre directement aux préoccupations de change et de signaler le sentiment des autorités sur l'origine du problème. Déclarations verbales et interventions stérilisées ont été beaucoup utilisées, ces dernières années, par les économies émergentes dotées d'un objectif d'inflation et par des pays industrialisés tels que l'Australie et la Suède. Ces approches étaient censées compléter leur stratégie de ciblage de l'inflation ou résoudre des problèmes spécifiques. Bien que la possibilité d'interventions non stérilisées existe également, elle revient à mettre en œuvre un changement d'orientation monétaire ; elle n'élargit donc pas la marge de manœuvre des banques centrales.

... déclarations
verbales ...

Les déclarations verbales peuvent être utilisées par les autorités pour communiquer leur évaluation de la situation et signaler leurs intentions. Par exemple, en présence de la vigueur persistante de la couronne ces dernières années, la banque centrale tchèque a fait savoir publiquement qu'elle n'excluait pas de recourir à des interventions. Les annonces préalables de telles opérations au Brésil et au Chili en 2001 peuvent être aussi considérées comme des formes d'interventions verbales.

... et interventions
stérilisées ...

Les interventions stérilisées, qu'elles soient connues ou pressenties, peuvent, de la même façon, donner des indications sur le sentiment des autorités au sujet de l'orientation monétaire actuelle et future. Ainsi, comme l'inflation apparaissait relativement conforme à l'objectif fixé, les autorités tchèques ont préféré intervenir ouvertement en 2000 plutôt que d'agir sur les taux d'intérêt pour enrayer l'appréciation de la couronne. En 2001, le Chili a fait de même face à la baisse rapide du peso. Dans les deux cas, les interventions ont eu pour effet de réaffirmer le caractère jugé approprié de l'orientation monétaire et de mettre l'accent sur les préoccupations liées au cours de change. En revanche, les ventes successives de dollars opérées en 2001 au Brésil ont contribué à éviter un resserrement excessif de la politique monétaire, alors que le ralentissement de la croissance et la menace d'un alourdissement du service de la dette rendaient inopportun un nouveau relèvement des taux d'intérêt. En Thaïlande, le moment choisi par les pouvoirs publics pour effectuer des achats de dollars, fin 2001, a paru annoncer les réductions de taux qui ont suivi.

Il est permis de penser que certains des canaux par lesquels agissent les interventions stérilisées peuvent être plus efficaces dans les économies émergentes que pour les monnaies les plus échangées. Les interventions peuvent influencer directement sur le change, car elles modifient l'offre relative d'actifs en monnaie nationale et en devises. Cet *effet de portefeuille* pourrait s'avérer comparativement plus important dans les économies émergentes, de l'Est asiatique tout spécialement, où les réserves en devises des banques centrales sont élevées par rapport au volume d'activité sur le marché des changes local et à la masse monétaire (tableau V.3). En outre, en intervenant en qualité de teneur de marché, la banque centrale peut contribuer à freiner une dynamique de marché qui se renforce d'elle-même et à rétablir une impression de symétrie du risque. Cet *effet de liquidité* peut revêtir une importance particulière dans les économies émergentes où le volume d'échanges est faible. Il convient de noter à cet égard les efforts déployés

en 2001 par les banques centrales brésilienne et chilienne pour offrir des obligations en dollars, ainsi que des liquidités, en vue de favoriser le fonctionnement du marché.

Ces dernières années, le segment spécifique sur lequel s'opèrent les interventions officielles paraît avoir changé. Auparavant, certaines banques centrales recouraient pour cela au marché à terme et aux instruments de hors-bilan. En dépit de l'avantage offert, pour leur ampleur, par l'absence de contraintes de bilan préalables, ces opérations à terme semblent moins fréquentes. Cela est dû en partie aux pertes substantielles subies sur des positions à terme durant les crises monétaires des années 90 et à l'importance accrue accordée récemment aux questions de responsabilité et de transparence. Les efforts actuels de l'Afrique du Sud pour dénouer ses positions à terme en sont l'illustration.

... mais moins d'interventions sur le marché à terme

En dépit de l'utilité que présente cet autre moyen d'action de la politique monétaire, les avantages offerts par les interventions doivent être rapportés à leurs limites et coûts possibles ; c'est ainsi qu'elles ne sont pas toujours efficaces pour agir sur le cours de change. En outre, l'un de leurs inconvénients est qu'une réduction excessive de la volatilité risque de freiner l'extension des capacités de tenue de marché du secteur privé. C'est ce qui se passe aussi sur le marché interbancaire national, où une présence moindre des banques centrales pour le lissage des taux est considérée comme favorable à son développement. Un autre inconvénient réside dans le fait que, dans la mesure où les interventions apparaissent révélatrices des objectifs et préférences des autorités, le message qu'elles transmettent risque d'être mal interprété, ce qui peut nuire à leur action. Un effort d'information auprès du public au sujet de l'attitude et de l'approche des responsables monétaires à l'égard des interventions pourrait être bénéfique. Ainsi, forte de son expérience avec ses interventions en 2001, la banque centrale suédoise a publié, début 2002, un document officiel précisant ses procédures dans ce domaine.

Peser le pour et le contre

Contrôle des capitaux

Souvent écartés dans les discussions sur les régimes de change et monétaires, les contrôles sur les mouvements de capitaux, qu'il s'agisse de leur mise en œuvre ou de leur renforcement, restent considérés par diverses économies émergentes comme une option viable. L'histoire récente montre que, dans certains cas, s'ils sont correctement conçus et appliqués, ils peuvent permettre de soutenir les autres politiques ou de protéger l'économie des aspects déstabilisants des flux de capitaux.

Le contrôle des mouvements de capitaux reste une option possible dans certains cas ...

Au Chili, l'imposition, dans les années 90, de réserves obligatoires non rémunérées sur les entrées de capitaux en est un exemple. En atténuant l'incidence sur le change d'une politique monétaire rigoureuse, elle a permis de concilier les besoins de l'économie interne et les objectifs extérieurs. La volatilité de change a pu être ainsi freinée en décourageant les afflux à court terme en faveur d'investissements à long terme. Cette mesure aurait contribué de manière positive au processus de transition vers un régime de change souple et une libéralisation totale des mouvements de capitaux.

En Malaysia, l'imposition de contrôles sur les sorties de capitaux, en 1998, s'est assortie d'un ancrage de la monnaie. Toutefois, de tels contrôles avaient déjà été utilisés ailleurs dans un régime de change souple, en présence d'évolutions de change défavorables. L'Indonésie et la Thaïlande, par exemple, outre le recours aux interventions (et, dans le premier cas, à des relèvements de taux d'intérêt), ont cherché à freiner les ventes à découvert en limitant l'accès des capitaux étrangers à leur monnaie respective, dans un contexte de pressions sur le change en 2000. La Thaïlande a ensuite opéré un certain assouplissement début 2002, en raison du redressement du baht.

Des contrôles ont également été mis en place en dernier ressort, lorsque, par exemple, des contraintes entravent le recours à la politique monétaire de même qu'aux interventions. Ainsi, en réponse à une accélération de la dépréciation du rand, les autorités sud-africaines ont renforcé les contrôles des changes fin 2001. À l'époque, les tensions inflationnistes ne semblaient pas encore suffisamment fortes pour justifier un resserrement monétaire, et une intervention était exclue à cause du niveau peu élevé des réserves de change et de la volonté de réduire les positions à terme.

... mais qui a aussi ses limites

Comme dans le cas des interventions, le recours aux contrôles sur les mouvements de capitaux a son prix et ses limites. Une mise en œuvre efficace s'accompagne généralement d'un coût administratif élevé. Les restrictions ne différencient pas toujours les flux d'investissements désirables et les autres, et le sentiment négatif des investisseurs à leur égard peut encore restreindre l'accès d'une économie aux financements internationaux. Des mesures trop directes peuvent gêner l'expansion des marchés financiers et ne sauraient en aucun cas se substituer à des réformes sur les plans macro et microéconomiques.

Le cours de change restera une préoccupation ...

En conclusion, la plupart des économies émergentes considérées en sont encore à des stades relativement précoces de leur ajustement à un environnement de change plus souple. Leurs caractéristiques structurelles et la nécessité, pour certaines, de se remettre des crises récentes les rendent généralement plus vulnérables que les pays industrialisés aux répercussions des fluctuations de change sur l'inflation, la croissance et la solidité de leur système financier. Par conséquent, dans le court terme tout au moins, les variations de change demeureront sans doute un facteur relativement plus important que d'autres pour l'élaboration de la politique. Si elles veulent assurer la crédibilité de leurs stratégies, les autorités devront impérativement pratiquer une communication efficace pour faire connaître leurs intentions au sujet du rôle du change. À terme, cependant, les efforts déployés pour réduire certaines faiblesses intrinsèques, telles que des marchés des changes insuffisamment développés, devraient atténuer les préoccupations liées aux fluctuations de change.

... qui pourrait cependant être atténuée en s'attaquant aux faiblesses intrinsèques

VI. Marchés financiers

Faits saillants

Les marchés financiers ont fait preuve d'une remarquable capacité de réaction face aux chocs sévères auxquels ils ont été confrontés pendant la période analysée : ralentissement économique mondial, attentats du 11 septembre 2001 aux États-Unis et révélations consécutives à la faillite d'Enron. Malgré ces événements, ils ont continué de fonctionner normalement et les perturbations constatées n'ont pas duré. Les cours des actions se sont lentement ajustés à la baisse de la conjoncture. Leur effondrement après le 11 septembre s'est rapidement inversé et les places boursières se sont redressées à travers le monde en fin d'année, reflet d'un regain de confiance dans une reprise forte. Le marché de la dette des entreprises a encore mieux résisté. Les primes de risque, y compris sur la dette des économies émergentes, se sont réduites pendant l'année, tendance que les faits de septembre n'ont que brièvement interrompue. Il est intéressant de noter à cet égard que l'obligataire a continué de faire bon accueil aux sociétés, même celles qui se voyaient refuser l'accès au papier commercial.

Ces signes de résistance masquent toutefois certaines préoccupations latentes. Malgré la correction amorcée début 2000, les cours des actions sont demeurés généralement élevés par rapport aux résultats affichés. Durant les premiers mois de 2002, les problèmes comptables d'Enron et leurs répercussions ont progressivement amené les investisseurs à s'interroger sur l'intégrité des informations sur lesquelles s'appuient les marchés financiers. L'affaire Enron a rejilli sur le marché américain du papier commercial, qui s'est fermé, sauf pour les signatures de premier rang. Les événements d'Argentine n'ont eu qu'un effet limité sur les autres économies émergentes en 2001 et début 2002, mais les conditions relatives aux financements extérieurs sont restées incertaines pour beaucoup d'emprunteurs souverains moins bien notés. Par ailleurs, la prédominance de quelques courtiers sur le gré à gré a fait apparaître des risques de concentration.

Fonctionnement des marchés

Parmi les différents chocs qui ont mis les marchés à l'épreuve pendant la période sous revue, deux sont particulièrement notables : les actes de terrorisme du 11 septembre 2001 aux États-Unis et la faillite d'Enron en décembre. Les marchés ont remarquablement bien fonctionné au lendemain des attentats ; malgré la dévastation du cœur de Manhattan, qui abrite un grand nombre d'établissements financiers, d'infrastructures de marché et de systèmes de communication, le négoce et la collecte de fonds n'ont été

Les marchés ont prouvé leur résistance aux chocs

interrompus que temporairement, les marchés revenant assez vite à la normale. La faillite d'Enron, quoique moins dramatique, a peut-être davantage ébranlé la confiance, en remettant en cause la qualité des informations financières sur les différentes sociétés.

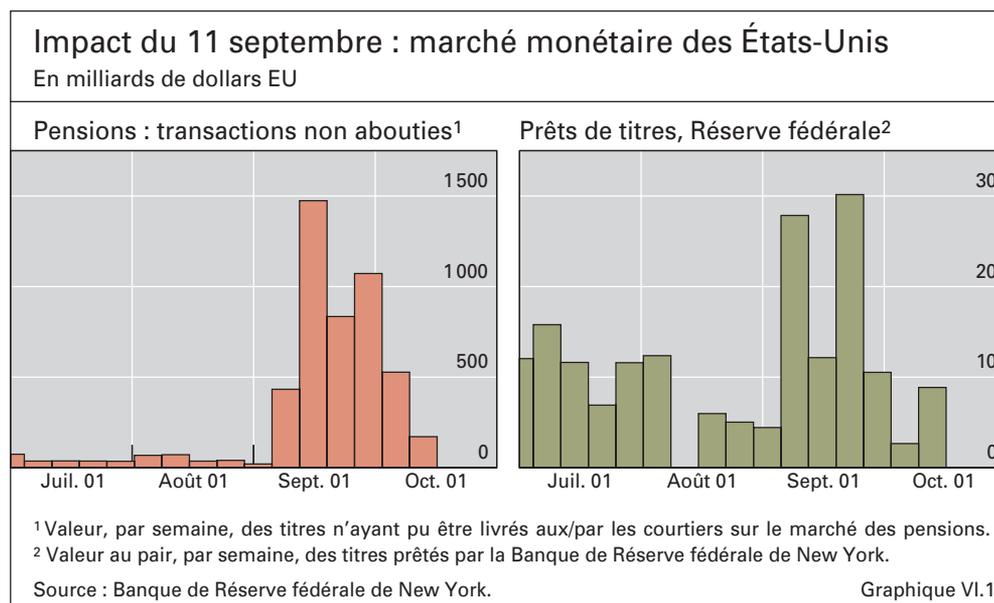
Perturbations consécutives au 11 septembre

Les attentats ont entraîné des perturbations majeures ...

Les attentats, par les pertes humaines occasionnées et les dégâts matériels infligés aux infrastructures new-yorkaises, ont fortement perturbé les marchés financiers des États-Unis. Le New York Stock Exchange a fermé pendant quatre jours, sa plus longue interruption depuis les années 30. Les compartiments du comptant et des pensions sur titres du Trésor ont particulièrement souffert, en raison des pertes subies par divers courtiers, des dommages causés aux moyens de communication et de la destruction du centre opérationnel d'une grande banque de compensation. Ces éléments conjugués ont empêché, les jours qui ont suivi les attentats, le règlement d'opérations sur pensions d'une valeur de plusieurs milliards de dollars. Il en est résulté une hausse sans précédent du nombre des transactions non abouties sur les marchés des titres du Trésor (comptant et pensions, graphique VI.1), ce qui, à son tour, a gonflé la demande de certaines de ces valeurs, les plus récentes notamment.

... mais les autorités et les opérateurs ont été prompts à réagir

Les autorités et les opérateurs ont été prompts à réagir. La Réserve fédérale a injecté de grandes quantités de liquidités dans le système bancaire et réduit le taux-objectif des fonds fédéraux pour la réouverture des marchés des actions, le 17 septembre. Elle a également pris plusieurs mesures face aux difficultés du marché des pensions, assouplissant notamment les conditions d'utilisation de sa facilité de prêts de titres. Fin septembre, elle avait ainsi prêté pour \$70 milliards de titres, en prenant en garantie des valeurs moins demandées. D'autres banques centrales ont abaissé leur taux directeur et certaines ont conclu des accords de swap avec la Réserve fédérale, afin d'apaiser les craintes de pénurie de dollars pour les établissements financiers étrangers intervenant



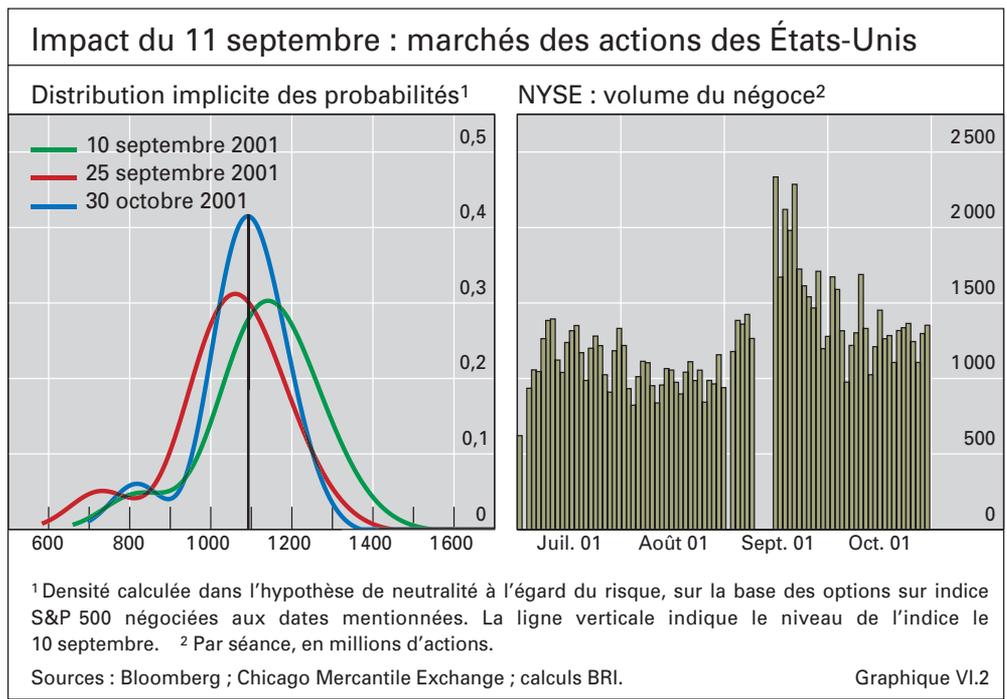
aux États-Unis. Les opérateurs ont allongé les heures de règlement et coopéré de diverses manières pour faciliter la distribution des liquidités.

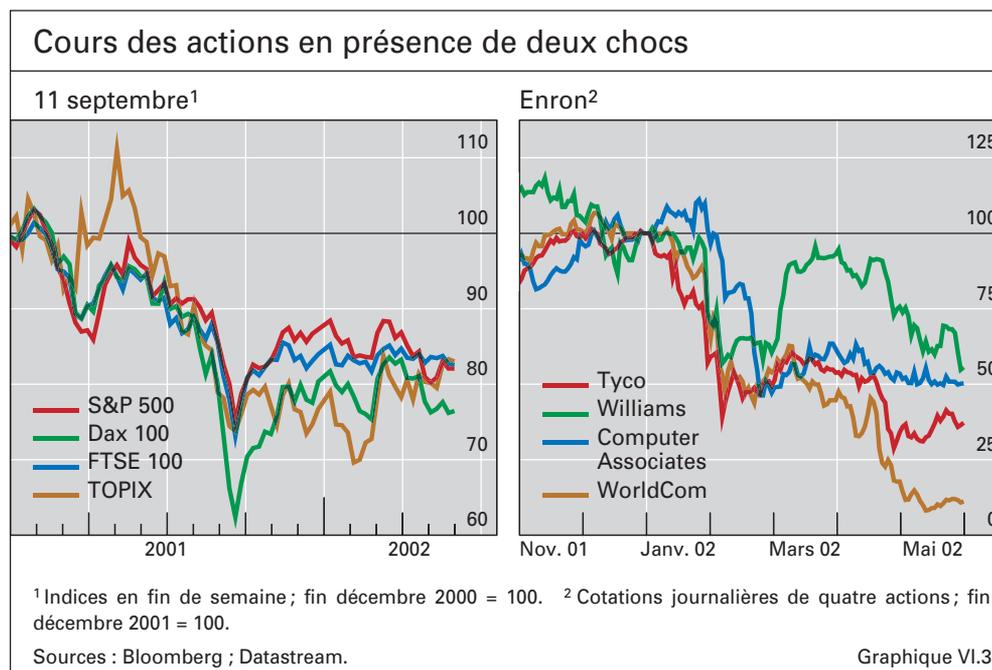
Tous ces efforts ont grandement bénéficié des plans d'urgence élaborés deux ans plus tôt pour pallier les problèmes informatiques liés au passage à l'an 2000. Ces plans avaient toutefois omis de tester les systèmes de communication entre installations de secours. Certains opérateurs n'avaient pas imaginé que, si leurs systèmes tombaient en panne, ceux de leurs contreparties pourraient être inutilisables également. Parfois, ils ne disposaient pas, sur leur base de repli, de l'information nécessaire pour contacter les sites secondaires de leurs homologues. En outre, les lignes téléphoniques normales et de secours passaient fréquemment par le même central – au World Trade Center. La rupture des communications a interrompu le négoce et la compensation pendant plusieurs jours. Malgré cela, les initiatives des opérateurs – mise en commun des ressources, par exemple – et le travail acharné des sociétés de service public ont pu limiter l'étendue des perturbations.

Absence de tests des liaisons entre installations de secours

Les attentats ont exacerbé les craintes d'une sévère correction sur le marché des actions. Avant qu'ils ne se produisent, la distribution à court terme des rendements implicite dans les prix des options sur indices boursiers allait déjà dans le sens d'une forte contraction des cours (graphique VI.2). Le sentiment d'une chute possible s'est nettement renforcé immédiatement après les attentats et a persisté jusqu'à début octobre. Une fois les cours repartis à la hausse, la distribution des probabilités s'est resserrée, traduisant une atténuation des incertitudes, même si les prix des options affichaient toujours un biais vers une baisse significative.

La libération des pressions à la vente accumulées pendant les quatre jours de fermeture des marchés boursiers a donné lieu à des volumes de transactions sans précédent dès leur réouverture (graphique VI.2). Les places n'ont pas été submergées pour autant. Dans l'ensemble, les autres





Retour à la normale en dernier sur le marché des pensions

compartiments avaient retrouvé un fonctionnement plus ou moins normal dans la semaine suivant les attentats. Si la volatilité intrajournalière du taux des fonds fédéraux est restée exceptionnellement élevée jusqu'en octobre, leur taux effectif n'a jamais été bien supérieur à l'objectif. Le dernier marché à retourner à la normale a été celui des pensions, sur lequel les transactions non abouties étaient encore nombreuses en octobre ; en fait, celles-ci ont augmenté les premières semaines après les attentats par suite de la pénurie de nouveaux titres du Trésor EU, utilisés comme sûretés. La situation s'est améliorée le 4 octobre, lorsque le Trésor EU a élargi le volume de l'émission récente à 10 ans, dans le cadre d'une adjudication non programmée. Mi-octobre, le taux de non-aboutissement sur pensions était redevenu modéré.

Répercussions de l'affaire Enron

Les marchés de l'énergie n'ont pas été perturbés par l'effondrement d'Enron en lui-même

Enron Corporation, l'un des plus grands courtiers en énergie, a demandé à bénéficier du régime de faillite en décembre 2001. À la différence des attentats, l'effondrement d'Enron n'a pas eu de conséquences immédiates, selon la plupart des observateurs, pour la stabilité et la liquidité des marchés sur lesquels opérait la société. Le négoce s'est rapidement reporté sur la concurrence. De nombreuses entreprises ont, certes, enregistré des pertes sur leur exposition envers Enron. Toutefois, grâce notamment à l'amélioration de la gestion du risque de contrepartie et au développement des dérivés de crédit, ces dernières années, ces pertes étaient gérables et n'ont pas menacé la solvabilité d'autres intervenants. En effet, les expositions envers Enron étaient efficacement couvertes par des titres liés à la notation et d'autres dérivés de crédit ; dans leur majorité, ces contrats ont été réglés normalement, ce qui a renforcé l'intérêt des opérateurs pour les instruments de ce type.

Ce qui frappe, dans les événements qui ont conduit à l'effondrement d'Enron, c'est que divers niveaux de gouvernance ont semblé simultanément

défaillants. Le conseil d'administration, l'auditeur externe, les analystes financiers, les agences de notation, les créanciers et les investisseurs se sont tous révélés incapables de comprendre objectivement comment le groupe parvenait à afficher une croissance des résultats aussi manifestement exceptionnelle. En particulier, rares ont été ceux qui ont posé les vraies questions sur la nature des nombreuses opérations hors bilan qui, en fait, contribuaient à dissimuler des pertes d'exploitation croissantes.

Défaillance
simultanée de
divers niveaux
de gouvernance

L'échec simultané des divers niveaux de gouvernance participe d'un même facteur : les conflits d'intérêts dans la production d'information ont tendance à s'intensifier lorsqu'une société ou un marché affiche des résultats hors du commun. Les marchés modernes ont mis au point un système de contrôles et contrepoids pour préserver l'intégrité du processus d'information (voir la conclusion du présent chapitre). Dans le cas d'Enron, ce mécanisme a échoué. Il est significatif que les réactions aient été moindres lors de la déclaration de faillite, début décembre, qu'à l'annonce de la destruction de documents, fin janvier, par le cabinet d'audit et qu'à la publication, début février, d'un rapport détaillant l'utilisation, par la société, de partenariats et de structures ad hoc destinés à gonfler ses résultats et à dissimuler ses pertes. En conséquence, les cours des actions ont commencé à afficher une décote pour risques comptables, les marchés sanctionnant particulièrement les grands groupes aux états financiers relativement opaques (graphique VI.3, cadre de droite).

Le marché a réagi
au scandale qui a
suivi

Marchés des actions

Pendant la majeure partie de 2001, les investisseurs en actions ont fait preuve d'un optimisme sans faille, d'abord en minimisant les indices de ralentissement mondial, puis en s'empressant d'anticiper une forte reprise. Alors que les changements du sentiment concernant la durée et la gravité du tassement conjoncturel ainsi que ses conséquences pour les résultats des entreprises entraînaient les cours alternativement à la hausse et à la baisse (graphique VI.3, cadre de gauche), un degré élevé de confiance a néanmoins prévalu dans l'ensemble. Cette confiance s'est nourrie pour l'essentiel d'une conviction que la politique monétaire serait efficace. Si, en fin de compte, elle s'est effritée, c'est pour des raisons non macroéconomiques mais comptables. Durant les premiers mois de 2002, la montée du scepticisme quant à la fiabilité des informations financières publiées par les entreprises, suite à l'effondrement d'Enron, a amplifié les doutes entourant l'évaluation des actions. Les multiples de capitalisation n'en ont pas moins atteint des sommets, début 2002. Étant donné la chute des résultats liée aux moins-values exceptionnelles et l'augmentation de la prime de risque sur actions consécutive aux incertitudes sur les états financiers, les valorisations traduisaient un optimisme inébranlable au sujet des bénéfices futurs.

Ajustement au cycle d'activité

Le marché des actions a tardé à s'ajuster à l'affaiblissement de l'économie mondiale. Après une année de correction, il a amorcé une reprise en avril 2001, essentiellement par conviction que la détente monétaire

L'ajustement au
ralentissement ne
s'est pas réalisé
avant l'été

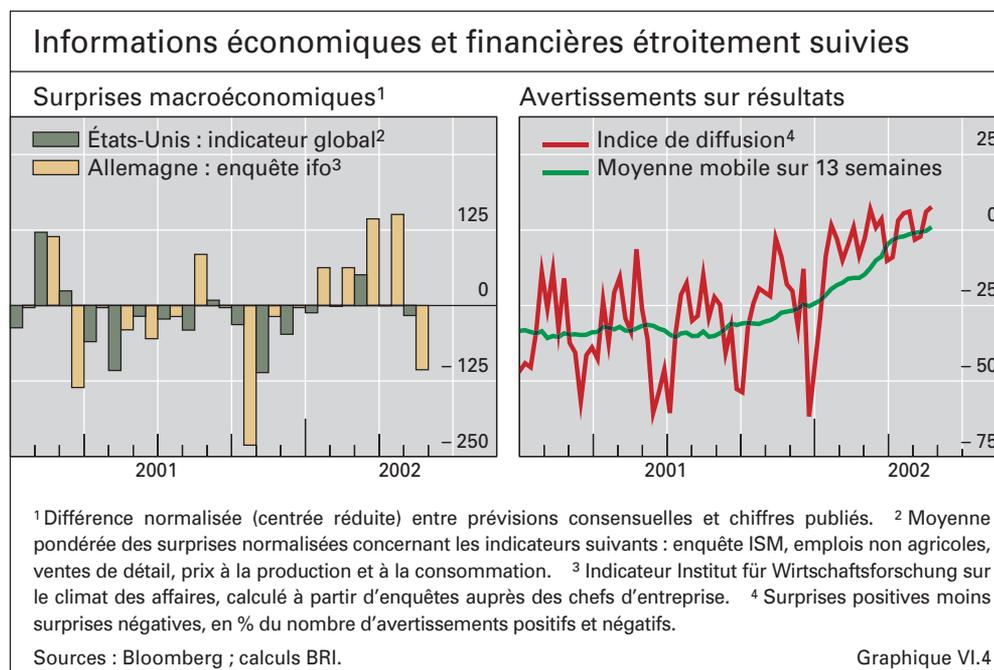
empêcherait une récession. Pendant l'été, la dégradation des conditions macroéconomiques et les mauvais résultats en chaîne publiés par les sociétés ont finalement convaincu les investisseurs que le ralentissement était réel et que les entreprises ne seraient pas épargnées (graphique VI.4). Le secteur technologique a encore une fois été durement touché, à la fois parce que les évaluations y avaient été plus exagérées qu'ailleurs (71^e Rapport annuel) et en raison de moins-values étonnamment importantes. S'il a d'abord semblé que l'Europe ne serait pas autant frappée que l'Amérique du Nord, cette assurance a été dissipée par la publication d'indicateurs décevants, notamment l'enquête allemande ifo en été. Les marchés européens des actions ont donc continué d'évoluer en étroite corrélation avec ceux des États-Unis durant la période considérée.

Les cours ont atteint leurs plus bas fin septembre

Les indices de marché ont atteint leurs plus bas niveaux dans les deux semaines suivant les attentats. Ceux-ci ont eu pour effet immédiat d'aggraver les craintes d'une récession mondiale prolongée et de susciter un report généralisé vers des placements sûrs. Les cours des actions ont toutefois amorcé un redressement une semaine après la réouverture des marchés de New York. Les investisseurs ont été encouragés par l'assouplissement monétaire coordonné à l'échelle mondiale et par l'évolution favorable sur le plan politique. En d'autres termes, les attentats n'ont entraîné qu'une incertitude temporaire, quoique extrême, qui s'est rapidement dissipée peu après le redémarrage des marchés.

Les marchés se sont ensuite redressés malgré de mauvaises surprises macroéconomiques ...

Une nouvelle évolution du sentiment paraît s'être produite en octobre, lorsque le rebond d'un marché résistant a fait place à un franc mouvement de hausse qui s'est prolongé jusqu'en fin d'année. Les cours ont alors commencé à anticiper une forte reprise de l'activité, malgré les surprises le plus souvent négatives ressortant des informations macroéconomiques étroitement suivies. Les investisseurs ont semblé rassurés par la promptitude



de l'assouplissement monétaire, par le fait que la plupart des indicateurs ne se détérioraient pas et par l'annonce d'une légère progression du PIB des États-Unis au quatrième trimestre. Les succès militaires de l'alliance antitaliban en Afghanistan ont apaisé les craintes d'un conflit long et déstabilisateur. Les avertissements sur résultats, au premier trimestre 2002, présentaient, contrairement à ce qui avait été généralement le cas en 2001, un meilleur équilibre entre nouvelles positives et négatives par rapport aux prévisions des analystes.

C'est, paradoxalement, quand les indicateurs macroéconomiques ont commencé à s'améliorer que le marché des actions s'est remis à chanceler. En janvier et février 2002, les révélations sur les inexactitudes dans les états financiers de plusieurs sociétés de premier plan ont conduit à douter de l'intégrité des comptes publiés ; la confiance des opérateurs s'en est trouvée ébranlée, ce qui a contribué à stopper la hausse des cours. Si les méthodes comptables d'Enron étaient peut-être poussées à l'extrême, ce groupe n'était pas le seul à pratiquer l'habillage des résultats déclarés. La faillite de Global Crossing, en décembre, a mis en lumière, par exemple, la pratique de contrats d'échange de capacités de télécommunications, destinée à gonfler artificiellement le chiffre d'affaires annoncé. Les investisseurs ont réagi par un désengagement généralisé, concourant ainsi à faire baisser la plupart des grands indices fin janvier et début février.

Au Japon, les valorisations ont été fortement influencées par la faiblesse du secteur financier et par la perception d'un piétinement des réformes. Tout en s'inscrivant dans un mouvement généralisé, la baisse des principaux indices boursiers, de mai à septembre, a été bien plus marquée. L'enquête *Tankan* publiée en juillet faisait état d'une économie étonnamment atone et l'annonce ultérieure d'un assombrissement des perspectives mondiales paraît avoir davantage affecté Tokyo que les autres grandes places. Après septembre, les marchés nippons des actions n'ont pas suivi le redressement planétaire des cours et l'indice Nikkei se situait, début février 2002, à son plus bas niveau depuis dix-huit ans. Paradoxalement, c'est la faillite d'un important groupe de construction, à la fin du mois, qui semble avoir déclenché le mouvement de hausse de mars. Les investisseurs, qui avaient escompté un renflouement, ont peut-être interprété cette liquidation comme le signal de la mise en œuvre imminente de sérieux efforts de restructuration des entreprises et du système financier.

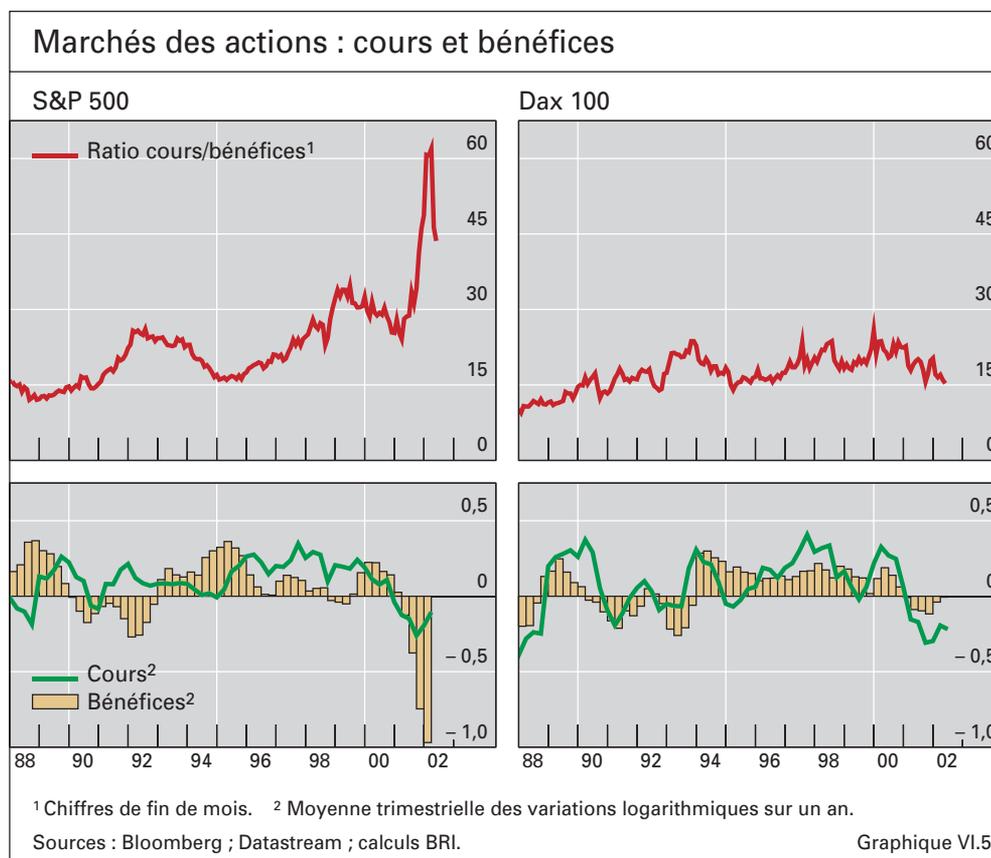
Optimisme tenace dans un contexte de forte volatilité

Malgré la spectaculaire correction observée depuis avril 2000, les cours des actions ont continué d'être soutenus par des attentes de forte hausse des résultats. Aux États-Unis, les multiples de capitalisation sont restés historiquement très élevés en 2001, en raison d'une chute plus marquée des bénéfiques que des cours (graphique VI.5). En Europe, ils étaient plus modestes, les cours baissant davantage qu'aux États-Unis alors que les résultats résistaient mieux. Ces sommets reflétaient en partie le bas niveau des taux d'intérêt réels mais aussi l'anticipation d'une remontée des bénéfiques ; en effet, les cours anticipent généralement le redressement des

... mais les révélations sur Enron ont ébranlé les investisseurs début 2002

Les actions japonaises n'ont pas suivi la hausse mondiale des cours

Les valorisations sont restées élevées

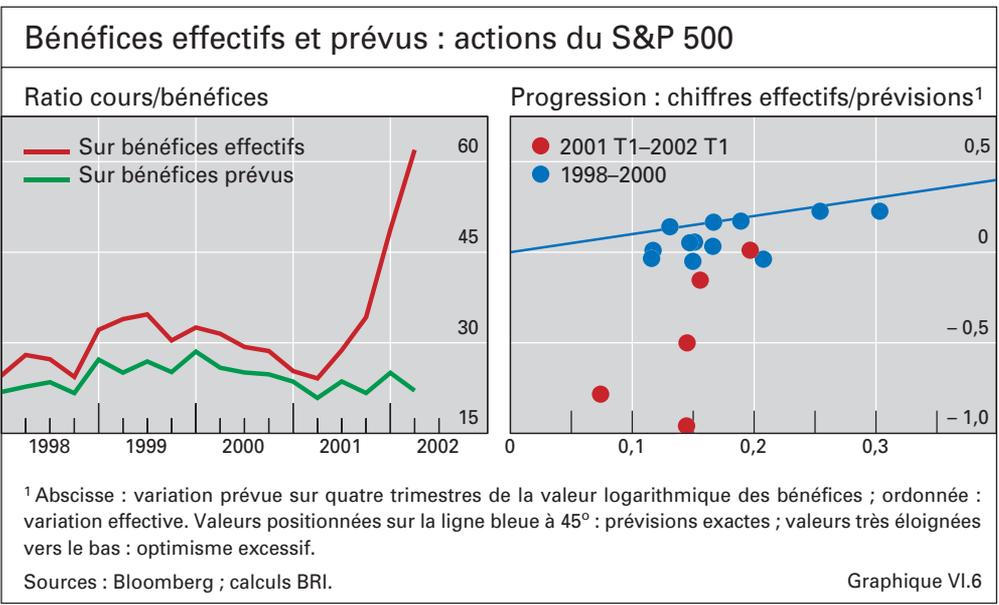


résultats en phase finale de récession. Tel avait été le cas aux États-Unis en 1991–92 et en Allemagne en 1993. Les pics atteints outre-Atlantique en 2001 et 2002 sont toutefois sans précédent. Fin 2001, l'indice S&P 500 correspondait à 49 fois les résultats, plus du triple de la moyenne 1970–95 (14 fois). Fin mars 2002, le chiffre s'établissait à 62.

Les multiples élevés pour les États-Unis reflétaient souvent, en outre, un volume record de moins-values exceptionnelles, qui ont fait chuter la mesure comptable du résultat net. Pour l'exercice 2001, même les sociétés dont le bilan et les perspectives de bénéfices semblaient plus ou moins sains ont décidé de reconnaître qu'une part importante de leurs investissements passés, notamment les nombreuses acquisitions financées par échange d'actions ordinaires, s'étaient révélés être de coûteux échecs. Certains investisseurs se sont donc fondés sur des paramètres de caractère prospectif, tels que marge brute d'autofinancement ou résultat d'exploitation par action, plutôt que sur les mesures comptables des résultats intégrant les passations en charges. Cette attitude supposait implicitement que les entreprises éviteraient à l'avenir des décisions d'investissement aussi peu avisées. Les multiples de capitalisation s'avéraient inférieurs s'ils étaient calculés par rapport aux bénéfices prévus, supposés en forte hausse (graphique VI.6). Sur cette base, ils restaient néanmoins relativement élevés par comparaison avec le passé, compte tenu surtout du bas niveau des taux d'intérêt réels et de la décote résultant probablement des problèmes d'information liés à l'affaire Enron. De plus, la croissance réelle des résultats tend à être inférieure aux attentes depuis quelques années. Après la phase

Les résultats ont chuté en raison de moins-values exceptionnelles ...

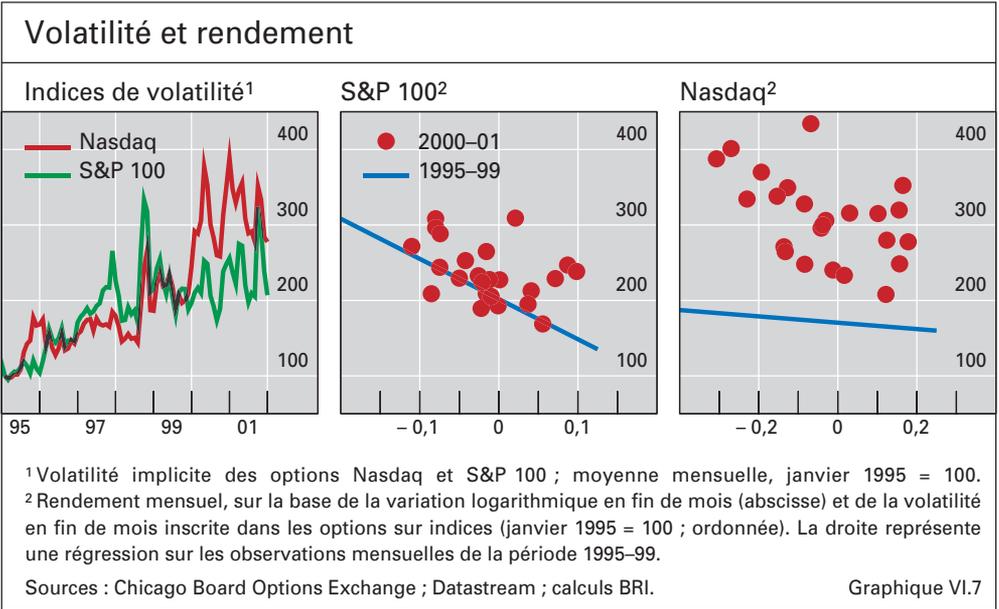
... mais les valorisations sont restées élevées pour d'autres raisons



d'expansion, où les habillages de bilans faisaient fréquemment apparaître des bénéfices légèrement supérieurs aux prévisions, ce genre de pratiques est devenu impossible en 2001 et début 2002.

Les incertitudes entourant les valorisations, conjuguées au penchant des opérateurs à réagir vivement à toute nouvelle, bonne ou mauvaise, ont engendré une forte volatilité journalière sur les marchés des actions. En avril 2001 par exemple, l'annonce que Dell Computer Corporation atteindrait son objectif de résultats – nettement revu en baisse – a provoqué une envolée de 9 % du Nasdaq Composite et une hausse de 3 % de l'indice MSCI World en une seule séance. Le degré de volatilité implicite dans les prix des options sur indices boursiers reflétait également cette tendance (graphique VI.7) ; celle-ci n'est pas uniquement attribuable au repli du marché. Si, les années précédentes, la volatilité implicite était généralement plus élevée en

Intensification des risques perçus même en période de dynamisme des marchés



période de recul des cours, elle a largement dépassé, en 2000 et 2001, les niveaux correspondant à cette relation. Tel a été le cas, en particulier, pour le Nasdaq.

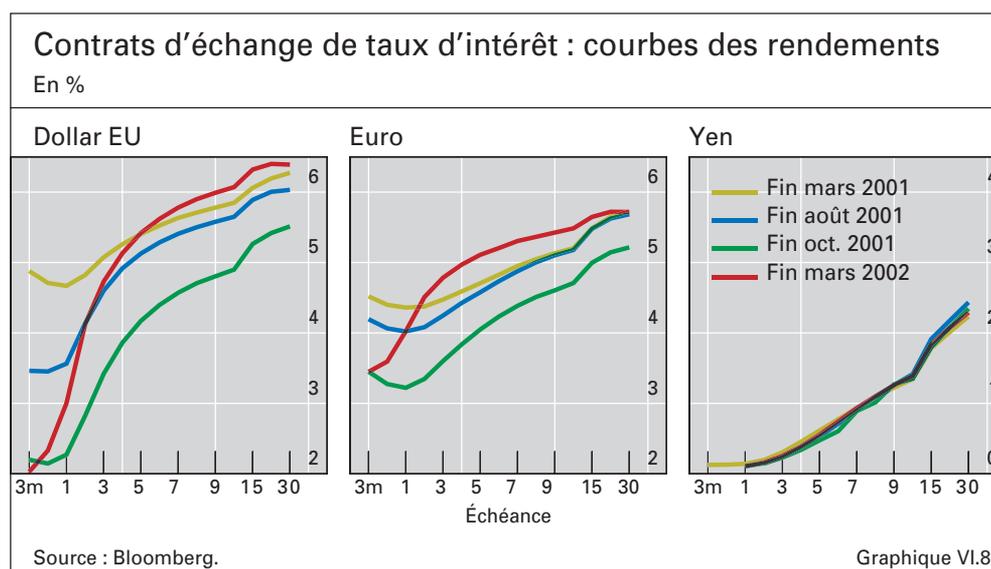
Marchés à revenu fixe

À l'instar du marché des actions, l'obligataire a alterné optimisme et pessimisme en 2001 et durant les premiers mois de 2002. En l'absence d'inflation significative, les rendements des contrats d'échange ont varié en fonction du sentiment concernant la durée et l'intensité du ralentissement mondial ainsi que le moment du retour à un resserrement monétaire. Les marges de crédit, stables au premier semestre 2001, quand le repli de l'économie paraissait devoir être court et modéré, se sont élargies au troisième trimestre au fur et à mesure que les craintes d'un ralentissement plus durable se confirmaient. Pour la plupart, les sociétés et les emprunteurs souverains n'ont guère eu de difficultés, toutefois, à obtenir des ressources à long terme. L'obligataire, témoignant de sa capacité de réaction, s'est révélé être une source majeure de financements vers la fin de 2001 et au début de 2002, lorsque les turbulences dans le compartiment du papier commercial et l'aversion accrue des banques à l'égard du risque ont limité les possibilités de financement à court terme.

Les courbes des rendements répondent à la politique monétaire

Pendant la période sous revue, les courbes des rendements ont reflété les anticipations concernant la réaction de la politique monétaire aux nouvelles macroéconomiques. Pour le dollar et l'euro, elles ont suivi la détérioration des indicateurs, puis leur pente s'est fortement accentuée avec l'amélioration des perspectives (graphique VI.8). Les rendements des contrats d'échange à long terme sont restés stables au premier semestre 2001, lorsque les opérateurs tablaient sur un ralentissement assez court et peu marqué. De juillet à octobre, les rendements à long terme se sont progressivement repliés, les

Les courbes des rendements ont baissé et leur pente s'est accentuée ...



investisseurs s'adaptant aux mauvaises nouvelles macroéconomiques puis, immédiatement après le 11 septembre, recherchant massivement la sécurité et la qualité. En novembre et durant les quinze premiers jours de décembre, le retournement de ce mouvement de fuite et les anticipations d'une fin rapide de la phase de contraction économique ont conduit à une vive hausse de ces rendements. Cet optimisme s'appuyait sur une confiance dans l'efficacité de la politique monétaire des États-Unis, à nouveau assouplie. En conséquence, la courbe du dollar affichait, début 2002, la pente la plus prononcée depuis le début de 1994, alors même que les rendements longs restaient proches de leurs minimums historiques. Pour la zone euro, où l'assouplissement de la politique monétaire était plus modéré, la pente de la courbe était moins accentuée.

... quand les investisseurs ont misé sur l'efficacité de la détente monétaire

Le yen a été la seule grande monnaie dont la courbe des rendements est restée quasiment inchangée pendant la majeure partie de 2001 et au début de 2002. Le court terme était ancré près de zéro, les investisseurs estimant que la politique monétaire ne serait guère modifiée dans l'immédiat, vu la faiblesse persistante de l'activité. Des considérations similaires ont maintenu les rendements longs à de bas niveaux, même si l'augmentation régulière de la dette publique a exercé des tensions intermittentes. L'aggravation de la situation budgétaire et la lenteur des réformes structurelles ont contribué à accroître la méfiance des investisseurs à l'égard des actifs japonais, dont témoignent les déclassements de la dette souveraine par les grandes agences de notation.

Courbe des rendements du yen inchangée

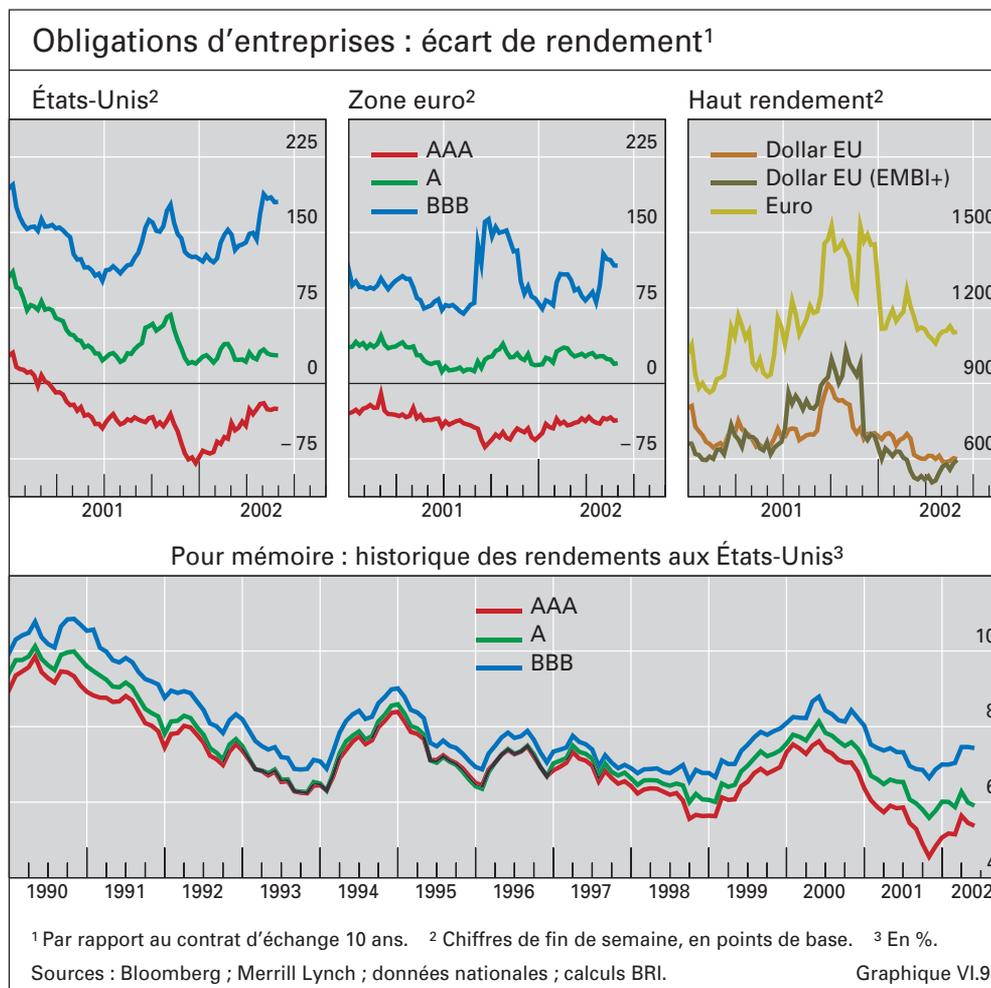
Résistance des obligations d'entreprises

Le marché des obligations d'entreprises s'est remarquablement comporté. Les écarts de rendement ont eu tendance à se réduire à mesure que les taux de référence augmentaient, les investisseurs établissant un lien entre les perspectives d'amélioration de la solvabilité des entreprises et les probabilités de reprise rapide de la croissance (graphique VI.9, cadres du haut). Au premier semestre 2001, les marges se sont rétrécies car les investisseurs, au-delà du ralentissement et de la hausse du taux de défaillance, ont estimé que ces éléments avaient déjà été pris en compte dans les rendements obligataires. Au troisième trimestre, lorsque le tassement de l'activité s'est révélé plus sévère que prévu et que les défauts de paiement se sont multipliés, les écarts se sont agrandis pour la quasi-totalité des catégories de risques et ne se sont resserrés qu'avec le retour de l'optimisme en novembre. Par voie de conséquence, le coût global des emprunts des entreprises est tombé à des niveaux historiquement bas, en termes nominaux, en septembre 2001 ; il n'a que légèrement progressé par la suite (graphique VI.9, cadre du bas). Un certain scepticisme a perduré, cependant, comme le montre la différence croissante entre notations A et BBB. Les préoccupations au sujet des bilans des entreprises et de la fiabilité des états financiers ont contribué à élargir encore les écarts dans les premiers mois de 2002.

Diminution des écarts de rendement pour les entreprises ...

... malgré la persistance d'un certain scepticisme

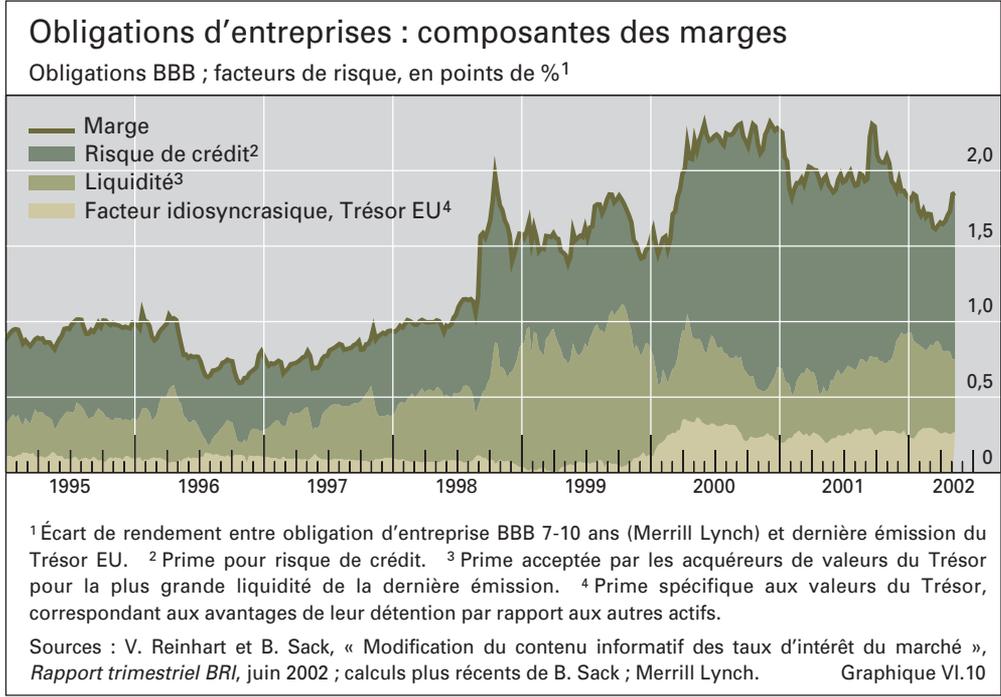
Les variations des écarts de rendement pour les entreprises en 2001 et 2002 semblent résulter, en partie tout au moins, d'une augmentation de la



prime de liquidité, qui a masqué une baisse progressive du prix de marché du risque de crédit proprement dit. C'est ce qui ressort de la subdivision en trois composantes des marges entre obligations d'entreprises BBB et bons du Trésor en dollars : risque de crédit, liquidité et prime spécifique payée par les investisseurs pour la détention de la dernière émission du Trésor EU (graphique VI.10). Le prix de marché du risque de crédit est progressivement revenu de près de 150 points de base, début 2001, à environ 80 points au premier trimestre 2002, avec une brève remontée en septembre. Cette amélioration plus ou moins régulière a inversé la forte tendance à l'élargissement de la prime de risque, qui avait accompagné l'éclatement de la bulle technologique en 2000. Les écarts de rendement mesurés selon les méthodes traditionnelles masquaient toutefois la baisse du prix du risque de crédit, car celle-ci coïncidait avec une hausse continue de la prime exigée par les investisseurs pour la détention de valeurs moins liquides.

Le ralentissement économique et l'élargissement occasionnel des marges n'ont pas nui aux financements à long terme sur l'obligataire, resté dynamique pendant la majeure partie de 2001 (graphique VI.11). Cela vaut particulièrement pour le compartiment du dollar, qui a atteint un volume record grâce aux emprunts des entreprises après amortissements. Celui de l'euro, favorisé par de nombreuses émissions dans le secteur

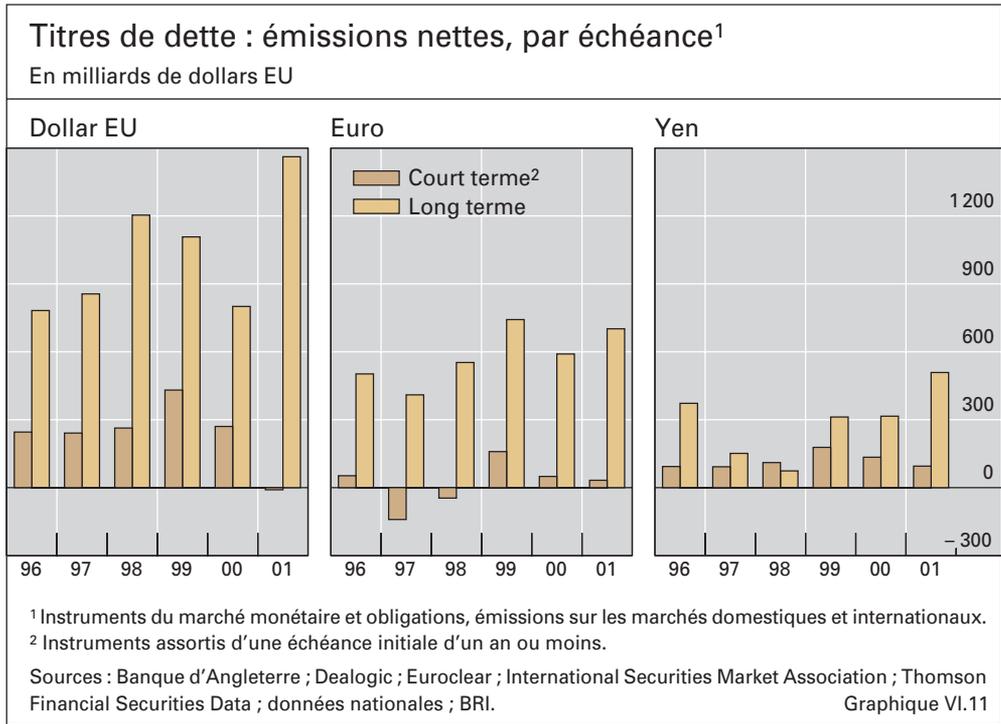
Dynamisme des financements à long terme par recours à l'obligataire



des télécoms et de l'automobile, a continué de se développer. Au Japon, l'expansion a bénéficié d'importantes émissions de titres de dette publique.

Report du court terme vers les échéances longues

Les émissions à longue échéance ont en partie bénéficié d'une désaffection des émetteurs à l'égard du court terme. Le ralentissement économique et la réduction connexe des besoins des entreprises en fonds de roulement y ont contribué, tandis que le niveau historiquement bas des taux longs a poussé



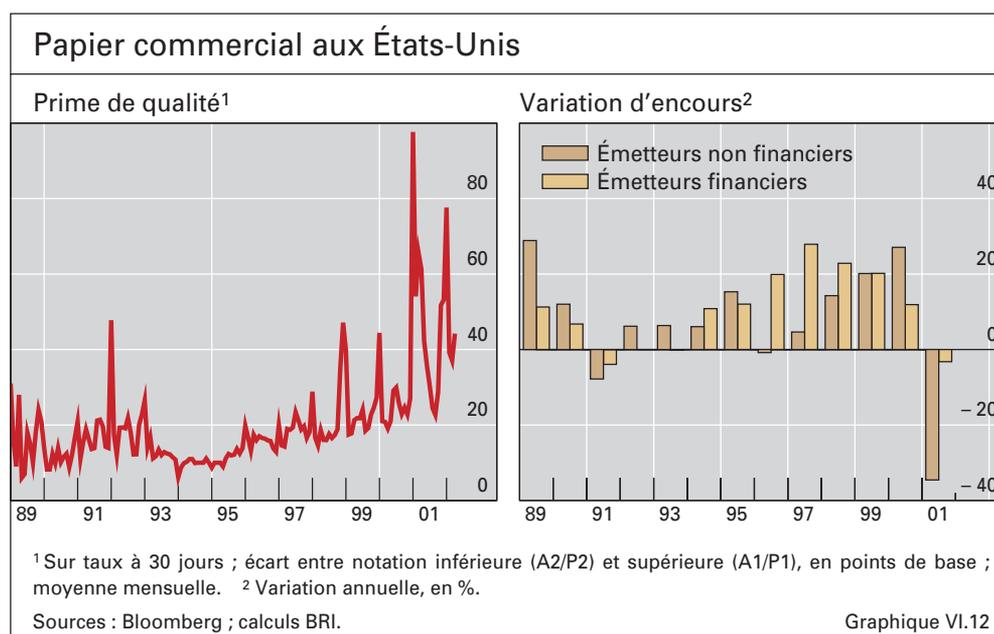
les emprunteurs à allonger leur échéancier. Simultanément, le marché du papier commercial (PC) s'est fermé à plusieurs grands groupes américains déclassés, qui ont néanmoins été bien accueillis sur l'obligataire. Dans la zone euro, les entreprises ont remboursé des crédits-relais contractés en 2000 et 2001 pour financer leurs opérations de fusions et acquisitions ainsi que l'achat de licences de téléphonie mobile de troisième génération.

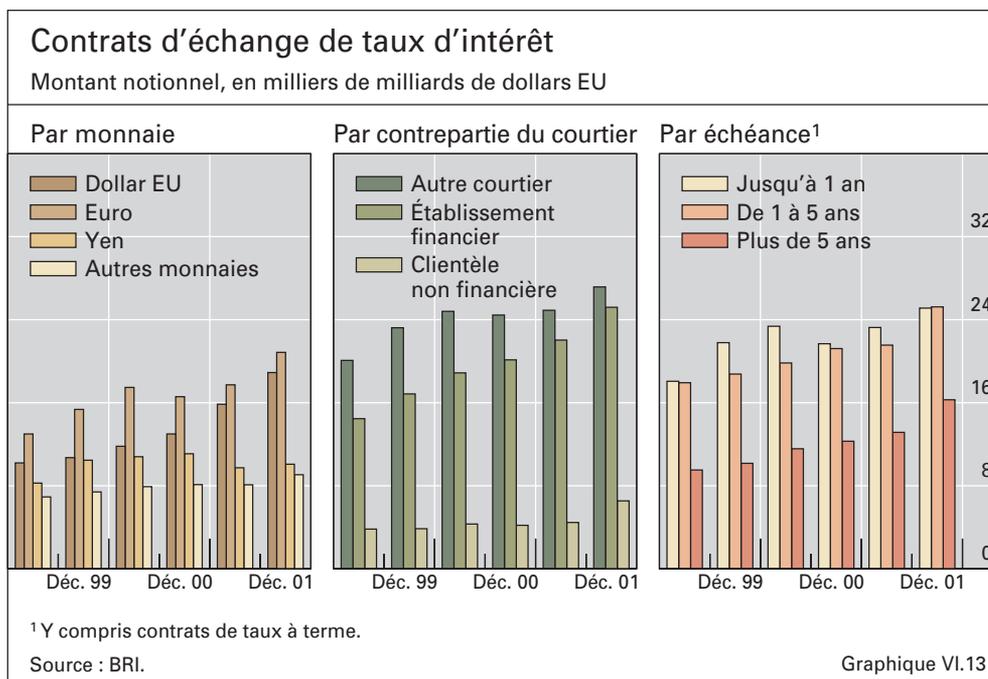
Aux États-Unis, le durcissement des conditions sur le marché du PC a contraint maints emprunteurs à s'en détourner. Surpris par les défaillances des entreprises californiennes dans le secteur de l'énergie, en janvier 2001, un grand nombre d'investisseurs sont devenus plus sensibles au risque de crédit. Ils ont ainsi vivement réagi devant la multiplication des déclassements en 2001. Comme les fonds du marché monétaire, principaux détenteurs de PC, sont tenus d'investir à 95 % au moins dans des titres de meilleure qualité, les abaissements de note de crédit et les défauts de paiement n'ont fait que réduire encore une demande déjà faible. Cette aversion accrue pour le risque de crédit explique en partie les primes exceptionnellement élevées et instables dans le compartiment du dollar EU (graphique VI.12). L'ampleur de la contraction des émissions fournit une illustration supplémentaire du caractère inhabituel des difficultés actuelles. Alors que l'encours de PC émis par les sociétés non financières avait baissé de 8 % en 1991, pendant la précédente récession américaine, il a chuté de 35 % en 2001. Par ailleurs, les emprunteurs se sont de plus en plus tournés vers le PC adossé à des actifs à recouvrer comportant un moindre risque de crédit.

Pour ajouter à ces difficultés, les grandes banques se sont montrées de plus en plus réticentes à octroyer, comme par le passé, les lignes de substitution aux programmes de PC. Elles avaient eu tendance à assortir ces crédits de marges étroites, dans l'espoir de se voir confier des services plus rentables, notamment souscription et conseil. Les risques inhérents à cette stratégie sont apparus au grand jour lorsque plusieurs émetteurs réputés,

Contraction du marché du PC due aux préoccupations sur la qualité de crédit ...

... et au retrait des lignes de soutien bancaires





exclus du marché du PC, ont effectué des tirages sur ces lignes de crédit, à des marges nettement inférieures à celles du marché. Le principal intermédiaire a annoncé par la suite qu'il se retirerait du marché. On peut rappeler à ce propos que ces lignes de substitution avaient été créées dans les années 70 pour remédier aux problèmes de financement sur un marché du PC sujet à des blocages. En 2001, elles constituaient un préalable à l'émission de PC ; leur retrait n'a donc fait qu'accentuer la paralysie.

Certains émetteurs de titres à long terme ont choisi de continuer à payer des taux courts en souscrivant des contrats d'échange, soutenant ainsi la croissance persistante des segments à long et moyen terme de ce marché (graphique VI.13). Cette demande additionnelle pour l'obtention de taux fixes a contribué à la réduction des marges des contrats sur euro et dollar, par rapport aux titres d'État, au premier trimestre 2002. Toutefois, la participation des sociétés non financières est restée très faible.

Report de certains émetteurs des taux fixes vers des taux variables par les contrats d'échange

Financement extérieur de la dette pour les économies émergentes

La capacité de réaction des grands marchés financiers durant la période analysée s'est également vérifiée pour les économies émergentes. Malgré le ralentissement mondial et les turbulences en Argentine et en Turquie, les conditions de financement extérieur ont été favorables à la plupart des emprunteurs, avec des primes de risque stables, voire en baisse. Les flux de crédits sont toutefois restés pratiquement identiques : les émissions nettes de titres internationaux ont totalisé \$45 milliards en 2001, niveau comparable à la moyenne de 1998–2000 ; parallèlement, les remboursements aux banques étrangères ont continué d'être supérieurs aux nouveaux concours, entraînant une contraction globale de \$14 milliards des créances bancaires transfrontières. Les apports de fonds ont pâti du retrait des investisseurs des

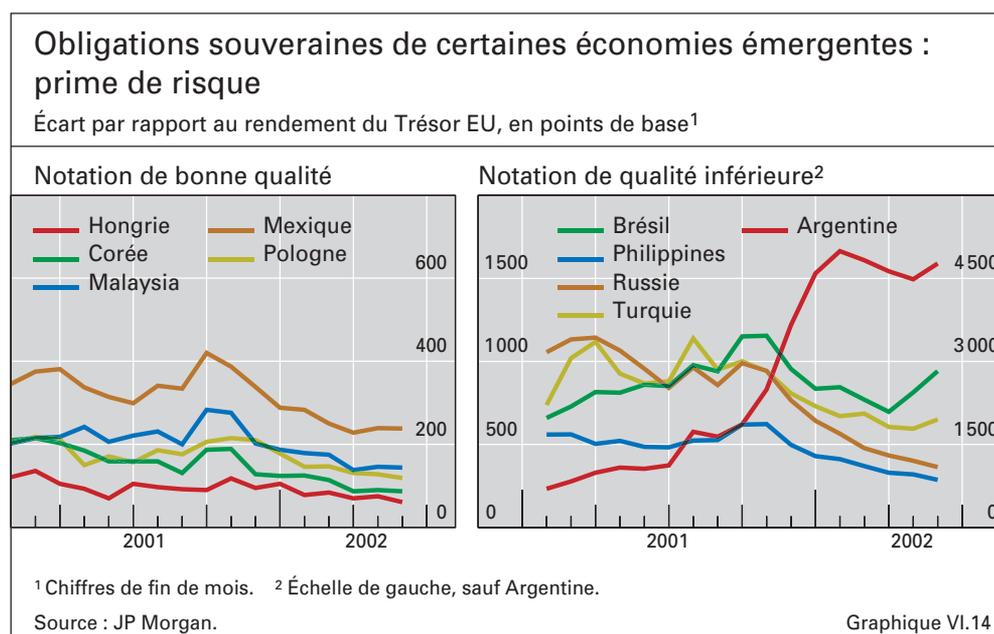
économies en crise ainsi que de la faiblesse de la demande en Asie et dans les pays exportateurs de pétrole. Les meilleures signatures ont reçu un bon accueil sur l'obligataire, mais les débiteurs moins bien notés ont éprouvé plus de difficultés.

Contagion limitée malgré de graves crises

Les crédits à la Turquie et à l'Argentine ont été fortement réduits

Les apports aux pays en crise sous forme de prêts bancaires et d'obligations se sont nettement contractés. En 2000, les résidents turcs, principalement les banques, arrivaient en tête des économies émergentes sur le marché des prêts consortiaux, tandis que le gouvernement argentin était le premier emprunteur sur l'obligataire international. En 2001, leur accès à ces marchés s'est réduit. Les primes sont restées élevées et volatiles jusque tard dans l'année pour la dette turque ; elles se sont fortement accrues à plusieurs reprises pour celle de l'Argentine, surtout en juillet, après le mauvais accueil réservé à une adjudication de titres d'État, et en novembre, suite à l'annonce, par le gouvernement, de la restructuration des emprunts d'État détenus par les résidents (graphique VI.14). Fin 2001, l'accès de la Turquie au marché a commencé à s'améliorer, après un renforcement du programme du FMI, mais les financements privés et officiels à l'Argentine se sont taris. Sur l'année 2001, les banques internationales ont réduit leurs créances transfrontières de 24 % sur la Turquie et de 12 % sur l'Argentine. Signe supplémentaire des difficultés de l'Argentine, les établissements locaux ont massivement rapatrié leurs avoirs extérieurs afin de combler leurs besoins de liquidités en dollars. Entre fin 2000 et fin 2001, l'encours de leurs dépôts à l'étranger était revenu de \$23 milliards à \$6 milliards.

Pour plusieurs autres pays, les conditions de financement se sont durcies. Ceux dont le poids du service de la dette était relativement élevé ou qui étaient confrontés à d'autres problèmes internes se sont révélés particulièrement vulnérables. Les événements d'Argentine ont accentué les



pressions économiques et financières en Uruguay, lui faisant perdre son statut envié de bonne signature. Pour le Venezuela, les marges se sont élargies lorsque les investisseurs ont perdu confiance dans les politiques du gouvernement, pour se resserrer ensuite après la mise en flottement du bolivar en février 2002.

L'effet de contagion a été bref et, le plus souvent, d'ampleur modérée. Les pressions à la vente ont touché, en juillet, un nombre étonnamment élevé d'économies émergentes, notamment le Brésil et l'Afrique du Sud, après l'insuccès de l'adjudication de titres d'État en Argentine. Le mouvement mondial de recherche de la qualité, au lendemain du 11 septembre, a entraîné, en outre, un élargissement assez généralisé des primes. Dans ces deux cas, cependant, la réévaluation du risque est restée temporaire et les marchés sont rapidement revenus à leur tendance antérieure, établissant une hiérarchisation minutieuse des économies émergentes. Ainsi, mi-octobre, les primes sur obligations brésiliennes évoluaient indépendamment de celles appliquées à la dette argentine ; leur augmentation, au deuxième trimestre 2002, reflète des incertitudes essentiellement liées à la situation politique au Brésil.

La défaillance du gouvernement argentin en fin d'année a eu peu de répercussions immédiates sur les autres économies émergentes. Comme l'explique le chapitre V, la longue accumulation de tensions, le retrait des investisseurs recourant intensément à l'effet de levier et l'adoption d'un cours de change flottant dans plusieurs pays ont permis d'enrayer la contagion. En outre, la moindre présence des investisseurs « mixtes » – dont les portefeuilles sont principalement constitués de titres de qualité, mais qui sont également autorisés à détenir de faibles quantités de valeurs de catégorie inférieure – a distendu les liens entre les différents compartiments. Alors que ces intervenants tendent à se désengager de l'ensemble du segment en période de volatilité, les investisseurs profilés sur les économies émergentes opèrent en fonction de la solvabilité qu'elles offrent ; leur retrait du marché argentin au profit d'autres économies émergentes explique ainsi en partie la diminution des primes pour le Brésil et le Mexique au moment même où elles montaient en flèche pour l'Argentine.

Les investisseurs reviennent sur l'obligataire avant les emprunteurs

S'ils se sont défiés des pays en crise, les investisseurs ont, le plus souvent, réservé un accueil favorable aux émetteurs dont la situation était saine ou en voie d'amélioration. Les primes sont demeurées stables, ou ont même diminué, en 2001 et début 2002, pour les signatures de bonne qualité telles que Corée, Malaysia ou Mexique (graphique VI.14). Ce dernier pays a d'ailleurs remplacé la Turquie au premier rang des emprunteurs sur le marché bancaire international en 2001. Quelques débiteurs moins bien notés, mais dont les données fondamentales se renforcent, Philippines et Russie notamment, ont également bénéficié d'un meilleur accès à l'obligataire international. L'encours des créances bancaires transfrontières sur la Russie, qui avait chuté de 40 % au cours des trois ans suivant le moratoire sur la dette de l'État en août 1998, a progressé de 7 % au second semestre 2001. De

Contagion limitée
en juillet et
septembre ...

... tournant ensuite
à l'avantage
d'autres économies
émergentes

Meilleur accueil
pour les
emprunteurs en
situation saine ...

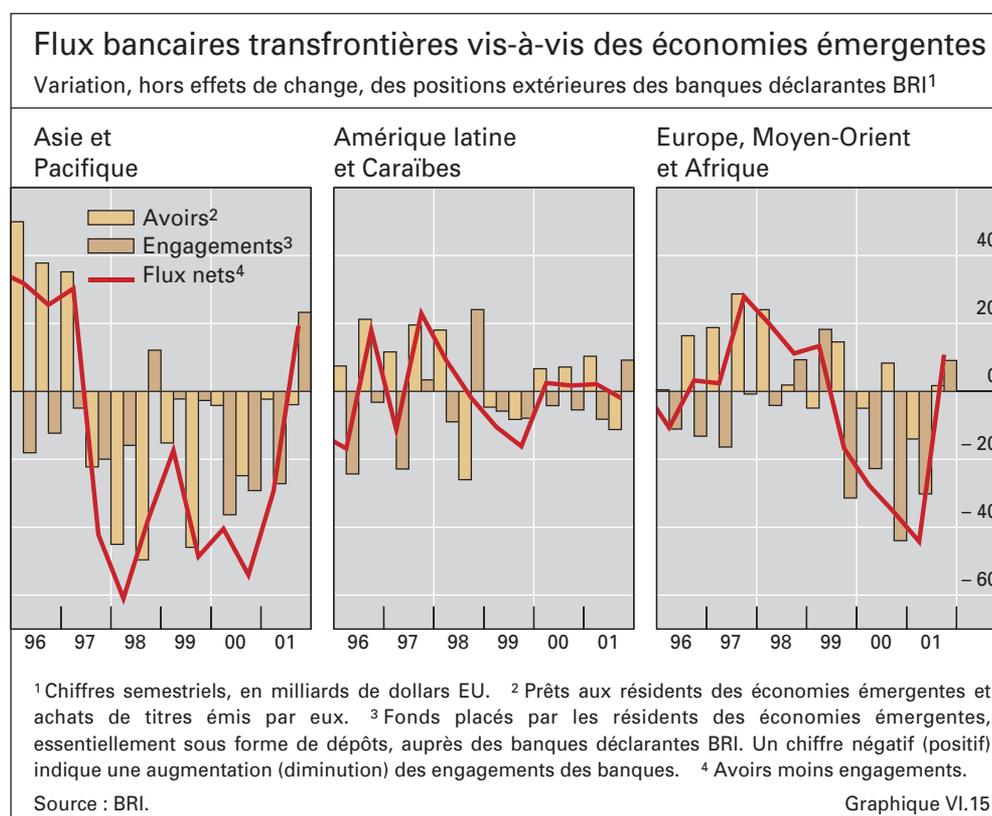
surcroît, plusieurs emprunteurs souverains, tels que l'Égypte, le Pérou ou la République dominicaine, ont émis des obligations internationales pour la première fois depuis des décennies, voire pour la toute première fois.

L'obligataire local en Pologne, Hongrie et dans d'autres pays candidats à l'Union européenne a continué d'attirer des fonds importants, les investisseurs estimant sans doute que les rendements dans ces pays convergeraient avec ceux de la zone euro, tout comme ces derniers l'avaient fait par rapport à l'Allemagne durant la période précédant l'union monétaire.

En dépit de conditions stables ou meilleures, nombre d'économies émergentes n'ont eu qu'un besoin limité de financements extérieurs. Les pays de l'Est asiatique et les exportateurs de pétrole notamment ont continué d'afficher de confortables excédents des paiements courants ; une dégradation, attendue en 2002, devrait entraîner prochainement un accroissement de leurs appels de fonds à l'étranger (chapitre III). Certains signes de détérioration sont d'ailleurs déjà apparus au second semestre 2001 : les économies émergentes, principalement Est asiatique et membres de l'OPEP, qui avaient déposé \$249 milliards entre mi-1999 et mi-2001 auprès des banques étrangères ont prélevé \$42 milliards (graphique VI.15).

En outre, la demande de financements extérieurs a, dans un premier temps, été freinée par des possibilités locales d'emprunt. Au Mexique, l'obligataire, de plus en plus liquide, offre une courbe des rendements du peso qui s'étend sur dix ans, et le gouvernement a choisi de refinancer certains de ses emprunts en dollars sur son marché domestique. En Asie, la faiblesse des taux d'intérêt internes et un régime de change souple ont rendu l'endettement en monnaie locale plus attrayant qu'en devises. La situation a

... mais faible demande de financements extérieurs



toutefois commencé à changer, fin 2001, après la forte diminution des taux courts du dollar EU. Les créances des banques internationales sur l'Asie du Sud-Est se sont accrues, fin 2001, pour la première fois depuis le début de la crise financière dans la région, au milieu de 1997. Les flux de portefeuille, attirés par les rendements à deux chiffres offerts par les marchés locaux des actions, ont également progressé (chapitre III).

Préoccupations latentes

Confrontés à une série d'épreuves durant la période examinée, les marchés financiers ont réagi de manière plus ordonnée que de nombreux observateurs ne le prévoient, mais des faiblesses subsistent. Certaines sont de nature conjoncturelle ; comme analysé précédemment, les actions font l'objet de valorisations qui restent extrêmement élevées et l'accès au marché des emprunteurs de moins bonne qualité – y compris ceux des économies émergentes – demeure précaire. D'autres sont de caractère plus structurel ; le haut degré de concentration dans plusieurs compartiments expose le système financier à un plus grand risque de défaillance systémique. Par ailleurs, des insuffisances fondamentales dans l'élaboration d'informations de qualité découragent les investisseurs et risquent de fausser les prix de marché, ce qui serait dommageable à une bonne allocation des ressources.

En dépit de la capacité de réaction des marchés, des faiblesses subsistent

Risques liés à la concentration

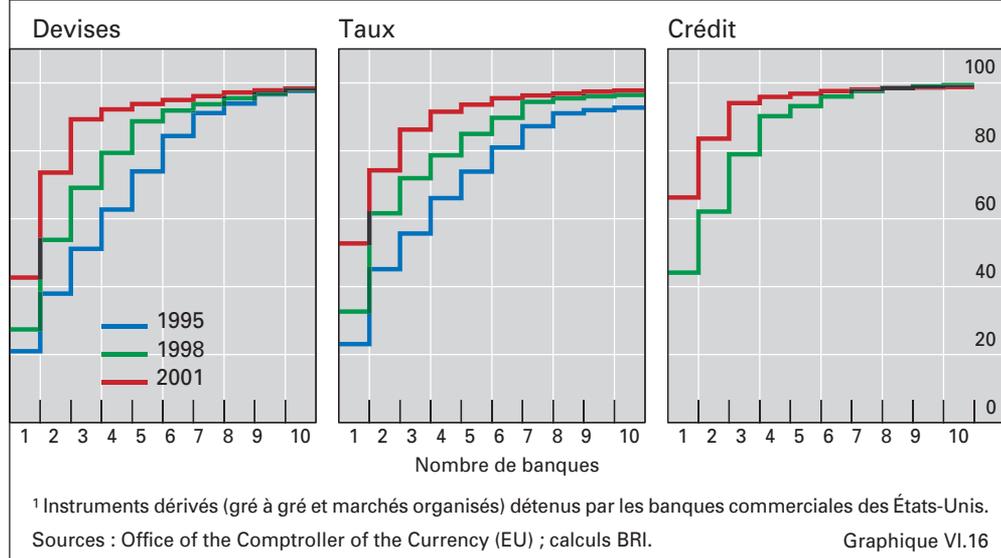
Le grand nombre de fusions et acquisitions dans les services financiers, ces dix dernières années, a accentué le processus de concentration. Sur le plan géographique, celle-ci existe depuis longtemps. D'après la dernière enquête triennale des banques centrales, Londres et New York drainent 47 % de l'activité mondiale sur les changes et 49 % sur les dérivés de gré à gré. Le fait nouveau, c'est le haut degré de concentration au niveau des établissements dans certains segments, notamment le gré à gré. Pour les changes, les trois quarts des transactions effectuées à Londres et New York l'ont été par 30 opérateurs seulement en 2001, alors qu'ils étaient 40 en 1995. De plus, trois banques détenaient 89 % de l'encours notionnel des dérivés sur devises comptabilisé par les banques américaines en 2001, contre 51 % en 1995 (graphique VI.16) ; les chiffres étaient respectivement de 86 %, à fin 2001, pour les dérivés de taux (56 % en 1995) et de 94 % pour les dérivés de crédit (79 % en 1988).

En raison du haut degré de concentration sur le gré à gré ...

Si la consolidation peut présenter de multiples avantages, elle engendre également des risques. Parmi les premiers, il faut souligner la possibilité d'une diversification accrue des portefeuilles, ce qui permet aux plus grandes banques d'être moins sensibles aux chocs spécifiques à une entreprise, un secteur d'activité ou une région. Cela peut expliquer notamment la résistance exceptionnelle du secteur bancaire américain aux nombreuses défaillances survenues en 2001. À l'inverse, dans la mesure où elle renforce la concentration, la consolidation peut aussi avoir des conséquences néfastes pour le fonctionnement des marchés financiers. Elle peut affecter la liquidité ; d'ailleurs, elle peut être tenue en partie responsable de l'augmentation de la

Dérivés : portefeuilles des banques des États-Unis

Montant cumulé, en % de l'encours notionnel total¹



prime de liquidité (graphique VI.10). Les fusions aboutissent fréquemment au retrait du capital-risque affecté aux activités de teneur de marché. En outre, les regroupements peuvent accroître les coûts de négociation, en limitant la possibilité de diversifier le risque de contrepartie. Ainsi, avec la diminution du nombre des acteurs, les opérateurs rencontrent des difficultés croissantes pour équilibrer les ordres de leur clientèle auprès d'autres courtiers, ce qui nuit à la liquidité qu'ils peuvent lui offrir.

... un problème affectant un courtier peut avoir des répercussions plus générales

Un autre sujet de préoccupation découlant de la concentration est la vulnérabilité des marchés aux risques apparaissant chez un courtier. En effet, un incident touchant un opérateur peut alors avoir des répercussions sur l'ensemble du marché. L'effondrement de Drexel Burnham Lambert en 1990, qui avait entraîné une contraction du marché des obligations américaines à haut rendement où ce courtier occupait une position dominante, en fournit une bonne illustration. Ce facteur de risque est renforcé par le fait que la notation des plus grands teneurs de marché ne s'est pas améliorée au fil des ans. En 1994, le principal intervenant, au niveau mondial, sur contrats d'échange de taux était classé triple A. Début 2002, il avait été rabaissé à la catégorie inférieure du double A (soit un déclassement de trois crans) tout en conservant sa prééminence. Paradoxalement, les filiales triple A créées par les entreprises d'investissement au début des années 90 ne sont pas parvenues à s'adjuger une part substantielle du marché des dérivés.

Plusieurs modes d'adaptation ont permis d'atténuer les risques résultant de la concentration. Sur les marchés les plus développés, les emprunteurs ont à leur disposition une large gamme d'instruments, allant du capital-risque au papier commercial adossé à des actifs, et peuvent trouver accès à un segment même si un autre est fermé. Dans les compartiments qui étaient depuis longtemps l'apanage des banques ou des courtiers, des intervenants tels que compagnies d'assurances et organismes de placement collectif jouent maintenant un rôle actif. Sur le gré à gré, le risque de contrepartie est de plus

en plus contrôlé grâce aux sûretés et au règlement journalier. Il convient également de noter que, pour les dérivés, les marchés organisés se sont développés plus vite que le gré à gré en 2001, ce qui représente une inversion appréciable de la tendance observée pendant la majeure partie de la décennie précédente.

Problème de qualité de l'information

Une autre source de vulnérabilité réside dans la perte de confiance des investisseurs dans la qualité des données sur les entreprises. Une information fiable sur les conditions et les perspectives des sociétés est la sève des marchés. En l'intégrant dans les prix des actifs, les marchés émettent des signaux qui guident l'allocation des ressources à l'échelle de l'économie mondiale. Si les sociétés elles-mêmes fournissent les données de base, les marchés modernes s'en remettent maintenant à un système de contrôles et contrepoids – faisant notamment intervenir auditeurs indépendants et analystes financiers – censé garantir et améliorer la qualité de l'information. L'affaire Enron n'est que la manifestation la plus spectaculaire d'une tendance actuelle qui a mené à un affaiblissement progressif des mécanismes produisant les informations requises.

Une information fiable est la sève des marchés

Même dans des conditions favorables, la présentation d'une information de qualité comporte une difficulté fondamentale. La production des données génère un coût, mais il est difficile de l'imputer aux investisseurs, puisqu'il n'est pas possible de réserver uniquement à ceux qui paieraient la possibilité d'en tirer profit. Les systèmes financiers modernes ont donc élaboré des solutions qui répartissent indirectement ces coûts. Ainsi, les commissaires-vérificateurs, qui certifient la sincérité et la régularité des comptes, sont rétribués par la société contrôlée. Les analystes financiers, qui interprètent les éléments relatifs aux bénéficiaires, sont, pour leur part, rémunérés pour ce travail par une entreprise d'investissement qui, parallèlement, entretient souvent des relations d'affaires avec la société concernée. S'il est difficile d'éviter des conflits d'intérêts dans de telles circonstances, ces dispositions semblent avoir néanmoins fonctionné de manière satisfaisante par le passé. Auditeurs et analystes attachaient manifestement assez d'importance à leur réputation pour œuvrer ensemble à la qualité de l'information.

Les coûts de l'information peuvent difficilement être répercutés sur les investisseurs

Le boum lié aux nouvelles technologies, à la fin des années 90, a affaibli les incitations à produire une information fiable. Les sociétés de ce secteur récemment inscrites à la cote suivaient un modèle reposant sur des dépenses massives en recherche et développement ; leurs opérations générant peu de bénéfices courants, elles devaient s'appuyer largement sur l'émission d'actions pour se procurer des liquidités, rétribuer la direction et le personnel et assurer leur croissance externe. Pour certaines, un cours de Bourse élevé était tellement indispensable à leur survie que le souci de contrôler l'information à cette fin a souvent pris le pas sur celui de ne pas mettre en jeu la réputation future. Pour de nombreuses autres, les options de souscription d'actions comme forme de rémunération ont rendu tout aussi cruciale la valeur en Bourse et incité leurs dirigeants à privilégier indûment une politique à court terme de soutien du cours.

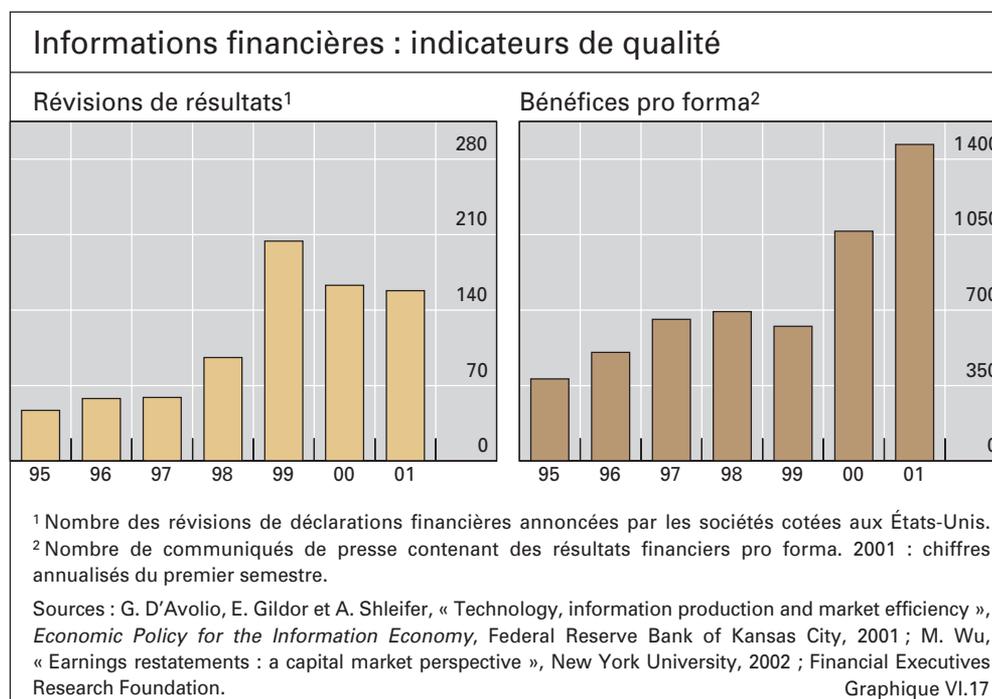
L'exigence absolue d'un cours de Bourse élevé ...

... a incité les sociétés à des habillages de bilans ...

Les sociétés ont, de la sorte, été incitées à présenter des états financiers gonflant leurs anticipations de progression des bénéfices. Aux États-Unis, en particulier, elles pouvaient tirer parti de conventions comptables leur permettant d'inscrire les ventes contractées, mais non réalisées, dans leurs recettes courantes, d'exclure de leurs dépenses (sauf à des fins fiscales) les options de souscription d'actions émises au titre de la rémunération ou d'utiliser des hypothèses optimistes pour leur régime de retraite. À partir du moment où elles étaient nombreuses à pousser les règles comptables à leurs limites, elles ont été de plus en plus tentées de les transgresser et, partant, de publier ensuite des révisions de résultats (graphique VI.17), infligeant ainsi de lourdes pertes aux investisseurs. Lorsque ces pratiques extrêmes ne sont plus parvenues à produire l'effet souhaité, les sociétés ont davantage recouru à des rapports pro forma, diffusant des états financiers complémentaires qui éliminaient toute mauvaise nouvelle et présentaient les résultats sous un jour aussi favorable que possible. Si le nombre des révisions de résultats a atteint un pic en 1999, le recours à des rapports pro forma a continué de s'étendre jusqu'en 2001.

... les comptables et analystes financiers trouvant intérêt à coopérer

De plus en plus, auditeurs et analystes ont constaté que leurs intérêts convergeaient avec ceux des sociétés pratiquant l'habillage de bilans. Les premiers avaient intérêt à coopérer, afin de se voir confier diverses missions plus lucratives que leur mandat d'audit. Certains éléments permettent de penser que plus une société rétribuait un cabinet d'audit pour d'autres services, plus elle avait tendance à pratiquer une comptabilité extrême. Pour les analystes financiers, les incitations prenaient la forme d'un système de rémunération lié au succès des mandats de placement qu'ils cautionnaient. Au sein des grandes entreprises d'investissement, ils avaient tendance à s'intéresser exclusivement aux actions de clients potentiels pour le placement de titres, dont ils recommandaient systématiquement l'achat. Pendant le



boum, ils semblent avoir renforcé leur crédibilité auprès des investisseurs par leur capacité troublante à prévoir les bénéfices déclarés, sans éveiller le moindre soupçon sur la possibilité que cette prescience apparente soit due à un habillage des bénéfices de la part des sociétés elles-mêmes.

C'est notamment à cause des répercussions de l'affaire Enron que des efforts ont été faits pour rétablir la qualité de l'information publiée. Certains portent sur le système de contrôles et contrepoids et d'autres correspondent à de nouvelles initiatives de la part des autorités de réglementation. Le cabinet comptable impliqué dans l'affaire Enron a perdu ses gros clients ; il est sous le coup d'une inculpation pénale devant la justice américaine. Sur un plan plus général, les sociétés sont devenues de plus en plus réticentes à confier des missions de conseil à leurs commissaires-vérificateurs, et quelques-uns des plus importants cabinets ont annoncé qu'ils n'offriraient plus simultanément leurs services de consultants et d'auditeurs à leurs clients. Plusieurs pays envisagent d'imposer un changement périodique des auditeurs externes et de cloisonner les deux types de missions. Pour les analystes financiers, ceux qui sont employés par les grandes entreprises d'investissement ont vu leur réputation ternie et les investisseurs institutionnels consacrent davantage de ressources à l'analyse en interne. Par ailleurs, le procureur de l'État de New York a contraint une entreprise d'investissement de tout premier plan à ne plus lier la rémunération de ses analystes aux mandats de placement, tandis que d'autres l'ont fait de leur propre chef.

Ces efforts seront-ils suffisants pour rassurer pleinement les investisseurs ou pour résister aux distorsions que le prochain boum ne manquera pas de faire apparaître ? Pour la plupart, ils sont destinés à atténuer les conflits d'intérêts au sein des actuels mécanismes de répartition des coûts de l'information. Il semble toutefois que les investisseurs ont été si troublés par les récentes révélations qu'ils soient devenus plus exigeants sur le plan de la qualité des données qu'ils attendent. Cette attitude crée un contexte favorable pour élaborer, puis mettre en œuvre, d'autres approches qui permettront d'accroître les incitations à produire une information fiable.

Volonté de rétablir
la qualité de
l'information ...

... mais exigences
de fiabilité plus
grandes

VII. Interactions entre secteur financier et économie réelle

Faits saillants

Avec le ralentissement de l'économie mondiale en 2001, la rentabilité de nombreux établissements financiers a diminué, car les prêts douteux se sont multipliés et les revenus liés aux transactions sur les marchés des capitaux ont baissé. À ce stade, pourtant, rares sont les signes de turbulences financières susceptibles, par leur ampleur, de freiner sensiblement la reprise. La résistance globale du secteur financier, malgré les excès de la fin de la décennie précédente, s'explique dans une large mesure par la nature assez superficielle du tassement de l'activité mais aussi par d'autres facteurs : l'absence d'emballement dans l'immobilier commercial à la fin des années 90, le fait que le financement du boom du secteur technologique ait été essentiellement assuré par les marchés et l'émergence d'instruments financiers permettant une large répartition du risque de crédit.

Jusqu'à ce jour, le système financier s'est avéré relativement solide, mais l'histoire montre que les turbulences peuvent apparaître très soudainement. L'endettement croissant des ménages, grâce à leurs importantes plus-values dans l'immobilier, augmente la probabilité d'ajustements financiers coûteux, surtout en cas d'expansion économique décevante ou de forte hausse des taux d'intérêt. Plus généralement, une période de croissance lente ferait sans doute surgir de nouveaux problèmes de qualité de crédit et pourrait inciter à prendre moins de risques sur les marchés des capitaux.

La plupart des systèmes bancaires ont enregistré de bons résultats, à l'exception notable du Japon, où les banques accumulent des pertes dues à l'accroissement des prêts douteux et aux moins-values sur actions. Malgré quelques signes d'amélioration, les faiblesses du système bancaire continuent à peser sur l'économie, dont l'atonie affecte alors à son tour le système. Pour que l'amélioration se confirme, des mesures crédibles d'assainissement des bilans doivent être prises tant dans le secteur financier qu'au niveau des entreprises. Il importe, en outre, que les politiques macroéconomiques restent accommodantes.

Pour les banques et les autorités chargées de la réglementation du secteur financier, les relations étroites entre la sphère réelle de l'économie et le système financier comportent un certain nombre d'enjeux. Pour l'un, il s'agit de déterminer dans quelle mesure le risque de crédit encouru par un établissement, et par l'ensemble du système, est lié à la situation économique et aux évolutions dans le secteur financier. Un autre consiste à s'assurer que les normes de fonds propres fondées sur le risque n'amplifient pas les effets du cycle économique, en autorisant une réduction excessive des fonds propres en période d'expansion et en nécessitant une

augmentation excessive en phase de ralentissement. Un troisième enjeu réside dans l'élaboration de règles comptables permettant une juste évaluation des prêts dans le bilan, par une prise en compte réaliste de la valeur des garanties et de l'incidence de la situation économique sur la solvabilité des emprunteurs.

Résultats des établissements financiers et économie

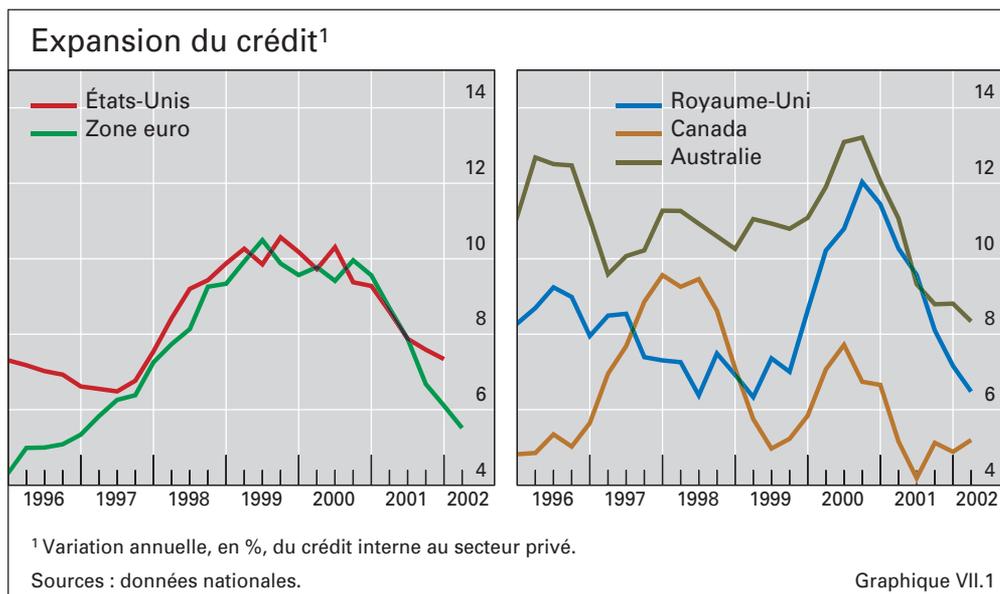
Les résultats du secteur financier et l'état de santé de l'économie sont étroitement liés. Généralement, une phase d'expansion économique se caractérise par un renchérissement des actifs, une faible proportion de prêts douteux et une intensification de l'activité sur les marchés des capitaux, autant d'éléments qui contribuent à accroître la rentabilité affichée des établissements financiers. En phase de ralentissement conjoncturel, au contraire, la rentabilité tend à diminuer avec la baisse des prix des actifs, l'augmentation des défaillances sur prêts et le tassement des transactions financières.

Le cycle économique influence la rentabilité des établissements financiers ...

Or, la relation causale joue dans les deux sens : les périodes d'expansion sont souvent étayées par une augmentation de la rentabilité des établissements financiers et leur désir accru de prendre des risques et de s'adjuger de nouveaux contrats. Ces forces expansionnistes reposent sur un sentiment d'optimisme qu'engendre inmanquablement une économie forte. Le phénomène inverse peut se produire dans les phases descendantes : avec la diminution de la rentabilité et de la confiance, les établissements deviennent réticents à prendre des risques et recherchent une meilleure rémunération pour ceux qu'ils sont prêts à encourir. Les effets sur l'économie peuvent être importants, en particulier si le ralentissement conjoncturel s'accompagne d'une détérioration significative des bilans.

... et inversement

Nombre de ces interactions générales entre économie et secteur financier ont été particulièrement évidentes dans le cycle conjoncturel actuel. Au cours de la seconde moitié des années 90, une certaine exubérance a régné dans



Grandes banques : rentabilité en 2000 et 2001									
	Nombre de banques	Bénéfice avant impôt		Dotations aux provisions		Marge d'intérêt nette		Charges d'exploitation	
		2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001
		en % du total de l'actif moyen							
États-Unis	9	1,60	1,22	0,52	0,71	2,91	2,94	3,92	3,62
Japon	15	0,12	-0,89	0,83	1,58	1,11	1,18	0,88	0,87
Allemagne	4	0,55	0,14	0,18	0,24	0,82	0,90	1,74	1,62
France	4	0,85	0,74	0,17	0,22	0,95	0,94	1,95	1,87
Royaume-Uni	4	1,65	1,33	0,29	0,31	2,36	2,09	2,68	2,32
Canada	6	1,26	0,92	0,29	0,41	1,89	1,95	2,76	2,84
Espagne	4	1,33	1,20	0,35	0,44	2,65	2,86	2,63	2,60
Australie	4	1,60	1,39	0,20	0,27	2,12	2,12	2,09	2,06
Suède	4	1,10	0,82	0,07	0,07	1,42	1,40	1,67	1,47
Suisse	2	0,96	0,42	0,04	0,10	0,73	0,68	2,90	3,02

Source : Fitch. Tableau VII.1

plusieurs compartiments du système financier ; les critères de prêts ont été assouplis et les primes de risque réduites. L'expansion du crédit s'est accélérée, en outre, dans maints pays et certains systèmes bancaires ont enregistré leurs meilleurs ratios de rentabilité depuis des décennies. Ensuite, quand les signes d'un affaiblissement de l'économie sont apparus dans les grands pays, les normes d'octroi de crédits ont été durcies et les primes relevées, l'expansion du crédit s'est ralentie et la rentabilité de nombreux établissements a diminué (graphique VII.1 et tableau VII.1).

L'exubérance financière de la fin des années 90 a certainement permis une croissance vigoureuse, en particulier dans les secteurs de la technologie et des télécommunications, mais elle est aussi à l'origine de la montée des risques dans certains compartiments. Malgré tout, et contrairement à ce qui s'est passé au début de cette même décennie, peu de signes de tensions sont susceptibles à ce stade de provoquer, par leur ampleur, de sérieuses turbulences.

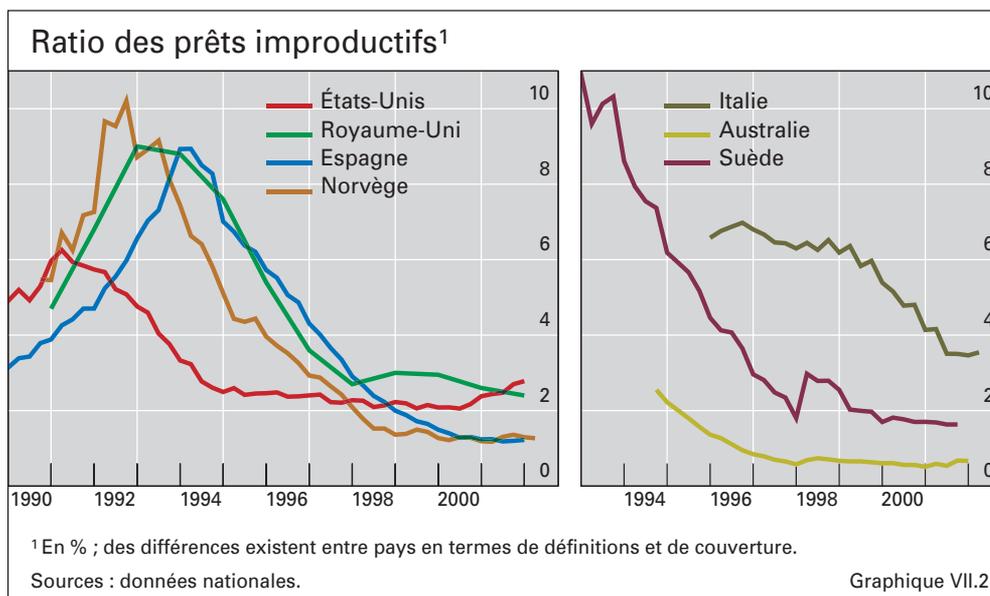
Tendances récentes

Les provisions pour pertes sur prêts ont augmenté ...

Depuis l'an dernier, la détérioration de la qualité des portefeuilles de prêts constitue, au sein du secteur bancaire, un sujet de préoccupation majeur : face au ralentissement de la croissance dans les grandes économies, les banques ont été nombreuses à augmenter notablement leurs provisions, surtout pour les crédits aux entreprises. Des signes montrent également une baisse sensible de la qualité de certains portefeuilles de prêts à la clientèle de détail de second rang. En 2001, beaucoup d'établissements ont relevé de plus de 50 % leurs provisions.

... mais les prêts douteux restent bien au-dessous de leurs niveaux du début des années 90

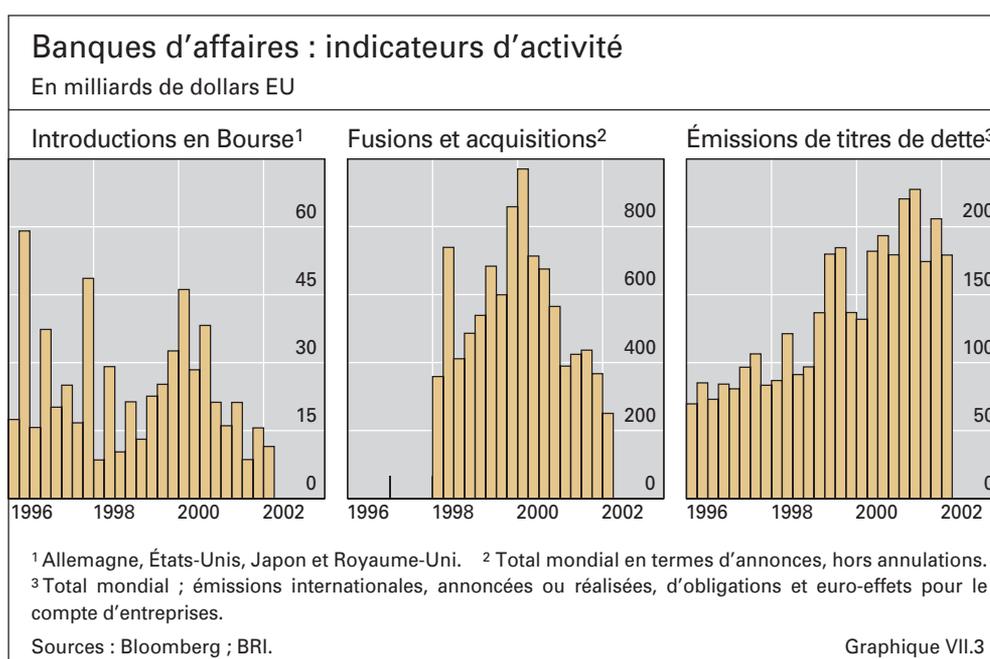
La qualité des portefeuilles de crédits reste néanmoins acceptable dans l'ensemble. Dans la plupart des pays industriels, la part des prêts improductifs est encore relativement modeste (graphique VII.2), mais une progression n'est pas à exclure dans certains cas, en raison de la faiblesse de l'activité depuis un peu plus d'un an. Une répétition du scénario du début des années 90 est peu probable, cependant, compte tenu surtout des perspectives de croissance



actuelles. Le Japon constitue l'exception marquante à cette tendance générale (voir ci-après).

L'an dernier, la rentabilité de nombreuses banques a aussi été affectée par la baisse générale des revenus provenant des transactions sur les marchés des capitaux. La chute des marchés boursiers et le ralentissement économique mondial ont nettement réduit les gains liés aux émissions d'actions, aux fusions et acquisitions et aux prêts consortiaux (graphique VII.3). Pour les services aux particuliers, les instruments de placement ont également généré des commissions moins importantes. Le seul fait positif a été le niveau record des émissions obligataires dans le monde, avec une progression significative en volume dans tous les grands compartiments (chapitre VI).

Les revenus tirés des marchés des capitaux ont diminué ...

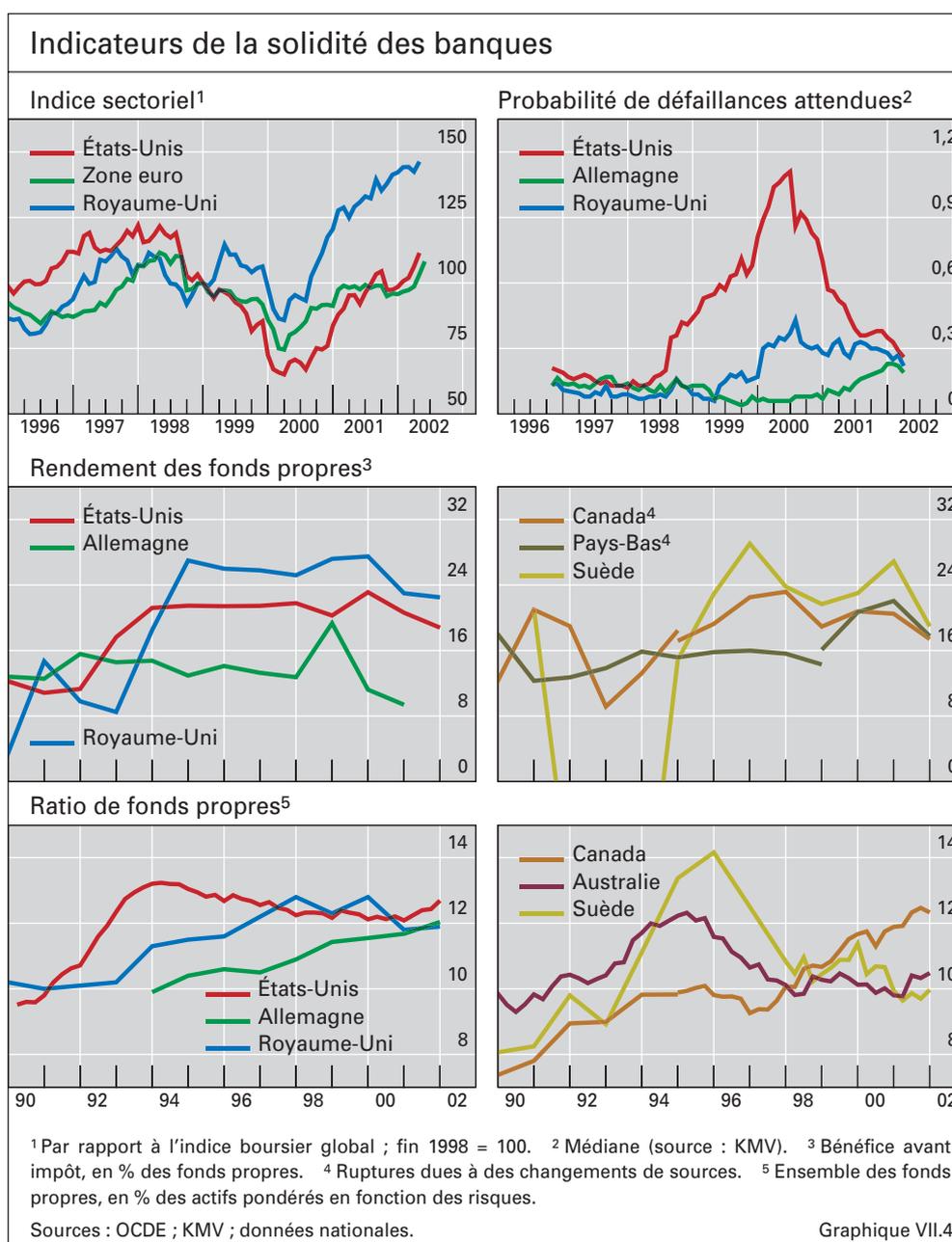


... contrairement
aux marges
d'intérêt

Pour beaucoup d'établissements, le tassement conjoncturel a eu pour avantage d'accroître les marges d'intérêt. Dans certains pays, où les taux directeurs ont baissé, les banques ont été plus rapides à modifier la rémunération des dépôts que le coût des prêts. De plus, celles qui enregistraient d'importantes asymétries d'échéances ont profité de l'accentuation de la courbe des rendements en 2001. La progression des marges a contribué à la bonne rentabilité de nombreuses opérations de détail ; par la suite, cependant, il ne sera sans doute pas possible de conserver de telles marges, en raison de la concurrence et d'une nouvelle configuration des taux d'intérêt.

Les banques
demeurent
rentables ...

Sous l'effet de l'augmentation des charges liées aux créances douteuses, la rentabilité de la plupart des grands systèmes bancaires s'est un peu réduite en 2001 (graphique VII.4). Dans certains pays comme les États-Unis, le



Royaume-Uni ou la Suède, les rendements sur fonds propres des banques commerciales ont été moins bons que durant la deuxième moitié des années 90, tout en restant soutenus par rapport aux décennies précédentes. Sur le continent européen, les résultats ont été plus contrastés. En France et en Italie, les taux de rentabilité ont légèrement fléchi, mais ils demeurent supérieurs à ceux du milieu des années 90. En Allemagne, en revanche, la rentabilité de nombreuses banques s'est ressentie, ces dernières années, des faibles marges d'intérêt et des coûts élevés ; la situation s'est d'ailleurs aggravée en 2001, car le ralentissement de l'activité y a été relativement marqué et les revenus de commissions et du négoce ont fortement diminué.

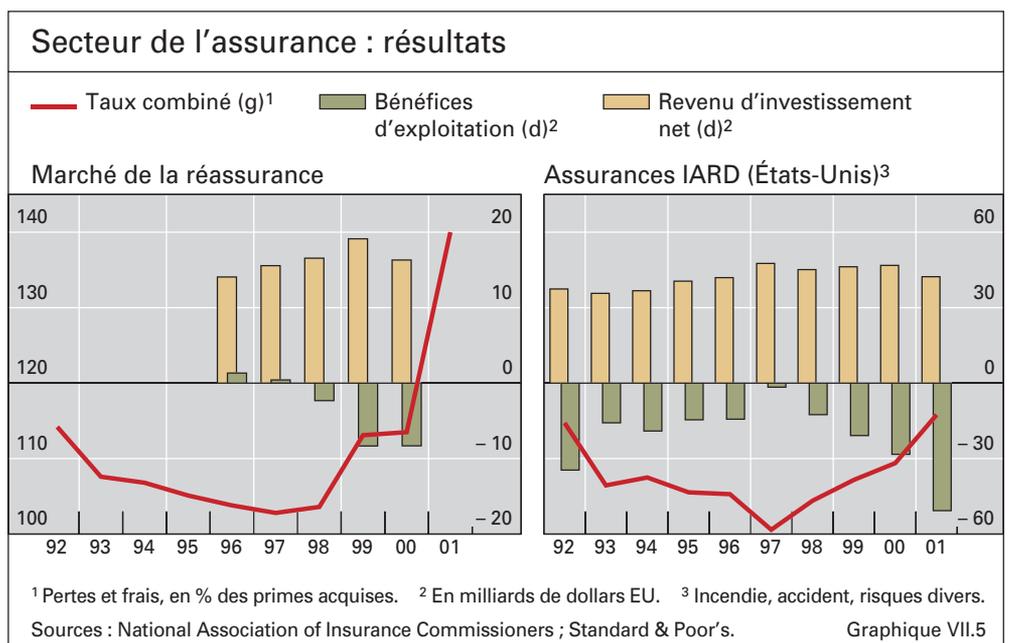
Dans les pays anglophones et en France, la progression des valeurs bancaires depuis début 2001 a dépassé celle de l'indice boursier général. Les indicateurs de marché qui mesurent la probabilité des faillites bancaires ont donc baissé dans la plupart de ces pays, après la hausse notable des années précédentes, en particulier aux États-Unis. Dans certains pays européens, en revanche, comme l'Allemagne, l'Italie, les Pays-Bas et la Suisse, les cours des titres bancaires sont tombés depuis début 2001, mais dans des proportions plus ou moins comparables à celles des autres valeurs.

Au terme d'une période relativement longue de forte rentabilité, la majorité des systèmes bancaires sont aujourd'hui correctement capitalisés. Presque partout, les ratios de fonds propres ont nettement augmenté depuis le début des années 90. Ils ont toutefois baissé dans certains pays par rapport aux niveaux élevés atteints au milieu de la décennie à la suite des problèmes apparus quelque temps auparavant. Les positions de fonds propres étant globalement solides, la plupart des systèmes bancaires devraient pouvoir résister, le cas échéant, à une nouvelle détérioration du crédit.

... et relativement bien capitalisées

Au sein de la sphère financière, le secteur de l'assurance est généralement éprouvé depuis quelque temps. L'un des problèmes majeurs est lié à la diminution des revenus d'investissements, consécutive à la baisse

Le secteur de l'assurance a été éprouvé



des rendements obligataires et à la chute des cours des actions. Elle a particulièrement affecté, parmi les compagnies d'assurances générales, celles qui sont confrontées depuis quelques années à une forte sinistralité ainsi que les compagnies d'assurance vie, notamment japonaises et britanniques, qui ont offert à leurs souscripteurs des taux de rendement relativement élevés. Les nombreuses catastrophes naturelles de ces dernières années et les attentats du 11 septembre ont constitué une autre source de difficultés. Pour ces raisons, 2001 restera comme l'année noire de la réassurance (graphique VII.5).

En termes de capitalisation et de qualité de crédit, le secteur de l'assurance présente une image très diversifiée, avec plusieurs cas de faillites au cours des dernières années. Si les primes ont généralement augmenté l'an passé, un certain nombre de compagnies restent confrontées à un environnement difficile. L'un des dangers est que la faible rentabilité des actifs existants ne conduise quelques assureurs à encourir des risques supplémentaires sans avoir pris les mesures de contrôle et de garantie indispensables.

Modification de la nature du risque

Des établissements financiers plus résistants qu'au début des années 90

La capacité de réaction globale de la plupart des établissements financiers face au ralentissement économique contraste avec la situation du début des années 90. Cette différence est due notamment au fait que, cette fois, il n'a pas été aussi sévère, ni aussi étendu, qu'il y a dix ans. En plus, les marchés des actifs ont eu des comportements différents et la structure de l'intermédiation financière s'est modifiée. Il est possible que ces facteurs aient affecté non seulement la résistance des établissements financiers, mais également le caractère même de la contraction de l'activité ainsi que la nature des risques encourus par le système financier. Trois éléments sont particulièrement importants à cet égard : l'absence de boum de l'immobilier commercial à la fin des années 90 ; le recours accru aux marchés des capitaux pour financer les investissements présentant des risques relativement élevés ; l'évolution dans la gestion et la répartition des risques entre établissements financiers.

Évolution sur les marchés des actifs

Quasi-absence de cycle des prix de l'immobilier commercial ...

Les phases de ralentissement de la croissance économique au début des années 90 et en 2001 ont été précédées par une période de grande fermeté des marchés des actifs. Lors du premier épisode, les marchés de l'immobilier étaient particulièrement robustes, et les banques avaient essentiellement fourni l'effet de levier pour financer le boum. Dans le second cas, si certains secteurs de l'immobilier sont restés dynamiques, les principaux bénéficiaires de la phase ascendante du cycle ont été les marchés des actions. Ce sont, certes, les banques qui, par leurs financements, ont permis de tels gains, mais leur exposition directe aux fluctuations boursières a été nettement moindre qu'elle ne l'avait été une dizaine d'années plus tôt vis-à-vis du marché immobilier.

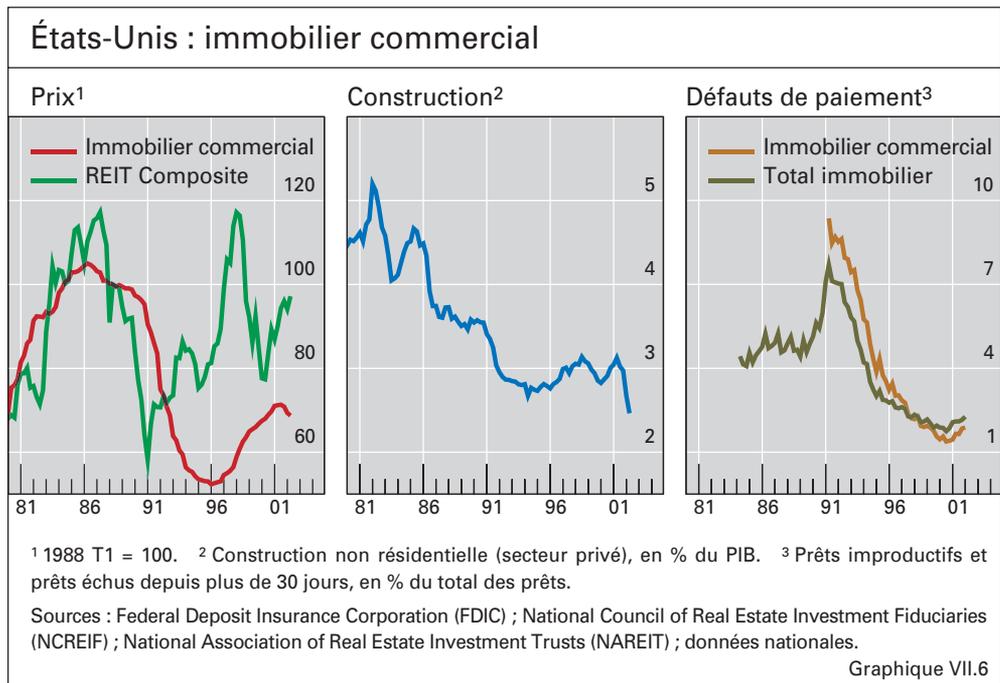
Lors de l'épisode du début des années 90, l'essor puis l'effondrement du secteur de l'immobilier commercial avaient contribué pour beaucoup à accroître le coût des créances douteuses pour de nombreuses banques. Plus récemment, en revanche, l'augmentation des prêts immobiliers improductifs a été tout au plus marginale pour la plupart d'entre elles, en l'absence d'un cycle marqué des prix de l'immobilier commercial (graphique VII.6). Dans plusieurs pays, à l'exception notable des Pays-Bas et de l'Irlande, ces prix n'ont pas atteint, même en termes nominaux, leurs niveaux de la décennie précédente.

Certains facteurs interdépendants aident à comprendre pourquoi les conséquences ont été relativement bénignes. Premièrement, la discipline de marché s'est renforcée, suite au développement du négoce des titres de propriété et de créances principalement garantis par de l'immobilier commercial, aux États-Unis surtout, mais aussi en Australie, au Royaume-Uni et en Suède. Comme l'immobilier commercial n'est pas liquide et qu'il est souvent difficile d'en observer les prix, ces instruments ont fait œuvre utile en incitant davantage d'investisseurs à suivre ce secteur avec attention et en servant d'indicateurs clairs en temps réel du sentiment des milieux d'investissement sur les perspectives du secteur. En 1998, par exemple, la chute des cours des fonds de placement immobilier aux États-Unis, liée en partie aux préoccupations suscitées par la progression des taux d'inoccupation, peut avoir contribué à freiner les nouvelles constructions et à contenir les prix de l'immobilier commercial dans une conjoncture de forte croissance.

... due notamment au renforcement de la discipline de marché ...

Deuxièmement, dans certains pays, il a fallu attendre que l'augmentation de la demande ait absorbé l'excédent d'offre de la fin des années 80. C'est en partie pour cette raison que, ces dernières années, l'immobilier non résidentiel représentait, dans la plupart des pays, une

... à l'excédent d'offre consécutif au boum de la fin des années 80 ...



plus petite part de la construction que durant la seconde moitié de la décennie 80.

... à une meilleure gestion des risques ...

Troisièmement, les enseignements du passé ont conduit de nombreuses banques à mieux gérer le risque lié à l'immobilier commercial et incité les autorités de contrôle à accentuer leur surveillance des positions dans ce secteur.

... et à la baisse des taux d'intérêt

Enfin, le recul des taux directeurs en 2001 a contribué à atténuer les pressions à la baisse que l'affaiblissement de l'économie aurait pu exercer sur les prix de l'immobilier commercial. Cette détente a également bénéficié à l'immobilier résidentiel, déjà solide ; en effet, les fortes hausses enregistrées récemment dans de nombreux pays ont amené les prix réels au-dessus des niveaux records du début des années 90 (tableau VII.2). Les principales exceptions à cet égard sont l'Allemagne (où l'indice de prix global fléchit depuis le boom qui a suivi la réunification), le Japon et la Suisse.

Augmentation des prix des logements et de l'endettement des ménages

Le renchérissement substantiel des logements s'est accompagné d'une augmentation notable de l'endettement des ménages qui, sans menacer directement la solidité de la plupart des systèmes bancaires, fragiliserait le

Prix de l'immobilier								
	Immobilier commercial ¹			Immobilier d'habitation			<i>Pour mémoire : dette des ménages²</i>	
	1995–2001	2001	2001	1995–2001	2001	2001	1995–2001	2001
	Variation ³		Niveau relatif ⁴	Variation ³		Niveau relatif ⁴	Variation ³	
	nominale		réel	nominale		réel	nominale	
États-Unis	3,8	-2,3	40	5,5	6,9	112	7,9	7,7
Japon	-8,4	-9,4	42	-2,6	-4,2	71	0,4	-0,2
Allemagne	5,9	5,5	74	-2,5	-1,2	72	5,2	2,3
France	4,9	-7,3	69	3,4	6,9	106	5,1	5,5
Royaume-Uni	2,6	0,6	54	8,3	4,6	108	7,3	10,9
Italie	10,8	28,8	80	2,5	7,9	87	8,5	6,0
Canada	3,4	4,0	54	1,5	5,7	88	5,5	5,3
Espagne	16,1	-6,8	64	7,9	15,0	114	13,3	11,7
Australie	3,8	3,2	50	6,5	15,5	123	12,4	13,2
Pays-Bas	10,8	8,5	136	11,5	7,0	213	16,0	10,0
Belgique	3,9	0,0	78	5,0	5,6	151	5,0	0,9
Suède	9,0	-35,1	53	6,5	4,8	106	5,8	8,5
Suisse	-0,3	2,0	62	-1,2	2,5	63	3,3	3,5
Danemark	7,1	6,2	83	8,2	3,3	108	7,5	8,5
Norvège	7,8	15,8	50	9,1	5,5	110	6,9	10,6
Finlande	3,9	-4,8	61	6,2	1,3	73	3,8	8,5
Irlande	15,4	3,2	180	13,4	0,6	199	...	...

¹ Grandes villes essentiellement ; Allemagne, Belgique, Espagne, Finlande, France, Italie, Pays-Bas et Suède : immeubles de qualité. ² Concept de comptabilité générale ou, à défaut, crédit bancaire ; chiffres en partie estimés. ³ Variation annuelle, en %. ⁴ Période du précédent maximum des prix réels = 100 ; absence de maximum clairement identifiable : troisième trimestre 1990 = 100.

Sources : Catella ; Frank Russell Canada Ltd ; Investment Property Databank Ltd ; Jones Lang LaSalle ; Ministère de l'Équipement, des Transports et du Logement ; NCREIF ; Nomisma ; OPAK ; Ring Deutscher Makler ; Sadolin & Albæk ; Wüest & Partner ; données nationales ; estimations BRI.

Tableau VII.2

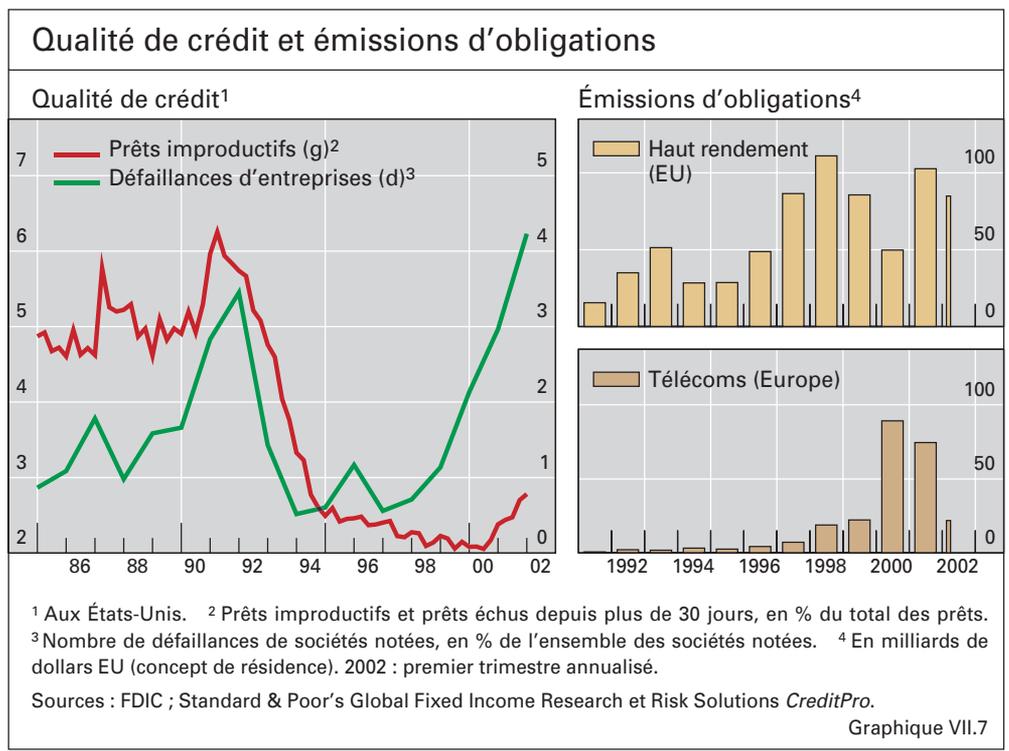
secteur des ménages en cas de ralentissement économique prolongé ou de hausse sensible des taux d'intérêt (chapitre II). Au surplus, tout accroissement de l'endettement résultant d'une nouvelle montée des prix des logements rendrait plus probables de futurs ajustements des situations financières qui, outre leur coût, auraient vraisemblablement des effets économiques négatifs et affecteraient ainsi la qualité globale des portefeuilles bancaires.

Financements par les marchés des capitaux

L'augmentation relativement modérée des prêts douteux des banques contraste fortement avec la progression considérable du taux des défaillances sur obligations d'entreprises et des taux de perte exceptionnels sur ces titres (graphique VII.7). Pour expliquer cette divergence, il convient de noter que, en Europe ainsi qu'aux États-Unis, un pourcentage important des financements les plus risqués, lors du boum de la fin des années 90, avait été obtenu hors du système bancaire. La meilleure illustration réside peut-être dans le fait que, pour répondre à leurs besoins financiers, les sociétés des secteurs de la technologie et des télécommunications avaient fait massivement appel à leurs fournisseurs, au capital-risque et aux marchés des actions et obligations. On peut citer comme autre exemple le retour, durant la seconde moitié des années 90, d'une rapide expansion des émissions d'obligations d'entreprises émanant de signatures de qualité inférieure, en particulier aux États-Unis.

Le financement du boum a été largement assuré par les marchés ...

À l'évidence, le secteur bancaire n'a pu échapper complètement aux problèmes de qualité de crédit dans les domaines de la technologie et des télécommunications. Là encore, il a accordé d'importants financements sous forme de prêts consortiaux ou de prêts directs à des emprunteurs de notation moyenne. Jusqu'ici, pourtant, les pertes de crédit sur ces expositions ont été absorbées sans trop de difficultés. Un certain nombre de banques se sont



trouvées confrontées à une question au moins aussi préoccupante que la détérioration du crédit : le tarissement des revenus tirés des opérations sur les marchés des capitaux par les établissements opérant dans ces deux domaines.

... ce qui a contribué à la résistance des systèmes bancaires ...

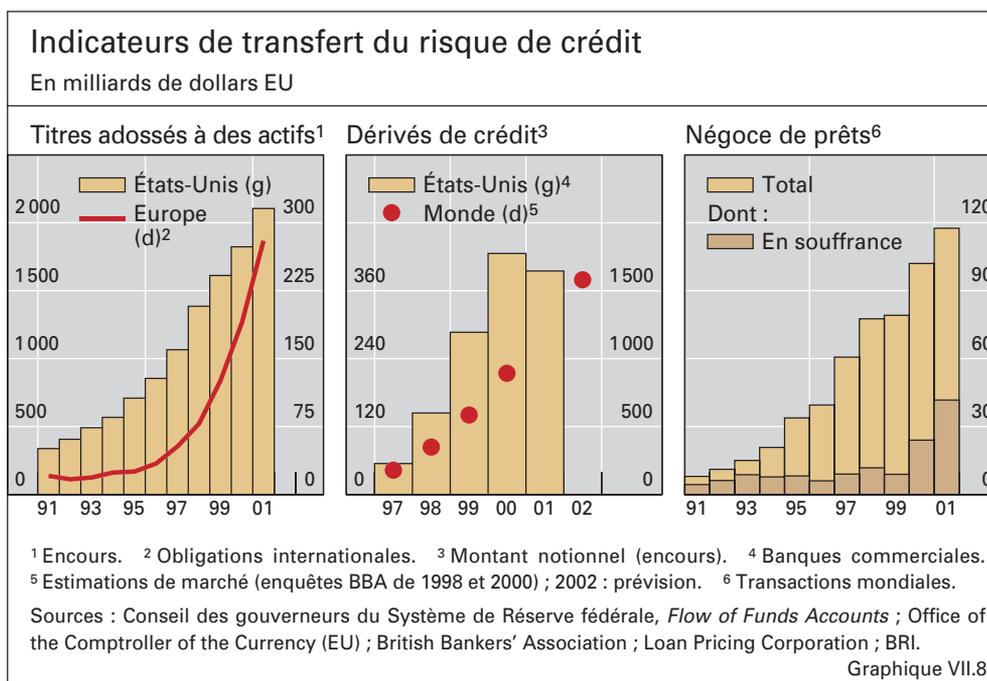
Sous l'angle de la stabilité financière, il vaut sans doute mieux que les investissements à haut risque soient financés par le biais des marchés que par l'intermédiaire d'établissements garantissant leurs engagements sur leurs fonds propres. L'éventualité d'une faillite de ces établissements se trouve ainsi réduite et le large accès aux marchés peut constituer une sorte d'assurance, les entreprises disposant d'une autre source de financement en cas de difficultés dans le système bancaire.

... mais les établissements demeurent exposés aux turbulences de marché

Un tel mode de financement modifie toutefois la nature des risques. Dans la mesure, en particulier, où l'accès élargi aux marchés des capitaux permet aux entreprises d'emprunter davantage, la vulnérabilité d'une économie à l'égard d'un éventuel ralentissement conjoncturel et d'une hausse des taux d'intérêt peut s'en trouver aggravée. De surcroît, de brusques revirements du sentiment des marchés peuvent créer des difficultés en termes de liquidité, qui, si elles ne sont pas résolues rapidement, vont devenir des problèmes de qualité de crédit pour les banques. Ils peuvent se matérialiser directement, si les établissements ont ouvert des lignes de crédit de soutien, comme cela s'est produit avec le marché du papier commercial, ou indirectement, si les questions de liquidité conduisent à un tassement généralisé de l'économie.

Transfert du risque de crédit

L'émergence et le développement de marchés permettant un transfert plus aisé du risque entre établissements financiers ont également contribué à la résistance observée récemment. Le plus important et le mieux implanté est le marché des titres adossés à des actifs. Ces dernières années ont aussi



été marquées, cependant, par un essor considérable des dérivés de crédit, notamment pour la titrisation synthétique, et du négoce des prêts (graphique VII.8).

Ces marchés ont contribué sous diverses formes à la résistance du système, en permettant surtout de transférer le risque hors des institutions possédant un avantage comparatif dans le montage de prêts vers les établissements spécialisés dans la prise et la gestion de risques. Il en résulte une meilleure diversification et, dans la mesure où le risque est finalement endossé par des établissements s'inscrivant dans une perspective à long terme, des modèles de financement plus stables. En outre, ces marchés améliorent la tarification et la transparence relatives à l'évaluation des risques. La cession des prêts en souffrance libère aussi la direction des banques de la gestion de ces prêts douteux, au profit de la composante performante de leurs portefeuilles de prêts. Au cours des quelque quinze derniers mois, malgré certains à-coups, ces marchés naissants ont démontré leur efficacité en répartissant au sein du secteur financier les pertes résultant d'une succession de faillites retentissantes.

Bien que l'expérience soit globalement positive, les récentes évolutions suscitent quelques préoccupations. Premièrement, le développement des instruments de transfert du risque de crédit a été conditionné, dans une certaine mesure, par des arbitrages réglementaires, ce qui a pu entraîner une concentration du risque dans les établissements soumis à une réglementation relativement souple. Deuxièmement, comme les interdépendances au sein du système financier sont de plus en plus étroites, la gestion du risque de crédit dans un établissement dépend du goût du risque dans les autres. En outre, étant donné que certains marchés sont extrêmement concentrés, ils peuvent être plus vulnérables aux changements de comportement d'un petit nombre d'acteurs. Troisièmement, l'apparition d'instruments financiers complexes rend plus difficile l'évaluation du niveau de risque global et de sa répartition dans le système financier. Enfin, l'essor d'instruments permettant un transfert aisé du risque de crédit peut, de même que l'accès élargi aux marchés des capitaux, favoriser une accumulation d'endettement dans les entreprises.

Dans l'ensemble, si ces diverses évolutions ont contribué, sans nul doute, à la résistance des établissements financiers depuis plus d'un an, l'histoire montre que des établissements ou systèmes bancaires apparemment sains peuvent se trouver très vite en difficulté. Comme l'illustrent quelques récentes faillites spectaculaires, les problèmes surgissent rapidement quand la communication financière est médiocre et que les actifs sont surévalués ou les passifs sous-évalués. Plus généralement, une période prolongée de croissance lente pourrait révéler des problèmes de bilans, qui n'ont pas encore fait surface en raison du caractère modéré du ralentissement conjoncturel : l'endettement accumulé ces dernières années deviendrait alors plus préoccupant.

Persistance des problèmes au Japon

Alors que la plupart des systèmes financiers ont fait preuve de solidité, celui du Japon a été soumis à de vives tensions. La contraction du crédit au secteur

De nouveaux instruments permettent une meilleure diversification ...

... mais augmentent aussi les risques potentiels

De nouvelles pertes
des banques
japonaises ...

privé s'est poursuivie et les banques, qui avaient renforcé leurs positions en obligations d'État japonaises les années précédentes, ont augmenté notablement leurs dépôts auprès de la banque centrale depuis mi-2001. De plus, la dégradation continue de la situation financière des entreprises a provoqué une recrudescence des prêts douteux, malgré d'importants transferts en créances irrécouvrables (graphique VII.9). En conséquence, l'exercice 2001 (clos en mars 2002) du système bancaire s'est inscrit en perte pour la cinquième fois en sept ans, portant à environ ¥15 000 milliards le total cumulé sur cette période, soit pratiquement 60 % du montant des capitaux propres à fin mars 1995.

... ont fait baisser
leurs ratios de
fonds propres

Avec les pertes de l'exercice 2001, le rapport des fonds propres aux actifs pondérés en fonction des risques a baissé par comparaison avec l'année précédente, son montant publié, pour les banques opérant à l'échelle internationale, se situant aux environs de 10½ % à fin mars 2002. Si ce chiffre n'est pas très éloigné des ratios de fonds propres dans un certain nombre de pays, la structure du capital des établissements japonais est cependant quelque peu différente. Fin mars 2002, en particulier, les capitaux publics constituaient plus de 20 % de l'ensemble des fonds propres réglementaires des grandes banques ; les remises d'impôts (qui ne peuvent être réalisées qu'en cas de bénéfices suffisants dans les cinq ans) représentaient une part analogue. Maints observateurs considèrent, en outre, que les chiffres officiels des prêts douteux sous-estiment l'ampleur réelle des difficultés. Ce qui est préoccupant, c'est qu'avec le niveau actuellement bas des taux d'intérêt, de nombreux emprunteurs en situation précaire parviennent à assurer le service de leur dette, alors qu'ils ne seront certainement pas en mesure de rembourser les prêts, voire de continuer à en payer les intérêts, si les taux reviennent à des niveaux plus habituels. Classer toutes ces créances comme douteuses nécessiterait de constituer des provisions plus importantes, ce qui mettrait en cause l'adéquation des fonds propres de certains établissements.

Parmi les
problèmes
actuels :
étroitesse
des marges ...

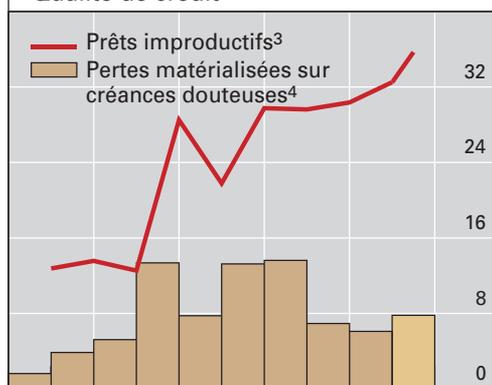
Si le problème le plus urgent réside dans la qualité médiocre du crédit, l'étroitesse des marges sur prêts constitue aussi un souci fondamental pour le système bancaire japonais. Bien souvent, elles n'assurent pas un rendement suffisant des capitaux propres, même dans une économie raisonnablement saine. Il faut y voir la conséquence, entre autres, de plusieurs facteurs : intense concurrence des établissements financiers paragouvernementaux, pressions exercées sur les banques pour qu'elles offrent aux petites entreprises des conditions relativement généreuses et réticence apparente de nombre d'entre elles à facturer à leurs clients fidèles des taux adaptés aux risques encourus.

... importance
des portefeuilles
d'actions ...

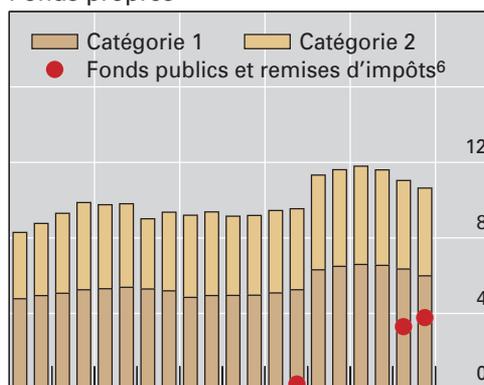
Une autre caractéristique notable de la situation au Japon réside dans le poids relativement important des portefeuilles d'actions constitués par les banques. Durant la majeure partie des années 90, la réalisation progressive des plus-values sur ces titres avait partiellement compensé la faiblesse des marges et certaines pertes pour créances douteuses. Mais la chute des cours en 2001 et le passage à une comptabilisation des actifs à la valeur de marché ont changé la donne : pour l'exercice 2001, les pertes sur actions ont

Japon : secteur bancaire

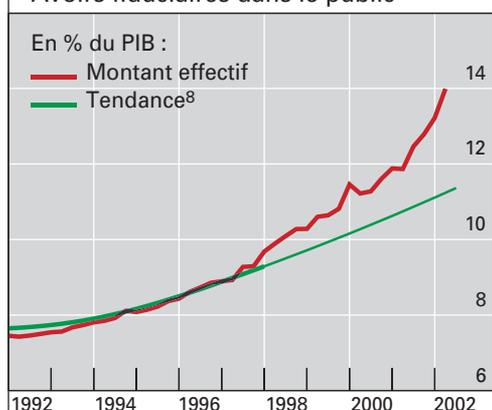
Qualité de crédit^{1, 2}



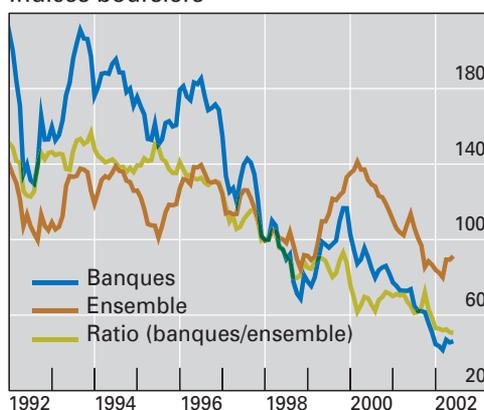
Fonds propres⁵



Avoirs fiduciaires dans le public⁷



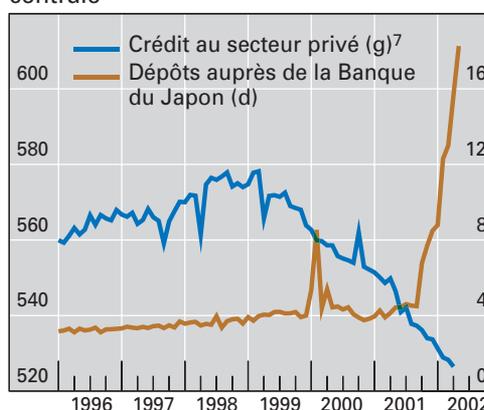
Indices boursiers⁹



Avoirs bancaires en titres et rendement



Crédit et dépôts auprès de la banque centrale²



¹ Données en termes d'exercices. ² En milliers de milliards de yens. ³ Dernier relevé : septembre 2001. ⁴ 2001 : 13 plus grosses banques uniquement. ⁵ En % des actifs pondérés en fonction des risques. ⁶ Compris dans les catégories 1 et 2. ⁷ Données cvs. ⁸ Filtre de Hodrick-Prescott pour la période 1970-97 et extrapolation ensuite. ⁹ TOPIX ; janvier 1998 = 100. ¹⁰ En %.

Sources : données nationales.

Graphique VII.9

représenté 7 % des fonds propres réglementaires des banques. Si les cours continuent à baisser, l'assise financière des établissements s'en trouvera davantage ébranlée, sachant que, pour de nombreuses banques, les portefeuilles d'actions sont supérieurs aux fonds propres de catégorie 1. La proportion élevée des titres d'État japonais constitue un autre point faible : dans la mesure où elles n'ont pas couvert le risque de taux d'intérêt

correspondant, elles s'exposent à des moins-values substantielles en cas de hausse des rendements à long terme.

... et participations
croisées

Ces problèmes non résolus sont aggravés par les multiples participations croisées entre grandes banques et compagnies d'assurances. Les premières détiennent d'importants portefeuilles de titres de dette subordonnée émis par les secondes qui, de leur côté, représentent au moins deux des cinq plus gros actionnaires de plusieurs banques. Ces interdépendances augmentent le risque systémique, d'autant que le secteur japonais de l'assurance se porte plutôt mal. De nombreux assureurs ont subi de lourdes pertes pour n'avoir pas couvert les asymétries d'échéance entre actifs et engagements, ce qui a occasionné diverses faillites ces dernières années. En affaiblissant, d'autre part, la gouvernance d'entreprise, ces participations ont également contribué à la lenteur des progrès.

Une confiance
fragile

Plusieurs indicateurs donnent à penser que l'existence de tels risques fragilise la confiance dans le système bancaire. Premièrement, la détention de monnaie fiduciaire au sein du public s'est sensiblement intensifiée ces dernières années, de même que les ventes d'or aux particuliers, et ces tendances se sont accélérées récemment. Deuxièmement, la suppression de la garantie sur les dépôts à terme a favorisé les reports sur les comptes courants, qui conservent la garantie jusqu'à fin mars 2003. Troisièmement, les dépôts ont afflué vers les grandes banques, réputées plus sûres ou davantage susceptibles de bénéficier d'une assistance officielle, au détriment des établissements régionaux ou de second rang. Quatrièmement, les cours des actions bancaires ont enregistré des contre-performances par rapport à un marché global pourtant très déprimé, avec un recul de près de 50 % entre début 2000 et fin mai 2002. Enfin, la notation de crédit moyenne des banques nippones a baissé, le mouvement étant néanmoins limité par la possibilité de soutien de l'État et par une note de départ plutôt modeste. Malgré tous ces indicateurs, la « prime japonaise » demeure assez basse, car les besoins de financement extérieur des banques ont diminué et le gouvernement s'est engagé à intervenir en cas de crise systémique.

Globalement, la situation du Japon souligne bien les importantes interactions entre économie réelle et secteur financier : la morosité économique nuit au système bancaire, dont la mauvaise santé freine la reprise de l'activité. Malgré les injections massives de liquidités opérées par la banque centrale, le crédit au secteur privé continue de se rétracter sous le poids du surendettement des entreprises et de la non-rentabilité des établissements financiers (chapitre IV). Plus la contraction économique durera, plus les problèmes de détérioration du crédit risquent de s'étendre à d'autres secteurs que l'immobilier et la construction, ce qui poserait la question de la survie de maintes banques en l'absence de recapitalisation par le secteur privé ou l'État.

La solution
aux difficultés
passe par
l'assainissement
des bilans

Compte tenu des interactions évoquées, la résolution de ces problèmes passe nécessairement par des mesures à la fois macroéconomiques et financières. Il importe, en particulier, de mettre en œuvre une stratégie reposant, d'une part, sur un cadre macroéconomique accommodant et, de l'autre, sur des actions crédibles destinées à améliorer la qualité des bilans

des établissements financiers. Le durcissement de la réglementation sur le classement des prêts et les inspections spéciales instaurées récemment constituent certainement des pas dans la bonne direction mais, de toute évidence, beaucoup reste à faire. Il faut, en outre, revoir l'allocation des ressources réelles et financières en les transférant des entreprises en difficulté vers celles qui sont les plus aptes à les gérer efficacement. Dans cette perspective, les marchés des actifs devraient être autorisés à pratiquer un équilibrage, afin que les fluctuations de prix attendues ne soient pas orientées à la baisse. Plus les réformes prendront du temps, plus les chances d'une reprise rapide et durable seront compromises. À moyen terme, le développement des marchés japonais des capitaux, le recours accru à une tarification en fonction des risques et l'amélioration de la gouvernance dans les établissements financiers sont autant de mesures nécessaires au renforcement de la résistance du système financier et de l'économie du pays.

Aspects fondamentaux

L'exemple du Japon et de divers autres pays montre que les développements au sein des systèmes financiers peuvent avoir d'importants effets sur l'économie, d'autant que la libéralisation des systèmes favorise ces répercussions. Dans le même temps, cette libéralisation s'est accompagnée d'une amélioration progressive de l'évaluation et de la gestion des risques, qui contribue à accroître la stabilité financière et celle de l'économie. Elle a peu à peu rappelé, en outre, à l'attention des autorités compétentes, notamment en matière de réglementation financière, deux questions majeures. La première concerne les moyens à mettre en œuvre pour que le système financier assure une croissance durable aussi élevée que possible. Pour la seconde, il s'agit de voir quelle est la meilleure solution pour prévenir toute amplification du cycle économique par le biais des développements financiers.

Les interactions entre système financier et activité économique soulèvent des questions délicates

Les réponses à ces deux questions sont semblables à plusieurs égards. Pour éviter une amplification inutile des cycles conjoncturels et favoriser la croissance à long terme, divers éléments sont indispensables : réglementation et surveillance financières de haute qualité, communication financière détaillée, gouvernance d'entreprise efficace et politiques macroéconomiques saines, ce qui ne va pas sans poser quelques dilemmes. Ainsi, les périodes d'excès financiers sont caractérisées, entre autres, par le financement d'investissements à haut risque ; si ces derniers sont bien souvent voués à l'échec, ceux qui aboutissent préparent quelquefois la voie à la croissance économique. En contenant de tels excès, les stratégies mises en œuvre pourraient éviter les coûts très lourds parfois associés à l'instabilité financière, au risque cependant de ralentir la croissance à long terme.

Même si certains estiment que ces préoccupations macroéconomiques ne relèvent pas des autorités de réglementation, les interactions entre réglementation financière et macroéconomie suscitent un intérêt croissant depuis quelques années. Du fait de la récurrence des cycles financiers, trois aspects interdépendants ont particulièrement retenu l'attention. Le premier

concerne la place à accorder à la dimension macroprudentielle ou systémique dans la réglementation. Le deuxième consiste à savoir si les normes de fonds propres fondées sur le risque amplifieront ou atténueront les cycles économiques. Le troisième, enfin, vise à déterminer dans quelle mesure la valorisation des prêts bancaires devrait être de nature prospective, en prenant en compte notamment les perspectives économiques globales.

Mesure du risque et réglementation macroprudentielle

La réglementation bancaire peut être vue dans une perspective micro ou macroprudentielle

La réglementation bancaire est souvent associée à l'idée de réduire les risques de faillite des banques *individuelles*, notamment pour protéger les intérêts des déposants qui ont du mal à évaluer la solidité financière des établissements auxquels ils confient leur épargne. Une autre conception de son rôle peut être de limiter la probabilité de répercussions néfastes, au niveau macroéconomique, des évolutions dans le système financier. Dans une telle perspective macroprudentielle, les faillites bancaires constituent une source de préoccupations.

Les orientations résultant de ces deux points de vue présentent parfois des différences assez subtiles mais qui peuvent avoir leur importance. Premièrement, une approche macroprudentielle mettra plutôt l'accent sur les établissements considérés comme importants sur le plan systémique. Deuxièmement, elle accordera vraisemblablement plus d'attention aux expositions communes parmi les établissements et à la possibilité qu'elles se détériorent sous l'effet de l'accentuation des déséquilibres dans l'économie réelle ou dans le système financier. Troisièmement, elle tiendra sans doute davantage compte des éventuelles réactions de l'économie aux modifications de la réglementation financière.

En dépit de ces différences, les deux approches ne sont pas nécessairement incompatibles. L'histoire montre clairement, en effet, que des développements macroéconomiques sont à l'origine de bien des faillites bancaires et que, inversement, nombre de faillites ont eu un impact macroéconomique. Autrement dit, un système de réglementation à vocation macroéconomique devrait, s'il est correctement mis en œuvre, renforcer également la solidité des établissements individuels. Parallèlement, les facteurs macroéconomiques devraient être partie intégrante du risque de crédit, que ce soit à l'échelle des diverses banques ou de l'ensemble du système.

Dans les deux approches, il importe de mesurer l'évolution du risque de crédit dans le temps

Aller dans cette direction n'est toutefois pas aussi simple. D'un côté, il est fait valoir parfois que la fiabilité des prévisions économiques est telle qu'il n'est guère utile de prévoir ni d'évaluer les déséquilibres globaux pour mesurer le risque de crédit, surtout au niveau de l'emprunteur. Ce constat conduit généralement à considérer le risque comme faible en période de haute conjoncture et élevé dans le cas contraire. D'un autre côté, il est avéré qu'une expansion du crédit soutenue et durable, accompagnée de vives hausses des prix immobiliers et/ou du stock de capital, constitue un précieux indicateur avancé de difficultés financières. Même si de tels développements ne se soldent pas obligatoirement par une augmentation des pertes de crédit, l'histoire a montré qu'ils peuvent fort bien réduire la visibilité des pertes

à venir, surtout si de coûteux ajustements des bilans et des prix des actifs sont possibles. En pareil cas, une mesure exacte du risque de crédit peut alors révéler un risque élevé, même en période de croissance économique vigoureuse.

Pour l'avenir, il incombera aux diverses banques, aux autorités de contrôle et aux instances garantes de la stabilité financière de trouver des solutions efficaces pour intégrer les éléments macroéconomiques dans les mesures du risque de crédit. Des progrès dans cette direction doivent être accomplis, afin de conférer à la politique réglementaire une orientation plus macroéconomique, ce qui rapprocherait du même coup les deux conceptions de la réglementation.

Exigences de fonds propres fondées sur le risque

La question de la mesure du risque a focalisé l'attention, avec la proposition du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire de lier les exigences minimales de fonds propres des banques au niveau du risque *mesuré* de leurs actifs. À la différence des dispositions actuellement en vigueur de l'accord de Bâle sur les fonds propres, les exigences pour un portefeuille donné varieront dans le temps en fonction du risque mesuré du portefeuille.

Avec Bâle II, les exigences minimales de fonds propres ...

Cet aspect des propositions a suscité un large débat. Les partisans d'une conception macroprudentielle souhaiteraient un renforcement des fonds propres en période d'expansion économique, quitte à en autoriser la diminution, jusqu'à une certaine limite cependant, lors des phases de ralentissement de l'activité. De fait, accroître les fonds propres quand la conjoncture est favorable est sans doute plus facile et moins onéreux que lorsque le système bancaire traverse des difficultés. Certains redoutent pourtant que les modifications proposées n'aillent dans le sens inverse : en effet, les méthodes actuelles d'évaluation de la qualité des portefeuilles de créances montrent généralement que le risque de crédit diminue en période d'expansion et qu'il augmente pendant une baisse conjoncturelle. On pourrait donc s'attendre à ce que les exigences de fonds propres, pour un portefeuille donné, soient moindres dans la phase montante du cycle et plus élevées dans la phase descendante.

... devraient être plus élevées en période de ralentissement économique

C'est en partie pour répondre aux préoccupations concernant les répercussions possibles de ces variations dans la sphère macroéconomique que le Comité de Bâle a proposé, fin 2001, de diminuer le rythme de progression des exigences minimales de fonds propres face à la détérioration de la qualité de crédit d'un emprunteur. Ainsi, étant donné que la qualité de crédit mesurée baisse en période de ralentissement économique, cette proposition réduit la hausse correspondante des exigences de fonds propres. Selon les simulations effectuées, les conséquences de ce changement seraient importantes, avec une atténuation de l'ordre d'un tiers des fluctuations du ratio dans le temps. Il est probable, en outre, que cette modification permettrait d'abaisser de manière significative l'exigence de fonds propres sur les prêts à de nombreuses petites entreprises.

Plus important peut-être est le fait que certains autres aspects du Nouvel accord pourraient aussi atténuer d'éventuels effets procycliques, résultant de

la majoration des exigences minimales de fonds propres dans les phases de ralentissement de l'activité.

Toutefois, des avancées dans la quantification du risque ...

Premièrement, l'importance accrue accordée à la quantification du risque contribue à modifier radicalement la mesure et la gestion du risque de crédit. Le diagnostic probablement plus précoce d'une détérioration de la qualité de crédit est l'un des avantages notables de la nouvelle méthode préconisée. Il devrait permettre d'intervenir plus rapidement que parfois dans le passé sous forme de mesures correctives. Les problèmes pourraient sans doute être ainsi enrayerés, avant qu'ils ne deviennent une menace pour la solidité d'une banque ou du système financier dans son ensemble.

... la communication financière ...

Deuxièmement, une communication financière détaillée, comportant notamment un descriptif des prêts bancaires classés en fonction de leur notation, peut limiter une tendance à la baisse des ratios de fonds propres en période d'expansion. Les contreparties pourraient s'inquiéter à juste titre si, durant un boum de l'activité, une banque s'endettait davantage, à la suite d'un abaissement de ses exigences minimales de fonds propres lié à une réévaluation positive de son portefeuille de prêts. Par conséquent, les marges de fonds propres au-delà des minimums réglementaires pourraient bien augmenter dans les phases de haute conjoncture et diminuer en temps de crise. L'efficacité d'une telle discipline de marché serait renforcée si les banques publiaient les résultats de leurs exercices de simulation de crise macroéconomique, en précisant, par exemple, l'évolution des fonds propres en cas de chute de l'activité. Il est probable qu'une meilleure communication financière permettrait également de prendre plus tôt des mesures correctives et de limiter la tolérance prudentielle.

... et la surveillance prudentielle ...

Troisièmement, les autorités de contrôle seront tenues de déterminer si une banque est correctement capitalisée, *même si* elle satisfait aux exigences minimales. À cet égard, la prise en compte du cycle économique pourrait s'avérer importante et les simulations de crise seront, là encore, particulièrement utiles.

... devraient limiter les effets procycliques

En fin de compte, suite aux propositions d'amendement de l'accord sur les fonds propres, la modification des comportements pourrait constituer la contribution majeure à la stabilité financière. Il n'en faudra pas moins surveiller attentivement les effets exercés par les fluctuations conjoncturelles sur les exigences minimales.

Préprovisionnement

La valorisation des prêts et la rentabilité publiée des banques ...

Le troisième aspect concerne les règles comptables qui régissent l'évaluation des portefeuilles de prêts des banques. Cette question, qui n'avait pas bénéficié jusque-là d'une attention suffisante, est particulièrement importante car une évaluation correcte est un préalable à des exigences de fonds propres significatives et à une communication financière appropriée.

... sont influencées par des règles de provisionnement souvent rétropectives

En comptabilité au coût historique, la valeur des prêts est généralement obtenue en déduisant du montant exigible les éventuelles provisions en regard d'une détérioration de la qualité de crédit. La variation des provisions représente donc une dépense dans le compte de résultat des banques. Si les règles de provisionnement varient d'un pays à l'autre, elles limitent cependant

bien souvent la capacité des établissements de diminuer la valeur comptabilisée d'un prêt lorsque la qualité de crédit de l'emprunteur s'est dégradée, sans aller jusqu'au défaut de paiement probable. Elles peuvent donc être en partie responsables d'un provisionnement effectué trop tardivement dans le cycle conjoncturel. Une approche plus prospective conduirait à une présentation plus exacte des résultats financiers, tout en atténuant le caractère procyclique des bénéfices publiés. Cela pourrait avoir son importance, compte tenu de la tendance des banques à accroître leurs prêts quand leurs bénéfices publiés sont élevés et à les réduire dans le cas contraire.

Différentes idées ont été formulées et l'IASB (International Accounting Standards Board), par exemple, préconise la constitution d'une provision dès que la valeur actualisée des flux de trésorerie escomptés d'un portefeuille de prêts diffère de leur valeur comptable (généralement montants dus). Sur la base du taux de rendement interne initialement attendu pour calculer la valeur actualisée, les prêts seraient normalement déclarés au départ à leur valeur nominale, mais cette valeur évoluerait progressivement en fonction de la qualité de la signature. Un tel changement de méthode pourrait être considéré comme un pas vers une comptabilité à la juste valeur, qui éviterait cependant les modifications de valeur résultant des fluctuations de la courbe des rendements sans risque ainsi que de la liquidité de marché et des primes de risque. En l'occurrence, le principal écueil de cette approche est que la valorisation des prêts est fortement tributaire de l'appréciation faite par la direction des banques.

Une autre suggestion consisterait à imposer la constitution d'une provision dès que les pertes effectives sur une période comptable sont inférieures aux pertes attendues, puis de permettre un abaissement de cette provision quand les pertes effectives sont supérieures aux prévisions. Un système semblable a été instauré en Espagne. Il peut atténuer la nature procyclique des bénéfices bancaires et aiderait, en outre, à conserver les revenus d'intérêts dégagés les bonnes années plutôt que de les distribuer sous forme de dividendes. La critique formulée, cependant, à l'encontre de cette approche est qu'elle peut conduire à un provisionnement trop arithmétique ne s'appuyant pas suffisamment sur une évaluation complète des chances de remboursement.

Une troisième idée serait d'obliger les banques à détenir des provisions égales aux pertes attendues en raison de la défaillance d'emprunteurs sur une période donnée, par exemple sur l'exercice suivant. Le provisionnement interviendrait donc lors du montage du prêt et les pertes potentielles seraient comptabilisées à un stade précoce. Il en résulterait, cependant, que les prêts estimés à leur juste valeur seraient initialement sous-valorisés par rapport à leur valeur nominale. Bien que cette conception prudente puisse séduire certaines autorités de contrôle, d'autres considèrent qu'elle compliquerait, tant pour elles-mêmes que pour le marché, l'estimation de la vraie valeur des portefeuilles de prêts des banques.

Ces trois conceptions présentent manifestement des avantages et des inconvénients, mais elles ont en commun deux points essentiels.

Un système plus prospectif est souhaitable, mais les différentes solutions possibles ...

... posent toutes
des problèmes
de vérification

Premièrement, des tiers doivent pouvoir vérifier les valorisations obtenues par les différentes méthodes. Le préprovisionnement sous diverses formes, telles que la comptabilité à la juste valeur des instruments pour lesquels aucun marché organisé n'existe, se fonde sur l'évaluation par les banques de la solvabilité de leurs débiteurs. La question de la fiabilité et de la transparence d'une telle évaluation reste posée. Deuxièmement, il convient de déterminer dans quelle mesure les prévisions macroéconomiques devraient influencer le calcul des gains ou pertes prévisibles. Le défi pour les autorités de contrôle et instances de normalisation consistera à élaborer des méthodes d'évaluation prenant bien en compte la capacité des emprunteurs d'honorer leurs engagements à venir et pouvant être contrôlées et vérifiées par des tiers.

En conclusion, les répercussions exercées par la situation économique et les développements dans le secteur financier sur la mesure du risque de crédit, le niveau adéquat des fonds propres des banques et la valorisation des prêts soulèvent des questions complexes, intimement liées et fondamentalement difficiles à résoudre. Elles sont toutefois d'une importance capitale, compte tenu surtout des fluctuations macroéconomiques qui peuvent résulter de l'évolution dans le secteur financier. Pour l'avenir, les décideurs devront relever un défi majeur : veiller à ce que le système financier et l'économie se renforcent mutuellement de manière positive plutôt qu'ils n'aggravent, par leurs interactions, les retournements de l'activité et le risque d'instabilité financière.

VIII. Conclusion : parer à l'éventualité de vents contraires

Considérant la période analysée, il y a lieu d'être réellement satisfait. Compte tenu des pressions et tensions qui ont pesé sur l'économie mondiale, l'issue aurait pu être bien pire. Le mérite en revient surtout à l'application énergique d'un ensemble de politiques macroéconomiques incitatives et à un secteur financier fortifié par des réformes structurelles. Mais, considérant l'avenir, deux éléments ne doivent pas être négligés. Bien qu'ils soient dus en partie à des événements imprévus, les résultats enregistrés en termes de croissance, de profits et d'emploi ont placé l'économie sur une trajectoire d'expansion inférieure à ce que beaucoup escomptaient. Il faudra se résoudre, dans certains pays, à intensifier en conséquence l'effort d'épargne. De surcroît, rien ne garantit que même les attentes d'aujourd'hui, pourtant plus modestes, puissent être réalisées. Des risques et incertitudes majeurs subsistent en effet ; ils testeront les limites de notre compréhension tant des mécanismes économiques que de la notion de politiques saines.

Vers le milieu de l'année dernière, maints observateurs anticipaient encore une reprise rapide de l'économie mondiale. Aujourd'hui, les aspirations sont plus mesurées, autour d'un scénario central prévoyant une reprise d'une modération tout aussi inhabituelle que le ralentissement qui l'a précédée dans certains pays. Néanmoins, le processus appelé à étayer cette reprise reste classique : le déstockage massif observé dans de nombreux pays prend fin ou s'inverse même en partie ; le redémarrage de la production entraîne une hausse des revenus et restaure la confiance des consommateurs, ce qui stimule les dépenses des ménages ; comme les profits augmentent à leur tour, l'investissement repart, confortant la reprise et entretenant l'expansion. Les vents contraires provenant de difficultés dans le secteur financier sont considérés comme de peu d'importance.

C'est là que des questions doivent être soulevées, étant donné que ces dernières années ont été atypiques, même si l'on fait abstraction des chocs. L'expansion de la fin des années 90, caractérisée par un essor de l'octroi de crédits, des prix des actifs et de l'investissement en capital fixe, en particulier dans les pays anglophones, était véritablement atypique. Le retournement a été atypique, lui aussi, en ce sens qu'il a été déclenché par un effondrement des bénéfices et de l'investissement et non par une flambée brutale d'inflation entraînant une réaction des autorités. Quant au ralentissement de l'activité, il a été atypique sur deux plans importants : malgré le tassement conjoncturel, la consommation a continué de croître à un rythme remarquablement élevé dans de nombreux pays, mais surtout aux États-Unis ; fort heureusement, il en est allé de même des gains de productivité. Ces aspects inhabituels amènent à se demander comment, et dans quelle mesure, les caractéristiques du passé récent pourraient conditionner l'avenir, pour le meilleur ou pour le pire.

Répondre à de telles questions n'est pas chose facile. Pour prévoir exactement ce qui va arriver, il faut d'abord comprendre de quelle manière l'évolution de l'économie réelle affecte la solidité du système financier. Si, par exemple, l'économie mondiale devait fortement rebondir, quels effets pourrait-on en attendre sur les anticipations d'inflation et les taux des obligations ? Inversement, quelle serait l'incidence d'une reprise modérée sur des bénéfices déjà faibles et des cours des actions déjà élevés ? Comment, dans l'un et l'autre cas, la solidité des établissements financiers serait-elle affectée ? En poussant encore plus loin le raisonnement, comment les modifications des variables financières pourraient-elles, à leur tour, se répercuter sur l'économie réelle, considérant qu'au départ l'endettement atteint déjà des niveaux inhabituels ? En vérité, notre compréhension de chacune de ces relations est limitée et la possibilité d'interactions inattendues entre ces diverses forces limite encore davantage notre connaissance. Les choses pourraient d'ailleurs très bien se passer, en générant leur dynamique propre, mais elles pourraient aussi prendre un tour fâcheux. Pour les autorités, il serait avisé de se préparer à la seconde éventualité, évoquée ci-après, tout en espérant que la première se réalise.

Les résultats futurs seront conditionnés par des événements imprévus ainsi que par les choix de politique économique. S'agissant des premiers, certaines préoccupations l'emportent sur d'autres. De nouvelles actions terroristes pourraient ébranler la confiance et freiner la consommation ainsi que l'investissement, sans parler des coups portés à un secteur de l'assurance déjà affaibli. Une escalade du conflit au Moyen-Orient, par ses perturbations au niveau des approvisionnements en pétrole, ferait monter les prix et éroderait encore le pouvoir d'achat dans la plupart des pays. Les tensions commerciales actuelles pourraient s'aggraver au détriment de tous, mais surtout des plus démunis. Pourtant, d'autres développements imprévus pourraient avoir des retombées très positives : les possibilités offertes à présent par la technologie sont loin d'être totalement exploitées, même dans les pays les plus avancés ; si les autres pays enregistraient les mêmes gains de productivité que les États-Unis, tous en ressentiraient les bienfaits ; enfin, la recherche d'innovations technologiques et d'applications correspondantes pourrait, à terme, s'avérer fort payante.

Si, tout compte fait, ces possibilités paraissent encore pencher dans un sens défavorable, il ne faudrait pas oublier non plus que les politiques officielles peuvent faire beaucoup, tant pour aider à prévenir des développements néfastes que pour atténuer l'impact qu'ils pourraient avoir sur l'économie. Les conflits commerciaux ne sont pas inévitables. La tentation d'utiliser le pétrole comme arme politique peut être repoussée. Le rythme de l'inflation sous-jacente est généralement modéré et de gros progrès ont été accomplis depuis quelques années en matière d'assainissement budgétaire, ce qui augmente la marge de manœuvre des politiques macroéconomiques. Les événements récents démontrent également que la capacité de réaction du système financier ne cesse de

s'accroître. En somme, s'il existe pour l'avenir des motifs de préoccupation, ils sont tempérés par des éléments rassurants.

Facteurs conditionnant les perspectives économiques

L'une des caractéristiques marquantes et positives de la dernière décennie réside dans la modération de l'inflation mondiale. Le fait convient d'être souligné, surtout pour les pays où une dépréciation de change substantielle aurait fort bien pu se répercuter sur les prix intérieurs, ce qui n'a pas été le cas. Le mérite en revient pour beaucoup à la crédibilité accrue des banques centrales, tant des pays industriels que des économies émergentes, qui se sont montrées plus déterminées dans leur engagement de réduire et de contenir l'inflation. Les anticipations incorporées dans les conventions salariales et autres contrats apparaissent à présent mieux ancrées et plus prospectives, ce qui les rend moins susceptibles de réagir à des hausses de prix ponctuelles.

Si ce meilleur comportement de l'inflation constitue une source de fierté légitime pour les dirigeants de banques centrales, il traduit également la capacité fondamentale de l'offre potentielle, dans l'économie mondiale, à progresser plus rapidement que par le passé. Parmi les causes de cette évolution figure la libéralisation économique dans un grand nombre de pays, à commencer par la Corée et la Chine. Conjugée à une stratégie de croissance axée sur les exportations, cette tendance a permis de réduire partout le pouvoir de marché des entreprises. Les avancées technologiques, en particulier aux États-Unis, et leur propagation rapide ont également exercé une incidence notable sur les gains de productivité. La libéralisation financière, de son côté, a stimulé l'offre, sous des formes pas toujours souhaitables cependant. De nouvelles idées prometteuses ont été financées sans problème, mais beaucoup d'autres initiatives l'ont été, elles aussi. Ainsi, il n'est guère douteux actuellement que nombre d'investissements dans le secteur informatique ne seront jamais rentables, une grande partie de ces capacités excédentaires devant encore être passée par profits et pertes. Toutes ces forces demeurent actives, certaines même de plus en plus. En présence d'une demande toujours faible au Japon et dans plusieurs pays d'Europe continentale, il en résulte que les prix mondiaux des biens et services entrant dans les échanges internationaux resteront probablement orientés à la baisse, même si les rémunérations au niveau national et les hausses des prix pétroliers peuvent encore réserver de mauvaises surprises à court terme en matière d'inflation.

Dans de telles circonstances, les pays anglophones ont véritablement joué le rôle d'importateurs mondiaux en dernier ressort durant la majeure partie de la décennie écoulée. Les taux d'intérêt ont été maintenus à des niveaux comparativement bas aux États-Unis, alors même que l'expansion économique connaissait une durée record. L'investissement des entreprises et les dépenses des ménages se sont accrus rapidement, ces deux secteurs s'étant largement financés par l'endettement. L'illustration la plus récente de ce comportement, résultant en partie des réductions de taux d'intérêt depuis

janvier 2001, réside dans la forte progression de la dette hypothécaire et celle, encore plus marquée, du refinancement d'hypothèques dans de nombreux pays. Les liquidités obtenues semblent avoir été essentiellement utilisées pour soutenir la consommation, qui s'est maintenue à des niveaux inhabituels durant tout le ralentissement conjoncturel.

Or, la question importante à présent est de savoir dans quelle mesure les situations financières actuelles en viendront à peser sur les programmes de dépenses futurs. D'un côté, les niveaux d'endettement des ménages et des entreprises paraissent très élevés dans certains pays anglophones par rapport au revenu disponible et aux flux de trésorerie. À moins d'un redressement sensible des bénéfiques, les contraintes financières et l'ampleur des capacités excédentaires peuvent entraver un redémarrage de l'investissement. En outre, les possibilités de nouveaux refinancements d'hypothèques se sont nettement réduites et la masse des biens de consommation durables récemment acquis s'est nettement accrue. D'un autre côté, la charge du service de la dette paraît encore gérable et le ratio endettement/actifs reste relativement bas. Toutefois, ces deux indicateurs positifs se détérioreront si les taux d'intérêt remontent à des niveaux plus habituels. Lorsqu'il s'agira de décider quand et à quel rythme relever les taux, pour autant que la reprise actuelle se confirme, il faudra peut-être tenir compte de cette fragilité financière potentielle.

Si tant est que le passé récent puisse servir de référence, l'évolution à court terme dans le reste du monde demeurera fortement influencée par les développements dans les pays anglophones, en particulier aux États-Unis. Les relations commerciales internationales, l'intégration accrue des marchés financiers et la remarquable expansion des fusions et acquisitions transatlantiques rapprochent de plus en plus l'Europe continentale des économies d'Amérique du Nord. Néanmoins, le potentiel de divergences reste également élevé. Ainsi, à l'exception notable des sociétés de télécommunications, les signes des déséquilibres d'endettement évoqués précédemment sont nettement moins nombreux en Europe. En outre, les niveaux des bénéfiques ont été relativement bien préservés et, à l'exception, là encore, du secteur des télécoms, on n'observe pas le degré de surinvestissement enregistré récemment ailleurs. L'élément le plus préoccupant pour les entreprises européennes concerne les tensions salariales. Étant donné les conditions de concurrence à l'échelle mondiale, ce facteur risque davantage de réduire les perspectives d'emploi et de croissance que de faire monter les prix.

Au Japon, les situations financières sont beaucoup moins favorables. Les niveaux d'endettement du secteur privé restent très élevés par comparaison avec les autres pays, même si les grosses sociétés sont parvenues à progresser dans leur restructuration et à réduire quelque peu leur endettement ; leurs bénéfiques se sont également redressés, grâce à l'augmentation des recettes d'exportations liée à l'accroissement des ventes et à l'affaiblissement du yen. Cependant, pour la grande majorité des entreprises plus modestes qui opèrent dans une économie nipponne encore largement fermée, les profits demeurent anémiques et les capacités excédentaires le lot commun. Si les dépenses de

consommation sont restées jusqu'ici modérées, une montée du chômage et une perte de confiance pourraient fort bien les comprimer davantage.

S'agissant des économies émergentes, les perspectives seront également très sensibles aux développements dans le monde industriel. D'une manière générale, l'Asie paraît appelée à de bien meilleurs résultats, en termes de croissance comme d'inflation, que l'Amérique latine, les économies en transition d'Europe occupant une position intermédiaire. Il est clair que la situation relativement favorable de l'Asie tient à la fois à la dimension et à la composition du secteur des biens entrant dans le commerce international. Le risque majeur pour l'avenir des pays d'Amérique latine vient peut-être de leurs relations avec l'extérieur. Si les flux financiers venaient à se tarir, par suite soit d'une aversion accrue pour le risque, soit d'une instabilité politique interne, les déficits des paiements courants devraient être réduits en comprimant la dépense intérieure. Cela pourrait s'avérer douloureux, comme en Argentine et, plus tôt, en Turquie. Or, si la Turquie semble à présent sur la voie d'une reprise, tout en restant exposée à une forte inflation et à une érosion de la compétitivité, pour l'Argentine l'horizon est plus incertain que jamais.

Considérant toujours l'avenir, une autre question importante est de savoir dans quelle mesure les difficultés et déséquilibres dans le secteur financier mondial lui-même sont de nature à atténuer une reprise naissante. Le premier élément de réponse incite à l'optimisme. En effet, si, dans la majorité des pays industriels, les banques ont enregistré une détérioration de la qualité de leurs portefeuilles de prêts, la part des créances douteuses paraît devoir rester bien inférieure aux sommets du début des années 90. Cette affirmation se fonde essentiellement sur le fait que, dans de nombreux pays, les prêts destinés à l'immobilier commercial ont été nettement moins dynamiques durant le dernier cycle qu'au précédent. Les financements spéculatifs associés à l'« ère nouvelle » n'ont pas été fournis principalement par les banques, mais ont plutôt transité par les marchés des actions et des obligations ou ont émané directement de fournisseurs ou de professionnels du capital-risque. Le rendement des fonds propres a également été bien préservé dans le secteur financier, malgré l'amenuisement récent des marges sur les activités de banque d'affaires, et la plupart des établissements semblent présenter une capitalisation adéquate. En somme, dans la majorité des pays industriels, l'offre de crédit bancaire ne paraît pas connaître de contraintes de fonds propres pouvant constituer un obstacle majeur à la croissance.

Ce constat positif étant dressé, les établissements financiers ne sont pas tous épargnés par les difficultés. Il est constant que le système bancaire japonais est confronté à de gros problèmes (voir ci-après). Certains signes indiquent, en outre, que quelques banques d'Europe continentale seraient plus réticentes à accorder des prêts, en particulier aux entreprises modestes, et que, dans le même temps, elles hésiteraient moins à se défaire de leurs créances irrécouvrables. Sans doute le sentiment des marchés des actions sanctionnant le caractère inadéquat des stratégies de prêt traditionnelles y est-il pour quelque chose. Il convient de noter également que le secteur de

l'assurance a été éprouvé par la diminution de la rentabilité des placements consécutive à la baisse des taux d'intérêt et des cours des actions. De surcroît, les compagnies d'assurances générales ont été touchées par une succession de catastrophes naturelles, en plus des événements du 11 septembre 2001. Par ailleurs, certains établissements, tant dans le domaine de l'assurance que dans celui de la réassurance, ont eu tendance à compenser cette situation en se tournant vers de nouveaux produits comme les dérivés de crédit. À ce stade, il est difficile de déterminer dans quelle mesure cette stratégie peut les avoir exposés à de nouveaux risques substantiels.

En ce qui concerne les marchés financiers, ils ont fait preuve à ce jour d'une solidité remarquable. Néanmoins, de nombreux sujets de préoccupation subsistent, parmi lesquels les cours élevés des actions et la valeur du dollar, qui sont loin d'être nouveaux. Plus récentes sont les inquiétudes sur le renchérissement des logements et le maintien de l'accès aux marchés obligataires mondiaux. Des changements notables ne sont pas exclus dans l'un ou l'autre de ces domaines et pourraient fort bien avoir des répercussions négatives sur les perspectives économiques mondiales.

La correction des cours des actions a déjà été considérable dans les secteurs de la technologie, des médias et des télécommunications, où il faut espérer que le pire est passé. Ailleurs, les baisses ont été substantielles mais, dans l'ensemble, les valorisations traditionnelles demeurent très élevées, surtout aux États-Unis. C'est particulièrement le cas lorsqu'elles sont rapportées aux résultats effectifs, mais cela reste vrai en termes de bénéfices escomptés. Au surplus, les estimations relatives à ces derniers paraissent très optimistes dans le contexte macroéconomique plus vaste évoqué précédemment. Une autre incertitude tient au fait que les profits pourraient être grevés par des passations en charges différées, après une longue période d'évaluation largement subjective. Peut-être faudrait-il passer par pertes davantage d'investissements douteux et recapitaliser des fonds de retraite. L'affaire Enron laisse penser que des bénéfices factices pourraient encore être découverts ailleurs. Heureusement, une crise de confiance généralisée paraît peu probable, en raison surtout des perspectives d'accroissement des gains de productivité.

Les récentes préoccupations au sujet des prix des logements ne sont pas liées uniquement à leur niveau élevé par rapport aux données fondamentales. Le ratio de ces prix au revenu disponible avoisine, certes, des valeurs records dans certains pays, mais ce n'est pas le cas partout. Plus significatifs sont leur accroissement rapide dans de nombreux pays et le rôle capital, mais difficilement soutenable, qu'ils paraissent jouer à l'égard de la consommation. Aux États-Unis, les tendances récentes ont été entretenues par l'accès de plus en plus facile au crédit hypothécaire, par le biais notamment des agences paragouvernementales, et par la forte diminution des commissions sur le refinancement des hypothèques. D'aucuns se sont inquiétés qu'un tel alourdissement de l'endettement ne rende beaucoup d'emprunteurs vulnérables à d'éventuelles difficultés économiques.

Ceux qui professent de longue date un pessimisme à l'égard du dollar, en retenant surtout l'ampleur du déficit des paiements courants américains, n'ont

cessé d'être confondus par sa fermeté. Les explications successives de cette vigueur ont été infirmées par le cours des événements. La plus convaincante peut-être à ce jour associe le niveau élevé des taux de rendement attendus sur les investissements aux États-Unis, en raison des gains de productivité plus soutenus dans ce pays, et la décision tardive des entreprises européennes d'acquiescer à une dimension mondiale. Dans la pratique, ce rééquilibrage nécessitait qu'elles s'implantent d'abord sur la plus grosse place du monde, les États-Unis. Jusqu'à une date récente, les entrées de capitaux européens dans ce pays revêtaient essentiellement la forme d'investissement direct étranger et d'achats d'actions ; or, l'an passé, elles se sont effectuées dans une large mesure par le biais d'obligations, instrument prudent par excellence qui bénéficie traditionnellement de la faveur des investisseurs asiatiques, notamment japonais. Tout dernièrement, sous l'influence peut-être des pertes sur de précédents investissements aux États-Unis, ces apports obligataires eux-mêmes se sont contractés alors que les investisseurs américains retrouvaient de l'intérêt pour les possibilités offertes en Europe.

Compte tenu des antécédents en matière de prévisions dans ce domaine, il semblerait hasardeux de spéculer sur les effets de ces nouveaux comportements. Même en considérant la faiblesse récente du dollar, ce serait faire preuve de naïveté que d'extrapoler tout simplement cette tendance. En arithmétique pure, cependant, pour chaque année où les États-Unis enregistrent un important déficit des paiements courants, leur endettement extérieur s'accroît. Si ce pays venait également à connaître la reprise la plus vigoureuse au sein des grandes nations industrielles, comme nombre d'observateurs l'envisagent actuellement, cette logique arithmétique n'en vaudrait que davantage. Le fait qu'autant de portefeuilles d'investissement, tant publics que privés, semblent présenter une forte composante en dollars pourrait aussi donner lieu à un rééquilibrage, si la période de fermeté de la monnaie américaine paraissait définitivement révolue. L'Europe dispose maintenant de marchés financiers en euros qui rivalisent, sur plusieurs plans essentiels, avec ceux des États-Unis. Un mouvement de couverture des positions en dollars pourrait également avoir des conséquences pour la valeur interne des actifs libellés dans cette monnaie, surtout si, au départ, ils sont jugés surévalués.

La dernière cause générale de préoccupation dans ce domaine concerne certains travers des marchés financiers modernes, dont le fait surtout que l'accès à des sources de crédit plus nombreuses peut inciter à des excès. L'expérience montre que les consommateurs, les entreprises et même les emprunteurs souverains ne sont pas toujours en mesure d'apprécier leur capacité d'assurer le service de leur dette, ceux qui leur prêtent ne l'étant pas davantage d'ailleurs. En outre, comme les déboires actuels de l'Argentine le montrent clairement, ce qui est gérable dans certaines circonstances peut ne pas l'être dans d'autres.

Dans le même ordre d'idées, les marchés peuvent être sujets à de brusques volte-face susceptibles de conduire à des comportements grégaires et à un assèchement soudain de la liquidité dans des secteurs clés. L'intensification de la concentration sur les marchés financiers, tout en

impliquant probablement une meilleure gestion des risques en général, pourrait donner matière à préoccupation. Ainsi, les principaux marchés dérivés de gré à gré sont dominés par un tout petit nombre d'établissements, dont les notations ont été régulièrement révisées en baisse. Il n'est guère rassurant non plus que les agences paragouvernementales américaines évoquées précédemment s'en remettent à si peu d'intermédiaires pour une activité aussi complexe que la couverture des risques de marché, en particulier le risque de remboursement anticipé d'hypothèques. L'exécution des transactions requises, pour des volumes considérables, dans un environnement où la plupart des participants appliquent des stratégies semblables et prévisibles, pourrait provoquer des variations de prix déstabilisantes. Au surplus, un changement notable dans la situation de l'un de ces protagonistes pourrait avoir des implications pour l'ensemble des marchés financiers. Les problèmes seraient aggravés par la tendance croissante des gros opérateurs à ne traiter qu'entre eux.

Enfin, il convient également de poser une question de nature plus conjoncturelle se rapportant aux marchés. L'obligataire continuera-t-il à se montrer aussi accueillant pour les emprunteurs, y compris ceux de qualité inférieure, que dans un passé récent ? Hormis pour les titres présentant le plus de risques, les primes sont demeurées très basses. Cette situation reflète sans doute le sentiment que la reprise économique attendue réduira nettement la probabilité de défaillances. S'il venait à changer, cependant, entreprises et emprunteurs souverains pourraient se trouver très vite confrontés à des conditions de marché qui rendraient encore moins probable l'avènement d'une reprise vigoureuse.

Politiques et pratiques de soutien d'une croissance durable

Quels que soient les processus économiques en jeu à un moment donné, de bonnes politiques et pratiques peuvent améliorer les perspectives. Leur action peut amplifier les rythmes de croissance, atténuer la variabilité cyclique et réduire la fréquence et la sévérité des crises financières. Pour y parvenir, les politiques tant macroéconomiques que macroprudentielles ont un rôle à jouer, ces dernières ayant pour mission de consolider la stabilité financière. Les réformes structurelles tiennent également une place importante, non seulement pour renforcer l'efficacité des marchés mais aussi pour éliminer les séquelles économiques et financières des crises antérieures, ce qui demeure un problème dans certains pays.

Régimes de change et politiques macroéconomiques

Avant d'aborder les politiques macroéconomiques, il convient d'examiner le dispositif de change dans lequel elles opèrent. De moins en moins d'économies émergentes optent pour des régimes à ancrage fixe ou ajustable, avec raison d'ailleurs. Ces régimes engendrent, en effet, spéculation et crises déstabilisatrices, comme la Turquie et l'Argentine en ont fait récemment l'expérience. Ils encouragent, en outre, les résidents à emprunter en devises, à des taux généralement moins élevés, ce qui expose les entreprises, voire le

système financier du pays, à de lourdes pertes si la monnaie se déprécie par la suite. Si le flottement représente l'une des meilleures solutions, une autre pourrait prendre la forme d'un rattachement immuable à une monnaie plus importante ou de l'instauration d'une monnaie régionale. Au vu du lancement, fort réussi, de l'euro, ces questions font actuellement l'objet d'examen plus attentifs dans les économies en transition et presque toutes les régions émergentes. Quels que soient les avantages macroéconomiques d'une diversité de monnaies, ses coûts microéconomiques sont de plus en plus reconnus.

Les pays qui choisissent de laisser flotter leur monnaie ne peuvent, en pratique, se désintéresser de sa valeur. De fait, l'expérience récente montre que de nombreuses économies émergentes ont entrepris d'administrer ce flottement avec vigilance, ne serait-ce que parce que les variations de change affectent les prix intérieurs. Dès lors, la recommandation logique serait d'utiliser la politique monétaire non pas pour contrôler le change lui-même, mais pour en atténuer les mouvements afin de réaliser un objectif d'inflation interne. Seulement, le problème peut prendre une tournure plus complexe. Le change peut ne pas réagir comme prévu aux modifications des taux directeurs, cas de figure qui n'est pas à exclure si l'on en juge par le comportement des monnaies du G3 ces dernières années. On peut aussi éprouver des craintes légitimes au sujet des autres effets des variations de change : implications pour la compétitivité et la stabilité financière, possibilité de dérèglement des conditions de marché et dynamique de crises. De telles craintes seraient d'ailleurs plus fondées dans les économies émergentes que dans les pays industriels. En pareilles circonstances, d'autres instruments devraient être envisagés par les autorités. Classés par ordre croissant en fonction du degré d'implication, ils vont des déclarations publiques aux interventions pures et simples et, au-delà, à des mesures destinées à limiter la spéculation ou les mouvements de capitaux. Quelles que soient les options choisies, il importe de bien tenir compte également des coûts à plus long terme associés aux interférences avec les processus de marché et d'explicitement la motivation qui préside à toutes ces politiques.

La tâche la plus importante à laquelle les autorités monétaires ont été confrontées durant la dernière décennie a consisté à obtenir et à maintenir une faible inflation ; leur réussite à cet égard a permis d'améliorer globalement les résultats économiques. Néanmoins, cette situation favorable comporte aussi de nouveaux défis dont les décideurs sont de plus en plus conscients. Le premier concerne le choix du moment opportun pour un resserrement monétaire. Le second a trait à l'assouplissement et, en particulier, aux contraintes imposées par la limite du niveau zéro pour les taux d'intérêt nominaux.

S'agissant d'abord du resserrement monétaire, s'il est vrai que les anticipations d'inflation sont mieux ancrées autour des objectifs officiels, des déséquilibres sous-jacents entre la demande et l'offre peuvent s'accumuler peu à peu à l'insu de tous. À un moment donné, des tensions inflationnistes pourraient apparaître, ce qui nécessiterait peut-être une réaction plus énergique. Ce serait encore davantage le cas si une augmentation observée

au niveau de l'offre ne s'avérait que passagère, du fait, par exemple, d'une appréciation du change ou d'une diminution des cours des produits de base s'inversant ultérieurement. Certes, rien de tout cela ne constituerait un problème pratique pour la politique monétaire, si les banques centrales disposaient d'indicateurs fiables pour des variables telles que la croissance potentielle de l'économie ou le taux de chômage naturel ; ce n'est malheureusement pas le cas.

Toujours à propos du resserrement monétaire, une complication différente, mais peut-être plus probable, peut se présenter lorsque les niveaux de l'inflation et des taux d'intérêt sont peu élevés et que la confiance est solide. Dans de telles circonstances, recourir à l'endettement devient plus tentant et aussi plus facile ; l'expansion du crédit risque alors de s'accélérer fortement, avec des conséquences pour les marchés des actifs, les patrimoines et la dépense. La baisse du coût du capital qui peut en résulter est susceptible de stimuler l'investissement, aidant ainsi à contenir l'inflation. Toutefois, si la dépense s'essouffle ensuite, une période d'offre excédentaire, voire de déflation, peut apparaître, avec des répercussions potentielles sur le système financier. Une telle alternance d'excès dans les deux sens s'est produite au Japon à la fin des années 80 ainsi que dans l'Est asiatique au cours de la seconde moitié de la décennie suivante. Dans un cas comme dans l'autre, il n'y a pas eu de poussée d'inflation mais une crise est apparue malgré tout.

Il est beaucoup plus facile de décrire ces problèmes que de préconiser des solutions. Décider de relever les taux d'intérêt en l'absence de tensions inflationnistes caractérisées est malaisé, qu'il y ait ou non une augmentation rapide des prix des actifs au même moment. Deux explications valables peuvent être avancées. Tout d'abord, compte tenu des diverses incertitudes entourant l'économie et la mesure des variables, la probabilité est grande que, dans un cas comme dans l'autre, le resserrement monétaire s'avère être une mauvaise option. Deuxièmement, convaincre le public et le monde politique de la nécessité d'une telle stratégie ne serait pas simple. Pourtant, si l'économie se trouve véritablement engagée dans un processus d'expansion excessive, plus on laissera cette phase se prolonger, plus le prix à payer sera lourd lorsque la tendance s'inversera.

L'assouplissement de la politique monétaire en présence d'un affaiblissement de l'économie et d'un niveau d'inflation déjà bas soulève d'autres questions intéressantes, liées à l'éventualité d'une déflation. Comme les taux directeurs ne peuvent tomber au-dessous de zéro en termes nominaux, la déflation accroît les taux d'intérêt réels et se trouve ainsi aggravée. En outre, le degré de cette aggravation dépend directement du niveau d'endettement auquel s'applique l'illusion des intérêts composés.

Certains préconiseront un assouplissement très énergique des taux directeurs pour prévenir toute déflation. Les dangers supplémentaires découlant de niveaux d'endettement élevés, particulièrement pertinents pour la formulation de la politique monétaire dans les pays anglophones, militent en faveur d'une telle approche. D'autres recommanderont toutefois une réaction plus mesurée pour aboutir au même objectif, en cherchant

notamment à instaurer des anticipations tablant sur une baisse continue des taux puis sur leur maintien à un bas niveau ; cela contribuerait à la détente des taux longs et stimulerait activement la dépense. Cette logique pourrait valoir dans une bonne partie de l'Europe continentale, où les taux longs tiennent depuis toujours une place plus importante et où, actuellement, les capacités excédentaires sont moindres et ne pèsent pas autant sur l'investissement. Un autre argument incitant à la prudence avait été avancé pour la première fois dans les années 30. Si le problème vient d'excès conjoncturels, des taux d'intérêt très bas peuvent alors entraver la réduction indispensable des capacités excédentaires. Cet argument perd assurément de sa valeur si d'autres mécanismes, tels qu'une gestion active des faillites et un suivi vigilant des prêts, garantissent que les entreprises non viables n'échappent pas à une restructuration.

En pareilles circonstances, il conviendrait de songer sérieusement à l'apport possible de la politique budgétaire. Si la détente monétaire donne de plus en plus l'impression d'être inefficace, le principal enseignement de l'analyse keynésienne est que l'action budgétaire peut toujours avoir un rôle important à jouer. Cependant, des dépenses publiques inconsidérées au cours des récentes décennies ont aussi fourni des enseignements intéressants.

Le premier est que la nature de la stimulation budgétaire importe également. Au Japon, par exemple, des investissements publics considérables dans des infrastructures régionales durant la dernière décennie ont été dans une large mesure infructueux ; il n'est pas surprenant que, sous le poids de leurs engagements futurs mais sans actifs en contrepartie, les consommateurs japonais, qui sont également des contribuables, soient demeurés prudents. Une réorientation des dépenses dans ce pays au profit de l'assurance-chômage et d'autres formes de prévoyance sociale pourrait contribuer sensiblement à favoriser les changements structurels dont le Japon a tant besoin à présent.

Le second enseignement réside dans la nécessité d'une prudence budgétaire en temps normal, pour se ménager une marge de souplesse lorsque les conditions deviennent moins favorables. Dans de nombreux pays industriels, mais surtout en Europe continentale, les gouvernements ont fait preuve de négligence à cet égard, en particulier si l'on prend pleinement en compte les obligations futures au titre des retraites. En Asie, les coûts budgétaires de la restructuration bancaire peuvent encore porter les ratios d'endettement à des niveaux dangereusement élevés. Cet appel à la prudence peut aussi comporter un corollaire. Si le déficit doit augmenter pour des raisons conjoncturelles, un plan à moyen terme visant à restaurer progressivement la stabilité budgétaire est également indispensable. Une législation dans ce sens a déjà été adoptée, d'ailleurs, dans un certain nombre d'économies émergentes.

Réformes structurelles et macroprudentielles

Les perspectives d'une croissance plus rapide et plus régulière seraient également confortées, dans maints pays, par une plus grande attention aux réformes structurelles. Au Japon, les principaux problèmes concernent les

obstacles tenaces qui empêchent de retrouver des niveaux de bénéfices adéquats. La tâche ne sera pas aisée. En Europe continentale, si le fonctionnement des marchés du travail et des biens s'est amélioré plus que nombre de gens ne l'imaginent, beaucoup reste à faire cependant pour que la réalité des changements rejoigne les engagements politiques du Sommet de Lisbonne. Malheureusement, l'approche d'élections dans divers pays et une certaine résistance des forces syndicales ont contribué, ces derniers temps, à retarder les progrès indispensables. Des observations semblables – avancées récentes encourageantes mais nulle part suffisantes – pourraient être faites au sujet de la Chine, de l'Inde, de la Russie et de bien d'autres économies émergentes. Il apparaît, en fait, que les réformes structurelles sont par nature difficiles à réaliser. Les gouvernements doivent s'engager sur le long terme et s'attendre à une opposition résolue des groupes d'intérêts.

Des politiques visant à améliorer l'efficacité et la stabilité du système financier seraient également bénéfiques pour soutenir une croissance durable. Dans de nombreux pays, la tâche essentielle consiste à éliminer les séquelles des crises financières précédentes ou d'une longue période de prêts mal orientés ou assortis de conditions trop généreuses. Après des années d'hésitation, les autorités japonaises viennent à peine d'aborder les problèmes structurels affectant les entreprises et le secteur bancaire. Les enquêtes spéciales menées récemment par la Financial Services Agency sur des crédits d'une médiocre qualité apparente seront utiles si elles poussent les banques à cesser d'accorder des prêts à des emprunteurs non solvables. Cela conduirait, sous l'impulsion du marché, à une restructuration des entreprises, en s'attaquant au problème structurel de l'insuffisance des profits. Cependant, ce processus de comptabilisation des pertes pourrait également montrer l'inadéquation des fonds propres dans certaines banques japonaises et la nécessité de nouvelles interventions de l'État sous une forme ou une autre. Si les autorités estiment qu'il pourrait en être ainsi, elles devraient préparer dès maintenant le public à une augmentation possible du déficit de l'État. Faute de telles améliorations sur le plan national, une reprise de l'économie mondiale ne saurait avoir que des effets palliatifs au Japon.

Malheureusement, des problèmes analogues résultant d'erreurs antérieures semblent aussi perdurer dans un certain nombre d'économies émergentes. Ainsi, l'expansion du crédit intérieur au Mexique ne s'est jamais remise de la crise de 1994 ; de même, la croissance du crédit dans divers pays d'Asie, l'Indonésie en particulier, continue d'être freinée. Si cette situation est due à des contraintes au niveau de l'offre, les banques encore faibles refusant de prêter à des entreprises elles-mêmes faibles, ces vents contraires pourraient bien compromettre la reprise économique. Ce constat vaut à plus forte raison pour la Turquie et, à présent, pour l'Argentine, qui possédait auparavant l'un des plus solides systèmes bancaires d'Amérique latine. Il est à noter, certes, que des avancées significatives paraissent avoir été accomplies dans des pays comme la Corée et la Malaisie. Une analyse approfondie de leurs expériences, s'ajoutant aux enseignements des restructurations antérieures dans les pays nordiques, pourrait être bénéfique à d'autres.

Les mesures destinées à corriger les erreurs financières du passé doivent s'accompagner d'efforts pour en éviter de nouvelles. Ainsi que le précise l'Introduction, plusieurs initiatives utiles ont été mises en œuvre pour renforcer les secteurs financiers, le fonctionnement des marchés et l'infrastructure du système financier mondial. Il importe néanmoins de mener à leur terme un certain nombre de démarches et de processus en cours. D'autres suggestions méritent, par ailleurs, de bénéficier de l'attention des pouvoirs publics comme du secteur privé.

Parmi les initiatives en passe d'aboutir, il convient de citer en premier lieu les propositions du Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres. Cet exercice, destiné à améliorer la stabilité des systèmes bancaires nationaux, comporte trois piliers : redéfinir les exigences de fonds propres minimales, renforcer le rôle des organes de surveillance prudentielle et encourager la discipline de marché. La modification la plus importante au sujet des exigences de fonds propres est qu'elles seront liées de manière beaucoup plus directe au profil de risque global de chaque établissement. Cette décision salubre, et d'ailleurs inévitable, reflète l'évolution plus large des marchés des capitaux vers une tarification plus efficace des divers risques. Pour l'évaluation du risque de crédit, plusieurs méthodologies sont proposées selon le degré de sophistication de la gestion du risque dans les banques. De surcroît, les exigences de fonds propres sont conçues pour inciter les établissements à passer de méthodes rudimentaires à des approches plus élaborées ; cela étant, rien dans le Nouvel accord ne les contraint, en particulier dans les économies émergentes, à franchir ce pas avant de se sentir parfaitement prêts à le faire.

Le Nouvel accord a donné lieu à d'amples consultations dans le monde entier, tant avec les autorités de contrôle qu'avec les représentants de la profession, ce qui explique que son élaboration ait déjà pris des années. Ces consultations se poursuivront en 2003, la mise en application complète étant prévue pour 2006, afin de ménager une période de préparation suffisante pour les banques et les autorités prudentielles. Un certain nombre de questions en suspens font encore l'objet d'une attention soutenue, mais, dans la plupart des domaines, un accord paraît sur le point d'aboutir.

Une question plus vaste porte sur le caractère procyclique inhérent aux systèmes financiers fondés sur le marché et sur l'incidence que le Nouvel accord pourrait avoir à cet égard. Comme l'examine le chapitre précédent, les conditions de crédit s'assouplissent souvent en phase d'expansion puis se resserrent lorsque l'économie commence à faiblir. Cela s'est toujours produit, y compris depuis l'entrée en vigueur de l'accord existant, mais d'aucuns craignent que les nouvelles dispositions n'accentuent ces tendances. Des pondérations de fonds propres différenciées en fonction des risques ne peuvent qu'améliorer l'évaluation relative des crédits ; toutefois, l'évaluation d'un crédit est également appelée à varier dans le temps. Les exigences de fonds propres pourraient ainsi diminuer lorsque la conjoncture est favorable et remonter en période de difficultés, ce qui aurait des effets procycliques sur les prêts bancaires.

Le Comité de Bâle s'est penché attentivement sur cette question et reconnaît que le pilier de la surveillance prudentielle a, là, un rôle à jouer. Les systèmes de préprovisionnement, ou provisionnement dynamique, font

également l'objet d'un examen dans un certain nombre de pays. Le plus réconfortant peut-être, c'est que les mentalités semblent avoir nettement évolué à l'égard de la gestion des risques, grâce au processus de Bâle, et paraissent devoir encore progresser. Un aspect essentiel de cette prise de conscience implique de reconnaître de manière plus systématique que l'avenir peut être différent du passé, que les cycles se reproduisent et que de bons crédits peuvent facilement se détériorer. Par analogie avec l'appel à la prudence budgétaire lancé quelques pages plus haut, les banques devraient accumuler des fonds propres quand les circonstances sont favorables pour y puiser lorsqu'elles se dégradent. Si elles agissaient de la sorte, les craintes d'une accentuation de la procyclicalité financière se trouveraient nettement atténuées.

Le processus de libéralisation financière intérieure et d'ouverture sur l'extérieur, actuellement bien engagé dans plusieurs économies émergentes, comporte des opportunités et des défis d'une autre nature. Sur le plan des avantages, il devrait en résulter des services financiers de meilleure qualité, des niveaux d'épargne plus élevés et une allocation des ressources réelles plus efficiente. Toutefois, les crises financières récurrentes des dernières décennies fournissent également des enseignements pratiques. La manière dont cette libéralisation s'opère est importante, notamment en ce qui concerne les mouvements de capitaux. En outre, la période de transition elle-même peut être particulièrement périlleuse.

Dans les économies émergentes, outre les mesures visant à renforcer les systèmes bancaires, le développement des marchés financiers internes devrait constituer l'une des priorités. Cette initiative augmenterait l'efficacité de la politique monétaire et permettrait d'éviter une raréfaction du crédit en cas de tensions dans le système bancaire. Cela offrirait, par ailleurs, des solutions de rechange aux emprunts à l'étranger, qui ont souvent donné lieu à de dangereuses expositions en devises. Les entrées de capitaux de ce type peuvent avoir, au surplus, des implications macroéconomiques défavorables, comme la crise asiatique ne l'a que trop clairement montré. Enfin, des mesures pourraient également être proposées pour améliorer le fonctionnement des marchés financiers dans les pays industriels. Il s'agit là, cependant, de questions qui se prêtent peut-être mieux à l'analyse dans le contexte de trois crises encore bien présentes dans les mémoires.

Enseignements des crises récentes

Les événements comportant les plus vastes implications pour les marchés financiers ont probablement été liés à l'échec de la gouvernance d'entreprise dans le cas d'Enron et, à en juger par les révélations ultérieures, de bien d'autres sociétés. Deux grands enseignements paraissent se dégager, mais aucun, hélas, n'est nouveau. Tout d'abord, un niveau d'endettement élevé est dangereux et peut être facilement dissimulé. Cependant, même pour Enron, l'ampleur des expositions aurait pu être mise à jour si les bonnes questions avaient été posées. Le problème vient de ce que personne ne l'a fait, sans doute parce que tout semblait si bien se passer et que la formulation de bonnes questions demande un effort important.

Malheureusement, cette réticence à aller au fond des choses est inhérente à la nature humaine.

Le second enseignement, qui peut déboucher sur des suggestions plus pratiques, est que les conflits d'intérêts peuvent nuire sérieusement au processus de gouvernance d'entreprise. Dans l'affaire Enron comme dans d'autres, la gouvernance s'exerçait à plusieurs niveaux et, dans chaque cas pratiquement, l'existence d'un conflit d'intérêts est à présent avérée. L'attention se porte maintenant sur la façon dont ces conflits ont pu affecter le comportement de la direction, du conseil d'administration, des auditeurs internes, des commissaires-vérificateurs, des prêteurs, des actionnaires institutionnels, des analystes financiers et des agences de notation. Des solutions multiples et variées ont déjà été proposées pour traiter les problèmes apparus à chaque niveau. En attendant, les marchés semblent opérer eux-mêmes des corrections dans plusieurs domaines. Devant cette situation, les décisions sur l'action prudentielle à mener ne devraient être prises qu'après mûre réflexion. Définir un ensemble d'incitations propres à induire des comportements adéquats constitue un exercice des plus délicats, et toute précipitation pourrait avoir des conséquences imprévues.

Cette dernière remarque vaut également pour les enseignements à tirer de la deuxième crise, celle de l'Argentine. Outre certaines conclusions évidentes sur ce qu'il ne faut pas faire en pareille situation, la leçon essentielle n'est, là encore, pas nouvelle : une attitude complaisante alourdit sensiblement le prix à payer. Cela conduit à s'interroger sur de nouveaux systèmes d'incitation, tant pour les débiteurs que pour les créanciers, qui amèneraient les uns et les autres à admettre plus rapidement la nécessité d'une restructuration de la dette.

Les débiteurs se rendraient plus facilement à l'évidence si une telle opération était moins coûteuse et comportait des avantages plus tangibles. Théoriquement, les principaux coûts proviendraient d'une action en justice et d'une exclusion possible des marchés du crédit. L'expérience récente montre cependant qu'ils peuvent, en fait, ne pas être tellement élevés. En revanche, l'attrait de la restructuration pour les débiteurs se trouverait nettement renforcé si elle s'accompagnait d'un accès élargi à de « l'argent frais » et si elle procurait par la suite des avantages substantiels pour le service de la dette. S'agissant des créanciers, ils seraient davantage disposés à accepter plus rapidement une restructuration s'ils étaient convaincus de sa profonde nécessité. Autrement dit, il faut les amener à prendre conscience plus tôt que, concrètement, deux options seulement s'offrent à eux : récupérer une partie de la mise ou tout perdre. À l'évidence, la possibilité de concours illimités venant d'autres sources ne facilite pas une telle prise de conscience. Enfin, débiteurs et créanciers devraient, en principe, se montrer favorables à des approches permettant des solutions plus ordonnées.

Si ces grands principes ne devraient pas susciter de controverses, les traduire dans la réalité soulève beaucoup de questions. Il n'existe pas actuellement de méthodologie convenue et éprouvée pour déterminer à quel moment un pays doit procéder à une restructuration de sa dette. Cela veut-il dire que des évaluations pratiques au cas par cas sont impossibles ? Les

créanciers qui viennent d'annuler des dettes ne seront guère enclins à fournir de nouvelles ressources. Cela veut-il dire que le rôle de catalyseur du FMI devrait être renforcé ? La négociation de conventions internationales engageant toutes les nations souveraines est notoirement difficile. Cela veut-il dire que des processus plus informels devraient être envisagés ? À ces questions pratiques s'en ajoutent beaucoup d'autres.

Où en sommes-nous à présent ? Il semble généralement admis que le FMI a raison de laisser entendre que l'ampleur de ses prêts d'urgence aux pays en crise sera plus limitée ; cela empêchera de croire à la possibilité de recouvrer l'intégralité de la mise. Des cas exceptionnels nécessitant des financements plus discrétionnaires continueront, certes, à se présenter, mais la décision de mettre de tels montants à disposition se fera sans doute sur la base de critères plus restrictifs et plus transparents. Une réflexion devrait également conduire à examiner de quelle manière pourrait fonctionner une procédure internationale tournée davantage vers la résolution des crises ; des travaux en ce sens sont du reste entrepris auprès du FMI ainsi que sous l'égide du G 7 et d'autres groupes. Comme il faudra probablement du temps pour qu'ils aboutissent à des conclusions pratiques, des initiatives sont prises parallèlement pour voir comment modifier les contrats de prêts existants et futurs afin de faciliter des solutions ordonnées, même en présence d'un large éventail de créanciers.

La troisième crise, la plus spectaculaire, a été celle du 11 septembre 2001, dont les grandes lignes ne sont que trop connues. Pour la communauté financière, le principal enseignement porte sur les risques opérationnels découlant de la forte concentration géographique d'établissements, de marchés et d'infrastructures. En outre, quand les établissements concernés sont peu nombreux mais représentent une part très élevée de l'activité mondiale, les risques d'interruption systémique massive sont, à l'évidence, multipliés. Face à la réalité d'économies d'échelle dans l'offre de maints services financiers, il ne serait pas facile de revenir sur la tendance à la concentration. Le moins, cependant, est de contraindre les entreprises à doubler les équipements nécessaires à la continuité des opérations en présence d'une crise. Un autre enseignement important est que des plans de secours, assurant notamment la poursuite des liaisons de communications, doivent être mis en place et régulièrement actualisés. Ces plans devraient, en outre, reposer sur l'idée qu'une crise peut ne pas toucher seulement un établissement mais en frapper simultanément plusieurs. Il importe au plus haut point, dans une telle situation, que les sites de secours puissent communiquer entre eux.

Traduire les enseignements des crises récentes sous forme de suggestions de politique économique est une chose ; appliquer ces suggestions en est une autre, compte tenu, en particulier, de la nécessité de compromis politiques tant à l'échelle nationale qu'au niveau international. La capacité de réaction du système financier mondial à ce jour atteste des mérites des efforts déjà accomplis. Elle ne devrait pas nous faire oublier pour autant que de nouvelles initiatives pourraient encore s'avérer indispensables pour assurer un niveau adéquat de stabilité financière et économique dans un monde de plus en plus complexe.

Activités de la Banque

Le présent chapitre passe en revue les initiatives prises, au cours de l'exercice écoulé, par la Banque et les comités qui s'y réunissent, en vue de promouvoir la coopération entre banques centrales et autres autorités financières. Il fait également un tour d'horizon des services financiers que la BRI propose à sa clientèle de banques centrales. Le chapitre se conclut par un résumé des faits marquants dans la vie récente de l'institution. Les rapports cités, comme la majeure partie des travaux de recherche de la Banque, sont disponibles sur le site BRI (www.bis.org) ou, sur demande, en version papier.

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

La Banque s'attache à promouvoir la coopération monétaire et financière essentiellement de deux façons : en organisant des réunions et en accueillant les secrétariats de divers comités, dont plusieurs font directement rapport aux gouverneurs des banques centrales du G 10. À cet égard, deux tendances, déjà mentionnées dans les Rapports annuels antérieurs, sont à noter. Premièrement, la participation aux réunions sous l'égide de la BRI et les thèmes qui y sont traités revêtent de plus en plus une dimension mondiale. Deuxièmement, les autorités financières assistant à ces réunions aux côtés des banques centrales proviennent d'horizons plus larges. La Banque répond ainsi à la nécessité d'associer toutes les parties concernées – y compris le secteur privé – aux débats sur la stabilité financière.

La promotion de la stabilité financière est également au cœur du développement régulier des activités des secrétariats dont le siège est à la BRI mais qui ne font pas rapport aux gouverneurs du G 10. Actuellement, ceux du Forum sur la stabilité financière (FSF) et de l'Association internationale des contrôleurs d'assurance (AICA) se trouvent à la BRI. Lors de son assemblée constitutive, début mai 2002, l'International Association of Deposit Insurers a également décidé d'établir son Secrétariat à la Banque.

L'action de la BRI en faveur d'une meilleure compréhension des questions prudentielles au sein des banques centrales et autorités de contrôle bancaire s'est traduite par l'intensification des efforts de l'Institut pour la stabilité financière (ISF), fondé conjointement par la BRI et le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. Afin de traiter plus directement les besoins des banques centrales régionales en matière de coopération, le Bureau de représentation de la Banque pour l'Asie et le Pacifique, à Hong-Kong RASS, a étendu ses activités ; la signature d'une convention d'établissement entre le Mexique et la BRI permettra l'ouverture, dans le courant de l'année, d'un Bureau de représentation pour les Amériques, qui s'attachera à servir les intérêts de la communauté des banques centrales de l'hémisphère occidental.

Enfin, la Banque a continué de coopérer étroitement avec les groupes régionaux de banques centrales.

Consultations régulières sur des questions monétaires et financières

Au cours de la période analysée, les gouverneurs et hauts responsables des banques centrales membres de la BRI se sont réunis tous les deux mois pour examiner l'évolution économique et financière et procéder à des échanges de vues sur des sujets d'actualité présentant un intérêt particulier ou donnant matière à préoccupation.

L'évolution de l'économie mondiale a été au centre des discussions des *Réunions sur l'économie mondiale*, qui rassemblent les gouverneurs des banques centrales des principales économies industrielles et émergentes. Les thèmes de l'année écoulée ont surtout porté sur l'évaluation des fragilités économiques et financières face au ralentissement économique mondial, les conséquences des événements tragiques du 11 septembre 2001 pour les politiques monétaires et financières, l'incidence de la faillite de plusieurs grosses sociétés sur le fonctionnement des marchés ainsi que la crise argentine. Ces thèmes, de même que des questions soulevées par ailleurs, ont également été repris lors des *Réunions des gouverneurs des pays du G 10*. Les gouverneurs du G 10 ont examiné, en outre, les travaux menés par les comités qui leur font rapport et approuvé la publication de documents préparés par ceux-ci ou leurs groupes de travail (voir ci-après). Les gouverneurs du G 10 et les responsables des instances de contrôle bancaire se sont retrouvés en janvier 2002 pour étudier divers sujets concernant la finalisation et la mise en œuvre du Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres. Deux rencontres à un haut niveau ont regroupé des représentants des principaux établissements financiers du secteur privé, la première avec leurs dirigeants, la seconde avec leurs adjoints immédiats ; elles ont permis des échanges de vues sur les implications éventuelles de plusieurs événements récents pour les marchés financiers, notamment la crise en Argentine, les nouveaux mécanismes de transfert de crédits, les faillites d'entreprises et les difficultés de certains secteurs.

Lors des réunions bimestrielles, une séance, à laquelle sont conviés les gouverneurs de toutes les banques centrales membres de la BRI, est consacrée à l'examen d'un sujet spécifique. L'an dernier, les principaux thèmes abordés ont été : implications du recours croissant aux prix des actifs comme variables d'information pour les stratégies de communication des banques centrales et les modalités de mise en œuvre de la politique monétaire ; incidence de la cyberfinance sur la politique monétaire ; flux de capitaux et politiques correspondantes dans les économies émergentes ; questions macroéconomiques et financières résultant de l'évolution démographique et de celle des régimes de retraite. La réunion de novembre a passé en revue les problèmes opérationnels consécutifs aux événements du 11 septembre et les réponses à apporter.

Les réunions bimestrielles du *Comité sur l'or et les changes*, qui regroupe les experts des marchés financiers issus des banques centrales du G 10, ont

surtout porté sur les développements relatifs aux principaux marchés monétaires et des changes. Les représentants des grandes économies hors G 10 y ont été invités à plusieurs reprises. Le Comité a également abordé les points suivants : analyse des problèmes de liquidité et de règlement consécutifs aux événements du 11 septembre ; implications de la crise argentine pour les changes ; synthèse sur l'évolution de Continuous Linked Settlement (CLS) Bank. En mai 2002, ce comité a été rebaptisé *Comité des marchés*, appellation qui reflète mieux sa mission.

Des réunions spécifiques, regroupant un large éventail d'experts du secteur financier, ont été organisées tout au long de l'année sur des sujets intéressant particulièrement les banques centrales, notamment : cyberfinance ; comptabilité à la juste valeur ; mesure de l'évolution du risque dans le temps et attitudes possibles des autorités à cet égard. Lors de la traditionnelle *Réunion d'automne des économistes*, les participants ont étudié l'interaction entre fonctionnement des marchés et définition de la politique des banques centrales. La *Réunion de printemps des économistes* a été consacrée à des questions conjoncturelles d'actualité.

La Banque a continué d'organiser des réunions sur des questions concernant particulièrement les économies émergentes. Des sessions de travail sur la politique monétaire ont été axées sur l'Amérique latine, l'Asie et, pour la première fois, l'Europe centrale et orientale. La BRI a de nouveau convié les sous-gouverneurs des banques centrales d'Afrique à une rencontre spéciale consacrée aux enjeux de la politique monétaire sur ce continent. À l'occasion de l'Assemblée générale annuelle de la Banque, en 2001, les gouverneurs des principales économies émergentes ont procédé, lors d'une table ronde, à des échanges de vues sur les grandes orientations de leur politique face à l'actuelle situation économique mondiale. Enfin, dans le cadre d'une réunion de deux jours fin décembre, les sous-gouverneurs ont examiné les moyens de développer les marchés obligataires domestiques.

Rôle des comités permanents dans la promotion de la stabilité financière

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire

L'an passé, le CBCB a poursuivi ses importants travaux de promotion de la stabilité financière, en formulant et en actualisant des recommandations sur des questions essentielles pour le contrôle bancaire. Son initiative récente la plus remarquable, qui a d'ailleurs reçu l'écho le plus large, a été l'élaboration d'un nouveau dispositif pour évaluer l'adéquation des fonds propres des banques. Il a également continué à œuvrer au renforcement de diverses pratiques prudentielles en vigueur dans les pays membres et non membres du G 10 ; à cet effet, il a étroitement collaboré avec d'autres instances internationales.

Au cours de la période considérée, la mise à jour du cadre d'évaluation des fonds propres, à l'usage des banques du monde entier, a notablement progressé. Le Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres sera plus

différencié selon le niveau de risque présent dans les activités bancaires et sera mieux adapté aux innovations financières. Il incitera également davantage les établissements à améliorer leurs systèmes de mesure et de gestion des risques.

Le Comité a publié en janvier 2001, pour une deuxième phase de consultation, une version révisée des textes relatifs au Nouvel accord. Dans le cadre de ce processus actif de dialogue et de concertation avec la profession bancaire, il a reçu plus de 200 commentaires. Parallèlement, il a exposé, dans plusieurs documents de travail, ses réflexions sur certains des aspects les plus sensibles du Nouvel accord, pour prolonger la discussion avec la profession sur ces questions essentielles. Il s'est attaché en priorité à apaiser les préoccupations, largement reprises, concernant d'éventuels effets indirects. Il a notamment examiné comment concilier la sensibilité au risque et l'écueil de la complexité et répondu aux craintes selon lesquelles la différenciation accrue des risques pourrait être de nature à amplifier le cycle économique. Le Comité a également réagi aux inquiétudes relatives à l'impact du Nouvel accord sur les petites et moyennes entreprises et veille à ce que cet aspect soit dûment pris en compte.

Étant donné l'importance du Nouvel accord pour la configuration du secteur bancaire dans le monde, le Comité de Bâle a lancé une procédure d'« assurance de qualité », avant de publier ses propositions finales. Après la réalisation de trois études partielles, le Comité prépare actuellement, pour l'automne 2002, une enquête complète et détaillée sur les portefeuilles des banques. Pour pouvoir en analyser les résultats, la troisième phase de consultation a été reportée à 2003, le Nouvel accord devant être parachevé la même année. Grâce à ce délai, la version définitive de l'accord devrait remplir totalement ses objectifs.

Alors que l'achèvement du Nouvel accord se précise, le Comité s'est également penché sur la programmation de sa mise en œuvre. Pour en assurer le succès, il estime essentiel d'apporter un soutien appuyé aux efforts des autorités de contrôle dans ce domaine. Le Groupe pour l'application de l'accord, créé à cet effet, est un forum au sein duquel les autorités de contrôle pourront s'informer mutuellement, notamment sur les stratégies suivies.

L'un des principaux objectifs du Comité de Bâle est d'encourager l'amélioration des normes prudentielles au sein du système financier mondial. Pour y parvenir, le Comité entretient des liens étroits avec les autorités de contrôle, diffuse des documents de politique générale, parraine des conférences et y participe, tout en agissant dans le domaine de la formation. Au nombre des publications récentes du Comité figurent des recommandations relatives à la gestion du risque opérationnel ainsi que des principes pour la gestion des risques liés à la banque électronique. En réponse à une question soulevée lors de contacts de l'ISF avec des autorités de contrôle hors G 10, le Comité a fait paraître en 2001 un document présentant les dispositions essentielles de protocoles d'accord de référence pour l'établissement de relations bilatérales entre autorités de contrôle bancaire de différents pays. À la demande du FSF, un groupe de travail rassemblant des responsables prudentiels du monde entier a réalisé, sous la direction du

Comité, une étude ponctuée par un rapport formulant des recommandations sur le traitement des banques en difficulté. Ce document, qui s'inspire de l'expérience de divers pays en la matière, a été conçu pour s'appliquer à toutes les catégories de banques et de systèmes bancaires.

Le Groupe d'étude du CBCB sur la comptabilité a publié des documents de politique générale et des recommandations relatives à d'importantes questions de comptabilité et d'audit pour les banques, notamment en ce qui concerne le rôle de l'audit interne et les relations entre autorités de contrôle et commissaires-vérificateurs. Le Comité a préparé, en outre, pour le FSF une analyse des expositions de crédit des banques envers les secteurs affaiblis de l'économie, notamment ceux des télécommunications et les plus touchés par les événements du 11 septembre 2001.

Récemment, le Comité a également présenté les diverses mesures qu'il entend prendre pour soutenir l'effort international en matière de lutte contre le financement du terrorisme. Il a passé en revue l'expérience des autorités de contrôle bancaire et autres pour identifier les éventuels obstacles à l'échange d'informations dans ce domaine et les moyens d'y faire face. Le Comité s'efforce, en outre, de garantir la poursuite des initiatives visant à l'adoption, dans le monde, des normes exposées dans son rapport *Obligation de diligence des banques à l'égard de la clientèle*.

Le Comité de Bâle a continué de travailler en étroite collaboration avec un grand nombre de pays non membres sur la mise en place d'accords prudentiels plus rigoureux. Ses *Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace*, reconnus comme normes internationales, sont progressivement appliqués et plus de 60 pays se sont volontairement soumis, à ce jour, au Programme d'évaluation du secteur financier, mené conjointement par le FMI et la Banque mondiale, pour examiner leur situation à cet égard. Le Groupe de liaison du CBCB sur les Principes fondamentaux, qui compte des membres de 15 économies émergentes, supervise ce processus ; son sous-groupe sur les fonds propres apporte d'ailleurs une précieuse contribution à l'élaboration du Nouvel accord de Bâle. Des experts émanant d'autorités prudentielles hors G 10 participent à plusieurs groupes de travail du Comité. Les autorités de contrôle des marchés émergents coopèrent au niveau régional, et le Comité de Bâle a continué de participer activement aux réunions et conférences organisées par les groupes régionaux de responsables prudentiels, tout en apportant son assistance technique par le biais de l'ISF. Enfin, le CBCB parraine la 12^e Conférence internationale des autorités de contrôle bancaire, qui se tiendra cette année au Cap, en Afrique du Sud. Les délégués de quelque 130 pays y participent habituellement. Les débats auront pour thèmes essentiels le Nouvel accord sur les fonds propres et la manière de promouvoir un environnement financier stable dans les économies émergentes.

Comité sur le système financier mondial

Le CSFM a continué de surveiller les marchés financiers, pour en déceler les points faibles potentiels. Il s'est tout particulièrement attaché à l'interaction entre économie réelle et marchés durant le ralentissement économique. À cet égard, il a régulièrement examiné l'efficacité du système financier face au

risque émanant de certains éléments du secteur informatique. Il a également analysé les réactions des marchés à la série d'événements exceptionnels de l'année dernière. Le résultat de ses évaluations a été communiqué, par le biais de sa participation aux travaux du FSF, à l'ensemble de la communauté officielle. Enfin, le CSFM a complété des travaux antérieurs et publié plusieurs rapports.

Parue en avril 2001, l'enquête *A survey of stress tests and current practice at major financial institutions* était destinée à mieux connaître le rôle des simulations de crise dans la gestion des risques et à déterminer les événements exceptionnels jugés sensibles. Plusieurs banques centrales membres du Comité ont diffusé, à leur tour, un résumé du rapport pour s'associer à cet effort d'information sur l'état d'avancement des pratiques de gestion des risques. En juin 2001, la note de travail *Structural aspects of market liquidity from a financial stability perspective* a été affichée, sous la section du CSFM, sur le site BRI. En juin également, dans le prolongement de la publication du rapport *Collateral in wholesale financial markets : recent trends, risk management and market dynamics*, le CSFM a organisé un atelier auquel ont participé des représentants des banques centrales et du secteur privé.

Le document d'un groupe de travail, *IT innovations and financing patterns : implications for the financial system*, est paru en février 2002. Il souligne que les technologies de l'information peuvent jouer un rôle de catalyseur pour une restructuration en profondeur de l'activité économique, tant au sein qu'au-delà du secteur informatique, et modifier le profil risque/rémunération des établissements. Il analyse les implications de cette évolution pour la formulation des contrats financiers, l'évaluation et la gestion des risques par les établissements ainsi que pour la répartition des risques.

Le CSFM a mis en chantier des projets. En septembre 2001, il a créé deux nouveaux groupes de travail, l'un sur le transfert du risque de crédit et l'autre sur les structures d'incitations dans le secteur de la gestion d'actifs. Chaque groupe devrait remettre ses conclusions avant la fin de l'année.

En mars 2002, le CSFM a invité à la BRI un groupe de praticiens, chercheurs et représentants de banques centrales pour la Troisième Conférence de recherche des banques centrales sur la mesure du risque et le risque systémique. Organisée en collaboration avec la Banque du Japon, le Conseil de la Réserve fédérale et la BCE, cette réunion s'est intéressée à ces questions sous l'angle des banques centrales. Elle a mis l'accent sur la nature et les sources de la liquidité de marché, les avancées récentes en matière d'évaluation du risque, l'origine des crises bancaires et l'effet de contagion au niveau des marchés et des régions.

Comité sur les systèmes de paiement et de règlement

Le CSPR a poursuivi son action en faveur de systèmes de paiement et de règlement sûrs et efficaces, coopérant largement à cet effet avec d'autres institutions internationales et divers groupes régionaux. Il a constamment associé à ses travaux un grand nombre de banques centrales hors G 10.

En novembre 2001, le CSPR et le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) ont publié conjointement la

version définitive des recommandations relatives aux systèmes de règlement sur titres. Ce rapport faisait suite à un premier document diffusé en janvier 2001, qui ouvrait une période de consultation publique achevée en avril de la même année. En complément paraîtra une méthodologie d'évaluation, qui devrait être parachevée courant 2002. Le FMI et la Banque mondiale participent à la préparation de cette méthodologie, qu'ils se proposent d'utiliser dans le cadre de leur Programme conjoint d'évaluation du secteur financier et qui servira pour des auto-évaluations.

Cette initiative commune, très récente, du CSPR et de l'OICV a pour objet de favoriser, dans les systèmes de règlement de titres, l'application de mesures susceptibles de réduire les risques, d'accroître l'efficacité et de fournir des garanties adéquates aux investisseurs. Des recommandations relatives à l'architecture, l'exploitation et la surveillance seront émises à cet effet, tant à l'usage des systèmes considérés individuellement que des liens transfrontières qui les unissent. Dans le sens des *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique* publiés l'année dernière par le CSPR, ce rapport participe aux efforts internationaux visant à remédier aux fragilités du système financier international ; il entre dans le corps de normes et codes dont la pertinence est reconnue par le FSF.

Le Groupe de travail du CSPR sur les systèmes de paiement de faible montant a continué de recenser et d'analyser les tendances récentes dans ce domaine, en examinant les problèmes spécifiques qu'elles pourraient soulever pour les autorités. En outre, le Comité reste attentif à l'évolution de la monnaie électronique dans le monde et à ses implications éventuelles pour les politiques à suivre. Sa dernière enquête, publiée en novembre 2001, donne des informations sur les produits de monnaie électronique en exploitation ou en préparation dans quelque 80 pays ou territoires ; elle fournit également des indications sur l'attitude des autorités compétentes, banques centrales notamment.

La mise en œuvre de la stratégie de réduction du risque de règlement dans les opérations de change, approuvée par les gouverneurs du G 10 en 1996, demeure l'un des aspects importants des travaux de longue haleine du Comité, qui continue, à cet effet, de suivre et d'encourager les initiatives du secteur privé.

Le CSPR a intensifié sa coopération avec les banques centrales hors G 10, notamment celles des économies émergentes. Conjointement avec les banques centrales concernées, son Secrétariat a préparé une synthèse des systèmes de paiement dans plusieurs pays. Le Comité a apporté son soutien et son expertise aux ateliers et séminaires organisés sur ce thème par la BRI, en collaboration avec les groupes régionaux de banques centrales.

Bureau de représentation pour l'Asie et le Pacifique

Depuis son inauguration en juillet 1998, le Bureau de représentation pour l'Asie et le Pacifique (Bureau d'Asie) a mené diverses activités destinées à favoriser l'échange d'informations et la coopération entre les banques centrales de la région ainsi qu'entre ces dernières et leurs homologues du

monde entier. L'ouverture d'une salle des opérations de Trésorerie régionale, en octobre 2000, a encore renforcé le rôle du Bureau d'Asie en proposant aux banques centrales des services bancaires pendant les heures d'ouverture des places asiatiques.

Le Bureau d'Asie offre des services de secrétariat au Comité consultatif Asie (CCA), créé début 2001. Celui-ci, qui a tenu sa première réunion à Bâle en juin 2001 et sa deuxième à Hong-Kong en février 2002, sert de plateforme de communication entre les banques centrales régionales et le Conseil de même que la Direction de la BRI ; il peut ainsi donner son avis sur les orientations des activités de la Banque dans la région.

Pendant la période considérée, le Bureau d'Asie a apporté son soutien à diverses rencontres de haut niveau qu'il a accueillies à Hong-Kong. La quatrième Réunion spéciale des gouverneurs des banques centrales asiatiques, en février 2002, a donné l'occasion d'étudier la situation économique et d'analyser la gestion des cours de change en Asie ; plusieurs rencontres d'experts se sont tenues. En avril 2001, une session sur les procédures opérationnelles de la politique monétaire a rassemblé des praticiens des banques centrales de la région et d'autres horizons. En décembre 2001, les auditeurs internes des banques centrales régionales se sont rencontrés pour la deuxième fois afin d'examiner différents problèmes d'intérêt commun. Le Bureau a également organisé une réunion sur CLS Bank avec des responsables des opérations de change.

Le Bureau d'Asie a collaboré activement avec les groupes régionaux de banques centrales. En juillet 2001, il a organisé, conjointement avec l'Autorité monétaire de Singapour, une séance commune du Forum EMEAP (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks) et du Comité sur l'or et les changes. En mars 2002, il a servi de cadre au Forum EMEAP, qui a réuni des experts régionaux de la mise en œuvre des politiques de change et leurs homologues des grandes banques centrales hors Asie.

Le Bureau a contribué aux travaux de recherche économique et financière de la Banque concernant la zone Asie-Pacifique ainsi qu'à des publications des banques centrales régionales. Il a apporté, par ailleurs, son expertise à diverses réunions, notamment au sujet du Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres, organisées par des banques centrales à travers leurs groupements ou à titre individuel.

Institut pour la stabilité financière

Dans une perspective mondiale, l'ISF s'efforce d'apporter son soutien aux responsables de la surveillance du secteur financier et de les aider à mettre en œuvre des normes prudentielles saines. Il leur offre la possibilité d'acquérir des connaissances techniques approfondies et de s'informer des derniers développements dans leur domaine, tout en encourageant les échanges de vues. L'ISF remplit sa mission de diverses manières, notamment en concevant et en organisant des séminaires ciblés et des ateliers régionaux pour les responsables de la surveillance financière dans le monde. Jusqu'à présent, ses travaux ont surtout porté sur des questions bancaires. Récemment,

toutefois, il a accepté de prendre en charge, à partir du milieu de l'année 2002, 10 des sessions annuelles de formation de l'Association internationale des contrôleurs d'assurance.

L'an dernier, l'ISF a organisé 10 séminaires ciblés à Bâle et 23 ateliers régionaux, sur une large gamme de sujets, choisis après consultation des groupes régionaux de surveillance coorganisateurs et des responsables pruden­tiels d'un grand nombre de pays, notamment : gestion des risques (crédit, marché, liquidité, etc.) ; agrément des banques ; contrôle axé sur le risque ; gouvernance d'entreprise ; contrôle consolidé ; traitement des banques en difficulté ; lutte contre le blanchiment des capitaux. L'ISF continue d'aider plus particulièrement les autorités prudentielles du monde entier à mieux comprendre les propositions modifiant l'accord de Bâle sur les fonds propres ; cet effort sera poursuivi pendant la phase de mise en œuvre des nouvelles dispositions. L'ISF a tenu, en outre, 9 séminaires spécialisés, dont un en collaboration avec le FMI et la Banque mondiale sur les aspects juridiques de la stabilité financière, et plusieurs sur la gestion du risque pour les contrôleurs d'assurance. Près de 1 400 représentants d'instances prudentielles dans le monde ont participé, l'an dernier, à des opérations de l'ISF.

Le personnel de l'Institut a également présenté des exposés sur une grande variété de sujets, lors de nombreuses conférences ne relevant pas de son initiative, notamment sous l'égide de banques régionales de développement, et dans le cadre des assemblées générales des groupes régionaux de contrôle prudentiel ; cela lui permet de s'informer sur des questions d'intérêt potentiel et de maintenir un contact permanent avec les experts du secteur financier et les autorités prudentielles du monde entier. La coopération avec d'autres institutions fournissant des programmes d'assistance aux autorités de contrôle occupe une place de choix dans le programme de l'ISF ; c'est ainsi qu'il collabore avec des organismes tels que le Toronto Centre, l'Institut du FMI, la Banque mondiale et des banques régionales de développement. Par ailleurs, l'ISF donne corps à l'engagement de la BRI envers l'Institut multilatéral de Vienne.

L'un des objectifs importants de l'ISF est d'informer les hauts responsables de la surveillance sur les faits marquants et les grandes questions concernant leur domaine. Il a créé la série des *FSI Occasional Papers*, publication ouverte à des experts et universitaires reconnus, qui s'expriment sur des sujets intéressant les autorités prudentielles du secteur financier ; deux études sont parues jusqu'à présent. L'Institut continue également de diffuser sa lettre d'information trimestrielle, *FSI World*, destinée aux principaux responsables pruden­tiels.

2. Contributions générales de la BRI à la coopération financière internationale

Groupe des Dix

La Banque a contribué aux travaux des ministres des Finances et gouverneurs des banques centrales des pays du G 10, de leurs suppléants et des groupes

de travail constitués sous leur égide, par une participation en qualité d'observateur et une offre de services de secrétariat aux côtés du FMI et de l'OCDE. L'an passé, le G 10 a poursuivi l'analyse des aspects du fonctionnement du système financier international. Il a examiné la question de la viabilité de la dette et engagé des travaux ciblés sur les mécanismes de résolution des problèmes de la dette souveraine, en s'attachant aux éléments contractuels et, plus particulièrement, aux clauses d'action collective. Ces travaux seront menés dans la transparence, en collaboration avec divers forums traitant des mêmes thèmes. Un groupe de contact a préparé un projet de rapport consacré aux interactions, sur les prix des actifs, de facteurs structurels tels que les politiques en matière d'imposition, de réglementation et d'information financière. Un autre a étudié les dispositions applicables, dans les principales juridictions, en matière d'insolvabilité et d'exécution des contrats ; il a pour objectif d'identifier les problèmes que posent, pour les autorités, le mouvement actuel d'intégration internationale des marchés financiers et les retards pris au niveau national par les dispositions sur la faillite.

Forum sur la stabilité financière

Le FSF a été créé début 1999, afin de promouvoir la stabilité financière internationale par l'intensification des échanges d'informations et de la coopération en matière de contrôle et de surveillance. C'est le seul forum qui rassemble régulièrement les hauts responsables d'institutions financières internationales (dont la BRI), les groupements internationaux d'autorités réglementaires et prudentielles, les comités d'experts des banques centrales et les autorités nationales chargées de la stabilité financière sur les grandes places mondiales. Des informations détaillées sur le FSF, ses membres et ses activités sont disponibles sur son site Internet (www.fsforum.org).

L'une des activités essentielles du FSF consiste, à l'occasion de ses réunions semestrielles, à organiser des échanges de vues et à regrouper des informations sur les points faibles du système financier. En 2001, ses membres ont examiné l'impact d'une conjonction sans précédent de chocs sur la solidité des établissements et systèmes financiers. Ils ont conclu que, dans leur majorité, les systèmes ont fait preuve d'une bonne capacité de réaction, en dépit de nombreuses tensions. Ils ont néanmoins estimé que l'interaction entre la perspective d'une timide reprise de l'activité mondiale et la persistance de déséquilibres financiers exigeait une vigilance et une coopération prudentielle de tous les instants.

Le FSF a également étudié les questions résultant des faillites de grosses entreprises durant l'année. Si ces faillites ont eu pour cause directe des erreurs de gestion, voire des comportements frauduleux, elles n'en ont pas moins révélé les faiblesses du système de contrôles et contreponds internes et externes sur lequel repose la confiance du public envers les marchés financiers. Les discussions ont souligné les actions essentielles à mener : amélioration de la gouvernance d'entreprise, réforme de la comptabilité et de l'audit, renforcement des pratiques de communication financière et de

surveillance externe ainsi que suivi plus rigoureux de la dynamique des marchés financiers. Après avoir constaté que les autorités nationales et les instances de réglementation internationales avaient déjà pris diverses mesures, les membres du FSF ont estimé que ce dernier était bien placé pour coordonner les travaux, afin d'en accroître l'efficacité et d'éviter les chevauchements.

Le FSF a fait l'inventaire des progrès accomplis dans la lutte contre le financement du terrorisme. Il a pris acte de l'important travail réalisé par les autorités nationales, le Groupe d'action financière sur le blanchiment des capitaux, le FMI et la Banque mondiale ainsi que par diverses instances de réglementation. Le FSF fournira un rapport à ce sujet au G 7 et au G 20.

Dans le cadre de ses activités régulières de surveillance, le FSF a passé en revue les problèmes pratiques apparus sur les marchés financiers à la suite des événements du 11 septembre 2001 et les leçons à en tirer pour les dispositifs de secours. Il s'est félicité, en outre, de l'élaboration d'une Liste de contacts pour la gestion des crises (LCGC), publiée en mars 2002 ; celle-ci comprend des institutions – banques centrales, instances prudentielles/ réglementaires, ministères des Finances ou services du Trésor – couvrant plus de 30 pays ainsi que les principales organisations financières internationales et les prestataires de services de dimension mondiale.

Lors de l'examen des progrès accomplis dans le traitement de problèmes antérieurs, le FSF a salué les efforts de certaines places franches financières pour améliorer leurs pratiques de contrôle, de réglementation, de partage d'informations et de coopération, notant que d'autres, cependant, étaient à la traîne. Il dressera un bilan régulier, pour attirer l'attention sur les places qui suscitent de sérieuses préoccupations, mais aussi sur celles dont l'évolution positive peut être citée en exemple pour leurs homologues.

Lors de sa réunion de mars 2002, le FSF a convenu que l'évolution des marchés et une meilleure gestion du risque de contrepartie avaient réduit les risques, pour le système financier international, posés par les institutions à fort effet de levier. Ses membres ont toutefois mis en garde contre tout optimisme excessif et invité le Comité de Bâle et l'OICV à réexaminer la gestion du risque de contrepartie et les pratiques de surveillance prudentielle.

Poursuivant sa politique d'ouverture, le FSF a organisé des rencontres régionales, pour promouvoir les échanges de vues entre membres et non membres sur les points faibles du secteur financier et permettre à ces derniers d'élargir la vision du Forum. Depuis la parution du dernier Rapport annuel, de telles réunions ont été tenues pour les groupes Asie-Pacifique, Europe centrale et orientale et Amérique latine (avec la participation de l'Espagne et de l'Afrique du Sud).

Association internationale des contrôleurs d'assurance

La BRI accueille le Secrétariat de l'AICA depuis sa création en janvier 1998. Cet organisme, qui joue un rôle analogue à celui du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, mais dans le domaine de l'assurance, a pour objet de contribuer à la stabilité financière mondiale en améliorant la

surveillance de ce secteur grâce à des normes concrètes, une assistance mutuelle et des échanges d'informations entre membres sur leurs expériences respectives.

L'AICA a également élaboré des principes pour la surveillance des conglomérats financiers, en collaboration avec d'autres instances de réglementation internationale (Comité de Bâle et OICV dans le cadre de l'Instance conjointe) ; de plus, elle participe activement au FSF.

À ce jour, l'AICA a publié plusieurs ensembles de principes et recommandations (*Insurance Core Principles, Insurance Concordat et Guidance on Insurance Regulation and Supervision for Emerging Market Economies*) ainsi qu'une large gamme de documents exposant des normes prudentielles dans le domaine de l'assurance. En 2001, l'AICA a parachevé les documents suivants : *Principles on Capital Adequacy and Solvency, Supervisory Standard on the Evaluation of the Reinsurance Cover of Primary Insurers and the Security of their Reinsurers, Supervisory Standard on the Exchange of Information, Guidance Paper on Public Disclosure by Insurers et Anti-Money Laundering Guidance Notes for Insurance Supervisors and Insurance Entities*. Ses travaux de longue haleine couvrent la formulation de normes sur divers sujets, parmi lesquels : exigences en matière de solvabilité (adéquation des fonds propres), surveillance des réserves techniques, comptabilité, titrisation, surveillance des réassureurs, risques de marché, commerce électronique et communication financière. En outre, les *Insurance Core Principles and Methodology* font l'objet d'un important projet de mise à jour.

Cette année encore, l'AICA a conçu divers programmes de formation de même qu'une documentation didactique destinée aux contrôleurs d'assurance, afin d'aider ses membres à appliquer ses normes prudentielles. Comme cela a déjà été indiqué, l'ISF prendra en charge, à l'avenir, plusieurs formations dans le domaine de l'assurance. Par ailleurs, des séminaires régionaux ont été proposés aux autorités de surveillance d'Afrique, d'Amérique latine, d'Asie, d'Europe centrale et orientale ainsi que de certaines places franches.

3. Autres domaines de coopération avec les banques centrales

Gouvernance de banque centrale

Les travaux de la BRI dans ce domaine visent à fournir aux banques centrales des informations sur les questions institutionnelles et organisationnelles. Ils sont supervisés par un Groupe de coordination composé de huit gouverneurs choisis pour représenter un large éventail d'institutions. Les études sont effectuées par le biais d'un réseau de gouvernance, qui couvre actuellement quelque 40 grandes banques centrales et autorités monétaires. Sur avis du Groupe de coordination, la Banque s'attache à répondre aux demandes d'information des banques centrales sur des questions essentielles à leur bon fonctionnement. Les demandes concernant la gouvernance ont augmenté en 2001, notamment sur les aspects juridiques de l'indépendance et de la

responsabilité ainsi que sur les efforts en cours pour améliorer l'efficacité et l'efficacité.

Coopération sur les questions statistiques

La BRI a poursuivi sa coopération active avec les banques centrales et autres organisations internationales sur diverses questions statistiques. Actuellement, les banques centrales de plus de 30 pays rassemblent et échangent un vaste ensemble de données sur les activités internationales de collecte et de crédit des banques de leur ressort. Suivant les recommandations du CSFM, la BRI et les banques centrales déclarantes ont mis au point, en 2001, un programme visant à améliorer la mesure de l'exposition consolidée des banques commerciales au risque-pays, sur la base dite du risque ultime, c'est-à-dire en réaffectant les positions au pays où réside le dernier garant d'une créance financière. L'objectif est de fournir, dès 2004, des données plus complètes et plus détaillées dans ce domaine, couvrant également les positions sur instruments dérivés de hors-bilan.

En 2001, la BRI a coordonné la cinquième Enquête triennale des banques centrales sur les marchés des changes et des dérivés, portant sur quelque 50 places financières. Des résultats préliminaires ont été publiés, en octobre, sur les volumes négociés et, en décembre, sur les encours de dérivés de gré à gré. Une analyse détaillée des résultats définitifs a été diffusée en mars 2002.

La BRI a continué de participer aux statistiques conjointes Banque mondiale-BRI-FMI-OCDE sur la dette extérieure. Il avait été décidé, suite à la crise financière d'Asie, de rassembler des données trimestrielles sur les grandes composantes de l'endettement extérieur des économies émergentes à partir des déclarations des créanciers transmises par ces organisations internationales. Ces chiffres s'écartant, parfois nettement, de ceux communiqués par les pays débiteurs eux-mêmes, la BRI a entrepris une étude destinée à identifier les principales sources de divergence. Une attention particulière a été accordée à la dette à court terme (échéance de moins d'un an). Quelque 30 banques centrales d'économies émergentes ont fourni des données et informations pour cette étude. Par ailleurs, la BRI a apporté son soutien au FMI dans l'élaboration d'un guide complet pour la compilation, par les pays débiteurs, des statistiques relatives à la dette extérieure.

Comme par le passé, la BRI a offert aux banques centrales participantes (23 actuellement) des services pour l'échange électronique d'une vaste gamme de statistiques économiques, monétaires et financières. Elle s'est particulièrement attachée à étendre la couverture, sur le plan géographique également, de sa banque de données. Neuf banques centrales d'économies émergentes se sont récemment associées à ces travaux. Grâce à l'élargissement de la couverture résultant de diverses initiatives, les chiffres livrés aux économistes et statisticiens des banques centrales participantes se sont notablement étoffés. L'information détaillée obtenue à partir des

statistiques financières internationales de la BRI est également disponible électroniquement via la banque de données.

Les participants à la banque de données ayant souhaité encourager une plus grande coopération internationale sur les normes électroniques applicables à l'échange d'informations statistiques, la BRI, en étroite collaboration avec le FMI, l'OCDE, les Nations Unies, la BCE et Eurostat, a lancé une initiative dénommée Statistical Data and Metadata Exchange (SDMX). La première séance de travail, accueillie par le FMI, a réuni plus de 100 experts des banques centrales et instituts statistiques nationaux du monde entier, sur une gamme de sujets ayant trait aux normes régissant l'échange d'informations via les technologies Internet. Quelques mois plus tard, le site www.sdmx.org était ouvert ; il présente les réflexions des intervenants, membres de la communauté statistique aux niveaux national, régional et international, d'organismes de normalisation électronique et de consortiums du secteur privé.

Coopération avec les groupes régionaux de banques centrales

La BRI a continué d'encourager la coopération entre banques centrales dans diverses parties du monde, au sein d'associations de banques centrales régionales. Elle a entretenu des liens actifs avec les organismes suivants : CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos) ; EMEAP (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks) ; GCC (Gulf Cooperation Council) ; MEFMI (Macroeconomic and Financial Management Institute of Eastern and Southern Africa) ; SADC (Southern African Development Community) ; SEACEN (South-East Asian Central Banks). Cette collaboration prend essentiellement deux formes. La BRI participe aux réunions de ces groupes et organise, à l'occasion, des rencontres ou ateliers conjoints. En 2001, la BRI et d'autres institutions internationales ont aidé plusieurs groupes régionaux de banques centrales à mettre sur pied des ateliers sur la façon de concevoir et d'entretenir leur site Internet en vue d'accroître la transparence de leurs activités.

Comme les années précédentes, la BRI a aidé les banques centrales des principaux pays industrialisés à coordonner l'assistance et la formation techniques destinées à leurs homologues d'Europe centrale et orientale, de la Communauté des États indépendants et de certaines économies en transition d'Asie. Pour faciliter cette coordination, la BRI tient à jour une base de données spécifique. En outre, des réunions régulières rassemblent des responsables des banques centrales donatrices et bénéficiaires ainsi que le FMI et la BCE. L'an dernier, la rencontre avec les pays de la CEI a été organisée par la Banque centrale de la Fédération de Russie.

La BRI a continué d'apporter son soutien à l'Institut multilatéral de Vienne (IMV), en étroite collaboration avec l'ISF et les groupes qu'elle accueille, en organisant, à l'intention des banques centrales des économies en transition, un certain nombre de séminaires sur des thèmes liés à la stabilité monétaire et financière. Les autorités autrichiennes et le FMI ont récemment convenu de prolonger le fonctionnement du centre de formation de Vienne au-delà de

l'expiration de l'accord actuel, en 2004. La BRI reste engagée jusque-là mais ne participera plus officiellement à l'IMV après cette date.

Communication via Internet

Le site BRI a été remodelé en mars 2001. Son architecture et sa présentation ont été améliorées pour faciliter la navigation et la recherche d'informations. Tous les groupes établis à Bâle l'utilisent activement. Le CBCB, notamment, y a affiché les quelque 200 commentaires reçus dans le cadre de la deuxième consultation sur le nouveau dispositif de fonds propres. À travers les ateliers organisés par les groupes régionaux de banques centrales, la BRI a constitué un vaste réseau d'experts en sites de banques centrales, qui ont facilité la création et la mise à jour des liens que le site BRI offre vers la plupart des banques centrales dans le monde. Ces experts ont également échangé des informations et examiné les nouveaux développements majeurs, par exemple en matière de diffusion sur Internet des statistiques banques centrales. En outre, la BRI a mis au point, en 2001, un portail fonctionnel, ouvert aux personnes participant à ses activités et aux événements qu'elle organise, pour l'échange d'informations sous forme sécurisée.

Groupe des experts informaticiens

En juin 2001, la Nederlandsche Bank a accueilli la dixième Conférence sur l'automatisation ainsi que la réunion de printemps du GEI. Cette conférence, qui se tient tous les trois ans, offre l'occasion d'analyser en détail les principaux problèmes informatiques rencontrés par les banques centrales. Les présentations et discussions ont porté sur quatre sujets : nature et processus de formulation de la stratégie informatique ; défis techniques et culturels de la gestion informatique ; mise en œuvre d'infrastructures et d'applications utilisant les technologies Internet ; complexité croissante de l'architecture informatique dans les banques centrales.

L'analyse des implications des événements du 11 septembre 2001 pour les programmes de continuité des opérations dans les banques centrales a été au cœur des travaux du GEI et de son Groupe d'étude sur les questions de sécurité (GEQS). Lors de la réunion de novembre, chaque participant a présenté un rapport spécial sur ce sujet.

Les banques centrales utilisent de plus en plus Internet et les technologies associées pour communiquer avec le monde extérieur, ce qui entraîne des risques évidents pour la sécurité des données. Pendant l'année écoulée, le GEI et le GEQS ont mis l'accent sur le partage d'informations concernant les aspects organisationnels et stratégiques de la sécurité informatique ainsi que les nombreuses techniques de protection utilisables. À titre d'exemple, une équipe du GEQS a étudié la complexité d'une infrastructure à clé publique.

Groupe de dissuasion de la contrefaçon

Le GDC est mandaté par les gouverneurs des banques centrales des pays du G 10 pour examiner la menace provenant de l'utilisation croissante des

ordinateurs personnels pour la contrefaçon des billets de banque. Les aspects technologiques fondamentaux pouvant empêcher ce type de contrefaçon ont été mis au point au cours des trois dernières années. Le GDC a commencé à contacter les fabricants de matériels et concepteurs de logiciels pour solliciter leur aide et collaborer avec eux afin de faciliter l'adoption de cette technologie. La BRI soutient les travaux du GDC en accueillant son Secrétariat et en lui servant d'agent en matière de contrats.

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

Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux

Durant l'exercice, la Banque a continué de remplir ses fonctions de Mandataire pour les obligations de consolidation 1990–2010 des Emprunts Dawes et Young (pour des informations détaillées, voir le 63^e Rapport annuel de juin 1993). La Deutsche Bundesbank, en tant qu'agent payeur, a notifié à la Banque qu'en 2001 la Bundesschuldenverwaltung (BSV – Administration fédérale allemande de la dette publique) avait fait procéder à un versement total d'approximativement DM 7,9 millions et €1,12 million à titre de remboursement du principal et de paiements d'intérêts. Les valeurs d'encaissement et autres détails ont été publiés par la BSV dans le *Bundesanzeiger* (Journal officiel).

S'agissant de l'application de la clause de garantie de change pour l'Emprunt Young par la BSV, la Banque a maintenu ses réserves (précisées dans le 50^e Rapport annuel de juin 1980), qui s'étendent également aux obligations de consolidation 1990–2010.

Agent détenteur de sûretés

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

5. Opérations du Département bancaire

Au 31 mars 2002, le bilan s'établissait à 87 714 millions de francs or¹, ce qui constitue un nouveau record en fin d'exercice et représente une augmentation de 15,3 % par rapport au montant de 76 054 millions enregistré douze mois auparavant.

¹ Le franc or utilisé dans le présent chapitre équivaut à 0,29032258... gramme d'or fin – article 4 des Statuts. Les actifs et passifs sont convertis en francs or sur la base d'un cours de \$EU 208 l'once d'or fin (soit 1 franc or = \$EU 1,94149...).

À l'été 2001, le bilan se situait déjà bien au-dessus du niveau de l'exercice précédent ; après les événements du 11 septembre, d'importants afflux de fonds l'ont porté, le 25 septembre, à 89 894 millions de francs or, son nouveau record. Une baisse, les semaines suivantes, a été en grande partie compensée par des apports avant la fin de l'année, de sorte que le bilan a pratiquement retrouvé son maximum de septembre. Au premier trimestre 2002, la légère diminution enregistrée a été bien moins marquée que lors des exercices antérieurs.

Passif

Au 31 mars 2002, les ressources empruntées en or et en monnaies (à l'exclusion des opérations de pension) s'élevaient à 82 018 millions de francs or, contre 70 117 millions un an auparavant. Les dépôts en or se sont contractés de 311 millions de francs or, à 2 531 millions, et représentent 3,1 % du total des ressources empruntées (en repli de 4,1 % par rapport à l'exercice précédent). À l'inverse, les dépôts en monnaies ont progressé de 12 212 millions de francs or (hors opérations de pension). Globalement, le volume journalier moyen des monnaies empruntées a été supérieur de 16 % à celui de 2000/01, ce qui reflète, dans une certaine mesure, l'augmentation des apports de la clientèle d'Asie, qui recourt de plus en plus à la salle d'opérations ouverte en octobre 2000 auprès du Bureau de représentation BRI à Hong-Kong RASS.

L'augmentation des ressources empruntées en monnaies s'explique surtout par la progression des apports en dollars EU, investis principalement en instruments négociables BRI mais sous forme également de dépôts à terme. La monnaie américaine représentait, au 31 mars 2002, 69,2 % du total des ressources empruntées en monnaies (pensions comprises), contre 66,9 % pour l'exercice précédent, tandis que la part de l'euro, malgré une légère hausse du volume reçu, revenait, sur la même base, de 20,7 % à 18,6 %.

Les dépôts en monnaies des banques centrales et autres autorités monétaires ont augmenté, passant de 64 687 millions à 76 228 millions de francs or, ce qui représente 95,9 % du total des ressources empruntées en monnaies (hors opérations de pension) à fin mars 2002, sans grand changement par rapport à l'exercice précédent (96,2 %). Les apports des autres déposants (essentiellement des institutions internationales) se sont élevés à 3 258 millions de francs or. Bien que la clientèle BRI ait continué d'allonger l'échéance moyenne des placements et d'accepter un risque de marché accru pour obtenir un rendement supérieur, certains clients ont eu tendance, pendant la seconde moitié de l'exercice, à raccourcir la durée de leurs placements auprès de la BRI, en anticipation d'une hausse mondiale des taux d'intérêt.

Actif

Les fonds déposés auprès de la BRI sont placés sur le marché, essentiellement auprès de banques commerciales de tout premier rang bénéficiant d'une

haute notoriété internationale et par achats de titres d'État à court terme. La Banque accorde également aux banques centrales des crédits à courte échéance, assortis normalement de garanties. Les risques de crédit, de transformation et de marché liés aux opérations financières de la BRI à Bâle et à Hong-Kong sont rigoureusement surveillés par une unité de contrôle des risques indépendante, qui rend compte directement au Directeur Général Adjoint. La BRI s'attache particulièrement à assurer en permanence un degré de liquidité suffisant pour répondre efficacement aux besoins, prévus et imprévus, de sa clientèle.

Les placements en monnaies se sont inscrits à 83 690 millions de francs or au 31 mars 2002, contre 71 636 millions un an auparavant, et recouvrent 124 millions de francs or d'avances à des banques centrales, au lieu de 210 millions l'année passée. Les avoirs en or de la Banque ont diminué au cours de l'exercice, revenant de 3 521 millions de francs or à 3 210 millions, sous l'effet de la baisse des dépôts reçus.

Hormis l'encaisse de 192 tonnes d'or, les fonds détenus en propre par la Banque sont placés en grande partie sous forme de titres liquides émis par les gouvernements des principaux pays industriels ; une certaine diversification s'est cependant opérée en faveur d'instruments de crédit de premier rang et de titres émis par les institutions internationales.

La Banque utilise également divers produits dérivés, en vue d'optimiser la gestion des fonds qu'elle détient en propre et de couvrir les risques sur ses ressources empruntées (note 10a afférente aux comptes). Pour l'essentiel, il s'agit d'instruments simples, notamment contrats à terme et contrats d'échange de taux d'intérêt.

6. Bénéfice net et répartition

Les comptes du 72^e exercice clos le 31 mars 2002 font ressortir un bénéfice net de 225,7 millions de francs or, contre 271,7 millions pour l'exercice 2000/01. Des pertes comptables substantielles se sont matérialisées au titre des opérations de la Banque sur ressources empruntées, la clientèle banques centrales ayant continué de gérer activement son portefeuille d'instruments BRI dans un contexte de baisse des taux d'intérêt et, partant, de hausse de la valeur de marché de leurs créances sur la BRI. En termes économiques, ces pertes ont été compensées par des gains non matérialisés sur les actifs et opérations de hors-bilan servant de contreparties aux ressources empruntées. Cependant, conformément aux pratiques comptables actuelles de la Banque, ces gains non matérialisés ne sont portés au compte de profits et pertes qu'à l'échéance des créances concernées. Abstraction faite de ces facteurs, le bénéfice sous-jacent des opérations sur ressources empruntées a été un peu moins élevé que celui de l'exercice antérieur : les revenus additionnels résultant de l'accroissement notable des dépôts de la clientèle n'ont pas totalement compensé l'incidence du rétrécissement des marges d'intermédiation. Les revenus d'intérêts sur l'investissement des fonds détenus en propre ont faiblement diminué, car le volume de ceux-ci a été réduit par la reprise des actions BRI, en janvier 2001. L'environnement de

baisse des taux d'intérêt a engendré des plus-values matérialisées sur le portefeuille de placements de la BRI et une progression de la contribution émanant du compte d'égalisation des ventes de titres. Enfin, le Conseil d'administration a décidé que, comme le niveau actuel de la Provision pour risques bancaires et autres éventualités était suffisant, un transfert à cette provision n'était pas nécessaire.

Le résultat du présent exercice est indiqué après déduction de 67,4 millions de francs or au titre des frais d'administration, amortissements inclus, contre un montant de 67,0 millions l'an passé, ce qui représente une hausse inférieure à 1 %. En termes de francs suisses, monnaie dans laquelle est opéré le règlement de la plupart des dépenses de la Banque, les frais d'administration se sont accrus de moins de 1 % également. Au sein de cette catégorie, les amortissements ont augmenté de 8 % en francs suisses (et de 8 % aussi en francs or), en raison de la poursuite des investissements de la Banque, dans le domaine notamment des technologies de l'information.

En application de l'article 51 des Statuts, il est proposé que le bénéfice net de 225,7 millions de francs or soit réparti par l'Assemblée générale de la manière suivante :

- i) 52,6 millions de francs or pour le paiement d'un dividende de 380 francs suisses par action. Il convient de noter que le dividende sera payé sur 452 073 actions. Le nombre des actions émises et libérées avant l'opération de retrait est de 529 125, dont 77 052 sont des actions propres ; celles-ci comprennent 74 952 actions reprises d'anciens actionnaires privés et de banques centrales et 2 100 autres actions. Aucun dividende ne sera versé sur les actions propres ;
- ii) 26,9 millions de francs or au Fonds de réserve générale ;
- iii) 3,0 millions de francs or au Fonds spécial de réserve de dividendes ;
- iv) 143,2 millions de francs or, représentant le solde du bénéfice net disponible, au Fonds de réserve libre, que le Conseil d'administration peut utiliser pour tout objet conforme aux dispositions des Statuts.

Le Conseil d'administration a proposé que le dividende mentionné ci-dessus soit payé le 15 juillet 2002 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 31 mars 2002.

Les comptes de la Banque ont été dûment vérifiés par les services de PricewaterhouseCoopers AG, qui ont confirmé que le bilan et le compte de profits et pertes, y compris les notes afférentes, donnent une présentation sincère et régulière de la situation financière de la Banque au 31 mars 2002 ainsi que des résultats de ses opérations pour l'exercice clos à cette date. Leur rapport figure immédiatement après les comptes.

7. Capital-actions de la BRI

Reprise des actions en mains privées

Suite à la décision de l'Assemblée générale extraordinaire, tenue le 8 janvier 2001, de reprendre toutes les actions de la BRI en mains privées (opération décrite en détail dans le 71^e Rapport annuel de juin 2001, pages 183-4), la

Banque a procédé au paiement d'une indemnité de 16 000 francs suisses par action ; à fin avril 2002, plus de 99 % des actions concernées avaient été payées. La Banque poursuit ses efforts pour contacter les anciens actionnaires privés qui n'ont pas encore fait valoir leurs droits à l'indemnité.

Certains anciens actionnaires privés contestent les conditions de la reprise et notamment le montant de l'indemnité payée. La Banque a demandé que toutes les requêtes de cette nature soient portées devant le Tribunal arbitral prévu par l'Accord de La Haye, devant lequel plusieurs demandes sont actuellement pendantes. Conformément à l'article 54 des Statuts de la Banque, ce Tribunal arbitral est seul compétent pour connaître des différends entre la Banque et ses anciens actionnaires privés résultant du retrait des actions. Les poursuites engagées par d'anciens actionnaires privés devant des juridictions des États-Unis ont été soit rejetées, soit suspendues, dans l'attente de la décision du Tribunal arbitral ; la Banque sollicite une prise de position identique dans l'instance introduite par d'anciens actionnaires privés devant une juridiction française.

Répartition de l'émission yougoslave du capital de la Banque

Après accord entre les cinq États issus de l'ex-République fédérale socialiste de Yougoslavie et leurs banques centrales respectives, il a été décidé, lors d'une Assemblée générale extraordinaire de la Banque tenue le 11 juin 2001, d'annuler l'émission yougoslave initiale du capital de la Banque et d'émettre un nombre équivalent d'actions, à répartir entre la Banque centrale de Bosnie-Herzégovine, la Banque nationale croate, la Banque nationale de la République de Macédoine, la Banque de Slovénie et la Banque nationale de Yougoslavie. Il a été simultanément décidé d'annuler les actions qui avaient été émises à titre provisoire en 1997 en faveur de quatre de ces institutions (68^e Rapport annuel de juin 1998, page 198). En conséquence, le capital émis de la Banque s'est réduit, revenant de 529 165 à 529 125 actions.

8. Modifications dans la composition du Conseil d'administration

Le 28 février 2002, le mandat d'Urban Bäckström, Gouverneur de la Sveriges Riksbank, aux postes de Président du Conseil d'administration et Président de la Banque, est venu à son terme. Lors de sa séance de janvier 2002, le Conseil a élu Nout H. E. M. Wellink, Président de la Nederlandsche Bank, aux fonctions de Président du Conseil d'administration et Président de la Banque pour une période de trois ans commençant le 1^{er} mars 2002.

En mars 2002, Sir Edward George, Gouverneur de la Banque d'Angleterre, a reconduit Lord Kingsdown dans ses fonctions d'administrateur pour une période supplémentaire de trois ans, qui s'achèvera le 6 mai 2005. Lors de la même séance, le Conseil a réélu Lord Kingsdown Vice-Président du Conseil d'administration pour la durée de son nouveau mandat d'administrateur, jusqu'au 6 mai 2005, et Urban Bäckström membre du Conseil pour une nouvelle période de trois ans se terminant le 31 mars 2005.

Deux modifications concernent les premiers Suppléants des administrateurs d'office. Jean-Claude Trichet, Gouverneur de la Banque de France, a nommé Marc-Olivier Strauss-Kahn pour succéder à Jean-Pierre Patat à compter de décembre 2001 et Sir Edward George a désigné Paul Tucker en remplacement de Ian Plenderleith à partir de juin 2002.

En ce qui concerne la Direction de la Banque, aucun changement n'est intervenu au cours de l'exercice 2001/02.

Le Conseil d'administration a évoqué avec un profond regret, lors de sa séance de janvier 2002, le décès de Jelle Zijlstra survenu le 23 décembre 2001, à l'âge de 83 ans. Membre du Conseil de juillet 1967 à décembre 1981, M. Zijlstra a guidé la BRI pendant ses mandats de Président de la Banque et Président du Conseil d'administration.

La BRI a également été attristée d'apprendre la disparition de deux anciens membres de sa Haute Direction. Maurice Toussaint, qui était entré au service de la Banque en 1971 et avait été Directeur au Département bancaire jusqu'à son départ en retraite en 1986, est décédé le 5 juin 2001, à l'âge de 80 ans. Antonio d'Aroma est décédé le 5 juin 2002, à l'âge de 90 ans. Entré à la BRI en 1962 en qualité de Secrétaire Général, M. d'Aroma avait été nommé Directeur Général Adjoint le 1^{er} janvier 1975. Il avait pris sa retraite de la Banque en septembre 1978.

Bilan et compte de profits et pertes

au 31 mars 2002

Bilan au 31 mars 2002

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

2001	Actif	2002
	Or	
2 195,3	Détenu en barres	1 910,3
<u>1 325,8</u>	Dépôts à terme et avances	<u>1 299,6</u>
3 521,1		3 209,9
20,3	Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	3 292,3
4 597,8	Bons du Trésor	9 588,1
	Dépôts à terme et avances en monnaies	
27 894,8	À 3 mois au maximum	28 435,1
<u>16 901,6</u>	À plus de 3 mois	<u>17 102,9</u>
44 796,4		45 538,0
3 882,0	Titres acquis dans le cadre de pensions À 3 mois au maximum	1 660,7
	Titres du secteur public et autres titres à terme	
4 490,3	À 3 mois au maximum	3 753,3
<u>13 849,2</u>	À plus de 3 mois	<u>19 857,6</u>
18 339,5		23 610,9
113,2	Terrains, immeubles et équipement	115,4
783,7	Divers	699,1
<u>76 054,0</u>		<u>87 714,4</u>

Après
répartition du bénéfice
net de l'exercice

Avant
répartition du bénéfice
net de l'exercice

2001	Passif	2002	
330,7	Capital	330,7	330,7
3 134,7	Réserves	3 134,7	3 307,8
(384,0)	Actions propres	(384,0)	(384,0)
56,0	Compte des différences d'évaluation	25,5	25,5
	Dépôts (or)		
2 178,1	À vue	1 909,8	1 909,8
282,5	À 3 mois au maximum	266,4	266,4
381,7	À plus de 3 mois	355,2	355,2
2 842,3		2 531,4	2 531,4
	Dépôts (monnaies)		
2 690,5	À vue	2 510,3	2 510,3
28 204,1	À 3 mois au maximum	36 369,5	36 369,5
36 380,2	À plus de 3 mois	40 606,6	40 606,6
67 274,8		79 486,4	79 486,4
	Titres cédés dans le cadre de pensions		
990,6	À 3 mois au maximum	660,0	660,0
1 760,3	Divers	1 704,0	1 704,0
	Compte de profits et pertes	225,7	
48,6	Dividende		52,6
76 054,0		87 714,4	87 714,4

Compte de profits et pertes

pour l'exercice clos le 31 mars 2002
(en millions de francs or)

	2001	2002
Intérêts, escomptes et autres produits d'exploitation	5 532,0	6 049,2
Moins : charges d'intérêts et d'escomptes	5 193,3	5 756,1
Intérêts nets et autres produits d'exploitation	338,7	293,1
Moins : frais d'administration		
Conseil d'administration	1,1	0,9
Direction et personnel	39,3	39,0
Dépenses de bureau et dépenses diverses	18,5	18,7
Frais d'administration avant amortissements	58,9	58,6
Amortissements	8,1	8,8
	67,0	67,4
Bénéfice net de l'exercice	271,7	225,7
Le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale ordinaire de répartir le bénéfice net de l'exercice clos le 31 mars 2002 comme suit, en application de l'article 51 des Statuts :		
Dividende : 380 francs suisses par action sur 452 073 actions		52,6
360 francs suisses par action sur 452 113 actions	48,6	
	48,6	52,6
	223,1	173,1
Transfert au Fonds de réserve générale	44,6	26,9
	178,5	146,2
Transfert au Fonds spécial de réserve de dividendes	3,0	3,0
	175,5	143,2
Transfert au Fonds de réserve libre	175,5	143,2
	-	-

Évolution du capital et des réserves de la Banque

au cours de l'exercice clos le 31 mars 2002
(en millions de francs or)

I. Capital

	Nombre d'actions	Francs or (millions)
Actions de 2 500 francs or, libérées de 25 % :		
Solde au 31 mars 2001 tel qu'il apparaît au bilan	529 165	330,7
Solde au 31 mars 2002 tel qu'il apparaît au bilan	529 125	330,7

Voir point 7 des notes afférentes aux comptes.

II. Évolution des fonds de réserve

	Fonds de réserve légale	Fonds de réserve générale	Fonds spécial de réserve de dividendes	Fonds de réserve libre	Total des fonds de réserve
Soldes au 31 mars 2001, après répartition du bénéfice net de l'exercice 2000/01	33,1	1 303,7	71,5	1 726,4	3 134,7
À ajouter : répartition du bénéfice net au titre de l'exercice 2001/02	–	26,9	3,0	143,2	173,1
Soldes au 31 mars 2002 tels qu'ils apparaissent au bilan	33,1	1 330,6	74,5	1 869,6	3 307,8

III. Capital et fonds de réserve au 31 mars 2002 (après répartition) représentés par des :

	Capital	Fonds de réserve	Total capital et réserves
Avoirs nets en			
Or	330,7	330,7	661,4
Monnaies	–	2 977,1	2 977,1
Soldes au 31 mars 2002 tels qu'ils apparaissent au bilan	330,7	3 307,8	3 638,5

Notes afférentes aux comptes

pour l'exercice clos le 31 mars 2002
(en millions de francs or)

1. Introduction

La Banque des Règlements Internationaux (BRI) est une institution financière internationale constituée en application des accords de La Haye du 20 janvier 1930. Le siège social de la Banque est situé à Bâle, Suisse. Comme le précise l'article 3 de ses Statuts, la Banque a pour objet de favoriser la coopération des banques centrales, de fournir des facilités additionnelles pour les opérations financières internationales et d'agir comme mandataire (trustee) ou comme agent en ce qui concerne les règlements financiers internationaux. Cinquante banques centrales sont actuellement membres de la Banque et exercent les droits de représentation et de vote aux Assemblées générales en proportion du nombre d'actions de la BRI émises dans leur pays respectif. Le Conseil d'administration de la Banque est composé des gouverneurs des banques centrales d'Allemagne, de Belgique, du Canada, des États-Unis d'Amérique, de France, d'Italie, du Japon, des Pays-Bas, du Royaume-Uni, de Suède et de Suisse ainsi que d'administrateurs nommés de six de ces pays.

Les comptes de l'exercice 2001/02 sont présentés sous une forme approuvée par le Conseil d'administration, conformément à l'article 49 des Statuts de la Banque.

2. Principales conventions comptables

a) *Unité de compte et conversion des positions en monnaies*

L'unité de compte de la Banque est le franc or, qui équivaut à \$EU 1,94149... . L'article 4 des Statuts de la Banque définit le franc or (en abrégé FO) comme représentant 0,29032258... gramme d'or fin. Les éléments correspondant à des créances en or sont convertis en francs or sur la base de leur poids d'or fin. Les éléments libellés en dollars EU sont convertis en francs or sur la base d'un cours de \$EU 208 l'once d'or fin (ce cours a été établi par le Conseil d'administration de la Banque en 1979 et donne le facteur de conversion de FO 1 = \$EU 1,94149...). Les éléments exprimés en autres monnaies sont convertis en dollars EU aux cours de change au comptant du marché à la date de clôture du bilan, les soldes en dollars EU obtenus étant ensuite convertis en francs or.

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

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

b) Base d'évaluation et détermination du bénéfice

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

Les profits et pertes résultant de la vente de titres de placement sont portés au compte d'égalisation des ventes de titres, inclus au passif sous Divers. Les soldes créditeurs cumulés sur ce compte sont amortis au compte de profits et pertes sur une période correspondant à l'échéance moyenne résiduelle du portefeuille-titres de la Banque ; un solde débiteur net en fin d'exercice serait immédiatement imputé au compte de profits et pertes.

c) Or

Les éléments d'actif et de passif en or sont indiqués sur la base de leur poids d'or fin.

d) Bons du Trésor ; titres du secteur public et autres titres à terme

Les bons du Trésor et titres du secteur public et autres titres à terme sont indiqués à leur coût d'acquisition, augmenté éventuellement des intérêts courus et ajusté pour tenir compte de l'amortissement de la prime ou de l'escompte sur la durée de vie résiduelle ; les produits d'intérêts et d'escomptes incluent cet amortissement.

e) Dépôts à terme et avances en monnaies

Les dépôts à terme et avances sont indiqués à leur valeur de principal, augmentée des intérêts courus.

f) Titres acquis dans le cadre de pensions

Les titres acquis dans le cadre de pensions sont indiqués au montant avancé à la contrepartie, augmenté des intérêts courus.

g) Terrains, immeubles et équipement

Le coût des terrains, immeubles et équipement de la Banque est comptabilisé en tant qu'actif. Il est amorti sur une base linéaire par rapport à la durée d'utilité prévue des actifs concernés :

Terrains – aucun amortissement.

Immeubles – 50 ans.

Installations et machines des immeubles – 15 ans.

Équipement en technologies de l'information (TI) – 4 ans.

Autre équipement – 4 à 10 ans.

h) Compte des différences d'évaluation

Le compte des différences d'évaluation recense l'incidence des différences de change telles qu'elles sont décrites précédemment sous a) ; ces variations d'évaluation concernent essentiellement la partie des fonds propres de la Banque détenue en monnaies autres que le dollar EU.

i) Dépôts

Les dépôts sont des créances comptables sur la Banque et sont indiqués à leur valeur de principal, augmentée des intérêts courus. Certaines créances sont émises avec escompte par rapport à la valeur payable à l'échéance du dépôt ; dans ce cas, le traitement comptable est analogue à celui qui s'applique aux titres à échéance fixe détenus par la Banque (voir ci-dessus, point d).

j) Titres cédés dans le cadre de pensions

Les titres cédés dans le cadre de pensions sont indiqués au montant reçu de la contrepartie, augmenté des intérêts courus.

k) Provision pour risques bancaires et autres éventualités

Chaque année, le Conseil d'administration revoit le niveau de cette provision, incluse au passif sous Divers, et la renforce si nécessaire ; il décide, par ailleurs, de son affectation.

3. Encaisse-or

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

Actif	2001	2002
Barres détenues auprès de banques centrales	2 195,3	1 910,3
Dépôts à terme en or		
À 3 mois au maximum	372,0	328,4
À plus de 3 mois	953,8	971,2
	<u>3 521,1</u>	<u>3 209,9</u>

Au 31 mars 2002, l'encaisse-or appartenant en propre à la Banque s'élève à FO 661,4 millions, équivalant à 192 tonnes d'or fin (2001 : FO 661,7 millions ; 192 tonnes).

4. Bons du Trésor

La valeur du portefeuille de la Banque est la suivante :

	2001	2002
Valeur comptable	4 597,8	9 588,1

La valeur de marché, au 31 mars 2002, est de FO 9 587,0 millions (2001 : FO 4 601,1 millions).

5. Titres du secteur public et autres titres à terme

La valeur du portefeuille de la Banque est la suivante :

	2001	2002
Valeur comptable	18 339,5	23 610,9

La valeur de marché, au 31 mars 2002, des titres du secteur public et autres titres à terme est de FO 23 649,6 millions (2001 : FO 18 558,4 millions).

6. Terrains, immeubles et équipement

	Terrains et immeubles	Équipement TI et autre	Total
Coût :			
Solde d'ouverture au 1 ^{er} avril 2001	125,8	31,9	157,7
Dépenses d'investissement		8,0	8,0
Variations de change	3,3	0,9	4,2
Coût au 31 mars 2002	129,1	40,8	169,9
Amortissements :			
Amortissements cumulés			
au 1 ^{er} avril 2001	29,5	15,0	44,5
Dotation aux amortissements			
pour l'exercice actuel	2,3	6,5	8,8
Variations de change	0,8	0,4	1,2
Amortissements cumulés			
au 31 mars 2002	32,6	21,9	54,5
Valeur comptable nette			
au 31 mars 2002	96,5	18,9	115,4

Le coût des terrains de la Banque au 31 mars 2002 est de FO 23,5 millions (2001 : FO 22,9 millions).

7. Capital

Le capital de la Banque est constitué ainsi :

	2001	2002
Capital autorisé :		
600 000 actions, de 2 500 francs or chacune	1 500,0	1 500,0
Capital émis : 529 125 actions (2001 : 529 165)	1 322,9	1 322,8
libérées de 25 %	330,7	330,7

- a) L'Assemblée générale extraordinaire du 8 janvier 2001 a modifié les Statuts de la Banque pour réserver le droit de détenir des actions BRI exclusivement aux banques centrales, en procédant ainsi à une reprise obligatoire de 72 648 actions des émissions américaine, belge et française détenues par des actionnaires privés (c'est-à-dire autres que banques centrales) contre une indemnité de 16 000 francs suisses par action. En ce qui concerne les actions de ces émissions détenues par des banques centrales autres que celles des trois pays d'émission, la Banque a repris aux mêmes conditions 2 304 actions, dont 500 après le 31 mars 2001. Le moment venu, le Conseil d'administration redistribuera ces actions aux banques centrales déjà membres de la manière qu'il jugera appropriée. Les droits de vote attachés à ces actions demeurent inchangés ; ils continuent d'être exercés respectivement par les banques centrales américaine, belge et française.
- b) Le coût de la reprise de l'ensemble des 74 952 actions ci-dessus, qui s'élève à FO 384,0 millions, apparaît au bilan comme passif négatif sous « Actions propres ».
- c) Quarante actions ont été annulées au cours de l'exercice 2001/02. Elles correspondaient à l'émission provisoire de dix actions à chacune des institutions suivantes : Banque centrale de Bosnie-Herzégovine, Banque nationale de Croatie, Banque nationale de la République de Macédoine et Banque de Slovénie.
- d) Le nombre d'actions ouvrant droit au paiement du dividende pour l'exercice 2001/02 est ainsi obtenu :

Capital émis au 31 mars 2002	529 125
Moins : actions propres	
Provenant d'actionnaires privés et de banques centrales	74 952
Autres	2 100
Nombre total d'actions ouvrant droit à dividende	452 073

8. Réserves

Les réserves de la Banque sont ainsi constituées :

	2001	2002
Fonds de réserve légale	33,1	33,1
Fonds de réserve générale	1 303,7	1 330,6
Fonds spécial de réserve de dividendes	71,5	74,5
Fonds de réserve libre	1 726,4	1 869,6
	<u>3 134,7</u>	<u>3 307,8</u>

Les dotations annuelles aux divers fonds de réserve sont régies par l'article 51 des Statuts de la Banque. Les montants transférés sont également indiqués au tableau II de la partie « Évolution du capital et des réserves de la Banque ».

9. Dépôts

Les dépôts en or placés auprès de la Banque proviennent exclusivement de banques centrales. La répartition par échéance des dépôts en monnaies placés auprès de la Banque est la suivante :

	2001	2002
Banques centrales		
À vue	2 293,7	2 214,2
À 3 mois au maximum	27 176,4	34 372,8
À plus de 3 mois	35 216,9	39 641,0
Autres déposants		
À vue	396,8	296,1
À 3 mois au maximum	1 027,7	1 996,7
À plus de 3 mois	1 163,3	965,6
	<u>67 274,8</u>	<u>79 486,4</u>

10. Éléments de hors-bilan

a) Instruments dérivés

Dans le cadre normal de ses activités, la Banque participe à des transactions financières de hors-bilan portant sur contrats de change à terme, contrats d'échange de devises et de taux d'intérêt, contrats de taux à terme, instruments financiers à terme et options. Ces instruments sont utilisés pour gérer les risques de taux d'intérêt et de change de la Banque sur ses actifs et passifs. Dans l'analyse de ses engagements de hors-bilan, la Banque applique les mêmes critères de crédit que pour tous les autres placements.

Montant du principal notionnel	2001	2002
Contrats de change		
Terme et swaps cambistes	11 542,4	4 704,2
Contrats d'échange	1 776,1	5 438,0
Options	–	207,9
Contrats de taux		
Contrats d'échange	41 012,6	69 767,5
Terme et instruments à terme	21 864,3	29 837,1

Le montant notionnel (ou valeur contractuelle) des divers instruments dérivés reflète le degré d'activité de la Banque sur leurs marchés respectifs mais ne fournit aucune indication sur les risques de crédit ou de marché qu'elle encourt. La valeur de remplacement brute de l'ensemble des contrats faisant ressortir un gain aux prix courants du marché au 31 mars 2002 s'inscrit à FO 1 601,3 millions (2001 : FO 1 476,1 millions).

b) Transactions fiduciaires

Les transactions fiduciaires, bien que réalisées au nom de la Banque, ne sont pas incluses dans le bilan, étant donné qu'elles sont effectuées pour le compte et au risque de sa clientèle.

	2001	2002
Valeur nominale des titres conservés en dépôt	8 400,5	8 140,4
Or détenu sous dossier	700,3	587,3

c) Système de pensions et Plan d'épargne du personnel

La Banque dispose d'un Système de pensions et d'un Plan d'épargne. Les deux fonds s'apparentent à des fonds fiduciaires n'ayant pas de personnalité juridique propre. Leurs actifs sont gérés par la Banque au seul profit des membres actuels et anciens du personnel qui participent aux deux dispositifs. Tous les paiements dans le cadre de ces systèmes sont imputés au fonds concerné.

La Banque est tenue de maintenir un ratio de couverture minimal de 105 % pour les deux fonds ; elle est responsable en dernier ressort de toutes les prestations dues au titre du Système de pensions et du Plan d'épargne. La part des contributions aux fonds incombant à la Banque au titre du service courant est incluse chaque mois dans ses frais d'administration.

Au 31 mars 2002, la valeur de marché des actifs nets du Fonds de pension s'élève à FO 257,1 millions (2001 : FO 256,3 millions), soit un ratio de couverture de 108 % (2001 : 117 %) par rapport à la valeur actuarielle annuelle la plus récente des obligations incombant au fonds au 30 septembre 2001. La valeur de marché des actifs nets du Fonds d'épargne s'inscrit à FO 24,6 millions au 31 mars 2002 (2001 : FO 23,8 millions), ce

qui représente un ratio de couverture de 106 % (2001 : 102 %) par rapport aux exigibilités du système à cette date. Les derniers comptes annuels des Fonds de pension et d'épargne se réfèrent à l'exercice clos le 30 septembre 2001.

11. Passifs éventuels

Certains ex-actionnaires privés ont exprimé leur mécontentement à l'égard du montant de l'indemnité qui leur est versée par la Banque en liaison avec la reprise obligatoire des actions non détenues par des banques centrales. Des procédures sont en cours auprès du Tribunal arbitral de La Haye et une instance a été engagée devant le Tribunal de Commerce de Paris. La Banque a déclaré que, si le Tribunal arbitral décidait de relever l'indemnité, cette majoration s'appliquerait à toutes les actions reprises.

Rapport des commissaires-vérificateurs

Rapport des commissaires-vérificateurs
au Conseil d'administration et à l'Assemblée générale
de la Banque des Règlements Internationaux, Bâle

Nous avons vérifié le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que les notes afférentes, de la Banque des Règlements Internationaux. Le bilan et le compte de profits et pertes ont été préparés par la Direction de la Banque en conformité avec les Statuts et les principes d'évaluation décrits dans les notes sous « Principales conventions comptables ». Notre responsabilité, au sens des Statuts de la Banque, est de formuler un avis, en toute indépendance, sur le bilan et le compte de profits et pertes fondé sur notre révision et de vous en faire part.

Notre révision a inclus la vérification par sondage de la justification des chiffres du bilan et du compte de profits et pertes et autres indications connexes. Nous avons obtenu toutes les informations et toutes les explications que nous avons demandées pour acquérir l'assurance que le bilan et le compte de profits et pertes ne contiennent pas d'erreur matérielle et nous sommes d'avis que notre révision forme une base adéquate pour notre appréciation.

À notre avis, le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que les notes afférentes, ont été correctement établis et donnent une présentation sincère et régulière de la situation financière de la Banque des Règlements Internationaux au 31 mars 2002 et des résultats de ses opérations pour l'exercice clos à cette date et se trouvent donc en conformité avec les Statuts de la Banque.

PricewaterhouseCoopers AG

Ralph R. Reinertsen

Anthony W. Travis

Bâle, le 13 mai 2002

Synthèse du bilan sur les cinq derniers exercices

(en millions de francs or)

	Exercice clos le 31 mars				
	1998	1999	2000	2001	2002
Or					
<i>Détenu en barres</i>	3 037,1	2 801,5	2 265,4	2 195,3	1 910,3
<i>Dépôts à terme et avances</i>	1 122,4	1 077,2	1 240,4	1 325,8	1 299,6
	4 159,5	3 878,7	3 505,8	3 521,1	3 209,9
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	7,8	8,3	11,4	20,3	3 292,3
Bons du Trésor	1 863,9	7 314,0	7 853,9	4 597,8	9 588,1
Dépôts à terme et avances en monnaies	34 862,2	32 423,0	41 853,9	44 796,4	45 538,0
Titres acquis dans le cadre de pensions	2 781,0	276,0	1 268,1	3 882,0	1 660,7
Titres du secteur public et autres titres à terme	18 517,1	22 167,9	20 139,9	18 339,5	23 610,9
Terrains, immeubles et équipement	–	124,7	120,7	113,2	115,4
Actif divers	258,7	44,5	82,0	783,7	699,1
Actif total	62 450,2	66 237,1	74 835,7	76 054,0	87 714,4
Capital libéré	323,2	323,2	330,7	330,7	330,7
Réserves (après répartition du bénéfice net de l'exercice)					
<i>Fonds de réserve légale</i>	32,3	32,3	33,1	33,1	33,1
<i>Fonds de réserve générale</i>	1 016,3	1 156,4	1 259,1	1 303,7	1 330,6
<i>Fonds spécial de réserve de dividendes</i>	62,5	65,5	68,5	71,5	74,5
<i>Fonds de réserve libre</i>	1 157,4	1 351,4	1 550,9	1 726,4	1 869,6
	2 268,5	2 605,6	2 911,6	3 134,7	3 307,8
Actions propres	–	–	–	(384,0)	(384,0)
Compte des différences d'évaluation	247,2	265,4	191,9	56,0	25,5
Dépôts					
<i>Or</i>	3 473,7	3 192,6	2 820,2	2 842,3	2 531,4
<i>Monnaies</i>	54 023,6	57 705,8	65 903,7	67 274,8	79 486,4
	57 497,3	60 898,4	68 723,9	70 117,1	82 017,8
Titres cédés dans le cadre de pensions	30,7	121,5	103,0	990,6	660,0
Système de pensions du personnel	257,0	–	–	–	–
Passif divers	1 773,7	1 965,6	2 519,9	1 760,3	1 704,0
Dividende	52,6	57,4	54,7	48,6	52,6
Passif total	62 450,2	66 237,1	74 835,7	76 054,0	87 714,4

Synthèse du compte de profits et pertes sur les cinq derniers exercices

(en millions de francs or)

Exercice clos le 31 mars	1998	1999	2000	2001	2002
Intérêts nets et autres produits d'exploitation	314,9	370,4	376,6	338,7	293,1
Moins : frais d'administration					
<i>Conseil d'administration</i>	1,3	1,3	1,2	1,1	0,9
<i>Direction et personnel</i>	39,4	40,9	40,6	39,3	39,0
<i>Dépenses de bureau et dépenses diverses</i>	15,0	18,6	19,4	18,5	18,7
Frais d'administration avant amortissements	55,7	60,8	61,2	58,9	58,6
<i>Amortissements</i>	–	6,0	7,6	8,1	8,8
	55,7	66,8	68,8	67,0	67,4
Bénéfice net de l'exercice	259,2	303,6	307,8	271,7	225,7
Dividende	52,6	57,4	54,7	48,6	52,6
	206,6	246,2	253,1	223,1	173,1
Transfert au Fonds de réserve générale	41,3	49,2	50,6	44,6	26,9
	165,3	197,0	202,5	178,5	146,2
Transfert au Fonds spécial de réserve de dividendes	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
	162,3	194,0	199,5	175,5	143,2
Transfert au Fonds de réserve libre	162,3	194,0	199,5	175,5	143,2
	–	–	–	–	–

Conseil d'administration

Nout H. E. M. Wellink, Amsterdam
Président du Conseil d'administration,
Président de la Banque

Lord Kingsdown, Londres
Vice-Président

Urban Bäckström, Stockholm
Vincenzo Desario, Rome
David Dodge, Ottawa
Antonio Fazio, Rome
Sir Edward George, Londres
Alan Greenspan, Washington
Hervé Hannoun, Paris
Masaru Hayami, Tokyo
William J. McDonough, New York
Guy Quaden, Bruxelles
Jean-Pierre Roth, Zurich
Hans Tietmeyer, Francfort-sur-le-Main
Jean-Claude Trichet, Paris
Alfons Vicomte Verplaetse, Bruxelles
Ernst Welteke, Francfort-sur-le-Main

Suppléants

Bruno Bianchi ou Stefano Lo Faso, Rome
Roger W. Ferguson ou Karen H. Johnson, Washington
Peter Praet ou Jan Smets, Bruxelles
Jürgen Stark ou Stefan Schönberg, Francfort-sur-le-Main
Marc-Olivier Strauss-Kahn ou Michel Cardona, Paris
Paul Tucker ou Paul Fisher, Londres

Sous-comités du Conseil d'administration

Comité consultatif
Comité d'audit

présidés l'un et l'autre par Lord Kingsdown

Haute Direction de la Banque

Andrew Crockett	Directeur Général
André Icard	Directeur Général Adjoint
Gunter D. Baer	Secrétaire Général, Chef de Département
William R. White	Conseiller économique, Chef du Département monétaire et économique
Robert D. Sleeper	Chef du Département bancaire
Renato Filosa	Directeur, Département monétaire et économique
Mario Giovanoli	Conseiller juridique, Directeur
Günter Pleines	Chef Adjoint du Département bancaire
Peter Dittus	Secrétaire Général Adjoint
Josef Tošovský	Président, Institut pour la stabilité financière

Banques centrales membres de la BRI

Banque de Réserve d’Afrique du Sud	Banque centrale d’Irlande
Deutsche Bundesbank	Banque centrale d’Islande
Agence monétaire d’Arabie Saoudite	Banca d’Italia
Banque centrale de la République argentine	Banque du Japon
Banque de Réserve d’Australie	Banque de Lettonie
Banque Nationale d’Autriche	Banque de Lituanie
Banque Nationale de Belgique	Banque Nationale de la République de Macédoine
Banque centrale de Bosnie-Herzégovine	Banque centrale de Malaysia
Banque centrale du Brésil	Banque du Mexique
Banque Nationale de Bulgarie	Banque centrale de Norvège
Banque du Canada	Nederlandsche Bank
Banque populaire de Chine	Banque Nationale de Pologne
Banque de Corée	Banque du Portugal
Banque Nationale Croate	Banque Nationale de Roumanie
Banque Nationale du Danemark	Bank of England
Banque d’Espagne	Banque centrale de la Fédération de Russie
Banque d’Estonie	Autorité monétaire de Singapour
Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale	Banque Nationale de Slovaquie
Banque centrale européenne	Banque de Slovénie
Banque de Finlande	Sveriges Riksbank
Banque de France	Banque Nationale Suisse
Banque de Grèce	Banque Nationale Tchèque
Autorité monétaire de Hong-Kong	Banque de Thaïlande
Banque Nationale de Hongrie	Banque centrale de la République de Turquie
Banque de Réserve d’Inde	Banque Nationale de Yougoslavie

