
BANQUE DES RÈGLEMENTS
INTERNATIONAUX

68^e RAPPORT ANNUEL

1^{er} AVRIL 1997–31 MARS 1998

BÂLE, 8 JUIN 1998

Banque des Règlements Internationaux

68^e Rapport annuel

1^{er} avril 1997 – 31 mars 1998

Bâle, 8 juin 1998

© Banque des Règlements Internationaux, 1998
CH-4002 Bâle, Suisse

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

ISSN 1021-2493

ISBN 92-9131-298-3

Également publié en allemand, anglais et italien.

La version anglaise est disponible sur le site Internet BRI (<http://www.bis.org>).

Table des matières

	Page
Lettre introductive	1
I. Introduction: distinguer les symptômes des causes	3
Processus de contagion et réactions des autorités	6
Prévention et gestion des crises	9
II. Évolution dans les pays industriels avancés	11
Faits saillants	11
Les sept principales économies	12
Autres pays industriels	17
Dosage des politiques macroéconomiques	20
<i>Évolution du patrimoine financier et des dépenses</i>	23
<i>Marchés du travail</i>	24
<i>Prix à l'importation et inflation</i>	26
Commerce extérieur, solde des paiements courants et investissement direct étranger	28
<i>Commerce extérieur</i>	28
<i>Solde des paiements courants dans les pays industriels</i>	29
<i>Tendances récentes de l'investissement direct étranger</i>	31
III. Politiques et évolutions économiques dans le reste du monde	36
Faits saillants	36
Turbulences financières en Asie: contexte macroéconomique	36
Asie	41
<i>La crise en Asie du Sud-Est</i>	42
<i>République de Corée</i>	45
<i>Autres pays d'Asie</i>	46
Problèmes particuliers soulevés par les crises en Asie	48
<i>Cours de change réel et production</i>	48
<i>Cours de change et prix</i>	50
Amérique latine	52
Afrique et Moyen-Orient	55
Évolution économique et financière récente dans les économies en transition	56
<i>Europe orientale</i>	56
<i>Russie</i>	58
IV. Politique monétaire dans les pays industriels avancés	60
Faits saillants	60
États-Unis	60
Japon	63
Zone UEM	65
<i>Allemagne, France, Belgique et Autriche</i>	65
<i>Irlande, Finlande et Pays-Bas</i>	65
<i>Italie, Espagne et Portugal</i>	67

	Page
Questions de politique monétaire à l'approche de l'UEM	68
<i>Formulation de la politique monétaire</i>	68
<i>Cadre opérationnel de la politique monétaire</i>	70
Pays à objectif d'inflation	71
<i>Cadre institutionnel</i>	71
<i>Principaux développements de la politique monétaire</i>	72
Transparence de la politique monétaire	75
V. Prix des actifs et gestion de portefeuille	81
Faits saillants	81
Prix des actifs	81
<i>Actions</i>	82
<i>Obligations</i>	85
<i>Immobilier</i>	89
Investisseurs institutionnels et marchés des capitaux	89
<i>Description des acteurs et expansion du secteur</i>	90
<i>Allocation des actifs</i>	94
<i>Diversité des investisseurs et effets cumulatifs</i>	96
<i>Réactions des investisseurs institutionnels aux événements de 1997</i>	98
<i>Perspectives</i>	102
VI. Changes et mouvements de capitaux	104
Faits saillants	104
Dollar EU, mark et yen	104
<i>Dollar et évolution conjoncturelle</i>	104
<i>Perspectives d'évolution du dollar</i>	110
Monnaies asiatiques	112
Produits de base et cours de change	118
Europe: cours de change et union monétaire	120
VII. Intermédiation financière et crise asiatique	125
Faits saillants	125
Explosion du crédit intérieur et fragilité du système financier	126
Abondance des liquidités dans le monde	129
Gestion des avoirs et engagements internationaux	136
Étapes de la crise	139
Réactions des autorités	142
<i>Soutien de liquidité officiel</i>	143
<i>Politique monétaire</i>	145
VIII. Marchés internationaux des capitaux	152
Faits saillants	152
Marché bancaire	154
<i>Activité intrazone</i>	156
<i>Activité avec les pays hors zone</i>	157
Marchés des titres	159
<i>Catégorie et pays d'origine des émetteurs</i>	160
<i>Catégories d'instruments</i>	161
<i>Ventilation par monnaie</i>	163
<i>Incidence de la crise asiatique</i>	163
<i>Influence de l'UEM</i>	164

	Page
Marchés dérivés	165
<i>Marchés organisés</i>	165
<i>Gré à gré</i>	168
Mondialisation et intermédiation financière	170
IX. Conclusion: identifier les risques et les mesures préventives	173
Politiques macroéconomiques: perspectives et enseignements	175
Libéralisation financière et changements structurels	178
Prévention et gestion des crises	180
Activités de la Banque	185
Coopération monétaire et financière internationale	185
<i>Comité de Bâle sur le contrôle bancaire</i>	186
<i>Comité permanent des euromonnaies</i>	187
<i>Comité sur les systèmes de paiement et de règlement</i>	189
<i>Contributions de la BRI aux travaux des banques centrales des économies émergentes</i>	191
<i>Service de coordination banques centrales et organisations internationales</i>	191
<i>Groupe des experts informaticiens</i>	192
<i>Groupe d'experts sur les questions relatives à la banque de données monétaires et économiques</i>	192
<i>Contributions de la BRI aux travaux du Groupe des Dix</i>	193
Fonctions d'Agent et de Mandataire (Trustee)	194
<i>Agent du Système de compensation et de règlement de l'Écu privé</i>	194
<i>Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux</i>	194
<i>Agent détenteur des sûretés garantissant les obligations brésiliennes</i>	195
<i>Agent détenteur des sûretés garantissant les obligations péruviennes</i>	195
<i>Agent détenteur des sûretés garantissant les obligations de la Côte-d'Ivoire</i>	195
Assistance financière aux banques centrales	195
Coopération avec des commissions officielles en matière de recherche sur les activités durant la guerre – Ouverture des archives BRI	195
Opérations du Département bancaire	196
<i>Passif</i>	196
<i>Actif</i>	196
Bénéfice net et répartition	197
Augmentation du nombre des banques centrales actionnaires	198
Modifications dans la composition du Conseil d'administration	198
Bilan et compte de profits et pertes au 31 mars 1998	201
Conseil d'administration	216
Haute Direction de la Banque	217

Les chapitres du présent Rapport ont été mis sous presse entre le 13 mai et le 20 mai 1998.

Liste des graphiques (*) et tableaux

	Page
Évolution dans les pays industriels avancés	
Inflation, écart de PIB et cours de change*	12
Chômage et variation des coûts unitaires de main-d'œuvre en termes réels*	13
Le secteur informatique dans l'économie américaine	14
Croissance du PIB et hausse des prix à la consommation en 1997*	18
Variation des soldes des administrations publiques, par composante*	21
Évolution de l'épargne intérieure dans certains pays	21
Variation du solde budgétaire et de l'épargne des ménages*	22
Dettes publiques en 1997*	22
Variation des cours des actions et consommation des ménages dans certains pays	24
Taux de chômage en 1996 et 1997*	25
Évolution de l'emploi total et dans l'industrie manufacturière	26
Variation des prix à l'importation et inflation interne	27
Commerce et production dans le monde	29
Indicateurs du commerce extérieur et solde des paiements courants	30
Investissement direct étranger: évolution comparative	31
Investissement direct étranger et écart de PIB dans les pays de l'OCDE*	32
Investissement direct étranger dans certains pays ou régions*	33
Exportations et investissement direct étranger: ventilation géographique	35
Politiques et évolutions économiques dans le reste du monde	
Croissance, inflation et solde des paiements courants	37
Structure macroéconomique de certaines économies d'Asie	38
Investissement direct étranger et exportations*	39
Asie: cours de change effectif réel*	40
Effet à court terme des turbulences financières en Asie	42
Asie: inflation, taux d'intérêt réel et cours de change*	43
Prévisions de croissance du PIB pour 1998 et cours de change effectif réel*	48
Cours de change et inflation dans certains pays	51
Amérique latine: inflation, taux d'intérêt réel et cours de change*	53
Économies en transition: croissance du PIB et inflation*	56
Europe orientale: indicateurs financiers*	57
Politique monétaire dans les pays industriels avancés	
États-Unis: indicateurs économiques*	61
Taux des fonds fédéraux: projection dynamique*	62
Japon: indicateurs économiques*	63
Pays de l'UEM: écart de PIB, inflation et taux d'intérêt*	66
Pays de l'UEM: convergence*	67
Pays de l'UEM: taux d'intérêt effectif et taux calculé selon la règle de Taylor*	69
Inflation et taux directeur dans certains pays*	72
Ajustement des taux directeurs	74
Transparence de la politique monétaire	76
Anticipations d'inflation à long terme, inflation et rendement obligataire*	77
Sensibilité du cours de change aux évolutions inattendues de l'inflation*	78

Prix des actifs et gestion de portefeuille

Indices boursiers*	82
Volatilité sur le marché des actions*	83
Rendements attendus sur actions*	84
Cours des actions: indicateurs d'évaluation	85
Écart de rendement obligataire*	86
Aménagements de portefeuille prévus, par classe d'actifs, par les gestionnaires de fonds*	87
Volatilité des rendements obligataires*	87
Immobilier: prix nominaux et corrigés de l'inflation	88
Investisseurs institutionnels: situation en 1995	90
Expansion des sociétés d'investissement	91
Expansion des fonds de pension	93
Expansion des compagnies d'assurances	94
Diversification internationale des portefeuilles institutionnels en 1996	95
Flux de placements des fonds de pension vers les marchés émergents*	98
Fonds spéculatifs: exposition des portefeuilles envers les marchés émergents (estimations)*	99
Flux de trésorerie vers les fonds communs de placement américains en actions internationales*	100
Flux de trésorerie vers les fonds communs de placement américains en actions*	101
Évolution de l'offre d'actions cotées et de titres de la dette publique*	102

Changes et mouvements de capitaux

Cours de change du yen et du mark par rapport au dollar*	105
Taux d'intérêt futur à six mois*	105
Opérations transfrontières sur obligations et actions	106
Flux d'investissements de portefeuille du Japon vers les États-Unis*	106
Yen: cours de change, volatilité implicite et risque de retournement*	107
Distribution des probabilités de fluctuation du mark par rapport au dollar*	108
Cours de change et marchés des actions*	109
Pouvoir d'achat et valeur d'équilibre fondamental du dollar EU (estimations)	110
Réserves officielles en devises	111
Asie: cours de change, volatilité implicite et notation du crédit*	114
Asie: compétitivité des exportations et cours de change*	115
Corrélation des rendements en dollars sur les marchés monétaires de pays émergents	116
République tchèque et Thaïlande: corrélation des rendements sur le marché monétaire (exprimés en dollars)*	117
Monnaies émergentes: volume de transactions et volatilité	118
Prix des produits de base, cours de change et taux des prêts d'or*	119
Monnaies européennes: cours de change bilatéral par rapport au mark*	120
Cours de change à terme par rapport au mark*	121
Activité sur deux paires de monnaies européennes*	122
Dépôts bancaires internationaux à fin 1997	123

Intermédiation financière et crise asiatique

Secteur bancaire: expansion du crédit et indicateurs	127
Liquidité, cours des actions et prêts bancaires aux marchés émergents*	130
Financements internationaux à destination de cinq pays d'Asie	131
Ratio cours/bénéfices dans certains marchés d'Asie*	132
Dette des marchés émergents: primes*	134
Crise asiatique et notation du crédit souverain	136
Dette extérieure à court terme, en % des réserves de change	137
Flux extérieurs cumulés en Asie	139

Chronologie de la crise	140
Mouvement hebdomadaire des cours des actions: corrélation avec la Thaïlande ...	141
Entrées nettes de capitaux privés en Asie et Amérique latine	142
Engagements officiels de financement	144
Taux d'intérêt et cours de change pendant la crise	146
Taux courts corrigés par deux déflateurs	147
Crédit bancaire: expansion en termes réels*	148
Prix de l'immobilier	149

Marchés internationaux des capitaux

Marchés internationaux des capitaux*	152
Financements nets sur les marchés internationaux (estimations)	153
Principales caractéristiques de l'activité bancaire internationale	154
Prêts bancaires internationaux*	155
Prêts bancaires internationaux: ventilation par monnaie et pays d'origine*	155
Créances des banques sur les pays hors zone	156
Prêts bancaires internationaux à certaines régions*	157
Financements internationaux en Asie et Amérique latine: emprunts bancaires et émissions de titres de dette*	158
Titres internationaux	160
Taux d'intérêt internationaux*	161
Marchés internationaux d'obligations et effets*	162
Marchés de certains instruments financiers dérivés	166
Instruments financiers dérivés négociés sur les marchés organisés	167
Instruments financiers à terme et options négociés sur les marchés organisés*	168
Contrats d'échange négociés*	169

68^e Rapport annuel

*soumis à l'Assemblée générale ordinaire
de la Banque des Règlements Internationaux
tenue à Bâle le 8 juin 1998*

Mesdames, Messieurs,

J'ai le plaisir de vous soumettre le soixante-huitième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice commencé le 1^{er} avril 1997 et clos le 31 mars 1998.

Le bénéfice net de l'exercice s'élève à 259 160 599 francs or, contre 194 289 449 francs or au titre du précédent exercice. Les résultats détaillés de l'exercice 1997/98 sont indiqués dans la section «Bénéfice net et répartition» (page 197 du présent Rapport).

Le Conseil d'administration recommande à la présente Assemblée générale d'affecter, en application de l'article 51 des Statuts de la Banque, la somme de 52 549 459 francs or au paiement d'un dividende de 300 francs suisses par action. Il convient de noter que le dividende payable au titre des 40 actions nouvelles émises au cours de l'exercice sera réglé au prorata en fonction de la date de souscription.

Le Conseil recommande, en outre, de transférer 41 322 228 francs or au Fonds de réserve générale, 3 000 000 de francs or au Fonds spécial de réserve de dividendes et le reliquat, soit 162 288 912 francs or, au Fonds de réserve libre.

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 1997/98 sera payable aux actionnaires le 1^{er} juillet 1998.

Bâle, 20 mai 1998

ANDREW CROCKETT
Directeur Général

I. Introduction: distinguer les symptômes des causes

La récente crise asiatique a fait l'objet, à juste titre, d'une attention considérable. Si certaines difficultés avaient été prévues, la surprise est venue de plusieurs éléments qui n'avaient eu aucun précédent récent: la soudaineté de cette crise, son extension à un nombre de plus en plus grand de pays et l'ampleur de l'effondrement des cours de change et des prix des actifs. Le choc a été d'autant plus rude qu'on s'accordait peu à peu à voir dans l'Asie le modèle du futur. Il n'est pas absolument sûr, en outre, que le pire soit passé. Alors que les marchés financiers se sont quelque peu stabilisés, l'impact de cette crise sur les entreprises des pays concernés et sur les institutions qui leur ont octroyé des prêts ne s'est pas encore fait pleinement sentir et les coûts sociaux qu'elle engendre restent difficiles à évaluer. Rétrospectivement, ses causes internes n'apparaissent que trop clairement et on aurait pu et dû en prévenir l'apparition: expansion excessive du crédit avec, comme conséquence, un développement exagéré du stock de capital, systèmes bancaires insuffisamment contrôlés, bulles des prix des actifs et régimes de change beaucoup trop rigides sont autant de facteurs qui ont joué un rôle plus ou moins important dans chacun des pays touchés. Ce serait une erreur, néanmoins, de conclure que toutes les difficultés auraient pu être facilement évitées si seulement les politiques internes avaient été un peu mieux adaptées. Ces faits se sont produits dans un contexte de déséquilibres macroéconomiques internationaux, qui ont largement contribué aux événements d'Asie et risquent encore d'avoir d'autres prolongements.

Une influence extérieure a joué un rôle important à cet égard: les décalages entre les situations conjoncturelles des principaux pays industriels, qui ont duré beaucoup plus que prévu. La vigueur de la demande intérieure aux États-Unis a fortement contrasté avec la stagnation des dépenses en Allemagne et leur baisse au Japon (chapitre II). Dans une large mesure, le redressement récent du dollar vis-à-vis du mark et du yen pourrait n'être qu'un reflet logique de ces décalages conjoncturels. Pourtant, ils sont eux-mêmes dus à des situations internes inhabituelles. Aux États-Unis, la faiblesse inattendue de l'inflation intérieure a permis à la reprise de se poursuivre et de n'entraîner qu'une réaction très modérée de la politique monétaire. Au Japon, les conséquences néfastes des difficultés du secteur financier continuent à se faire sentir, avec des niveaux de taux d'intérêt exceptionnellement faibles et une forte expansion de la liquidité bancaire. Dans plusieurs pays européens, en outre, les taux sont également restés proches de leurs plus bas niveaux.

Dans de telles circonstances, il n'est pas surprenant que les afflux de capitaux dans d'autres parties de l'Asie se soient intensifiés, créant des tensions sur les cours de change réels et un alourdissement des déficits commerciaux

(chapitre III). Le raffermissement marqué du dollar par rapport à ses creux de 1995, conjugué à la forte position concurrentielle d'une Chine en plein renouveau, a exacerbé ces tensions, compte tenu de la décision prise par les autorités de nombreux pays asiatiques de rattacher leur monnaie au dollar. Les marchés ont fini par réagir en provoquant d'importantes dépréciations nominales, qui n'ont fait que s'amplifier quand les faiblesses internes sont devenues de plus en plus évidentes. À certains égards, ce processus n'est pas sans rappeler les crises du MCE au début de l'actuelle décennie, lorsque les divergences conjoncturelles entre une économie américaine aux prises avec les difficultés du secteur financier et une Allemagne engagée dans la réunification ont mis les monnaies alignées sur un mark en hausse en position d'être attaquées l'une après l'autre.

Au moment où les décalages conjoncturels s'accroissaient entre les principaux pays industriels, l'inflation constatée a généralement convergé à un niveau relativement bas. Ce phénomène s'explique notamment par le fait que les mouvements de change ont amené la demande à se déplacer des pays confrontés à de plus fortes tensions inflationnistes vers ceux qui disposaient de capacités excédentaires supérieures. Mais cette convergence traduit également l'action de forces plus profondes: en particulier, la détermination plus résolue des autorités à maintenir un bas niveau d'inflation (chapitre IV), le resserrement budgétaire en Europe et en Amérique du Nord, la perméabilité accrue des marchés à la concurrence potentielle du fait de leur intégration de plus en plus grande à l'échelle internationale et les effets cumulés de l'investissement massif dans les technologies informatiques et les secteurs qui s'y rattachent. Même si elle ne s'étend pas davantage, la crise asiatique et l'incidence qu'elle exerce sur les prix mondiaux des produits électroniques, du pétrole et des autres matières premières accentueront ces tendances désinflationnistes.

Quelle qu'en soit l'origine, ces pressions désinflationnistes ont provoqué une réaction extrêmement positive des marchés des capitaux, abstraction faite de la crise asiatique. Cette crise elle-même, qui a déclenché une recherche généralisée de la qualité vers la fin de l'année dernière, est apparue plus récemment porteuse d'effets secondaires bénéfiques, en termes de désinflation, pour certains pays industriels. En conséquence, les rendements des obligations de premier rang ont baissé pendant la majeure partie de l'année, puis de façon particulièrement marquée durant les premiers mois de 1998. Les marges appliquées aux emprunteurs, qui s'étaient également rétrécies en 1997, se sont accrues avec le développement de la crise asiatique mais, à la date d'avril 1998, ce mouvement s'était largement inversé. D'ailleurs, les capitaux internationaux ont commencé à refluer vers un certain nombre de pays qui étaient parvenus à repousser les attaques spéculatives au moment des turbulences en Asie. Enfin, après une détérioration en octobre, les marchés des actions de la plupart des pays industriels ont rapidement atteint des niveaux records (chapitre V), indiquant ainsi que les effets de la baisse de l'inflation et des taux d'intérêt prévalaient encore sur les préoccupations que pouvaient avoir les investisseurs à propos des risques encourus ou d'un possible ralentissement de l'expansion des bénéficiaires.

Cet optimisme des milieux financiers repose en partie sur quelques convictions qui peuvent ou non s'avérer justifiées: une «nouvelle ère» de gains

de productivité et d'augmentation des profits serait déjà discernable dans les récentes statistiques sur l'économie américaine; une vague de restructurations en Europe irait dans le même sens; les rendements demeureraient suffisamment élevés dans de nombreuses économies émergentes pour compenser les risques encourus. Cependant, la vive progression des prix des actifs financiers peut aussi masquer des évolutions sous-jacentes potentiellement plus préoccupantes. La première est l'accroissement prononcé de la liquidité mondiale, qui ressort clairement de la récente accélération de l'expansion monétaire dans plusieurs pays et de la faiblesse atypique des taux d'intérêt déjà évoquée. La deuxième concerne les répercussions des modifications observées actuellement dans la structure de l'intermédiation financière internationale. Le secteur des services financiers est manifestement entré dans une période de forte intensification de la concurrence, et certaines banques peuvent avoir été tentées de s'engager dans des opérations comportant un risque inhabituel pour compenser la baisse de rentabilité de leurs activités d'intermédiation. Dans le même ordre d'idées, il convient de prendre en considération le développement croissant, en termes de taille et de présence internationale, des investisseurs institutionnels non bancaires, tels que compagnies d'assurances, fonds de pension ou organismes de placement collectif. La diminution tendancielle des taux d'intérêt nominaux sur les actifs de première qualité peut avoir incité à la fois les propriétaires et les gestionnaires de ces fonds à vouloir préserver leurs rendements sans tenir suffisamment compte de l'augmentation des risques encourus.

La crise asiatique, comme celles qui l'ont précédée au Mexique et dans les pays nordiques, a souligné une nouvelle fois la complémentarité entre stabilité macroéconomique et stabilité financière. Aucune ne saurait suffire à elle seule. De plus, transiger avec l'une augmente considérablement le risque de compromettre l'autre et peut comporter d'importants effets multiplicateurs. Il est vrai que l'engagement des autorités à l'égard de la rigueur budgétaire et de la stabilité des prix bénéficie depuis deux décennies d'un soutien croissant du public. Ces objectifs ont à présent valeur de norme dans la plupart des pays industriels et sont également de plus en plus acceptés dans les économies en développement. Cependant, la nécessité de renforcer les systèmes bancaires et financiers a fait l'objet d'une reconnaissance plus tardive; d'ailleurs, dans certains pays, elle se heurte encore à une forte résistance d'ordre politique, dictée par des sentiments nationalistes et des intérêts bien ancrés.

Au cours des dernières années, les divers comités d'experts nationaux qui œuvrent sous l'égide de la BRI ont consacré une attention croissante aux questions ayant une incidence sur la stabilité du système financier international. En raison de la mondialisation des marchés financiers, les représentants des économies émergentes jouent un rôle de plus en plus grand dans les organismes qui recommandent l'adoption de normes et pratiques internationales. La mise en application des réglementations ne peut qu'être facilitée par une participation des pays directement concernés à leur élaboration; personne, cependant, ne doit se faire d'illusions sur l'ampleur des problèmes qui restent à surmonter et des difficultés qui subsistent. Si la crise asiatique a permis d'accélérer les initiatives nécessaires à une réforme financière au niveau

mondial, alors ses coûts élevés auront au moins eu, en contrepartie, un effet bénéfique important.

Processus de contagion et réactions des autorités

Après la dépréciation initiale du baht thaïlandais en juillet 1997, une vague de pressions spéculatives a déferlé sur un grand nombre de monnaies et de pays de la région. Rétrospectivement, là encore, une telle dynamique n'aurait pas dû surprendre dès lors qu'un facteur déclenchant avait mis le processus en route. Plusieurs des pays touchés présentaient une composition des exportations similaire à celle d'autres économies de la région (chapitres III et VI) et leurs prix (en particulier pour les produits électroniques) s'étaient mis à baisser récemment, ce qui les rendait relativement vulnérables à une dépréciation compétitive. Beaucoup venaient de bénéficier d'importantes entrées de capitaux étrangers à court terme. En outre, nombre d'entre eux passaient pour avoir des institutions financières fragiles, même si le manque de transparence quasi général ne permettait pas d'aboutir à des conclusions tranchées.

Dans un tel contexte d'incertitudes, il n'était que trop facile pour les investisseurs de perdre confiance dans la région asiatique tout entière, d'autant plus que les politiques mises en œuvre pour faire face à la crise apparaissaient inadéquates dans les pays les plus durement touchés (chapitre VII). Un facteur particulièrement important a été le niveau élevé des engagements à court terme en devises des résidents, ce qui pouvait sembler compréhensible après une décennie de stabilité des monnaies, et les efforts déployés pour couvrir leurs positions au fur et à mesure que l'extension de la crise augmentait les probabilités de pertes. Finalement, alors que même les crédits commerciaux se raréfiaient dans certains cas, les événements ont pris la tournure habituelle d'une crise de liquidité ou d'une ruée sur les guichets bancaires.

D'une manière générale, les dommages causés à ce jour par les hausses de taux d'intérêt et les dépréciations de change sont plus ou moins lourds en fonction de la solidité des données fondamentales, en particulier la situation relative des systèmes bancaires nationaux. C'est l'Indonésie qui a le plus souffert, alors que Singapour, Taiwan et Hong-Kong ont été les moins sévèrement touchés. Dans ce dernier cas, les autorités sont parvenues à préserver le lien avec le dollar EU, établi dans le cadre de la caisse d'émission, au prix toutefois de taux d'intérêt nettement plus élevés pendant quelque temps et d'une baisse de la valeur des actifs. Comme beaucoup d'autres, elles ont été bien soutenues par les déclarations réitérées des autorités chinoises écartant toute dévaluation du renminbi. Une telle mesure n'aurait fait que renforcer l'enchaînement vicieux du processus de contagion dans la région et au-delà.

D'autres parties du monde étaient alors déjà affectées à des degrés divers. En Europe orientale, la couronne tchèque avait dû être dévaluée et un plan d'austérité imposé au moment de la crise thaïlandaise. Le rouble russe avait également été l'objet d'attaques spéculatives, qui n'ont pu être contrées qu'au moyen de relèvements très marqués des taux d'intérêt. Au Brésil, la monnaie et la Bourse avaient aussi été soumises à de fortes pressions à l'automne de 1997, enravées cependant par de sévères mesures de resserrement budgétaire et

monétaire. De nombreux autres pays, parmi lesquels la Pologne, la Grèce, l'Estonie et l'Afrique du Sud, ont rencontré, à un moment donné, des difficultés analogues. Par la suite, les marchés asiatiques semblent avoir recouvré une certaine stabilité; les cours de change se sont parfois redressés, permettant généralement une légère baisse des taux d'intérêt. Il est, certes, prématuré d'en conclure que la crise est terminée, en particulier pour les pays dotés d'un système financier fragile ou dont la monnaie s'est fortement appréciée en termes réels ces dernières années.

Les pays industriels ont été, pour l'instant, moins éprouvés par ces événements que certains ne le redoutaient initialement. Cela tient en partie au fait que les exportations en provenance d'Asie n'ont pas encore réagi à la baisse des cours de change mais s'explique également par la réduction des prix des matières premières ainsi que par l'accroissement de la dépense, lié à la détente générale des conditions sur les marchés mondiaux des capitaux au cours des quelque douze derniers mois. Le Japon constitue peut-être à cet égard une exception notable et préoccupante, car les sérieux problèmes internes s'y trouvent encore amplifiés par les difficultés d'autres parties de l'Asie, qu'ils contribuent à leur tour à aggraver.

Après un départ prometteur en 1997, la demande intérieure japonaise s'est fortement contractée à la suite du resserrement brutal de la politique budgétaire en avril. La confiance des consommateurs et des entreprises a été de nouveau ébranlée par une série de chocs: montée du chômage et craintes de restructurations dans l'industrie, crise asiatique et diminution concomitante des exportations vers cette région, fragilité du système financier japonais. Le rationnement du crédit, en particulier pour les entreprises de moindre dimension qui n'ont généralement pas d'autres sources de financement, pèse déjà sur l'économie, et les engagements substantiels des banques nippones envers des débiteurs asiatiques à la solvabilité incertaine ne peuvent qu'amplifier de tels effets. Les autorités ont réagi en adoptant deux programmes de relance plus ambitieux, qui ont complété les nombreux efforts déjà mis en œuvre dans ce domaine. Compte tenu toutefois du consensus existant sur la nécessité d'épargner davantage pour faire face aux pressions démographiques et du caractère temporaire des allègements fiscaux octroyés jusqu'à présent, l'incidence sur la dépense ne s'est pas encore fait pleinement sentir. La liquidité du système bancaire a également été sensiblement accrue pour répondre à l'élargissement des primes de risque, surtout pour les institutions financières du pays. Après avoir temporisé plusieurs années, à cause de l'hostilité de la population envers le recours à des fonds publics pour soutenir le secteur financier, les autorités ont finalement entrepris de s'attaquer à ce problème fondamental. En mars 1998, un montant de ¥13 000 milliards a été affecté à la recapitalisation des banques et ¥17 000 milliards supplémentaires à l'amélioration du système de garantie des dépôts. L'efficacité de la première de ces mesures reste à déterminer, car on ignore encore sur quels critères se fera la distinction entre «bonnes» et «mauvaises» banques et quelles solutions seront trouvées pour résoudre une fois pour toutes les difficultés de ces dernières.

En Europe continentale, les répercussions de la crise asiatique sont relativement plus difficiles à cerner. Si une part notable du commerce extérieur de l'Europe est réalisée avec l'Asie, les commandes à l'exportation n'ont pas

encore nettement commencé à diminuer et les effets liés à l'investissement direct étranger (d'Asie vers l'Europe et vice versa) paraissent faibles pour l'instant. Le fait que les engagements des banques européennes envers l'Asie sont presque aussi élevés que ceux de leurs homologues japonaises pourrait constituer un motif de préoccupation, quelque peu atténué cependant par la meilleure santé financière des premières. Il n'en reste pas moins que le choc de cette crise arrive à un mauvais moment, tout au moins pour quelques pays. La France pourrait présenter encore une certaine vulnérabilité, alors que la demande intérieure vient tout juste de relayer les exportations comme moteur de la croissance. En Allemagne, on ne discerne encore guère de signes d'un processus analogue, même si le chômage a baissé récemment plus que prévu dans la partie occidentale du pays. En outre, l'Europe tout entière est soumise à un durcissement budgétaire substantiel et prolongé, dans le cadre notamment des efforts mis en œuvre pour satisfaire aux critères de Maastricht. Par ailleurs, les incertitudes concernant d'autres mesures – instauration prévue de la semaine de travail de 35 heures en France et en Italie et réforme de la sécurité sociale et de la fiscalité en Allemagne – continuent de se faire sentir.

Malgré tout, l'accélération de la croissance en Europe continentale au cours de 1997 atteste que de puissantes forces ont contribué à la poursuite de l'expansion. Non seulement les taux longs ont baissé et les marchés des actions progressé, mais les monnaies d'Europe continentale se sont affaiblies par rapport à celles des pays plus avancés dans le cycle économique. En fait, comme les opérateurs étaient de plus en plus convaincus que l'euro serait mis en œuvre à la date prévue et dans un large groupe de pays, l'effet de convergence sur les prix des actifs dans les pays périphériques a été stupéfiant. Dans certains d'entre eux, la principale préoccupation concerne à présent la détente excessive des conditions financières et la menace de tensions inflationnistes plus généralisées. Paradoxalement, la crise asiatique pourrait avoir contribué à accentuer cette inquiétude si la décision de la Bundesbank de renoncer à tout resserrement monétaire supplémentaire était due, en partie tout au moins, à la crainte des répercussions que les développements en Asie pourraient avoir sur une économie allemande manquant encore de dynamisme.

Les implications macroéconomiques de la crise asiatique, tant pour les États-Unis que pour le Royaume-Uni, pourraient ne pas être dans l'ensemble mal venues, compte tenu surtout des engagements plus modestes de leurs banques envers les pays touchés. Dans les deux cas, grâce à la forte expansion de la demande intérieure, la production a atteint, et pourrait dépasser, des niveaux qui apparaissaient jusque-là incompatibles avec une inflation stable. À ce jour, les signes manifestes d'inflation sont moins nombreux que prévu, en raison peut-être des gains de productivité, mais un fléchissement de la demande extérieure consécutif à la crise asiatique pourrait être considéré comme une protection contre une telle éventualité. Le fait est également que, dans ces économies, la hausse de la valeur externe de la monnaie a contribué de manière notable à contenir l'inflation. Il est possible, en outre, qu'un statut de valeur refuge, lié aux événements d'Asie et à l'euro, ait favorisé son appréciation.

L'une des implications des bons résultats enregistrés parallèlement dans la lutte contre l'inflation est qu'aux États-Unis et, à un degré moindre, au

Royaume-Uni les taux d'intérêt ont été maintenus à des niveaux plus bas que cela n'aurait été possible autrement. Une complication indirecte viendrait toutefois des répercussions que pourrait avoir l'élargissement du déficit commercial sur la monnaie, ce qui remettrait en cause les acquis en matière de désinflation. En fait, les premières indications à cet égard pourraient apparaître lorsque l'appréciation du dollar et de la livre sterling cessera. Un autre problème est que la faiblesse inhabituelle des taux d'intérêt pourrait contribuer à porter les prix des actifs à des niveaux qui risqueraient d'être insoutenables en cas de montée des tensions inflationnistes et des taux d'intérêt. Si l'une ou l'autre de ces hypothèses se vérifiait, même longtemps après, cela confirmerait ce que le bon sens semble suggérer: les effets définitifs de la crise asiatique seront néfastes pour toutes les parties concernées, mais certaines en souffriront plus que d'autres. La conclusion évidente à en tirer est que les efforts visant à prévenir les crises doivent demeurer au premier rang des priorités, tant des pouvoirs publics que du secteur privé.

Prévention et gestion des crises

Le fait que des crises financières et monétaires ont continué à se produire, et sont même devenues plus fréquentes au cours de l'actuelle décennie, montre clairement que les mesures préventives adoptées jusqu'ici étaient inappropriées. Pourtant, des efforts importants ont été entrepris ces dernières années et des progrès notables ont été accomplis dans certains domaines. Les communiqués qui ont suivi les Sommets du Groupe des Sept, à Halifax, Lyon et Denver, y ont contribué de manière déterminante, comme l'ont fait les documents publiés après le Sommet de Birmingham.

Pour qu'une action préventive soit mise en œuvre pour empêcher l'apparition d'une crise, opérateurs de marché et autorités de contrôle doivent d'abord pouvoir accéder facilement aux informations qui peuvent aider à prévoir la crise. L'an passé, de plus en plus de pays se sont engagés à suivre la norme spéciale de diffusion des données établie par le FMI. Un accord est déjà intervenu, en outre, sur un certain nombre de modifications utiles (en particulier, extension de la couverture par pays, ventilation en fonction du risque final et périodicité trimestrielle) dans les statistiques semestrielles de la BRI sur la ventilation par échéance, secteur et nationalité des prêts bancaires internationaux. Au surplus, il importe de reconnaître que l'amélioration de l'information constitue une condition nécessaire, mais non suffisante, de la prévention. Ce qu'il faut aussi, c'est la capacité d'envisager la crise et la volonté d'agir à l'avance, comme l'a clairement démontré l'expérience asiatique. En dépit de la diffusion de données de la BRI révélant la vulnérabilité croissante de certains de ces pays à un renversement soudain des entrées de fonds bancaires à court terme, le volume de ces concours n'a fait qu'augmenter (chapitre VIII). D'autres problèmes évidents, tels que l'alourdissement des déficits des paiements courants et la baisse de rentabilité de l'investissement, ont été également ignorés. Cela montre que l'utilisation de l'information compte tout autant que sa diffusion.

Diverses initiatives ont déjà été prises pour aider à prévenir les crises en renforçant les systèmes financiers, tant au niveau national qu'à l'échelle internationale. Un rapport sur la fragilité financière dans les marchés émergents,

préparé conjointement par des représentants des économies émergentes et des pays du Groupe des Dix, propose une stratégie pour la formulation de pratiques et principes sains à cet égard. En outre, ce document, largement approuvé par plus de cinquante pays, énonce des recommandations spécifiques concernant la mise en œuvre de cette stratégie avec le concours des institutions financières internationales et d'autres instances. Dans le même ordre d'idées, les Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace, élaborés par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire en collaboration avec des autorités prudentielles de pays hors G 10, ont été présentés lors de l'Assemblée de la Banque mondiale et du FMI, à Hong-Kong. Ces principes ont reçu un accueil très favorable auprès de la communauté financière internationale, et le Comité œuvre actuellement à promouvoir leur application effective avec l'aide notamment de ces deux institutions. Dans le cadre d'un objectif analogue de renforcement du système financier international, le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et le Comité permanent des euromonnaies, qui se réunissent l'un et l'autre à la BRI, ont publié des études et des recommandations couvrant une vaste gamme de sujets. Ceux-ci concernent, entre autres, le risque de règlement dans les opérations de change, les mécanismes de règlement sur titres et instruments dérivés, la liquidité du marché en période de tensions et le problème de l'an 2000. La grande diversité des thèmes abordés souligne la complexité des questions traitées ainsi que l'ampleur de l'effort qui sera nécessaire pour réduire sensiblement les vulnérabilités existant actuellement au sein du système financier international.

La communauté internationale, sous l'égide du Fonds monétaire international, a cherché à stabiliser la situation en Asie au moyen de plusieurs programmes de soutien de liquidité d'une ampleur croissante. Ces dispositifs étaient assortis non seulement des conditions classiques d'action sur la demande et d'une réforme financière, mais aussi de mesures axées sur l'offre afin de favoriser la croissance à plus long terme. Dans certains cas, des efforts ont également été entrepris pour encourager les banques étrangères à reconduire ou à restructurer les dettes d'emprunteurs asiatiques venant à échéance. Si l'on s'est interrogé sur la pertinence de quelques-unes de ces initiatives officielles, ainsi que sur les modalités de leur mise en œuvre, la complexité, voire la nouveauté, de la tâche entreprise par le FMI ne doit cependant pas être sous-estimée. Plusieurs des pays touchés étaient pourtant déjà dotés de politiques budgétaires relativement saines, mais leur vulnérabilité à l'égard d'une détérioration de la confiance des marchés pour d'autres motifs était, malgré tout, exceptionnellement élevée. En outre, c'est la première crise de l'après-guerre où les principaux créanciers internationaux sont des banques et où les principaux débiteurs sont des emprunteurs du secteur privé. Les principes permettant de gérer et de résoudre une crise de cette nature n'étaient pas connus d'avance et font d'ailleurs toujours l'objet de discussions. Dans ce domaine, et dans celui de la prévention des crises, il faudra des années pour que toutes les leçons soient bien assimilées et sans doute encore plus longtemps pour qu'elles soient toutes acceptées et mises en pratique. Cela étant, la Conclusion du présent Rapport annuel envisage cependant certaines recommandations de politique, suggérées par les nombreux événements surprenants de la période sous revue.

II. Évolution dans les pays industriels avancés

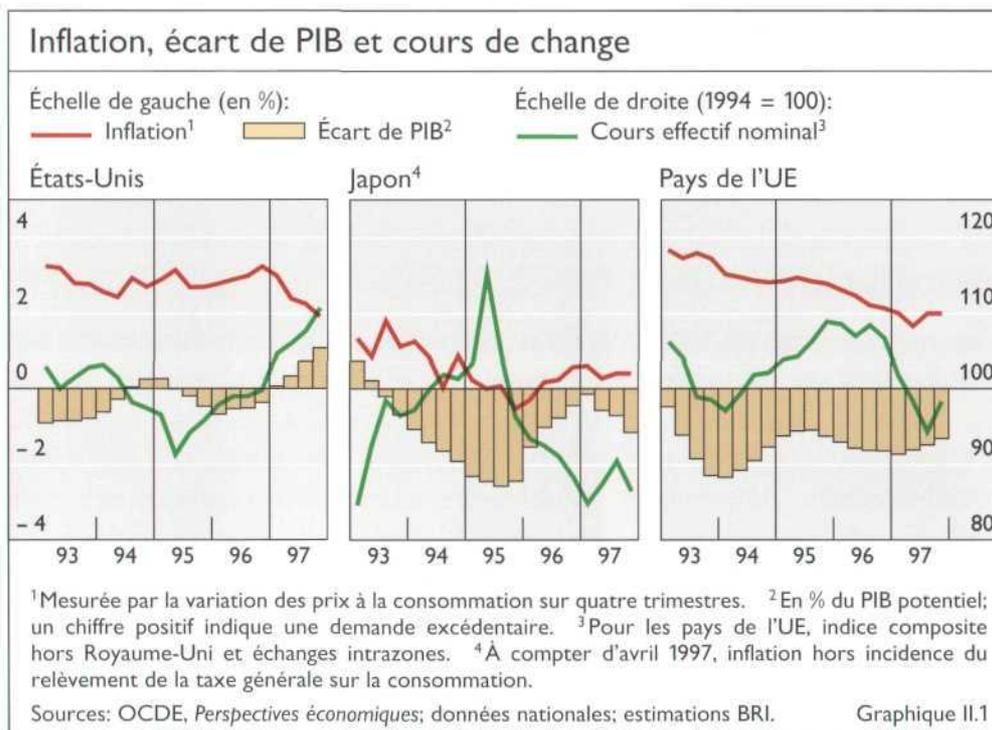
Faits saillants

Contre toute attente, les divergences internationales qui ont caractérisé une grande partie de la reprise conjoncturelle actuelle se sont accentuées l'année dernière. Aux *États-Unis*, la croissance de la production s'est accélérée à près de 4%, alors que, selon la plupart des estimations, elle aurait dû se ralentir progressivement. Au *Japon*, en revanche, après l'expansion rapide du début de 1997, qui reflétait principalement des achats de précaution avant le relèvement de la taxe générale sur la consommation, l'économie a stagné, car la demande intérieure privée n'a pas suffi à compenser l'orientation plus restrictive de la politique budgétaire. Dans les pays de l'*Union européenne*, la croissance moyenne a été plus forte qu'en 1996, tout en restant inférieure à la majorité des prévisions. En outre, les décalages conjoncturels au sein de la région se sont amplifiés, le *Royaume-Uni* et plusieurs des économies de moindre dimension arrivant loin devant les principaux pays du continent.

Ces divergences dans la croissance de la production, conjuguées à l'appréciation du dollar EU et de la livre sterling par rapport à la plupart des autres grandes monnaies, se sont également traduites par une accentuation des déséquilibres extérieurs. La vive expansion des importations a porté le déficit américain des paiements courants à 2% du PIB, tandis que l'excédent japonais, qui avait sensiblement diminué en 1996, a recommencé à progresser en raison de la stagnation de l'économie. L'excédent global des pays de l'UE, qui constitue depuis 1996 la principale contrepartie du déficit américain, s'est encore accru, quelques pays membres enregistrant des records historiques dans ce domaine. Les répercussions potentielles sur les changes de l'augmentation des déséquilibres courants ont toutefois été atténuées par les mouvements de capitaux. L'investissement direct étranger, en particulier, s'est notablement développé, sous l'effet des fusions et acquisitions transfrontières et de la recherche persistante de structures de production plus efficaces.

Les disparités des taux de croissance et des situations conjoncturelles initiales ont également accentué les divergences sur les marchés du travail et des produits. L'économie américaine a abordé 1997 avec une marge de capacités disponibles faible ou nulle, et, par la suite, le taux de chômage est tombé à 4,7%, son niveau le plus bas depuis vingt-quatre ans. Au Japon, en revanche, il a atteint un nouveau sommet. En Europe continentale, le sous-emploi de la main-d'œuvre s'est encore intensifié, avec toutefois d'importantes différences selon la dimension des pays; dans la plupart des cas, cependant, le chômage était en repli en fin d'année. En raison de l'atonie des dépenses d'investissement, l'écart de PIB a été assez faible dans la majorité des économies continentales.

Malgré les différences conjoncturelles, les taux d'inflation ont plutôt convergé, tant entre les grandes économies et régions qu'au sein de l'UE. Ainsi,



l'écart type de la hausse des prix à la consommation dans les pays industriels, qui se situait aux alentours de 3¼% en 1992, est tombé à seulement 1% l'an dernier et a même régressé davantage dans les pays continentaux de l'UE. Cette évolution favorable s'explique notamment par le fait que les monnaies des pays les plus avancés dans le cycle se sont généralement appréciées par rapport à celles des pays qui l'étaient le moins (graphique II.1). En outre, malgré la maturité de la reprise conjoncturelle et contrairement à l'expérience antérieure, les gains de productivité des entreprises américaines se sont accélérés l'an passé, tandis que la production horaire a diminué au Japon. La productivité s'est aussi améliorée en *Allemagne*, mais la réduction concomitante des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est traduite par une augmentation des marges bénéficiaires plutôt que par des baisses de prix, de sorte que la convergence de l'inflation au sein de l'UE n'en a pas été affectée. Enfin, ce mouvement de convergence a également été favorisé par la poursuite du recul des prix dans l'informatique, qui a eu un effet modérateur particulièrement sensible aux États-Unis.

Cette conjonction de conditions divergentes sur les marchés des produits et du travail et de déséquilibres extérieurs croissants, en présence d'une convergence des salaires et des prix, soulève un certain nombre de questions; quelques-unes concernent les problèmes de mesure, mais d'autres sont liées à la détermination et à la coordination adéquates des politiques.

Les sept principales économies

Parmi les principales économies, les trois les plus avancées dans le cycle ont connu une expansion nettement supérieure à leur taux de croissance potentiel. Si les États-Unis et le Royaume-Uni ont abordé 1997 avec une marge de capacités disponibles faible ou nulle, au Canada la reprise a été soutenue par l'existence de

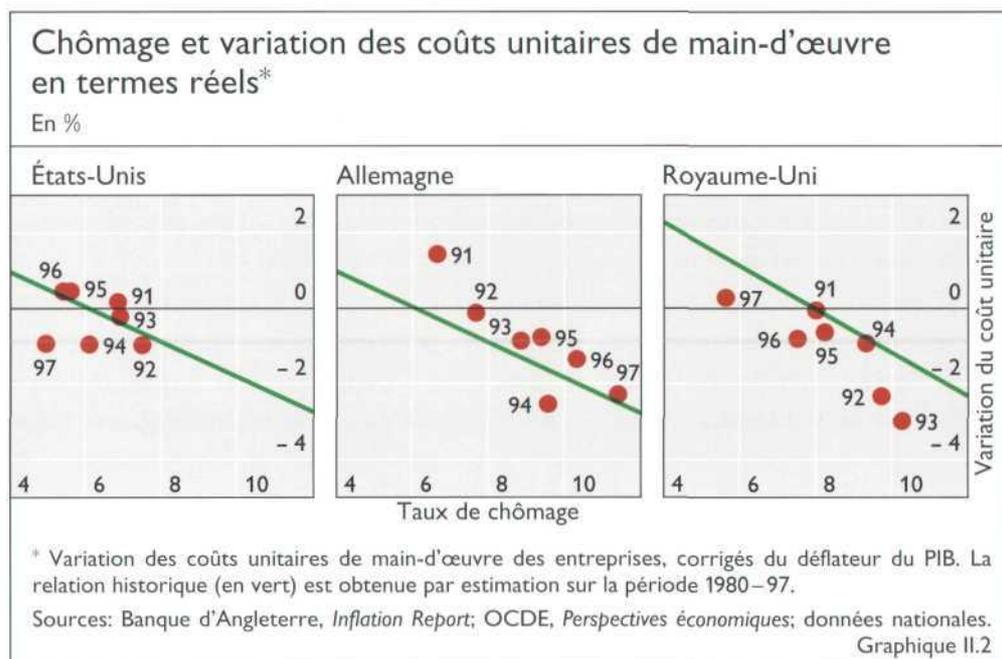
Les résultats exceptionnels de l'économie américaine ...

ressources inutilisées. Les pays anglophones se distinguent, en outre, des autres grandes économies par le rôle moteur de la demande intérieure, par opposition à l'effet de freinage du secteur externe.

Les États-Unis ont enregistré l'an dernier des résultats exceptionnels, tant à l'échelle internationale que par référence au passé. En dépit d'une expansion rapide de la production et du crédit, les déséquilibres macroéconomiques (montée de l'inflation, demande excédentaire de main-d'œuvre, ratios dette/revenu difficilement supportables, etc.) ont été moins apparents que d'habitude à ce stade du cycle. Les gains de productivité importants ont permis une progression simultanée des salaires réels et des bénéfices, de sorte que l'orientation de la politique monétaire est demeurée largement inchangée (chapitre IV). Cependant, malgré la dissipation progressive des craintes de tensions inflationnistes à court terme, les marchés financiers ont conservé leur rôle stabilisateur. Les taux d'intérêt nominaux n'ont pas diminué autant que l'inflation observée ou anticipée, si bien qu'en termes réels les taux ont généralement augmenté. L'appréciation du dollar a eu également une influence équilibrante, en freinant de façon inhabituelle les prix à l'importation et à la consommation (voir ci-après). En dépit de cette appréciation en valeur réelle, le volume des ventes de marchandises à l'étranger s'est accru de près de 16%, portant la part des États-Unis dans les exportations mondiales à son plus haut niveau depuis vingt ans. Si ce résultat s'explique en partie par une compression des marges à l'exportation, il semble aussi que les producteurs étrangers aient encore davantage réduit les leurs sur les ventes aux États-Unis. L'amélioration des termes de l'échange a ainsi exercé un effet bénéfique supplémentaire sur le revenu disponible.

... pourraient dénoter une amélioration des données fondamentales ...

Ces évolutions conduisent à se demander si le niveau de production à partir duquel l'inflation s'accélère a augmenté par référence aux valeurs historiques. Certains facteurs, tels que l'appréciation du dollar EU et la baisse des prix à l'importation, ne sont manifestement que temporaires, bien qu'ils puissent



Le secteur informatique dans l'économie américaine ¹			
	1992	1997	1992-97
	en % du total		variation annuelle, en %
Production réelle du secteur	0,8	4,0	40,6
Investissement réel en équipement informatique	5,6	20,1	38,7
Stock net réel d'équipement informatique ²	1,7 ³	2,6 ³	24,5
PIB réel (hors informatique)	99,2	96,0	2,2
PIB réel (total)	100,0	100,0	2,9
Déflateur du PIB (hors informatique)	-	-	3,0
Déflateur du PIB (total)	-	-	2,4

¹ Prix de 1992. ² Chiffres de 1992 et 1995. ³ Stock d'ordinateurs et de périphériques par rapport au stock de capital productif du secteur privé, en termes nets.
Source: US Department of Commerce, *Survey of Current Business* (et informations directes).
Tableau II.1

continuer à freiner un moment l'inflation. De même, l'accroissement plus rapide de l'offre sur le marché du travail, consécutif au durcissement de la réglementation sur les prestations sociales, et la modération des charges patronales ne ralentiront que momentanément la hausse des coûts de main-d'œuvre. D'autres facteurs, par contre, pourraient entraîner des changements plus durables. Premièrement, le taux d'utilisation des capacités dans l'industrie manufacturière demeure inférieur à ses maximums antérieurs, ce qui laisse penser que la vive expansion de l'investissement a notablement accru le potentiel de production; dans les secteurs où la production est plus difficile à mesurer, un effet analogue a pu se faire sentir. Deuxièmement, comme au Royaume-Uni, le comportement des salaires semble s'être modifié, ce qui peut abaisser le niveau de chômage à partir duquel l'inflation s'accélère (graphique II.2). Troisièmement, étant donné que la demande s'est déplacée vers des secteurs où la limite entre variations réelles et nominales est plus difficile à déterminer, le taux d'inflation peut être surévalué et la croissance de la production – mais pas nécessairement le potentiel productif – sous-évaluée. Quatrièmement, le bond de l'investissement en informatique a pu élever le niveau de la production potentielle et contribuer à la forte amélioration de la productivité l'an passé. Le tableau II.1 montre, en effet, que ce secteur a eu une influence sensible et bénéfique sur la croissance effective du PIB et a permis également de freiner l'inflation au cours des cinq dernières années.

Des incertitudes demeurent, cependant, concernant le rendement de cette forme d'investissement ainsi que son apport à la croissance potentielle et à la productivité totale des facteurs. Son expansion a certes été très rapide, mais, en raison d'un taux d'obsolescence élevé, il continue de ne représenter qu'une faible proportion du stock net de capital du secteur privé et sa contribution à la croissance à long terme est donc assez modeste. En outre, étant donné le rythme de l'évolution des technologies et du développement de l'investissement, il est possible que les entreprises n'aient pas encore pu adapter leurs structures d'organisation et de production pour profiter pleinement des innovations. Enfin, il convient de rappeler que les difficultés à mesurer l'activité et la productivité

... dont l'ampleur demeure toutefois incertaine

associées aux technologies nouvelles n'entraînent une incertitude sur la croissance potentielle que si elles affectent la production finale, et pas simplement intermédiaire.

Forte reprise de la demande au Canada ...

Après une certaine apathie en 1996, la demande intérieure a fortement repris l'an passé au *Canada*, par suite des effets différés de la baisse des taux d'intérêt et du regain de confiance suscité par l'amélioration des conditions sur le marché du travail. Le solde des administrations publiques étant devenu excédentaire, la politique budgétaire a pu être assouplie, mais, fait plus important, la prime de risque sur les obligations canadiennes a disparu grâce à un assainissement budgétaire efficace. En conséquence, l'investissement privé en capital fixe a progressé de près de 15% et, comme la confiance des consommateurs et les dépenses des ménages se sont également accrues, le taux d'épargne de ces derniers est tombé à son plus bas niveau de l'après-guerre. Compte tenu du dynamisme de l'économie américaine, de la position concurrentielle relativement favorable du Canada et de son écart de PIB élevé, la détérioration du solde commercial a été étonnamment marquée. Les importations ont augmenté de 12½% en termes réels, en raison de l'évolution de la demande intérieure vers des biens à contenu élevé d'importations. En outre, pour la deuxième année consécutive, la progression des exportations du Canada a été nettement inférieure à celle de ses marchés extérieurs. Cette situation peut s'expliquer par une majoration des marges des exportateurs canadiens, comme l'indique la hausse des prix relatifs des exportations, supérieure à celle des coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre.

... et au Royaume-Uni

Au *Royaume-Uni*, la consommation des ménages a également fortement augmenté, en raison notamment du dynamisme du marché du travail, mais aussi de gains de patrimoine importants résultant de la démutualisation des sociétés de crédit immobilier et compagnies d'assurances. L'accroissement du patrimoine et du revenu disponible, conjugué au renchérissement de l'immobilier, a en outre stimulé l'investissement dans l'immobilier d'habitation et d'entreprise. De plus, comme aux États-Unis, l'amélioration des termes de l'échange a favorisé l'augmentation des salaires réels et des bénéfices et soutenu le revenu disponible sans générer de tensions inflationnistes. Cependant, des signes de modération salariale ont été observés; le taux de chômage à partir duquel les salariés résistent à une baisse de la part des salaires semble, en effet, avoir diminué par comparaison avec les années 80 (graphique II.2). Contrairement au Canada, la contribution négative du solde commercial est demeurée modeste durant la majeure partie de l'année, car les exportateurs ont réagi à l'appréciation de la monnaie en réduisant leurs marges afin de préserver leurs parts de marché. Le cours de change effectif réel, mesuré par les coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre, a progressé de 26% depuis 1995 mais, en termes de prix relatifs des exportations, sa hausse n'est que de 12%.

Reprise inégale en Allemagne ...

S'agissant de l'Europe continentale, la croissance de la production en *Allemagne* est demeurée légèrement inférieure au taux prévu pour 1997. Ce phénomène traduit notamment l'intensité du marasme dans le secteur de la construction, dont les répercussions sur l'activité ont été très prononcées dans les Länder de la partie orientale. En outre, malgré des transferts budgétaires représentant 4% du PIB par an depuis la réunification, l'ex-RDA n'est pas encore

parvenue à une croissance autonome. Le revenu par habitant n'y atteint pas 60% de celui de l'ouest du pays et, en raison du niveau élevé des coûts unitaires de main-d'œuvre en termes réels, le secteur des services n'y est pas suffisamment concurrentiel et flexible pour absorber la main-d'œuvre libérée par celui de la construction. En conséquence, le taux de chômage est monté à près de 20% l'an dernier.

La situation sur le marché du travail s'est également détériorée dans la partie occidentale du pays, où l'emploi a reculé pour la troisième année consécutive en raison des efforts des entreprises pour réduire les coûts et améliorer l'efficacité. De ce fait, les gains de productivité se sont accélérés et les coûts unitaires de main-d'œuvre ont diminué, tant en valeur absolue que par rapport aux partenaires commerciaux de l'Allemagne. Malgré l'expansion des exportations qui en est résultée et l'augmentation de la part des bénéficiaires, la reprise de l'investissement en capital fixe des entreprises a été relativement modeste, ce qui peut traduire un niveau de confiance bas, bien qu'en hausse, face à des réformes structurelles inadaptées. De même, la confiance des ménages est restée faible et leurs dépenses n'ont pas redémarré comme escompté.

En France, le manque de dynamisme des dépenses des ménages a aussi été largement responsable de la faiblesse relative de la croissance au premier semestre de 1997. Au second, cependant, la demande intérieure a pris le relais des exportations nettes comme principal moteur de l'expansion. Sous l'effet de la baisse des taux d'intérêt, l'investissement en logements est reparti et la consommation s'est accrue. Toutefois, comme en Allemagne, l'investissement en capital fixe des entreprises a été relativement bas, malgré des bénéficiaires élevés, ce qui peut s'expliquer par une réorientation de la charge fiscale, du travail vers le capital. En outre, les incertitudes concernant les implications, en termes de coûts, de la semaine de trente-cinq heures, qui entrera en vigueur en l'an 2000, peuvent avoir freiné l'investissement.

En Italie, la reprise amorcée à la fin de 1996 s'est affirmée l'an dernier, malgré certains «vents contraires». Premièrement, surtout pour satisfaire le critère de Maastricht, le déficit budgétaire et sa composante structurelle ont été réduits d'un montant sans précédent, correspondant à 4% du PIB, soit près de la moitié de l'assainissement réalisé depuis 1991. Deuxièmement, bien que les taux d'intérêt nominaux courts et longs aient diminué grâce à la discipline budgétaire et au recul de l'inflation, les taux réels sont demeurés relativement élevés, ce qui a pu entraver la construction de logements et l'investissement productif. Troisièmement, en dépit de la modération salariale, les exportateurs, confrontés à une appréciation de la lire en termes réels, semblent avoir comprimé leurs marges pour conserver leurs parts de marché. Ainsi, les dépenses des ménages ont constitué le principal moteur de la croissance en Italie l'an dernier, mais essentiellement sous l'effet d'incitations spéciales à l'achat d'automobiles et d'une nouvelle baisse du taux d'épargne.

Au Japon, qui avait enregistré la plus forte croissance au sein des grands pays en 1996 et où la production demeurait soutenue au premier trimestre de 1997, l'activité a stagné durant le reste de l'année. La principale raison de ce ralentissement réside dans le resserrement budgétaire opéré à partir du 1^{er} avril. Le relèvement des impôts directs et indirects et la réduction drastique des

... où la demande de main-d'œuvre baisse et les dépenses des ménages stagnent

La demande intérieure assure le relais en France ...

... et en Italie, malgré certains «vents contraires»

Le Japon au bord de la récession

dépenses de travaux publics ont entraîné une diminution du déficit structurel équivalant à 1½% du PIB. En outre, la dynamique propre du secteur privé s'est révélée plus faible que prévu, ce qui suggère que les diverses mesures de stimulation budgétaire introduites en 1992–95 ont sans doute été plus efficaces qu'on ne le pensait jusqu'à présent. En effet, lorsqu'elles ont pris fin, les dépenses des ménages ainsi que la construction de logements et l'investissement en capital fixe des entreprises ont beaucoup régressé, tandis que les excédents de stocks ont augmenté. Par la suite, alors que l'économie était proche de la récession, pour ne pas dire plus, et que les prix des actions et de l'immobilier continuaient de baisser, les encours de créances douteuses, héritées de la période antérieure marquée par la volatilité des prix des actifs, ont de plus en plus empêché et dissuadé les banques de prêter. Les petites et moyennes entreprises, notamment, plus dépendantes de l'économie interne et moins en mesure de se procurer des financements extérieurs que les grandes sociétés à vocation exportatrice, ont été durement touchées par le resserrement des conditions de crédit et ont été les premières à réduire leurs dépenses d'investissement. D'amples injections de liquidités par la Banque du Japon et diverses mesures budgétaires destinées à renforcer le système financier (chapitre IV) n'ont réussi que partiellement à atténuer ces problèmes. Enfin, lorsque les conditions du marché du travail se sont détériorées et que les effets de la crise dans d'autres pays d'Asie se sont fait sentir, la confiance des ménages et des entreprises a été ébranlée. Cette situation, conjuguée aux incertitudes croissantes sur la solidité du système financier, a amplifié l'action des forces déflationnistes dans l'économie. Sur l'ensemble de l'année, la demande intérieure a fléchi de près de 2% et seule la vive augmentation des exportations nettes a permis d'éviter une baisse équivalente du PIB réel.

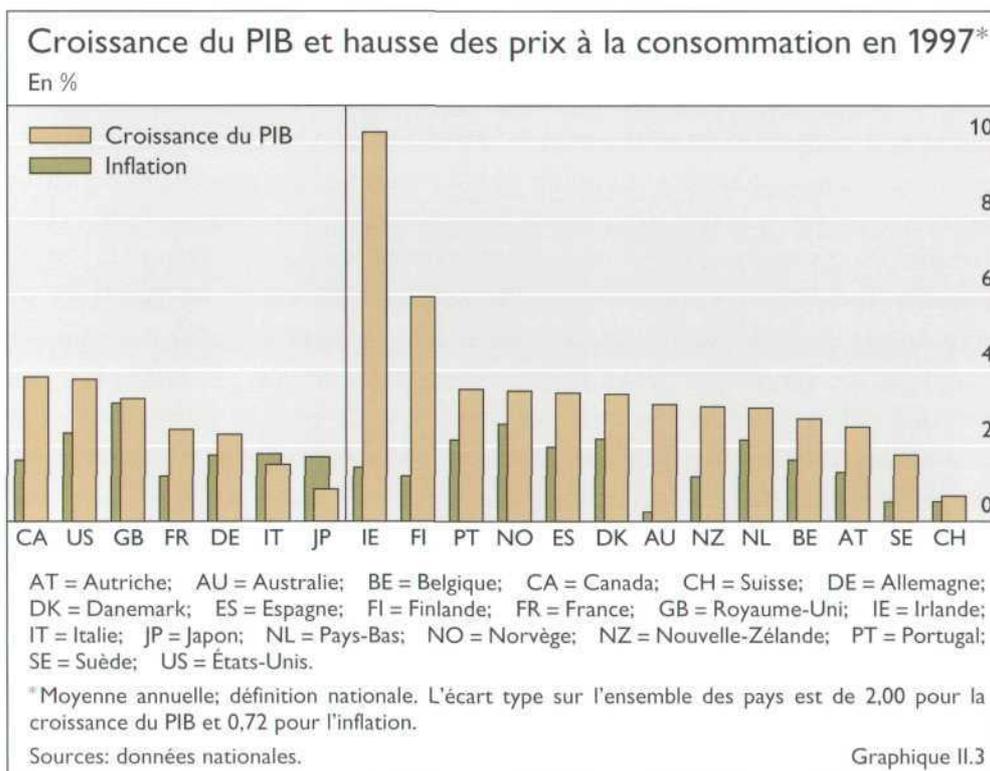
Autres pays industriels

Bons résultats des
pays européens de
moindre dimension

Les pays industriels de moindre dimension ont été caractérisés, l'an dernier, non seulement par une croissance de la production beaucoup plus rapide que dans les pays du Groupe des Sept, mais aussi par une inflation inférieure (graphique II.3). Cela a été le cas en Europe, en particulier, où plusieurs de ces pays ont abordé 1997 avec un cours de change réel relativement bas et ont été en mesure de conjuguer une forte progression de la demande intérieure avec une expansion des exportations nettes. Dans l'ensemble, les économies de moindre dimension sont également allées plus loin que les grands pays dans la déréglementation des marchés du travail et des produits; dans divers cas, la politique des revenus et/ou les engagements de change ont contribué, en outre, à y maintenir une faible inflation. De plus, elles semblent avoir davantage profité de la convergence des taux d'intérêt. Toutefois, dans quelques pays où la poussée de la demande a été exceptionnellement rapide, la convergence des taux nominaux a paru être en nette contradiction avec les conditions monétaires requises pour réduire le risque d'une remontée de l'inflation à court terme (chapitre IV).

Contribution
positive de l'offre
en Irlande ...

Le dynamisme de l'offre a été particulièrement sensible en Irlande, où la croissance de la production atteint plus de 9½% par an en moyenne depuis 1994. De plus, malgré l'augmentation de l'écart de productivité entre industries de pointe tournées vers l'exportation et secteurs protégés ainsi que la récente



pénurie de main-d'œuvre qualifiée, la hausse des salaires nominaux est demeurée faible. La politique budgétaire expansionniste et la progression rapide des prix des actifs et du crédit intérieur font toutefois peser un risque de surchauffe. Pour y remédier, la livre irlandaise a été réévaluée au sein du MCE au début de 1998. En *Finlande*, l'essor comparable du secteur à haute technologie, conjugué à la reprise vigoureuse de la sylviculture et à la confiance grandissante dans les politiques macroéconomiques, a permis une croissance du PIB de 6% l'an passé. Les dépenses d'investissement et les exportations ont été particulièrement soutenues. En outre, les ménages semblent avoir réduit leur épargne au rythme de l'assainissement budgétaire et du recul du chômage; ce dernier est dû à l'extension de la reprise aux secteurs des services à forte intensité de main-d'œuvre. Malgré tout, à près de 13%, le taux de chômage demeure nettement plus élevé que dans la plupart des autres pays.

... et en Finlande

Soutenue par le secteur pétrolier et gazier ainsi que par un accord général sur la politique des revenus, l'économie de la *Norvège* enregistre une croissance moyenne de 4½% par an depuis 1993. Malgré des taux courts maintenus à de bas niveaux pour éviter une détérioration de la position concurrentielle des industries traditionnelles suite à des tensions sur le change, le taux moyen d'inflation a été contenu aux alentours de 2½%. Cependant, l'assouplissement de la politique budgétaire provoque un resserrement des conditions sur le marché du travail et accentue la progression des salaires. En *Islande*, les principaux moteurs de la croissance, l'an passé, ont été l'investissement dans les industries liées à l'énergie et la forte augmentation des dépenses des ménages. La politique des revenus axée sur la fiscalité et l'appréciation de la monnaie ont empêché l'accélération de la hausse des salaires d'attiser l'inflation. Le *Danemark* a également bénéficié d'une croissance rapide ces dernières années, due

Croissance également soutenue en Norvège ...

... en Islande et au Danemark

essentiellement à la vigueur des dépenses des ménages, engendrée par la revalorisation des logements, et à l'amélioration de la situation sur le marché du travail. En contribuant à réduire l'écart d'intérêt avec l'Allemagne, l'assainissement budgétaire a stimulé les composantes de la demande sensibles à l'évolution des taux. Comme ces composantes ont généralement un fort contenu d'importations, les exportations nettes et l'excédent extérieur ont diminué.

Reprise généralisée
aux Pays-Bas et en
Espagne ...

Aux *Pays-Bas*, l'expansion de la demande a été stimulée par les gains de patrimoine liés à la hausse des prix des logements et à la forte progression de l'emploi, grâce à des politiques favorisant l'offre de travail. Il apparaît également que l'augmentation modérée des salaires nominaux et réels, conjuguée au gonflement de la part des profits et au faible niveau des taux d'intérêt, a favorisé les investissements de capacité, ce qui a pu avoir un effet bénéfique sur le potentiel de production. Des facteurs pratiquement similaires semblent être intervenus en *Espagne*, qui a enregistré l'an dernier ses meilleurs résultats de la décennie. La croissance s'est accélérée à 3½%, tandis que l'inflation est passée au-dessous de l'objectif de 2½% fixé par la banque centrale. Cette évolution s'explique en partie par la baisse des taux d'intérêt, qui a contribué à atténuer la hausse des coûts unitaires réels de main-d'œuvre et empêché une diminution des bénéfices. Soutenu par les réformes des marchés du travail et des produits, l'emploi a progressé de 3%. En outre, comme l'Espagne a abordé 1997 dans une position concurrentielle relativement favorable, la balance commerciale a apporté une contribution positive à la production ainsi qu'au solde extérieur. Au *Portugal*, en revanche, l'apport des exportations nettes à la croissance a régressé, tombant à -2½% du PIB, même si la politique des revenus a aidé à freiner la progression des salaires nominaux. L'équipement en infrastructures a constitué un facteur essentiel d'accroissement de la demande intérieure, mais d'autres composantes de l'investissement se sont également renforcées du fait de la baisse des taux d'intérêt. En *Grèce* aussi, le solde commercial a fléchi, les politiques de stabilisation fondées sur le change n'ayant apparemment rencontré qu'un faible écho sur le marché du travail, où les coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre ont augmenté. C'est en partie pour cela que le change a fait l'objet de fortes pressions au début de 1998, qui ne se sont relâchées qu'après l'entrée de la drachme dans le MCE et sa dévaluation de 12,3% par rapport à l'Écu.

... mais baisse des
exportations nettes
au Portugal et en
Grèce

Dans les quatre autres pays d'Europe occidentale, l'activité économique s'est également renforcée l'an dernier, mais la croissance est demeurée sous la moyenne européenne. Second point commun: la contribution apportée à la reprise par les exportations nettes, tandis que le rôle de la demande intérieure a été très différent. En *Belgique*, l'investissement en capital fixe des entreprises a été dynamique et les dépenses des ménages se sont redressées, sous l'effet de l'expansion des salaires réels quand leur blocage a cessé. En *Autriche*, la progression rapide des exportations, notamment vers l'Europe orientale, a fourni une vive impulsion, alors que la consommation est restée apathique en raison de l'alourdissement de la fiscalité et de la stagnation du revenu disponible réel. En *Suède*, en revanche, l'accroissement de la consommation s'est amplifié. La confiance revenue, les ménages ont réagi au recul persistant de l'emploi, dû notamment à une poussée salariale relativement forte, en réduisant leur épargne. Les dépenses d'investissement des entreprises ont également été soutenues,

Renforcement
de l'activité en
Belgique, Autriche
et Suède ...

tandis que l'investissement dans le logement s'est effondré lorsque les dégrèvements fiscaux temporaires ont pris fin. En Suisse, la stagnation qui durait depuis 1991 semble s'être interrompue à la mi-1997, après le redémarrage des exportations par suite de la dépréciation de la monnaie. Bien que la demande de main-d'œuvre et le revenu disponible réel des ménages aient continué de baisser, la progression de la consommation a été positive, car, comme en Suède, les ménages ont moins épargné, avec un taux revenant de plus de 10% à environ 7% au cours de la décennie.

... et fin de la stagnation prolongée en Suisse

L'Australie, en revanche, a bénéficié ces dernières années d'une nette amélioration de l'épargne des ménages, qui peut s'expliquer indirectement par l'expansion progressive des fonds de pension privés. Toutefois, les principaux moteurs de la croissance en 1997 ont été la consommation des ménages et la reprise de l'investissement dans le logement. Avec l'abaissement des taux d'intérêt parallèlement au recul de l'inflation et l'amélioration de la capacité d'autofinancement des entreprises, l'investissement en capital fixe s'est également accéléré. Du fait du tassement de la demande dans les pays d'Asie et de l'affaiblissement des marchés des matières premières, la contribution du solde commercial est cependant devenue négative. En Nouvelle-Zélande, la croissance s'est ralentie au premier semestre de 1997, reflétant les effets différés du resserrement de la politique monétaire et de l'appréciation de la monnaie qui en est résultée. Par la suite, les conditions monétaires ont été assouplies, en raison de la baisse de l'inflation et des craintes de répercussions plus importantes de la crise asiatique.

La crise asiatique affecte la croissance en Australie et en Nouvelle-Zélande

Dosage des politiques macroéconomiques

Les développements analysés ci-dessus ont été fortement influencés par la modification du dosage des politiques budgétaire et monétaire, qui s'est encore accentuée l'an dernier. La politique budgétaire a été nettement resserrée dans presque tous les pays, de sorte que la diminution des déficits structurels a représenté plus de 1% du PIB du groupe des pays industriels. Tous les pays sauf le Japon ont enregistré un excédent de leur solde primaire. Parallèlement, la politique monétaire a été généralement assouplie en 1997 et, dans plusieurs cas, la dépréciation de la monnaie a amplifié ce mouvement.

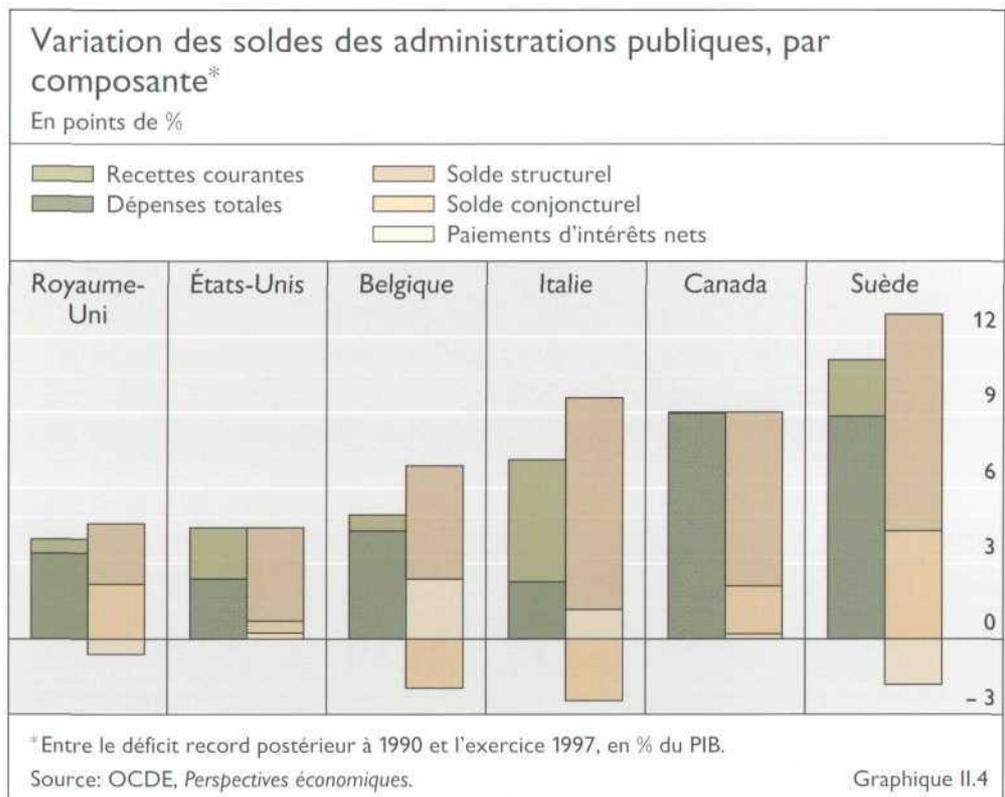
Modification du dosage des politiques

Dans une perspective à plus long terme, la contraction des déficits budgétaires a atteint plus de 3% du PIB, voire davantage dans certains pays, par rapport à leurs records de 1992-93. Ainsi, le besoin de financement des administrations publiques a été réduit de plus de 11% du PIB en Suède et de 7-10% en Italie, au Canada, en Finlande et en Grèce. Au Royaume-Uni, également, le solde budgétaire s'est nettement redressé. Pour consolider ces gains, le gouvernement britannique a récemment proposé un code de stabilité budgétaire visant à limiter les déficits futurs aux seules dépenses d'équipement et à accroître la responsabilité.

Assainissement budgétaire notable ...

Tous les pays ont mis en œuvre des politiques d'assainissement énergiques et c'est en grande partie grâce à des mesures discrétionnaires que les déficits ont pu être réduits; toutefois, les moyens utilisés ont été différents. Comme le montre le graphique II.4, la compression des dépenses a généralement été

... reflétant essentiellement une réduction des dépenses



prépondérante. En Italie, cependant, ce résultat a été dû principalement à l'alourdissement de la fiscalité, tandis qu'aux États-Unis il provient autant d'une hausse des impôts que d'une baisse des dépenses. À l'exception de l'Italie et de la Belgique, les paiements d'intérêts nets n'ont guère diminué ou ont, en fait, augmenté, ce qui laisse penser que les émissions de titres à taux fixe représentent une part notable du financement de la dette publique mais traduit également l'influence d'importants déficits dans certains pays.

Le recul généralisé de l'épargne des ménages ...

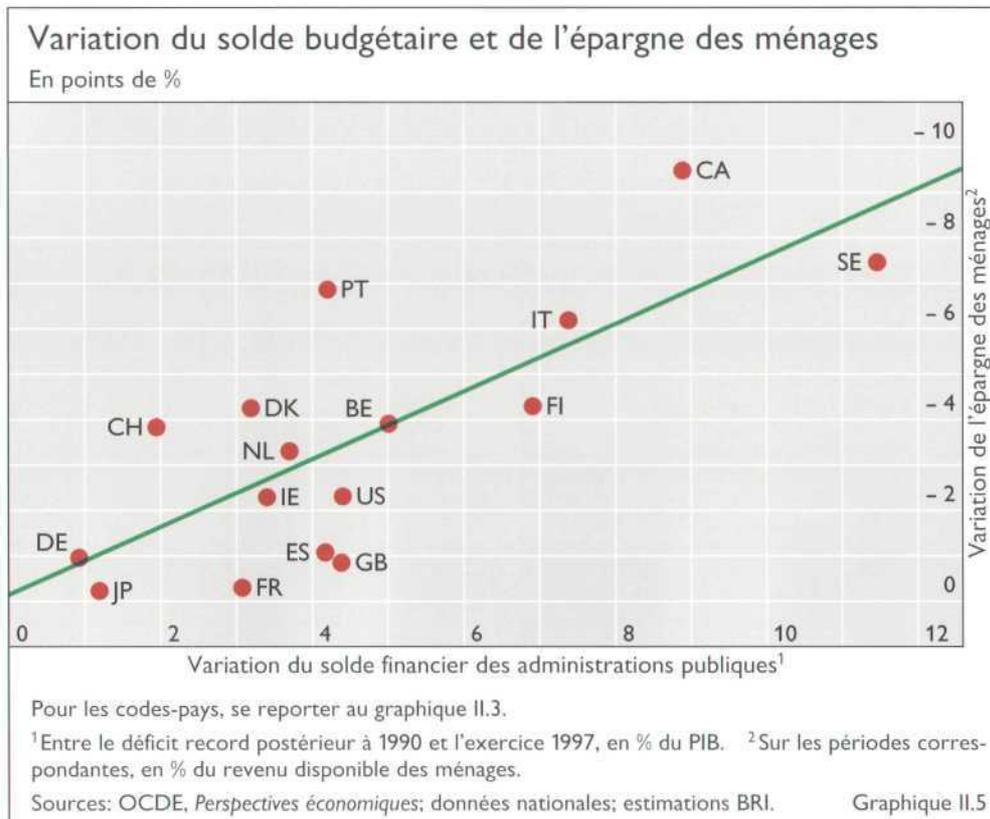
Malgré l'assainissement budgétaire, l'épargne intérieure totale a relativement peu augmenté. En fait, dans plusieurs pays, le taux d'épargne des ménages a diminué parallèlement à la réduction du déficit budgétaire, notamment au Canada et en Suède (graphique II.5). Comme on le verra ci-après, cette diminution peut s'expliquer par la forte hausse des cours des actions et les gains de patrimoine

Évolution de l'épargne intérieure dans certains pays

	États-Unis		Canada		Italie		Suède		Danemark	
	1992*	1997	1992*	1997	1991*	1997	1993*	1997	1993*	1997
	en % du PIB									
Épargne totale	14,5	17,2	14,3	18,7	18,5	20,7	11,2	17,4	20,0	20,6
Publique	-1,1	2,8	-4,7	2,4	-5,2	0,7	-7,6	0,9	-0,7	2,1
Privée	15,6	14,3	19,0	16,3	23,7	19,9	18,8	16,5	20,8	18,4
Ménages	4,6	2,8	7,6	1,1	15,9	10,7	4,9	0,4	4,6	1,8
Entreprises	11,0	11,5	11,4	15,1	7,8	9,2	13,9	16,1	16,2	16,6

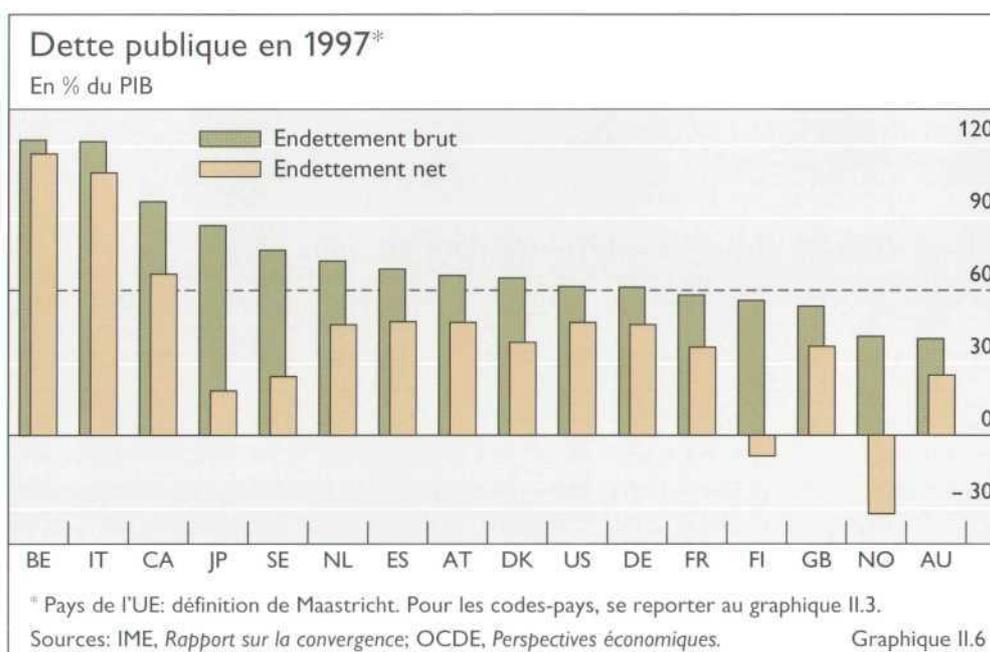
* Année du déficit record des administrations publiques postérieur à 1990.
Sources: données nationales; estimations BRI.

Tableau II.2



ainsi réalisés ces dernières années. La nouvelle répartition du revenu des facteurs en faveur des bénéficiaires peut également avoir accru l'épargne des entreprises au détriment de celle des ménages (tableau II.2).

Le fait que l'épargne intérieure n'ait pas progressé au rythme de l'assainissement budgétaire a pu empêcher une baisse plus prononcée des taux à long terme. Si les taux réels sont demeurés élevés, c'est sans doute parce que les ratios dette publique/PIB l'étaient aussi (graphique II.6); ils se sont même accrus



... suscite des préoccupations concernant la charge future au titre des retraites et des systèmes de santé

dans les pays où la croissance du PIB a été relativement lente au cours de l'actuelle décennie. Ces évolutions, conjuguées au vieillissement de la population dans les pays industriels et à l'approche du départ en retraite des générations du «baby boom», suscitent également des préoccupations à plus long terme. L'accroissement des charges au titre des retraites et des systèmes de santé risque de dégrader fortement les soldes budgétaires dans les prochaines décennies. Cette menace, à laquelle s'ajoute un endettement public élevé, signifie que la viabilité budgétaire à moyen terme n'est toujours pas assurée. Plus important encore, indépendamment de toute réforme visant à réduire le poids budgétaire que représente le vieillissement des populations, est le fait que, pour assurer le financement des retraites des générations du «baby boom» sans altérer le niveau de vie des futurs actifs, il faut une production par heure ouvrée plus soutenue. Or, un tel résultat n'est guère possible sans une augmentation des taux d'épargne et d'investissement, et la réaction plutôt timide, pour l'instant, de l'épargne intérieure à l'assainissement budgétaire est préoccupante. Elle l'est d'autant plus que certains pays tendent actuellement à réduire l'apport de main-d'œuvre en abaissant la durée hebdomadaire du travail et que, d'une manière générale, on ne parvient pas à éliminer les contre-incitations, pour la main-d'œuvre plus âgée, à participer à l'activité économique.

Évolution du patrimoine financier et des dépenses

Les gains de patrimoine sur actions ...

Les gains de patrimoine importants réalisés par les ménages, ces dernières années, grâce en particulier à la hausse des cours des actions, peuvent expliquer l'augmentation relativement modeste de l'épargne nationale en période d'assainissement budgétaire substantiel. Si les projets de dépenses et d'épargne des ménages dépendent en partie de leur patrimoine net, un renchérissement des actifs aura alors tendance à réduire leur taux d'épargne. Or, comme l'expose le chapitre V, la plupart des pays industriels ont enregistré d'importantes plus-values sur actions durant ces années, les marchés boursiers n'ayant cessé de franchir de nouveaux sommets.

... stimulent les dépenses des ménages aux États-Unis et au Royaume-Uni ...

Le tableau II.3 présente les variations des cours des actions en termes réels et leur incidence éventuelle sur la consommation dans quatre pays en 1995–97. Durant cette période, les États-Unis ont enregistré les plus fortes plus-values sur actions et c'est aussi dans ce pays que l'essentiel du patrimoine financier des ménages est détenu sous cette forme. Par conséquent, l'incidence estimée sur la consommation est substantielle. Depuis trois ans, la contribution de ces plus-values à la croissance de la consommation a peut-être progressé régulièrement, passant d'environ ½ point de pourcentage à près d'un point, ce qui représente approximativement un quart de l'accroissement total de la consommation. De même, ces gains ont joué un rôle important au Royaume-Uni en 1996–97 et pourraient être à l'origine de quelque 10% de l'augmentation totale des dépenses des ménages.

... mais n'ont qu'une incidence limitée dans les autres pays

En Allemagne, en revanche, les cours des actions n'ont eu qu'une incidence limitée sur la consommation, surtout parce que le patrimoine financier des ménages ne contient que 6% de ces titres. Au Japon, où cette proportion est pourtant tout aussi faible, l'existence d'une corrélation positive entre d'une part l'évolution des cours des actions et d'autre part la variation des prix immobiliers

Variation des cours des actions et consommation des ménages dans certains pays

	Cours des actions (en termes réels)			Incidence sur la consommation réelle (estimations) ¹			Pour mémoire ²
	1995	1996	1997	1995	1996	1997	1997
	variation annuelle, en % ³						en %
États-Unis	26,6	17,8	28,4	0,43	0,51	0,84	28,0
Japon	-4,2	5,1	-20,5	-0,51	0,90	-0,65	6,0
Allemagne	0,5	16,9	32,7	-0,13	0,02	-0,13	6,0
Royaume-Uni	12,4	9,0	16,1	-0,19	0,58	0,45	20,0

¹ Valeur obtenue par régression de l'augmentation trimestrielle de la consommation sur sa propre valeur décalée, l'écart taux long-taux court décalé et un décalage de quatre périodes de la variation des cours des actions. ² Part du patrimoine financier des ménages détenue en actions. ³ D'un quatrième trimestre à l'autre.

Sources: données nationales; estimations BRI.

Tableau II.3

et de la confiance des consommateurs peut expliquer que cette incidence y apparaît relativement importante. Selon les estimations, la baisse de 20% des cours des actions en termes réels, l'an passé, conjuguée au niveau exceptionnellement bas de la confiance des consommateurs, pourrait justifier en grande partie le recul, en termes réels, des dépenses des ménages.

Les variations des cours des actions peuvent se répercuter sur l'activité économique réelle par d'autres canaux que les dépenses des ménages. Par exemple, une hausse des cours abaisse le coût de l'investissement des entreprises et stimule par conséquent les dépenses d'investissement. Elle peut aussi accroître les rentrées fiscales et contribuer ainsi à comprimer le déficit des finances publiques, scénario qui expliquerait l'assainissement substantiel réalisé aux États-Unis. Enfin, elle permet aux employeurs ayant recours à des systèmes de retraite à prestations déterminées de réduire leurs contributions aux pensions de leur personnel, ce qui freine l'augmentation des coûts de main-d'œuvre et gonfle les profits.

Autres effets
des variations des
cours des actions

Marchés du travail

Les divergences observées à l'échelle internationale dans les conditions des marchés du travail, et analysées dans les Rapports annuels précédents, n'ont pas disparu et se sont même accentuées à certains égards (graphique II.7). Aux États-Unis et au Royaume-Uni, le taux de chômage a fléchi bien en deçà des niveaux qui, auparavant, engendraient des tensions inflationnistes. Il a également diminué fortement au Canada, au Danemark, en Espagne, en Finlande, en Irlande, en Norvège, aux Pays-Bas et au Portugal. Dans d'autres pays européens, en revanche, il a atteint ses plus hauts niveaux de l'après-guerre, avant de commencer à baisser vers la fin de 1997, tendance qui se poursuit cette année.

Accentuation des
divergences ...

Les différences conjoncturelles expliquent pour une part importante ces évolutions. Le chômage a généralement diminué davantage dans les pays les plus avancés dans le cycle actuel ou dans ceux où l'expansion de la production dépasse largement son rythme potentiel. Toutefois, les politiques mises en œuvre et les

... reflétant
les différences
conjoncturelles ...

... et les politiques structurelles

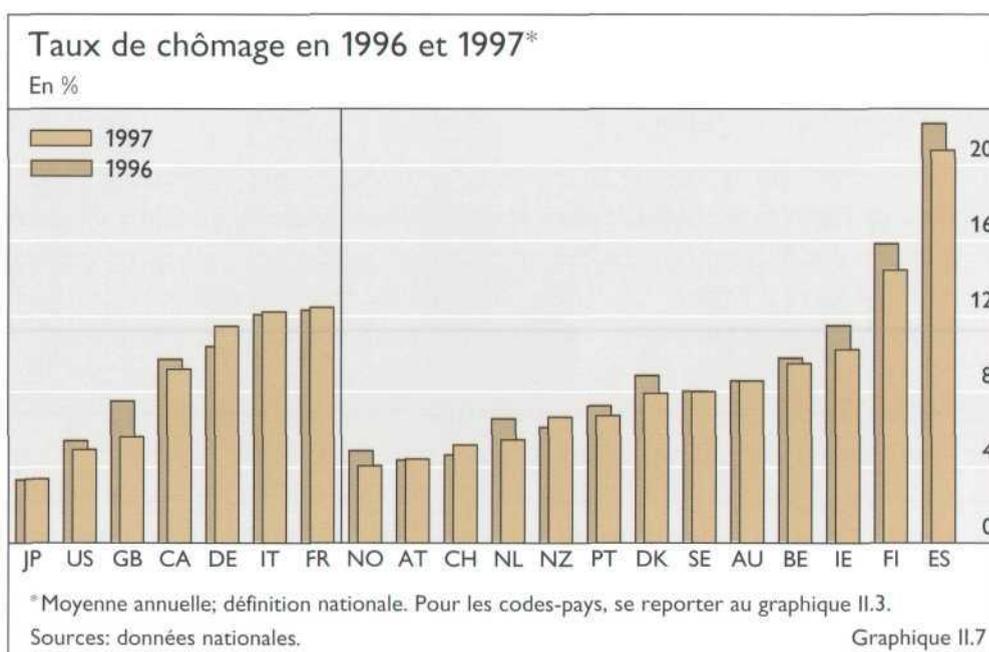
facteurs structurels ont également joué un rôle. Ainsi, au Royaume-Uni et au Danemark, sous l'effet de diverses mesures visant à réduire l'offre de main-d'œuvre, le chômage a baissé beaucoup plus que la progression de l'emploi ne le laisserait penser. En revanche, il a augmenté en France, par suite de la hausse des taux d'activité consécutive à l'action des autorités, et en Allemagne, en raison du marasme déjà mentionné dans le secteur de la construction et des efforts des entreprises pour abaisser leurs coûts. En fait, au cours des deux dernières années, les gains de productivité des entreprises allemandes ont atteint 3½% en moyenne et les coûts unitaires de main-d'œuvre ont fléchi.

Le recul de la part du secteur manufacturier s'explique par ...

Une autre cause fréquemment avancée pour expliquer les mauvais résultats des marchés du travail dans les pays industriels en tant que groupe est la «désindustrialisation» résultant notamment de l'intensification de la concurrence émanant des pays à bas salaires et des volumes croissants des produits manufacturés qui en proviennent. S'il est vrai que la part de l'industrie manufacturière dans l'emploi total a sensiblement diminué au cours des deux dernières décennies (tableau II.4), des études empiriques montrent que, comme la demande réelle de biens manufacturés et celle de services augmentent pratiquement au même rythme, ce recul est dû essentiellement à des gains de productivité plus élevés dans l'industrie de transformation que dans le secteur des services, d'où une baisse des prix relatifs des produits manufacturés. Selon le cas, l'évolution des échanges a ralenti (Japon) ou accéléré (États-Unis) ce recul. S'il est difficile d'établir un lien direct entre le commerce avec les économies émergentes et l'emploi dans l'industrie manufacturière, on ne peut exclure que les pressions concurrentielles aient contribué aux gains de productivité élevés dans ce secteur.

... les tendances fondamentales de l'emploi total ...

Les causes fondamentales de ces évolutions et des baisses cumulées de la part du secteur manufacturier sont globalement les mêmes en Europe et en Amérique du Nord. Toutefois, ces baisses n'ont pas suivi le même schéma dans tous les pays, en raison des tendances divergentes de l'emploi total. En Amérique



Évolution de l'emploi total et dans l'industrie manufacturière						
	PIB réel	Emploi total	Emploi industrie manufacturière	Prix relatifs ¹	Emploi industrie manufacturière/ emploi total	
					1980-90	1990-97
	1980-97				variation annuelle, en %	
				variation cumulée ²		
États-Unis	2,6	1,6	-0,5	-1,7	-4,4	-1,7
Japon	3,1	1,0	0,3	-2,0	-0,6	-2,1
Canada	2,4	1,4	-0,1	-0,9	-2,1	-1,6
Australie	3,0	1,7	-0,5	-0,3	-5,0	-1,4
Pays de l'UE	2,1	0,2	-1,4	-1,0	-3,4	-2,9
Allemagne	2,1	0,2	-1,7	-0,4	-2,3	-5,4
France	1,9	0,2	-1,8	-0,4	-4,3	-2,8
Italie	1,8	-0,2	-0,9	-2,8	-3,6	0,5
Royaume-Uni	2,3	0,3	-2,0	-1,4	-6,1	-2,9

¹ Ratio des prix industrie manufacturière/autres secteurs; États-Unis: 1980-93; Canada: 1980-92; Royaume-Uni: 1980-94; autres pays et majorité des pays de l'UE: 1980-95. ² En points de %.

Sources: OCDE, *Comptes nationaux, Perspectives économiques, Statistiques sur la population active*; données nationales; estimations BRI. Tableau II.4

du Nord, l'emploi dans l'industrie manufacturière a été pratiquement stable et son recul dans l'emploi total reflète essentiellement une progression rapide dans le secteur des services. En revanche, il a fortement diminué dans les pays de l'UE pour un emploi total inchangé, ce qui laisse penser que, du fait des rigidités des marchés du travail, le secteur des services a été moins en mesure d'absorber les licenciés de l'industrie manufacturière. Pour reprendre les analyses développées dans de précédents Rapports annuels, une source particulière de rigidité paraît être la faible flexibilité des salaires relatifs, surtout dans les pays où le salaire minimum est élevé et/ou le système d'indemnisation du chômage généreux. En outre, dans certains (Allemagne essentiellement), les entreprises semblent avoir préféré sous-traiter ou investir directement à l'étranger plutôt qu'accroître leurs capacités de production sur le territoire national.

... et les rigidités des marchés du travail

Prix à l'importation et inflation

Si le sous-emploi sur le marché du travail a revêtu des formes diverses, l'inflation a évolué de façon assez similaire dans les économies industrielles. Elle a diminué presque partout durant l'actuelle décennie, tant en valeur moyenne qu'en termes d'écart d'un pays à l'autre. Les coûts unitaires de main-d'œuvre ont suivi des tendances identiques mais ne se sont pas autant rapprochés que l'inflation.

Convergence des taux d'inflation ...

Cette convergence des taux d'inflation s'explique notamment par les fluctuations de change et les variations associées des prix à l'importation ainsi que par l'ampleur des répercussions de ces mouvements sur les prix intérieurs. Dans les pays les plus avancés dans le cycle, comme les États-Unis et le Royaume-Uni, la monnaie s'est appréciée et les prix à l'importation ont baissé, ce qui a contribué à une redistribution de la demande entre économies industrielles et, partant, à une réduction de déséquilibres qui, sinon, auraient pu aviver les tensions inflationnistes. En outre, la surcapacité de certains secteurs à l'échelon mondial a

... sous l'effet des cours de change et des prix à l'importation

Variation des prix à l'importation et inflation interne					
	Prix à l'importation	Prix à la production		Prix des biens de consommation	
	Observés	Observés	Incidence ¹	Observés	Incidence ^{1,2}
	variation annuelle en %, 1995 T4–1997 T4				
États-Unis	-4,1	1,1	-1,2	1,8	-0,9
Japon	6,5	1,1	1,2	1,0	0,4
Allemagne	2,2	0,4	0,3	1,1	0,2
France	1,7	-1,2	0,8	1,4	0,0
Royaume-Uni	-4,2	1,5	-0,3	2,6	-0,3
Canada	0,8	0,4	0,3	1,6	-0,5 ³
Belgique	3,1	2,3	2,3	1,9	0,4
Pays-Bas	4,6	2,1	0,0	2,0	0,0

¹ Incidence des prix à l'importation (PI) sur les prix à la production (IPP) et incidence des prix à la production sur les prix des biens de consommation (IPC): estimations obtenues à partir de régressions sur des données trimestrielles de 1988–97. ² Valeur estimée obtenue en multipliant l'effet de l'IPP sur l'IPC par l'effet des PI sur l'IPP. ³ Valeur estimée obtenue à partir des effets respectifs de l'IPC américain sur l'IPC canadien et des PI américains sur l'IPC américain.

Sources: données nationales; estimations BRI. Tableau II.5

accentué les pressions sur les prix à l'importation et généralement atténué le risque de poussées d'inflation dans les pays industrialisés.

Forte incidence des prix à l'importation aux États-Unis ...

Comme les marchandises entrent davantage que les services dans les échanges internationaux, l'incidence des prix à l'importation sur l'inflation interne est plus manifeste dans les variations des prix à la production et à la consommation que dans celles des indices globaux. Ainsi que le montre le tableau II.5, les prix à l'importation ont nettement baissé aux États-Unis ces deux dernières années. En outre, la répercussion sur les prix à la production et à la consommation y semble plus importante qu'ailleurs, ce qui traduit probablement l'intensité de la concurrence sur les marchés américains. En fait, sans la diminution des prix à l'importation, la hausse annuelle des prix à la production aurait pu être supérieure d'environ 1¼ point de pourcentage et celle des prix des biens de consommation de près d'un point. Il est donc possible que le recul des prix à l'importation ait permis de gagner approximativement ½ point de hausse de l'IPC général sur chacune des deux dernières années.

... et au Royaume-Uni par comparaison avec le Canada

Au Royaume-Uni, qui a enregistré une baisse semblable des prix à l'importation, la répercussion interne semble avoir été moindre. Néanmoins, sans cette baisse, le taux annuel de hausse des prix à la production et à la consommation aurait été supérieur d'environ ¼ de point. Au Canada, en revanche, les prix à l'importation ont légèrement progressé, leur incidence expliquant l'essentiel de la variation au niveau de la production. Toutefois, dans ce pays, les prix à la consommation apparaissent davantage affectés par leurs homologues américains que par les prix à l'importation. Par conséquent, il se peut que le ralentissement de la hausse des prix à la consommation dans le pays voisin, lié au repli des prix à l'importation, ait abaissé d'environ ½ point le taux annuel d'augmentation des prix des biens de consommation canadiens et de quelque ¼ de point l'IPC global.

Parmi les pays où l'augmentation des prix à l'importation a été notablement plus élevée au cours des deux dernières années, la plus forte hausse a été enregistrée au Japon, à cause surtout de la dépréciation du yen. Même si l'incidence de cette augmentation sur les prix à la production et à la consommation a été relativement faible, elle peut avoir fait monter les premiers de 1/4 point et les seconds de près de 1/2 point.

Répercussion limitée dans les pays où les prix à l'importation augmentent

En Allemagne et en France, la hausse des prix à l'importation a été bien moindre qu'au Japon. Toutefois, comme son incidence sur les prix à la consommation est assez élevée en Allemagne, elle peut y avoir contribué à hauteur d'environ 1/4 de point, tandis qu'en France elle a été minime. En Belgique, où une très forte proportion des biens de production sont importés, l'augmentation des prix à la production est due en grande partie à celle des prix à l'importation. La répercussion sur les prix à la consommation est cependant beaucoup plus faible et avoisine 1/2 point. Elle est encore plus modeste aux Pays-Bas, où ceux-ci semblent n'avoir pratiquement pas été affectés.

En résumé, il apparaît que les prix à l'importation ont joué un rôle important dans la convergence des taux d'inflation entre pays industriels depuis deux ans. S'ils n'avaient pas varié, l'augmentation des prix à la production et à la consommation aurait été de 2-3% aux États-Unis et au Royaume-Uni et de 0-1% en Allemagne et au Japon, soit un écart beaucoup plus large que ce qui a été observé. En outre, les prix à l'importation semblent avoir une incidence plus marquée aux États-Unis que dans d'autres économies, réputées plus ouvertes. Dans le contexte qui a caractérisé les deux dernières années, cela a renforcé la redistribution favorable des tensions inflationnistes dans le sens d'une plus grande convergence.

Globalement, la convergence est sensible ...

Si l'évolution de l'inflation au cours des prochaines années est empreinte d'incertitudes, elle pourrait cependant rester fortement influencée par les variations des prix à l'importation. À long terme, l'intensification générale de la concurrence au sein des pays industriels pourrait accentuer cette influence. Il semble que ce soit déjà le cas aux États-Unis, où la concurrence paraît plus vive qu'ailleurs. En outre, dans le court terme, on peut s'attendre à ce que la surcapacité de certains secteurs à l'échelle mondiale exerce un effet de freinage sur les prix des biens importés, de sorte que, même sans variations de change, les prix à l'importation pourraient baisser dans les pays industriels. Cela permettrait de réduire le risque de tensions inflationnistes dans les économies les plus avancées dans le cycle.

... et a probablement une incidence sur l'évolution future de l'inflation

Commerce extérieur, solde des paiements courants et investissement direct étranger

Commerce extérieur

Après un ralentissement en 1996, l'expansion du commerce mondial s'est accélérée l'an dernier, atteignant plus de deux fois le taux de croissance estimé de la production globale (tableau II.6). Elle a été particulièrement marquée dans les économies émergentes, où l'augmentation de la demande d'importations en Amérique latine et en Europe orientale a plus que compensé le tassement

Forte expansion du commerce mondial ...

Commerce et production dans le monde				
	1980-89	1995	1996	1997
	variation annuelle, en %			
Production mondiale	3,3	3,6	4,1	4,1
Commerce mondial (en volume)	4,3	9,5	6,7	9,5
Pays industriels	5,0	8,8	6,1	9,0
Économies émergentes	2,0	11,2	9,6	11,9
Prix des échanges (en DTS)	2,6	2,2	3,1	-0,8
Produits manufacturés	3,3	4,1	1,2	-4,4
Pétrole	..	1,9	24,3	-0,9
Matières premières (hors pétrole)	0,6	2,1	3,1	1,2
Termes de l'échange (pays industriels)	0,3	0,1	-0,1	-0,7

Source: FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*. Tableau II.6

observé en Asie. Elle s'est également intensifiée dans les pays industriels, grâce à une très forte hausse aux États-Unis et une progression en Europe.

... et baisse des
prix des produits

Comme l'a montré l'analyse effectuée précédemment, la baisse des prix des marchandises et des importations dans le monde a été l'un des facteurs des faibles taux d'inflation enregistrés en 1997. En fait, les prix mondiaux des produits manufacturés, mesurés en DTS, ont régressé de 4½%, ce qui a contribué à la modeste détérioration des termes de l'échange dans les pays industriels. Les prix du pétrole ont aussi diminué, surtout en fin d'année et au début de 1998, lorsque la hausse des quotas de production de l'OPEP, conjuguée au repli de la demande en Asie et à un hiver exceptionnellement doux en Europe et aux États-Unis, les a ramenés juste au-dessus de leur niveau antérieur au premier choc pétrolier. Les prix des matières premières hors pétrole, qui ont également fléchi vers la fin de 1997, ont légèrement augmenté sur l'année.

Solde des paiements courants dans les pays industriels

Les divergences conjoncturelles et la tendance haussière des monnaies des pays les plus avancés dans le cycle ont nettement accentué les déséquilibres extérieurs (en termes absolus) l'an dernier. Cette évolution résulte essentiellement de l'aggravation du déficit des États-Unis et de l'augmentation des excédents au Japon et dans l'UE.

Divergence des
soldes courants
aux États-Unis
et au Japon ...

Malgré l'appréciation du dollar, les exportations de marchandises des États-Unis ont augmenté en volume de près de 16% et, pour la deuxième année consécutive, les exportateurs américains ont gagné des parts de marché. Toutefois, du fait du dynamisme de l'économie et de la pénétration accrue des importations, le déficit commercial s'est creusé à environ \$200 milliards. En outre, le renforcement de la monnaie et l'alourdissement de la dette extérieure ont rendu le solde des revenus d'investissements négatif (tableau II.7). Au Japon, en revanche, l'excédent des revenus d'investissements a progressé, tandis que la stagnation de l'économie et la dépréciation du yen ont entraîné une inflexion du solde commercial et des paiements courants et permis de recouvrer des parts de marché.

Dans les pays de l'UE, l'évolution a été semblable à celle du Japon. L'excédent global a progressé autour de \$125 milliards, dont deux tiers environ

sont attribuables à la France et l'Italie. En Italie, en particulier, dont la position internationale nette est devenue créditrice l'an passé, l'amélioration enregistrée au cours des années 90 s'explique dans une large mesure par un assainissement budgétaire important, la dépréciation de la monnaie et le retard conjoncturel de l'économie dans le cycle européen. Ailleurs en Europe, le traditionnel excédent de la Suisse a quelque peu diminué, en raison du recul des revenus d'investissements nets, et celui de la Norvège, fondé sur le pétrole, est demeuré quasiment inchangé, malgré le repli des prix pétroliers vers la fin de 1997.

En ce qui concerne les autres pays industriels, l'Australie est parvenue à réduire son déficit en dépit de la baisse des cours des matières premières et des exportations vers l'Asie. En Nouvelle-Zélande, pourtant moins dépendante des ventes à l'Asie, le déficit des paiements courants s'est creusé à plus de 7% du PIB, ce qui révèle l'insuffisance de l'épargne du secteur privé puisque l'excédent des administrations publiques n'a guère diminué. Le solde extérieur du Canada est redevenu déficitaire, sous l'effet de la pénétration accrue des importations et des mauvais résultats à l'exportation déjà mentionnés. Comme en Nouvelle-Zélande, ce déséquilibre extérieur a eu pour contrepartie une accentuation du déficit d'épargne du secteur privé, notamment des ménages. En Turquie, enfin, le déficit extérieur s'est limité à 1% du PIB, les autorités ayant laissé le cours de change

... et nouvel accroissement de l'excédent des pays de l'UE

Détérioration en Nouvelle-Zélande et au Canada

Indicateurs du commerce extérieur et solde des paiements courants								
	Cours de change effectif réel ¹	Résultats à l'exportation ^{2,3}	Volume des importations ³	Termes de l'échange ³	Solde commercial	Revenus d'investissements nets	Solde des paiements courants	
	1997	1996-97, variation cumulée				1997		
	indice, 1995 = 100	en %			en milliards de \$EU		en milliards de \$EU	en % du PIB
États-Unis	114	7,9	25,9	0,2	-23,1	-18,8	-166	-2,1
Japon	77	-10,2	5,0	-9,7	-27,7	11,2	97	2,3
Allemagne	90	0,4	11,8	-2,3	10,7	- 6,2	- 1	0,0
France	93	1,7	9,2	-1,4	16,9	10,3	40	2,9
Italie	118	- 5,7	7,4	1,3	2,3	5,2	37	3,2
Royaume-Uni	130	- 3,1	14,4	1,8	- 3,0	3,2	7	0,6
Canada	107	- 9,1	23,7	3,7	- 6,9	0,5	- 12	-2,0
Australie	119	8,6	15,5	0,9	6,0	- 0,4	- 13	-3,4
Belgique	97	- 6,3	10,9	1,3	- 1,2	- 0,2	13	5,5
Norvège	109	5,7	19,3	12,0	3,7	0,7	9	5,5
Pays-Bas	92	- 2,0	13,6	-0,5	- 4,2	1,4	21	6,0
Suisse	88	- 9,5	9,6	-0,6	- 1,2	0,7	21	8,3
Pays de l'UE	102	- 0,7	12,2	-0,9	28,6	10,1	124	1,6

¹ En termes de coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre; pays de l'UE: indice composite hors échanges intrazonales. ² Évolution des exportations en volume moins celle des marchés d'exportation. ³ Marchandises.

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

Tableau II.7

nominal se déprécier parallèlement à l'élargissement de l'écart d'inflation par rapport aux autres pays de l'OCDE.

Tendances récentes de l'investissement direct étranger

Progression forte mais irrégulière de l'IDE ...

... avec une vive accélération en 1997

L'IDE est affecté par les fluctuations conjoncturelles ...

... les cours de change ...

La progression de l'investissement direct étranger (IDE) en provenance et en direction des pays industriels est très forte depuis le début des années 80 et dépasse de beaucoup l'expansion du commerce extérieur et du PIB réel (tableau II.8). Toutefois, cette progression n'est pas très régulière. En fait, elle s'est produite pour l'essentiel entre 1981 et 1989, lorsque les sorties du Japon, provoquées par l'appréciation du yen et les cours comparativement bas des actions étrangères, ont vivement stimulé l'investissement mondial. Durant les sept années suivantes, les sorties, en termes corrigés de l'inflation, ont augmenté de moins de 1% par an et les entrées ont diminué. Or, selon des chiffres provisoires, ces tendances se sont sensiblement inversées l'an dernier, le dynamisme des marchés des actions et la faiblesse des taux d'intérêt ayant entraîné un volume record de fusions et acquisitions transfrontières. Grâce au raffermissement du dollar et à la vive expansion des bénéfiques, les États-Unis ont enregistré la plus forte hausse des investissements à l'étranger; cependant, les flux vers ce pays ont progressé encore davantage, en raison de l'attrait exercé par la croissance vigoureuse de l'économie, qui a largement compensé les effets de l'appréciation de la monnaie. En Allemagne, les sorties ont également atteint un niveau sans précédent, tandis que les entrées ont baissé pour la deuxième année consécutive. Dans les autres pays de l'UE, France et Royaume-Uni en tête, les flux se sont nettement intensifiés dans les deux directions.

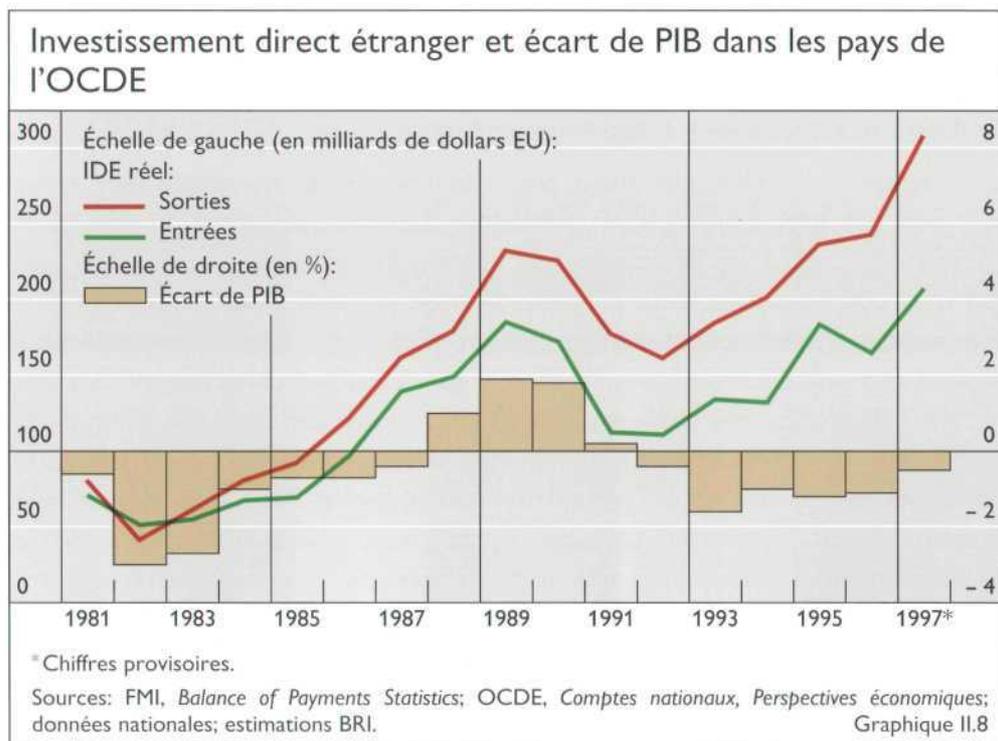
Comme l'indique le graphique II.8, les variations à court terme des flux d'IDE suivent étroitement l'évolution conjoncturelle, reflétant essentiellement l'effet du réinvestissement des bénéfiques non distribués. La baisse des sorties entre 1989 et 1992, en valeur corrigée de l'inflation, peut être attribuée en quasi-totalité à l'élargissement de l'écart de PIB de la zone OCDE. En outre, la lenteur de la reprise économique qui a suivi en Europe continentale et au Japon explique dans une large mesure la persistance de faibles entrées. Les fluctuations de change peuvent également jouer un rôle sensible en affectant la position relative des pays en termes de coûts ainsi que leur «capacité d'enchérir» dans les fusions et acquisitions. Les analyses précédentes ont montré que l'appréciation du yen a

Investissement direct étranger: évolution comparative ¹							
	Sorties	Entrées	Encours à l'étranger	Encours de l'étranger	PIB	Exportations	Investissement ²
variation annuelle en %, à prix constants ³							
1981-89	14,1	12,7	11,9	14,2	3,0	4,5	3,4
1989-96	0,6	-1,7	12,5	10,8	1,9	5,5	2,0

¹ Dans les pays industriels. ² Investissement intérieur brut en capital fixe. ³ Sauf encours (prix et cours de change courants).

Sources: FMI, *Balance of Payments Statistics*; Nations Unies, *World Investment Report*; OCDE, *Comptes nationaux, Statistiques d'investissement direct international*; données nationales; estimations BRI.

Tableau II.8



constitué l'un des principaux éléments d'expansion de la part du Japon dans l'encours mondial d'IDE à l'étranger dans les années 80, tandis que la reprise récente des sorties des États-Unis peut être imputée au raffermissement du dollar EU et à la position avancée de ce pays dans le cycle.

En outre, comme l'IDE est essentiellement constitué de flux financiers liés ou non à la formation de capital fixe, les sorties enregistrées sont généralement influencées par les variations des taux d'intérêt et des cours des actions tant dans le pays d'origine que dans le pays d'accueil. Ce phénomène s'est vérifié pour les investissements américains hors des États-Unis au début des années 80, lorsque le resserrement de la politique monétaire et la hausse des taux d'intérêt avaient incité les entreprises américaines à financer leurs investissements en capital à l'étranger par des emprunts dans le pays d'accueil plutôt que par des sorties de fonds définies comme IDE. À l'inverse, la récente reprise de l'investissement américain à l'étranger peut s'expliquer en partie par la détente des taux internes et l'ascension des cours des actions, qui ont notablement renforcé la capacité des entreprises américaines de fusionner avec des établissements étrangers ou d'en acquérir.

Outre les effets conjoncturels et autres influences à court terme, l'évolution des flux et encours d'IDE ces quinze dernières années reflète le nombre croissant des acteurs impliqués: pays, secteurs et entreprises. Si la répartition des encours confirme la prépondérance des pays industriels, la participation des économies émergentes augmente néanmoins sensiblement. La Chine, en particulier, est devenue un important pays bénéficiaire et, à la fin de 1996, l'ensemble de ces économies représentait environ 30% des encours. De plus, bien qu'elles ne totalisent encore que 10% de l'encours des investissements à l'étranger, leur part dans les sorties a avoisiné 14% durant l'actuelle décennie, ce qui dénote un rôle plus actif également en tant qu'investisseurs (graphique II.9). Dans ces mêmes

... et les variations des taux d'intérêt

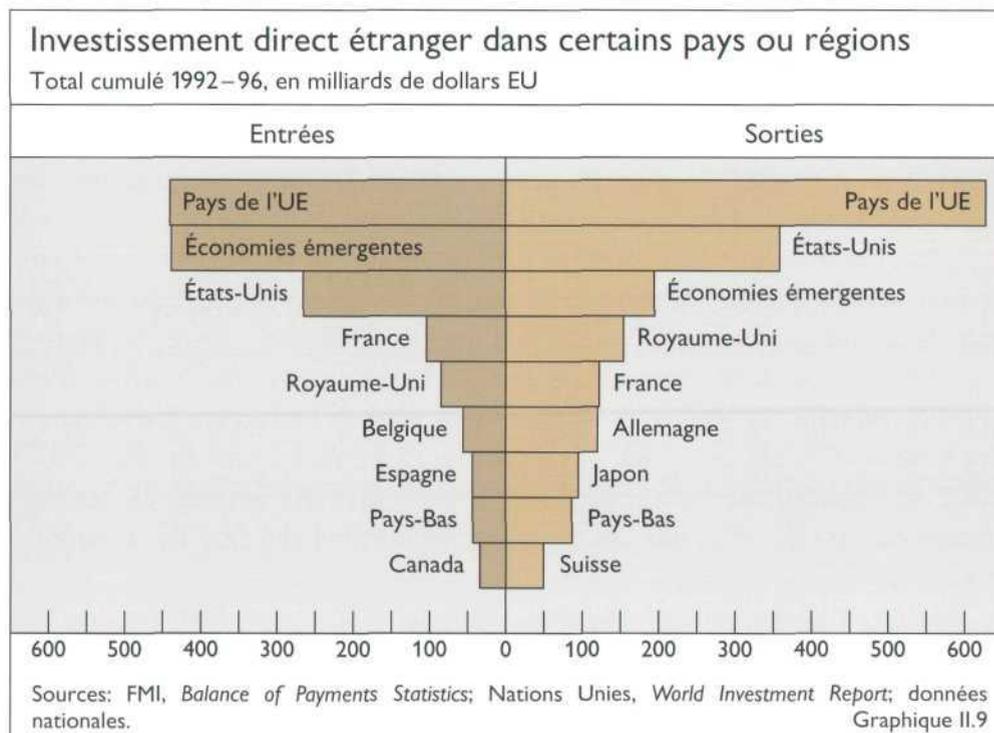
Rôle croissant des économies émergentes ...

... et redistribution
au sein des pays
industriels

pays, la crise financière en Asie semble avoir ralenti les sorties d'IDE, mais les entrées, selon des chiffres provisoires, ont inscrit un nouveau record historique en 1997. Elles devraient même peu diminuer cette année, en raison de plusieurs facteurs: baisse marquée des cours des actions asiatiques, déréglementation des mouvements de capitaux et amélioration de la gouvernance d'entreprise dans le cadre des réformes adoptées par de nombreux pays touchés par la crise.

Au sein des pays industriels, les positions relatives ont également évolué. À l'augmentation des sorties du Japon dans les années 80 s'est ajoutée la progression sensible de la part des pays de l'UE, notamment depuis l'adoption de l'Acte unique européen en 1986. Cette expansion en termes de flux et d'encours s'explique non seulement par des apports croissants de pays non membres mais aussi par des mouvements intrazones plus importants. Il semble que les effets de la libéralisation des transactions en capital et de l'intégration des marchés aient largement compensé la réduction des flux attendue de la suppression des barrières commerciales. Au contraire, la part des États-Unis dans les sorties (flux et encours) a nettement diminué par rapport à la fin des années 70, même compte tenu de la récente reprise. Cette période paraît d'ailleurs marquer le point culminant de la mondialisation de la production américaine, qui coïncide avec le début de la phase de contraction de l'industrie manufacturière. Or, comme ce secteur revêt une plus grande dimension internationale que d'autres, l'amointrissement de son rôle dans l'économie américaine et le fait que ce processus a commencé plus tôt aux États-Unis ont contribué à réduire les sorties de ce pays.

Le nombre des secteurs et entreprises concernés par l'IDE a nettement augmenté au cours des dix dernières années. Même si les grandes multinationales continuent d'occuper à cet égard une place prépondérante, les entreprises de



taille moyenne adoptent désormais une approche internationale dans leurs décisions en matière de production et d'emploi. Globalement, il apparaît que la participation d'un plus large éventail de pays, secteurs et entreprises a évité que le recul relatif de l'industrie manufacturière n'entraîne une stagnation ou une baisse tendancielle des flux d'IDE.

Davantage de secteurs et d'entreprises concernés

Pour identifier les facteurs qui stimulent les flux d'IDE et leur action possible sur l'emploi et la production dans les pays concernés, il convient de replacer l'évolution récente dans une perspective à plus long terme. Si l'expansion du commerce et de l'IDE depuis 1982 est impressionnante, elle ramène simplement la mondialisation et l'internationalisation aux niveaux antérieurs à 1914 et encore, selon certaines mesures, pas complètement. Ainsi, sur la base du commerce extérieur par rapport au PIB, le Japon est moins ouvert à l'heure actuelle qu'avant 1914. En outre, si les sorties d'IDE représentent aujourd'hui 5–6% de l'investissement intérieur dans les pays industriels, la proportion était de 100% environ au Royaume-Uni durant les dix premières années de ce siècle.

La mondialisation dans une perspective historique

Pourtant, l'intégration internationale et les activités d'IDE jouent aujourd'hui, à certains égards, un rôle plus important qu'avant la Première Guerre mondiale, car les facteurs et motivations sous-jacents ont sensiblement changé, avec les implications que cela comporte pour les décisions des entreprises concernant la production et l'emploi. Si, autrefois, les sorties d'IDE étaient en partie motivées par le désir de se procurer des matières premières, elles reflétaient essentiellement des tentatives de contournement de barrières commerciales artificielles et naturelles. Ces sorties engendrent une structure de production *horizontale*, étant donné que des usines similaires sont installées dans différents pays et que leurs ventes sont destinées à des marchés qui ne sont pas accessibles aux exportations. De nos jours, en revanche, l'IDE est plutôt guidé par la libéralisation et la déréglementation et, surtout, par les progrès de la technologie, qui ont conféré une dimension nouvelle au processus d'intégration. En permettant aux entreprises de «fractionner la chaîne de la valeur ajoutée», la forte baisse des coûts de communication a créé des moyens, plus efficaces, d'organiser la production et la distribution au niveau mondial. La possibilité ainsi offerte d'opérer des arbitrages sur les prix des facteurs favorise une structure *verticale*, génératrice d'interactions plus étroites entre production et emploi dans les établissements délocalisés et les sociétés mères.

Passage d'une structure de production horizontale à une structure verticale

Quoi qu'il en soit, dans la plupart des pays, les résultats semblent indiquer que les sorties d'IDE et la production des établissements affiliés continuent de compléter les exportations plutôt que de s'y substituer. Dans le secteur manufacturier, ces établissements utilisent généralement des biens intermédiaires importés du pays d'origine et, dans celui des services, ils améliorent la distribution des produits finis élaborés dans ce même pays. Il apparaît également que sorties d'IDE et importations sont complémentaires et que les entrées de capitaux s'accompagnent d'une hausse des importations, notamment dans les économies émergentes.

L'IDE complète ou renforce le commerce extérieur ...

Selon d'autres indications, non seulement la mondialisation aide les entreprises à accroître l'efficacité de leur structure de production mais elle leur permet aussi d'être moins vulnérables aux chocs externes et de mieux répartir les risques. Les entreprises dotées d'unités de production dans plusieurs pays

Exportations et investissement direct étranger*: ventilation géographique								
	États-Unis		Japon		Allemagne		Royaume-Uni	
	Exportations	IDE	Exportations	IDE	Exportations	IDE	Exportations	IDE
	en %							
Pays industriels	56,5	69,9	46,9	62,5	75,5	86,4	77,6	82,0
Pays de l'UE	20,5	43,7	15,3	17,5	58,2	57,0	56,9	43,3
Pays non européens	34,3	20,8	30,5	43,3	11,1	24,3	17,5	36,9
Asie	19,2	8,4	44,2	32,1	8,0	3,0	8,6	8,1
Amérique latine	17,5	18,1	4,5	4,8	2,5	5,9	1,8	6,6

* Ventes de marchandises à l'étranger en 1996 et encours à l'exportation d'IDE à fin 1996; Allemagne: chiffres de 1995.
Sources: OCDE, *Statistiques du commerce extérieur*; données nationales. Tableau II.9

... et réduit la vulnérabilité aux chocs externes

peuvent ainsi réduire leur sensibilité aux fluctuations de change en redistribuant la production en fonction des variations des coûts relatifs. En outre, si l'on suppose que les ventes des établissements délocalisés sont proportionnelles aux encours d'IDE à l'étranger, la ventilation géographique des exportations peut donner une image erronée de l'exposition de l'entreprise envers l'extérieur (tableau II.9). Il est donc possible que l'exposition globale à la baisse de la demande intérieure en Asie soit beaucoup plus faible que ne le suggéreraient les seules exportations. Le tableau montre que, pour les États-Unis, l'Allemagne et le Japon, elle paraît inférieure à ce qu'indiquerait la part de l'Asie dans leurs exportations. En revanche, pour le Royaume-Uni, cette part dans les exportations et dans les ventes des établissements délocalisés est pratiquement la même.

Risques et coûts de la mondialisation

La mondialisation de la production n'est cependant pas sans risques. Ainsi, l'augmentation des flux d'IDE due aux progrès des technologies, dans le contexte des efforts mis en œuvre par les multinationales pour conserver ou accroître leurs parts de marché, pourrait provoquer des surcapacités dans la mesure où ces sociétés et les entreprises locales sont attirées vers les mêmes secteurs par le faible niveau des coûts et la perspective de rendements substantiels. Le cas s'est produit dans plusieurs pays d'Asie, où les entrées de capitaux ont gonflé un ratio investissement/PIB déjà élevé (chapitre III). En outre, les groupes dotés d'unités de production délocalisées ne peuvent réduire leur exposition aux fluctuations de change qu'au prix d'un taux d'utilisation des capacités plus bas que celui des entreprises qui produisent essentiellement sur le territoire national.

III. Politiques et évolutions économiques dans le reste du monde

Faits saillants

Les économies émergentes ont été marquées l'an dernier par une série de crises financières en Asie, dont l'intensité et le pouvoir de contagion ont déjoué toutes les prévisions. Dans les pays les plus durement touchés – Corée, Indonésie, Malaysia et Thaïlande – l'activité et la demande se sont fortement ralenties en raison d'une perte de confiance. Ailleurs dans la région, les incertitudes pesant sur l'évolution économique se sont également aggravées et le dynamisme qui avait caractérisé la décennie précédente a fait place à une croissance plus modeste.

Ces crises ont eu pour origine une combinaison complexe et souvent obscure de distorsions macroéconomiques et de fragilité financière. La prise de conscience de ces faiblesses et les difficultés rencontrées pour y remédier au moyen de mesures économiques classiques n'ont pas seulement accentué les pressions sur les cours de change quand la confiance s'est effondrée, mais ont aussi nettement réduit les perspectives de redressement rapide. Bien que la forte dépréciation des monnaies n'ait entraîné qu'une inflation modérée et permis par conséquent des gains de compétitivité notables, l'activité n'a pas encore redémarré. En effet, dans ces pays et sur plusieurs grands marchés extérieurs, la demande est restée généralement déprimée et les capitaux susceptibles de soutenir la croissance se sont faits beaucoup plus rares.

Les retombées de la crise asiatique ont relégué au second plan certaines évolutions favorables en Amérique latine, qui auraient davantage attiré l'attention dans un contexte plus calme. L'engagement en faveur de la stabilité et des réformes dans plusieurs pays de la région a produit, ces dernières années, des taux de croissance parmi les plus rapides et des chiffres d'inflation parmi les plus bas depuis la fin des années 70. Quand l'inquiétude des investisseurs s'est portée sur l'Amérique latine, la contagion a pu être limitée, grâce notamment à un nouveau resserrement de la politique monétaire et, dans le cas du Brésil, à un renforcement de la discipline budgétaire. Dans les autres parties du monde en développement, l'adoption de politiques macroéconomiques et structurelles plus saines a également permis d'obtenir un rythme appréciable de croissance non inflationniste. En Europe orientale, l'évolution a été plus inégale; toutefois, la hausse du PIB observée pour la première fois en Russie fait espérer que la transition, même si elle est lente, est sur le point de réussir dans bien d'autres pays.

Turbulences financières en Asie: contexte macroéconomique

La fragilité du système financier, l'existence de lacunes dans la réglementation et le contrôle prudeniels ainsi que le poids élevé de la dette à court terme des

Croissance, inflation et solde des paiements courants									
	PIB réel			Prix à la consommation			Solde des paiements courants		
	1990-95	1996	1997	1990-95	1996	1997	Moyenne 1990-95	1996	1997
	variation annuelle, en %						en % du PIB		
Chine	10,6	9,7	8,8	12,4	8,3	2,8	0,9	0,9	2,3
Hong-Kong	5,0	5,0	5,2	9,3	6,0	5,7	3,3 ¹	-1,7 ¹	-3,8 ¹
Inde	5,1	7,5	5,0	10,3 ²	5,9 ²	5,1 ²	-1,5	-1,1	-1,2
Autres pays d'Asie ³	7,2	7,0	4,6	6,7	5,8	4,6	-0,5	-1,7	-1,7
Corée	7,8	7,1	5,5	6,6	4,9	4,4	-1,2	-4,8	-1,9
Singapour	8,6	6,9	7,8	2,7	1,3	2,0	12,7	15,5	15,2
Taiwan	6,4	5,7	6,8	3,8	3,1	0,9	4,0	4,0	2,7
Indonésie	7,2	7,8	4,6	8,7	8,0	6,6	-2,5	-3,7	-2,9
Malaysia	8,8	8,6	7,8	3,7	3,5	2,7	-5,9	-4,9	-5,1
Philippines	2,3	5,7	5,1	11,0	8,4	5,1	-3,8	-4,7	-5,2
Thaïlande	8,9	6,4	-0,4	5,0	5,8	5,6	-6,7	-7,9	-2,0
Amérique latine ³	2,7	3,4	5,0	206,2	24,6	13,8	-2,0	-1,9	-2,8
Argentine	4,8	4,3	8,4	114,6	0,2	0,5	-1,6	-1,4	-3,2
Brésil	1,5	2,8	3,0	954,2	15,5	6,0	-0,6	-3,3	-4,2
Chili	6,7	7,2	7,1	15,8	7,4	6,1	-2,6	-5,4	-5,2
Colombie	4,5	2,1	3,0	25,6	20,2	18,5	-1,7	-5,5	-5,8
Mexique	2,1	5,1	7,0	19,0	34,4	20,6	-5,1	-0,6	-1,8
Venezuela	3,8	-1,6	5,1	43,7	99,9	50,0	2,5	13,1	6,0
Europe orientale ³	-1,2	4,7	5,1	54,8	17,8	13,9	0,1	-3,0	-3,7
Hongrie	-2,6	1,3	4,4	25,9	23,5	18,3	-4,0	-3,7	-2,2
Pologne	-0,2	6,1	6,9	83,7	19,9	14,9	1,9	-1,0	-3,2
République tchèque	-2,8	3,9	1,0	18,5	8,8	8,5	-0,1	-7,6	-6,2
Fédération de Russie	-7,9	-4,9	0,4	317,7	47,7	14,8	1,2	2,7	1,7
Arabie Saoudite	3,7	2,3	2,6	2,2	1,3	0,1	-11,6	0,9	-2,2
Israël	6,1	4,5	2,1	13,5	11,3	9,0	-3,9	-7,4	-3,6
Afrique	1,7	5,1	2,7	37,4	25,1	11,4	-11,1 ⁴	-7,8 ⁴	-6,1 ⁴
Afrique du Sud	0,6	3,1	1,5	11,8	7,4	8,6	0,7	-1,6	-1,5

Les données pour 1997 sont en partie estimées.

¹ Solde des échanges de biens et services hors revenus des facteurs. ² Prix de gros. ³ Moyenne pondérée des pays cités, sur la base des PIB et PPA de 1990. ⁴ En % des exportations de biens et services.

Tableau III.1

Aux causes
financières de la
crise s'ajoute ...

entreprises, telles sont les causes profondes de la série de crises qui ont frappé l'Asie au second semestre de 1997. Ces trois éléments ont rendu beaucoup plus difficile, en particulier, une gestion saine et productive des capitaux étrangers qui ont afflué en Asie au milieu des années 90. Le chapitre VII analyse en détail l'interaction entre ces aspects de l'intermédiation financière et la récente tourmente monétaire. Il convient de noter que, par une ironie du sort, deux des facteurs macroéconomiques dont on avait beaucoup vanté la contribution au dynamisme de l'Asie pendant les années 80 et la première moitié des années 90 ont aussi joué un rôle déterminant dans la brusque perte de confiance. Il s'agit de l'extension considérable des capacités dans plusieurs secteurs et de l'incidence

du régime de change adopté sur la compétitivité extérieure et sur l'orientation de la politique monétaire.

Les résultats économiques des pays émergents d'Asie ont été spectaculaires pendant les quinze dernières années. Ceux-ci bénéficient depuis 1980 de taux de croissance annuels moyens de 7½% et d'une inflation modérée, les impulsions favorables émanant principalement de l'ouverture de plus en plus grande de la plupart de ces économies. Cette remarquable performance a été réalisée alors que l'orientation macroéconomique restait prudente. En général, les finances publiques étaient à peu près en équilibre et les prix relativement stables attestaient d'une politique monétaire saine. Malgré l'élargissement des déséquilibres des paiements courants à des niveaux qui auraient été alarmants dans des pays plus enclins à consommer, le fait que ces déficits s'accompagnaient d'un investissement privé élevé et d'un renforcement de la part de l'épargne dans le PIB confirmait l'impression d'une croissance solide et durable.

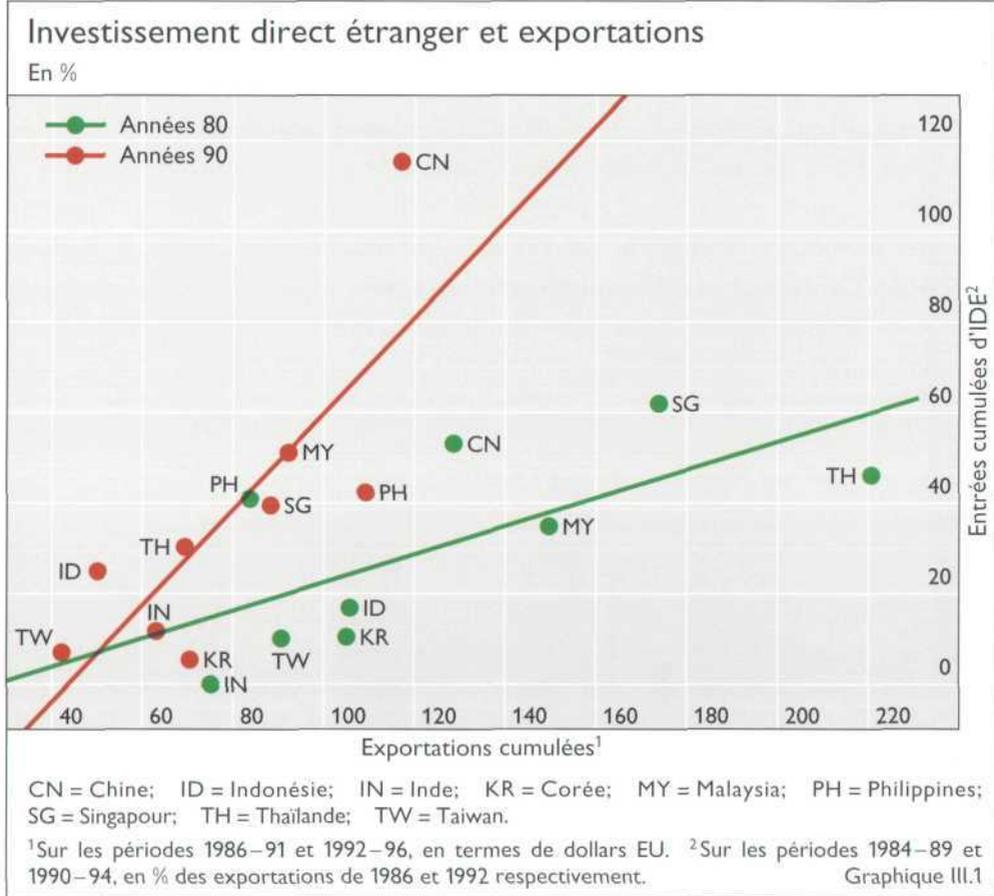
Ces signes de santé macroéconomique étaient communs à tous les pays particulièrement touchés pendant les récentes turbulences financières (tableau III.2). Rétrospectivement, toutefois, il apparaît que ces éléments positifs ont occulté une adaptation insuffisante du système de gouvernance des entreprises, des institutions financières et du secteur public à l'expansion rapide de l'économie et la nouvelle orientation des stratégies d'investissement vers des domaines où le rapport risque/rendement était moins assuré. En un sens, cela n'était guère surprenant, étant donné que certains pays avaient besoin d'améliorer leurs infrastructures, pour un rendement immédiat faible mais, en contrepartie, une forte rentabilité sociale à long terme. Dans bien des cas, cependant, la simple extrapolation de la croissance très soutenue de la première moitié des années 90 a poussé les décideurs à renforcer encore la capacité des industries existantes. Souvent même, plusieurs pays ont investi dans des branches similaires. En outre, à l'exemple des conglomerats industriels de Corée, la déréglementation des années 90 a incité les entreprises à se lancer dans des activités nouvelles sans rapport aucun avec leur métier d'origine. Fréquemment, si les investisseurs et prêteurs ne soumettaient pas leurs décisions à l'épreuve du marché ou à des critères de bonne gestion, c'était à cause de la protection

... un investissement massif dans des projets à la rentabilité douteuse

Structure macroéconomique de certaines économies d'Asie										
	Investissement		Épargne intérieure		Solde budgétaire ¹		Ouverture aux échanges ²		Coefficient marginal de capital ³	
	Moyenne 1986-95	1996	Moyenne 1986-95	1996	Moyenne 1986-95	1996	1986	1996	Moyenne 1986-90	Moyenne 1991-96
	en % du PIB									
Corée	33,9	36,8	36,4	35,2	0,3	0,0	30,7	28,9	32,9	20,2
Indonésie	32,6	32,1	33,8	31,2	0,9	-1,0	15,9	20,4	19,2	22,6
Malaysia	32,7	42,2	35,8	42,6	-3,2	0,7	44,3	78,9	25,1	22,1
Philippines	20,5	23,2	17,5	15,6	-1,9	0,3	16,4	31,2	20,5	12,2
Thaïlande	36,3	42,2	33,5	35,9	2,1	0,7	20,9	34,9	32,6	19,6

Les données pour 1996 sont en partie estimées.

¹ Administration centrale. ² Ratio de la moyenne des exportations et importations de marchandises au PIB. ³ Présenté ici comme la relation inverse, à savoir rapport du taux réel de croissance du PIB au ratio investissement/PIB. Tableau III.2



implicite offerte par le soutien actif d'un gouvernement pour des projets politiquement très séduisants mais aux perspectives de rentabilité douteuses.

Comme l'indiquait le 67^e Rapport annuel, des signes d'investissement excessif étaient déjà apparus dans certains secteurs en 1996. Le renforcement considérable des capacités dans l'industrie électronique en Asie avait alors entraîné une surabondance d'offre et, par suite, un effondrement des prix dans le monde. L'investissement avait aussi beaucoup augmenté dans d'autres domaines (tels que l'automobile, l'électroménager et la production d'électricité), au risque d'inonder les marchés locaux et étrangers. Dans l'immobilier, les apports massifs de capitaux avaient donné naissance à des bulles spéculatives, dont l'éclatement ultérieur a été en grande partie à l'origine des turbulences financières qui allaient suivre (chapitre VII).

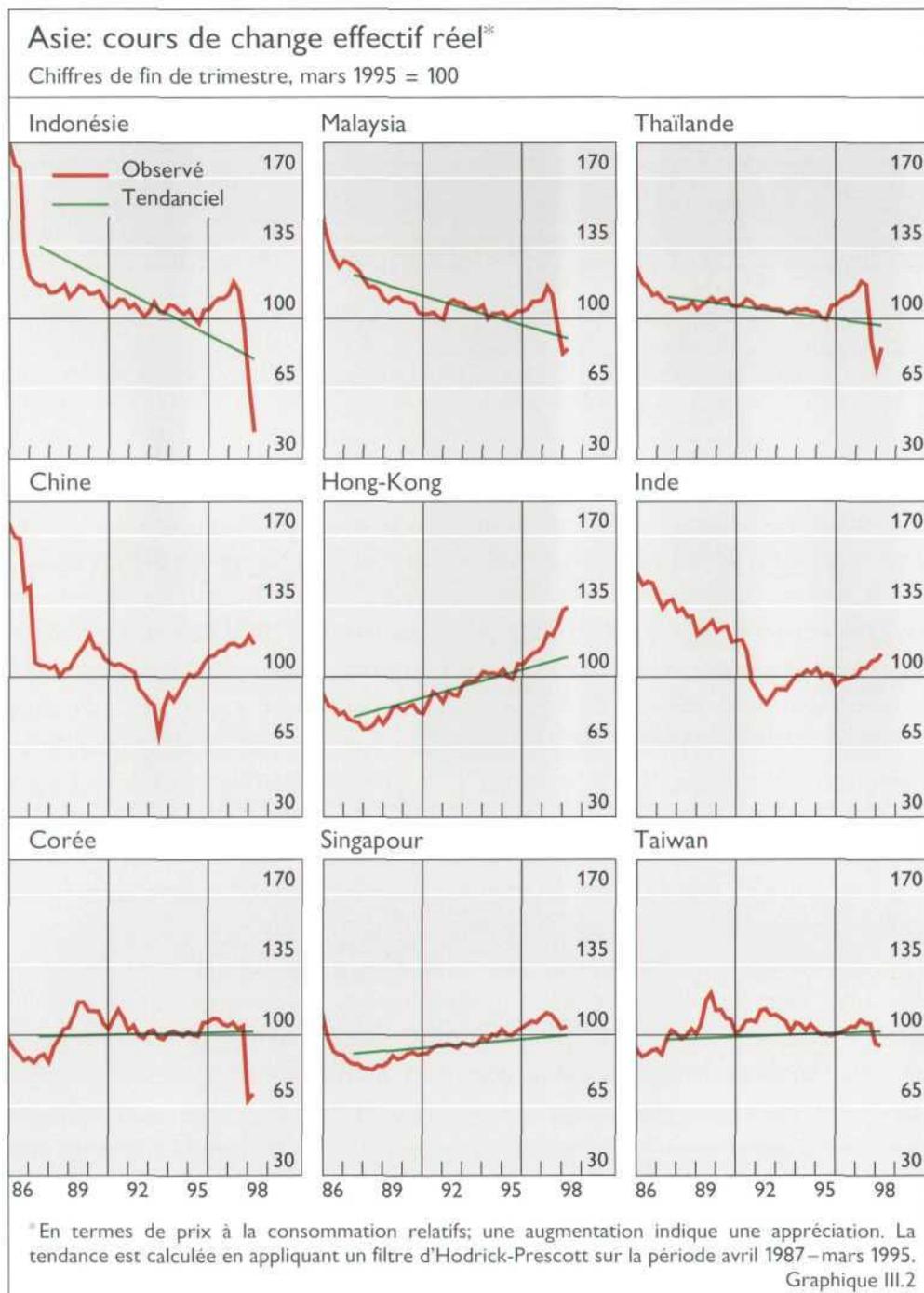
Le surinvestissement dans certains secteurs a réduit, ces dernières années, la rentabilité des capitaux engagés. Dans beaucoup de pays frappés par la crise, le taux de croissance associé à un ratio d'investissement donné («coefficient marginal de capital») a nettement diminué durant la première moitié des années 90 (tableau III.2). Autre évolution très révélatrice, la relation entre investissement direct étranger et expansion des exportations s'est notablement affaiblie pendant l'actuelle décennie (graphique III.1). Il apparaissait donc de moins en moins probable que la dégradation initiale des paiements courants, consécutive aux importations de biens d'équipement liées à l'investissement direct étranger, puisse être corrigée peu à peu par un renforcement des exportations dû à l'accroissement des capacités.

La chute des exportations en 1996 révèle un surinvestissement dans certains secteurs

Baisse de la rentabilité

Une autre cause profonde à la crise dans cette région réside dans les difficultés de plus en plus grandes à poursuivre une politique de change fondée sur le rattachement étroit au dollar EU. Ce lien a eu trois conséquences néfastes par la suite. Tout d'abord, la dépréciation de la monnaie américaine par rapport aux principales devises internationales jusqu'au premier trimestre de 1995 a entraîné des gains réguliers de compétitivité en Indonésie, Malaysia et Thaïlande (comme le montre l'évolution tendancielle du graphique III.2 pour la période 1987–95). Ce facteur a provoqué un accroissement rapide des exportations et une vive expansion des capacités. Toutefois, quand la baisse du dollar s'est inversée au début de 1995, la compétitivité des pays d'Asie s'est fortement

Conséquences
du rattachement
du change sur la
compétitivité ...



détériorée. Juste avant l'apparition des turbulences financières, au milieu de 1997, les cours de change effectifs réels de l'Indonésie, de la Malaisie et de la Thaïlande avaient atteint des niveaux nettement supérieurs à ceux qu'aurait suggéré une extrapolation de la tendance. Ce paramètre lui-même sous-estime probablement l'intensification de la concurrence dans la région depuis le milieu de la décennie, car il ne tient pas compte des gains notables de parts de marché obtenus par la Chine. En Corée, cependant, le facteur de compétitivité a joué un rôle bien moindre dans le déclenchement de la crise, étant donné que, dans le même temps, les autorités ont laissé le won se déprécier contre dollar.

... sur
l'efficacité de
la politique
monétaire ...

Les régimes de flottement administré adoptés en Asie ont eu pour deuxième conséquence de réduire la capacité de la politique monétaire à s'intéresser plus directement au besoin de liquidité de l'économie nationale. Quand la surchauffe s'est manifestée dans beaucoup d'économies de la région au milieu des années 90, les engagements à l'égard du cours de change ont empêché les banques centrales de relever leurs taux d'intérêt pour freiner la demande intérieure, en particulier l'investissement dans l'immobilier et dans des projets par nature peu rentables. L'accroissement de la mobilité internationale des capitaux et la diminution des primes de risque imposées aux emprunteurs des économies émergentes ont renforcé cette contrainte. Enfin, troisième conséquence de la longue période de stabilité relative vis-à-vis du dollar EU, la perception du risque de change s'est estompée, ce qui a poussé les intervenants à prendre d'importantes positions ouvertes en devises. Les chapitres VI et VII examinent ces problèmes de façon plus détaillée.

... et sur le
comportement
des emprunteurs

Asie

L'ampleur de la crise qui a frappé l'Asie au second semestre de 1997 et la rapidité de sa contagion ont surpris la plupart des observateurs et des intervenants. Le baht thaïlandais, soumis à de fortes pressions spéculatives depuis le début de 1997, a fini par céder au milieu de l'année. Comme les pays de la région présentaient les mêmes points faibles, les turbulences se sont rapidement propagées à plusieurs autres économies d'Asie du Sud-Est, en particulier Indonésie, Malaisie et Philippines. Par la suite, la perte de confiance s'est étendue bien au-delà, plongeant la Corée dans une profonde crise financière vers les derniers mois de l'année (une chronologie détaillée est présentée au tableau VII.6).

Effet à court terme
de la crise des
monnaies

Chaque mois, de nouvelles statistiques viennent confirmer la chute de la production industrielle et l'accumulation de tensions sur les prix dans les pays les plus touchés par la crise (tableau III.3). Le renversement des soldes commerciaux en moins d'un an a été spectaculaire et, comme il a surtout pris la forme d'une diminution des importations, particulièrement douloureux: au début de 1998, les achats de la Corée et de la Thaïlande avaient baissé d'un tiers en glissement annuel. Les cours de change réels, qui faisaient encore apparaître une appréciation notable au commencement de 1997, avaient perdu entre 25% et 50% sur la même période. Il convient toutefois d'interpréter ces dépréciations réelles avec prudence, étant donné que les indices de change utilisés à cet égard sont surtout calculés par rapport aux monnaies des pays industriels. Or, parmi les

Effet à court terme des turbulences financières en Asie ¹										
	Production industrielle		Prix à la consommation		Solde commercial		Importations		Cours de change effectif réel ²	
	1997 S1	Trois derniers mois	1997 S1	Trois derniers mois	1997 S1	Trois derniers mois	1997 S1	Trois derniers mois	1997 S1	Trois derniers mois
Corée	6,4	- 7,8	4,4	8,9	-18,3	34,5	2,3	-35,1	-2,9	-38,7
Indonésie	..	..	5,0	29,7	8,3	18,9	0,7	-21,5	7,0	-64,4
Malaysia	11,5	7,8	2,8	4,3	- 2,2	3,2	5,1	-16,5	7,2	-29,8
Philippines	..	..	4,6	7,0	-11,1	-6,6	11,1	0,4	7,7	-28,3
Thaïlande	6,0	-13,0	4,4	9,0	-13,1	11,0	-8,9	-35,9	7,2	-35,6

¹ Variation (en %) par rapport à la même période de l'année précédente, sauf pour le solde commercial exprimé en milliards de dollars EU, en taux annuel. ² En termes de prix à la consommation relatifs. Une augmentation indique une appréciation.
Tableau III.3

principaux concurrents des économies d'Asie sur les marchés mondiaux se trouvent des pays voisins qui ont subi, eux aussi, de fortes dépréciations; autrement dit, les gains de compétitivité en Asie ont donc été certainement plus faibles qu'il n'apparaît.

Les réactions des autorités à la crise présentent plusieurs caractéristiques communes; en Corée, en Indonésie, aux Philippines et en Thaïlande, elles ont été formulées dans le cadre d'un programme du FMI et appuyées par des crédits officiels (chapitre VII). Tout d'abord, tous les pays directement affectés ont dû laisser flotter leur monnaie peu de temps après les premières attaques. Cette décision a donné lieu à des corrections de change extrêmement marquées, qui ont contribué à faire tomber les cours réels bien au-dessous des niveaux enregistrés pendant la dernière décennie. La dépréciation a probablement été trop forte et a peut-être compliqué l'ajustement en engendrant des distorsions de prix et en paralysant l'activité des entreprises et du secteur financier. Deuxièmement, la politique monétaire a été resserrée dans toute la région. Toutefois, le stade auquel ce durcissement est intervenu et sa vigueur ont nettement varié selon les pays. Cela s'explique en grande partie par le fait que les autorités éprouvaient plus ou moins de réticence à l'égard d'une hausse des taux d'intérêt qui risquait d'aggraver la situation financière d'institutions et d'entreprises déjà vulnérables. Quoi qu'il en soit, ce manque de détermination a vraisemblablement accentué les pressions sur la monnaie, la détresse financière se propageant alors par le canal du change. Initialement, les autorités avaient pris également un engagement de discipline budgétaire mais, à mesure que la gravité de la crise est apparue clairement, elles ont généralement assoupli leur politique. Enfin, devant les profondes faiblesses mises en évidence par la soudaine perte de confiance, les programmes d'ajustement ont été complétés par des réformes institutionnelles et structurelles d'une ampleur sans précédent, tant dans le secteur financier qu'au niveau des entreprises.

Réactions analogues des autorités:

adoption de cours de change flottants ...

... resserrement de la politique monétaire ...

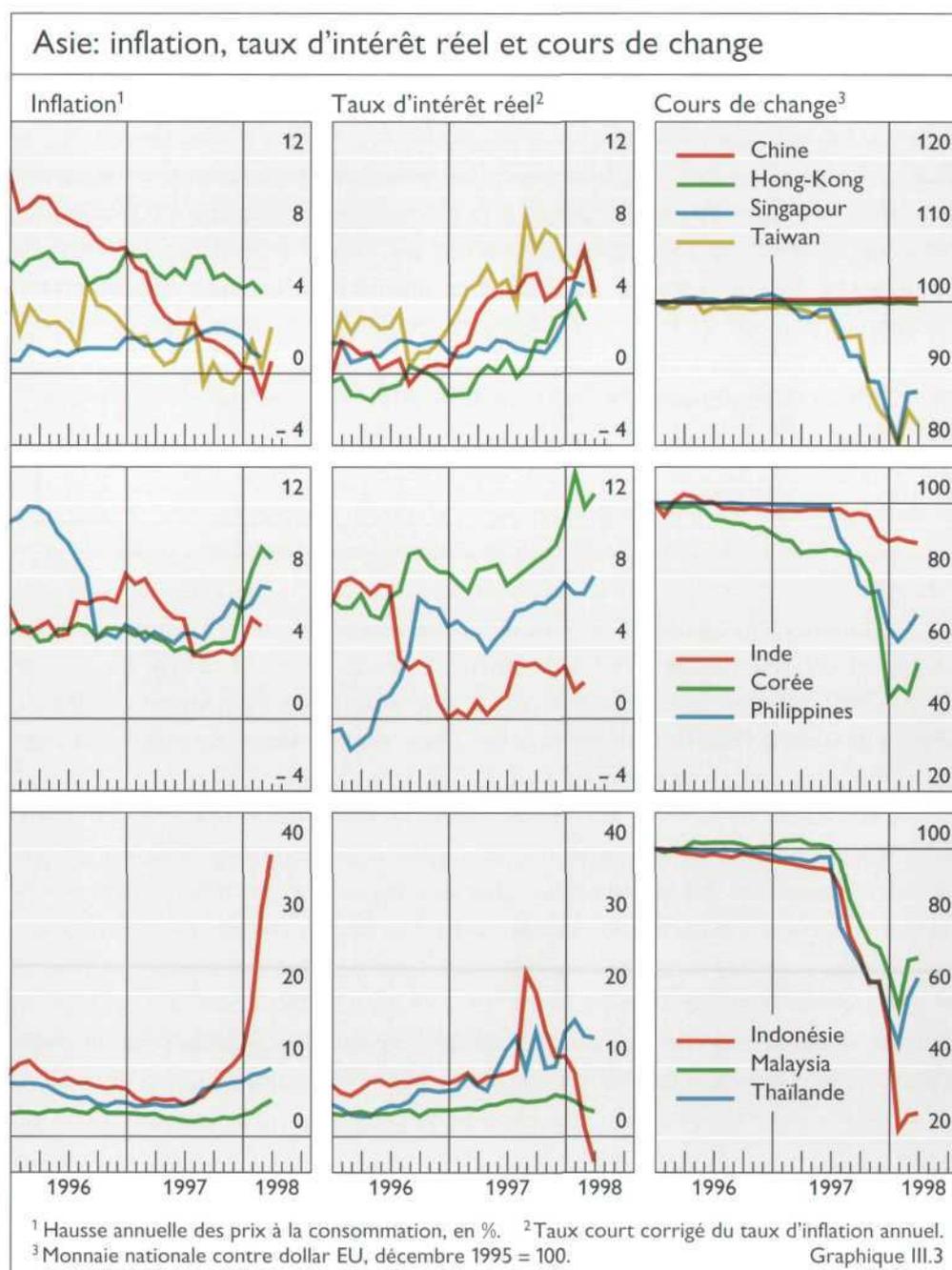
... et réformes structurelles

La crise en Asie du Sud-Est

La Thaïlande a été la première économie d'Asie à subir les conséquences de l'érosion de la confiance. L'attitude des investisseurs se fondait sur la chute

La crise frappe d'abord la Thaïlande ...

continue des exportations au début de 1997, qui réduisait les chances de comprimer l'important déficit des paiements courants (8% du PIB en 1996), et sur les signes de plus en plus nombreux de profondes faiblesses financières et économiques. Au cours du premier semestre de 1997, les interventions n'ont pu freiner durablement les sorties de capitaux et, début juillet, les autorités ont dû laisser flotter le baht. En dépit d'un programme d'ajustement élaboré en août, la confiance est restée ébranlée, parce que la réaction des autorités, en particulier pour la restructuration du secteur financier, n'était pas assez rapide et que le gouvernement ne semblait pas vouloir s'engager résolument dans cette voie. Malgré un relèvement substantiel des taux d'intérêt (graphique III.3), le baht a continué de fléchir et avait perdu, à la fin de l'année, quelque 45% de sa valeur vis-à-vis du dollar EU. En présence d'une stagnation de la production et de



tensions inflationnistes croissantes, la demande intérieure et les importations se sont effondrées et le déficit des paiements courants s'est vivement contracté, tombant à 2% du PIB pour l'ensemble de l'année 1997.

Au début de 1998, en dépit de la persistance de graves incertitudes, notamment sur les perspectives du marché immobilier, la situation paraissait se stabiliser. La restructuration du secteur financier semblait progresser; la dépréciation du baht s'était interrompue; le marché des actions se redressait; le contrôle des changes mis en place en mai 1997 était levé et les autorités pouvaient assouplir quelque peu leur politique budgétaire.

L'Indonésie a été rapidement emportée par la crise, malgré une forte croissance en 1996, une modération de l'inflation revenue à 5% environ au début de 1997 et un déficit des paiements courants assez modeste, représentant quelque 3% du PIB. La contagion s'expliquait par les faiblesses financières du pays, notamment la fragilité du secteur financier, soumis à un contrôle insuffisant, le poids de l'endettement des entreprises et l'ampleur de la dette extérieure. Les distorsions observées sur les marchés intérieurs et les inefficiences qui en découlaient ont encore aggravé les incertitudes. Comme l'élargissement progressif des marges d'intervention sur le cours de change n'a pas suffi à contenir l'accentuation des pressions, les autorités ont laissé la rupiah flotter librement à la mi-août. Au même moment, elles ont resserré l'orientation monétaire. Elles n'ont pu éviter, cependant, des attaques récurrentes sur la monnaie, car les intervenants ne voyaient pas comment l'économie pourrait résister à une période prolongée de taux d'intérêt élevés; ceux-ci furent d'ailleurs réduits à la fin du mois.

Un vaste programme d'ajustement était mis en œuvre sur plusieurs points: compression des dépenses publiques, réformes du secteur financier et libéralisation de l'économie ainsi que des échanges (en particulier, abolition des monopoles de commercialisation et d'autres arrangements restrictifs). Cependant, les incertitudes politiques, les dérapages et l'élaboration difficile d'un dispositif pour restructurer la dette importante des entreprises privées ont déclenché un véritable effondrement du cours de change, fin 1997 et début 1998. La rupiah est tombée, vers la fin de janvier, à un plancher historique de plus de IDR 15 000 pour un dollar EU, soit moins d'un sixième de sa valeur du milieu de 1997, juste avant l'éclatement de la crise. Dans les semaines suivantes, elle s'est stabilisée dans une large fourchette de IDR 8 500-10 500.

Des cours aussi bas, en alourdissant le coût du service de la dette extérieure, ont rendu techniquement insolvables beaucoup d'entreprises et, par le renchérissement des produits les plus essentiels, ont gravement pesé sur le budget d'une grande partie de la population. Comme la sécheresse a provoqué, par ailleurs, une stagnation de la production agricole, l'activité s'est effondrée et le taux annuel d'inflation est monté à 40% en mars 1998. Dans ce contexte, le gouvernement a cherché, en février, à obtenir un soutien pour la mise en place d'une caisse d'émission fondée sur un cours très supérieur à celui qui était alors en vigueur. Toutefois, plusieurs des conditions préalables à l'instauration d'un tel régime (voir le 67^e Rapport annuel) ne paraissant pas remplies à ce stade initial de la stabilisation économique, le projet a été abandonné.

La *Malaysia*, elle aussi, a été rapidement prise dans la tourmente au milieu de 1997, quand les marchés ont manifesté une méfiance croissante devant

... puis se propage rapidement à l'Indonésie ...

... où le redressement s'annonce très difficile

La contagion frappe la *Malaysia* ...

l'important déficit des paiements courants, la probabilité de fortes corrections des prix de l'immobilier ainsi que des cours des actions et en présence d'un secteur des entreprises lourdement endetté vis-à-vis du système bancaire domestique et étroitement tributaire de ses prêts. Face aux abondantes sorties de fonds, en particulier des montants investis en Bourse, les autorités ont choisi comme principale ligne de défense la dépréciation de la monnaie, accompagnée de mesures administratives visant à maîtriser les flux de capitaux et à soutenir le marché des actions. En revanche, elles n'ont que peu durci leur politique monétaire, de sorte que la hausse des taux d'intérêt a été beaucoup moins marquée que dans la plupart des pays de la région (graphique III.3). Dans le domaine budgétaire également, la réaction a été assez progressive. En effet, c'est seulement à la fin de l'année que la perspective d'une chute des recettes fiscales a entraîné une baisse des dépenses publiques et la compression ou l'ajournement de grands projets de développement.

... mais moins
les Philippines

Aux *Philippines*, le tarissement des entrées de capitaux au milieu de 1997 a aussi provoqué une vive dépréciation de la monnaie. Néanmoins, grâce à la réaction rapide des autorités, l'ajustement à la crise de change s'est opéré pratiquement sans à-coups. Après l'abandon, en juillet, du rattachement de fait de la monnaie au dollar, la politique monétaire a été resserrée et l'orientation budgétaire est restée prudente. Comme les exportations, stimulées par les gains de compétitivité, continuaient à progresser d'environ 25% en termes de dollars, la croissance n'a que légèrement ralenti et est même devenue la plus forte de la région.

République de Corée

Le ralentissement
de l'activité rend
vulnérables les
entreprises
endettées et un
secteur financier
fragile

Le développement considérable des capacités de production dans l'industrie, alimenté vers le milieu des années 90 par une longue période de croissance fort rapide et par la déréglementation, avait rendu la Corée très vulnérable au ralentissement de l'activité en 1996 et au début de 1997. Comme l'augmentation des capacités avait été surtout financée par le crédit bancaire (sans recours notable à l'investissement direct de l'étranger), ce qui avait porté le ratio d'endettement des grands conglomérats à près de 500%, le secteur financier était lui aussi très exposé à un fléchissement de l'économie. Sur le plan du commerce extérieur, la chute des recettes à l'exportation avait creusé le déficit des paiements courants, à presque 5% du PIB en 1996, aggravant encore la sensibilité de l'économie à une inversion des flux de capitaux. Le secteur bancaire, en particulier, était fortement tributaire des financements extérieurs sous la forme de lignes de crédit interbancaires à très court terme.

Accentuation
des pressions
sur le change

La pression sur le won s'est intensifiée au premier semestre de 1997, devant les faillites spectaculaires de gros conglomérats industriels qui mettaient en lumière les problèmes de prêts improductifs pesant sur le secteur financier. Malgré des interventions de change répétées pendant l'été et l'automne et un relèvement des taux d'intérêt, les autorités n'ont pu enrayer la chute du won. Fin novembre, le pays paraissait à la limite du défaut de paiement sur sa dette extérieure à court terme.

Les politiques macroéconomiques ont alors été notablement resserrées et un programme d'ajustement structurel de grande envergure a été proposé, fin

1997 et début 1998. Il reposait essentiellement sur une libéralisation des opérations en capital et de l'investissement étranger, une restructuration du système financier accompagnée d'un renforcement de la réglementation et du contrôle prudeniels ainsi que sur des dispositions visant à rationaliser l'activité des gros conglomérats industriels. Quand, en outre, la Corée a conclu, fin janvier, un accord assorti de conditions favorables avec les banques internationales pour le rééchelonnement d'une importante partie de la dette à court terme (non liée au commerce) des banques commerciales, le retour progressif de la confiance a paru sortir l'économie de ses difficultés immédiates. Les contraintes de liquidité extérieure se sont trouvées allégées par l'apparition d'un excédent des paiements courants vers la fin de 1997. Après janvier, le cours de change s'est stabilisé et les taux d'intérêt ont commencé à redescendre des niveaux proches de 30% atteints le mois précédent. Toutefois, le coût de l'ajustement s'est, lui aussi, alourdi au début de 1998. Les restructurations et faillites d'entreprises, conjuguées à l'atonie de la demande des ménages, ont fait baisser de 10% la production dans le secteur manufacturier et porté le taux de chômage à 6½%. De plus, l'inflation s'est accélérée, montant à près de 10%, sous l'effet de la hausse des prix à l'importation.

Réactions des autorités à la crise et coût de l'ajustement

Autres pays d'Asie

Dans les autres pays de la région, la contagion de la crise en Asie du Sud-Est et en Corée n'a pu être évitée mais ses conséquences ont été beaucoup moins traumatisantes. À Singapour et Taiwan, la diversification et la compétitivité de l'industrie manufacturière ainsi que la situation financière de la plupart des secteurs de l'économie ont permis de mieux résister aux fluctuations de change. Dans la province chinoise à statut spécial de Hong-Kong, la détermination des autorités et la solidité du secteur financier ont permis au régime de caisse d'émission de surmonter l'épreuve la plus dure qu'il ait jamais subie. Dans d'autres cas, la convertibilité encore limitée des capitaux étrangers (Chine et Inde) ou le montant élevé des réserves de change (Chine) ont protégé les économies d'une contagion immédiate.

L'économie de *Singapour* avait enregistré une forte reprise, après la chute du secteur de l'électronique en 1996, suivie d'un ralentissement dû aux turbulences financières extérieures. Pour tempérer les effets de cette crise, les autorités ont assoupli la politique budgétaire (tout en préservant un solde excédentaire) et relevé les taux d'intérêt pour contrer les sorties spéculatives de capitaux. De plus, elles ont pu largement utiliser la marge de flexibilité conférée par le régime de change. Elles ont donc laissé le cours de la monnaie, soumis habituellement à une appréciation lente et régulière en termes effectifs, flotter à l'intérieur d'une bande plus large après la mi-1997 et baisser ainsi d'environ 20% contre dollar EU, avant un redressement partiel, début 1998.

Résistance de l'économie à Singapour ...

L'économie de *Taiwan*, qui faisait aussi preuve de dynamisme avant l'éclatement de la crise financière asiatique, a réussi à conserver une bonne partie de son élan. La croissance a culminé à près de 7% l'an dernier, tandis que la hausse des prix à la consommation, à moins de 1%, est tombée à son niveau le plus bas depuis dix ans. La monnaie a cependant été soumise à des pressions à partir du milieu de 1997. À l'origine, les autorités se sont efforcées de préserver sa stabilité

... et à Taiwan

vis-à-vis du dollar EU, en intervenant parfois massivement et en permettant aux taux d'intérêt de monter. Toutefois, les conséquences négatives de ces politiques pour les cours des actions et la compétitivité à l'exportation les ont amenées à laisser la monnaie s'ajuster à de nouvelles pressions après la mi-octobre. Une dépréciation immédiate de 7% a été suivie d'un autre accès de faiblesse, fin 1997, quand la crise de change a éclaté en Corée, l'un des principaux concurrents de Taiwan sur les marchés extérieurs. Comme à Singapour, le regain de confiance dans la solidité des données fondamentales a renforcé la monnaie au début de 1998.

Défense de la
caisse d'émission
à Hong-Kong

Dans le cas de *Hong-Kong*, l'engagement ferme envers un cours de change fixe, dans une région qui se ralliait rapidement au régime de flottement, et les fortes tensions accumulées au début de 1997 sur les marchés de l'immobilier et des actions ont rendu l'économie particulièrement vulnérable aux inquiétudes des investisseurs. Les autorités, confrontées à deux attaques spéculatives – la première en août et une seconde, plus violente, en octobre –, ont montré qu'il est possible de défendre un système de caisse d'émission tant que la solidité du secteur financier national n'est pas remise en question. Elles ont laissé les taux interbancaires monter en flèche (l'argent au jour le jour atteignant un sommet de 280% fin octobre), reportant sur les cours des actions et les prix de l'immobilier le poids essentiel de l'ajustement. Les menaces sur la monnaie se sont atténuées et les taux d'intérêt ont baissé au début de 1998. Néanmoins, la persistance de l'écart sur les taux comparables aux États-Unis donne à penser que l'économie suscite encore quelques incertitudes.

Léger
ralentissement
de l'activité
en Chine

En *Chine*, la solidité des paiements courants, la modicité de la dette extérieure, l'abondance des réserves internationales et l'existence de contrôles sur les mouvements de capitaux ont protégé dans une large mesure l'économie des conséquences directes des turbulences financières dans la région. Toutefois, les effets indirects de la crise pourraient bien accentuer le léger ralentissement de l'activité, dont les premiers signes sont apparus en 1997. Sur l'ensemble de l'année, la croissance est néanmoins restée soutenue, à près de 9%, mais, avec l'effondrement de la demande intérieure dans plusieurs pays voisins, les exportations ont progressivement perdu une partie de leur dynamisme. Ce tassement, conjugué à celui de la consommation intérieure, a contribué à l'accumulation de stocks. Cet affaiblissement de la demande a encore fait baisser l'inflation, les prix de détail ayant même diminué à la fin de 1997.

Objectif
de politique
économique à
moyen terme

Pour garantir une croissance élevée à moyen terme, les autorités ont donné la priorité à la restructuration des entreprises publiques, lors des réunions capitales des instances de politique économique à la fin de 1997 et au début de 1998. Le fait que les restructurations pourraient également freiner l'accumulation de prêts improductifs, qui a gravement compromis la solvabilité des principales banques d'État, conférait à cet objectif un poids encore plus grand. À court terme, cependant, il en résultera des effets défavorables sur l'emploi, voire sur les finances publiques à mesure que les établissements annuleront leurs créances irrécouvrables.

Inde

En *Inde*, malgré des pressions sur le change fin 1997, qui ont amené un resserrement de la politique monétaire, l'activité n'a pratiquement pas souffert des turbulences dans la région. Ce sont plutôt les incertitudes politiques, le ralentissement des réformes structurelles et financières et les insuffisances de

l'infrastructure qui ont déterminé, l'an dernier, l'évolution de l'économie. Après un taux moyen de 7% les trois années précédentes, la croissance s'est modérée, revenant à environ 5% en 1997. Toutefois, ce ralentissement a permis une baisse supplémentaire de l'inflation, avec un déficit des paiements courants maintenu à quelque 1½% du PIB. Malgré des recettes exceptionnelles dues à un programme d'amnistie fiscale, le déficit de l'administration centrale, à 6% du PIB, reste un obstacle majeur à l'avènement d'une croissance élevée et durable. Un élément très positif est cependant à souligner: les nouveaux progrès réalisés dans la réduction de la monétisation automatique du déficit budgétaire par recours au crédit de la banque centrale.

Problèmes particuliers soulevés par les crises en Asie

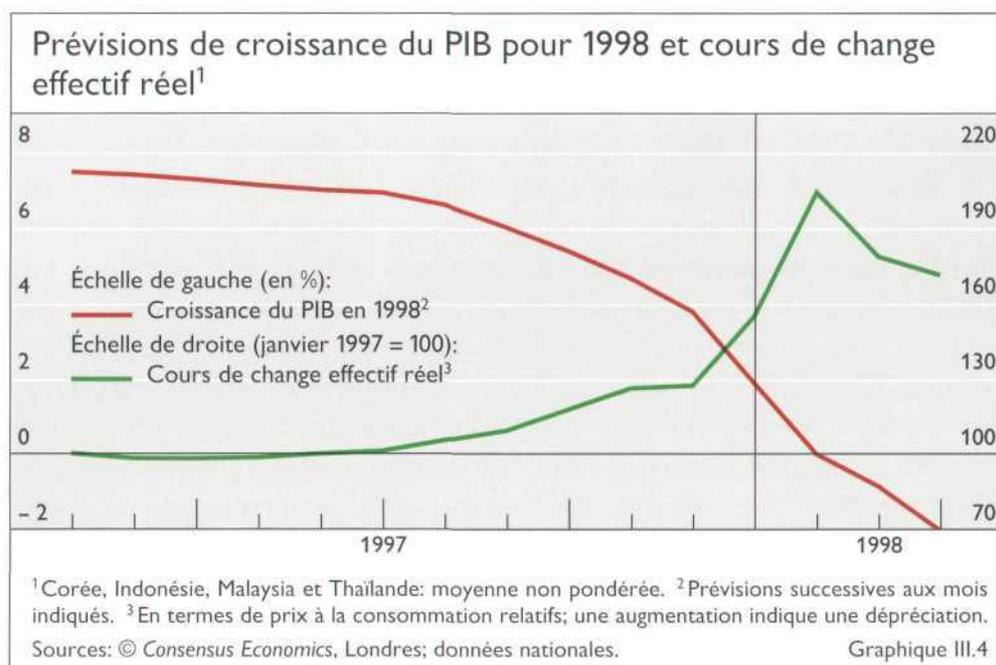
Cours de change réel et production

Dans plusieurs économies d'Asie, le tassement marqué de la demande intérieure et de l'activité a fait suite à une forte dévalorisation de la monnaie. Comme le montre le graphique III.4, le mouvement de dépréciation, en termes réels, déclenché par la chute du cours de change nominal dans les quatre économies les plus touchées s'est accompagné d'une constante révision à la baisse des prévisions de croissance du PIB pour 1998. Au Mexique également, la perte de valeur réelle de la monnaie, provoquée par la crise du peso en 1994–95, avait entraîné dans l'immédiat un recul brutal de la production. Les études empiriques sur les économies émergentes concluent à l'existence d'une tendance assez générale dans ce sens, du moins pour le court terme.

Les liens structurels entre évolution du change et activité économique sont cependant complexes et difficiles à saisir empiriquement. La théorie conventionnelle veut que la dévaluation entraîne une expansion de la production en stimulant les secteurs travaillant à l'exportation ou en concurrence avec les

La dépréciation, en termes réels, entraîne une chute de l'activité en Asie ...

... malgré une large ouverture aux échanges



produits importés. Étant donné que la croissance dans les pays d'Asie dépend énormément du commerce extérieur, on pourrait s'attendre à ce qu'une dépréciation en termes réels renforce rapidement l'activité. Toutefois, si la dévalorisation n'induit pas assez vite une augmentation des exportations, et si les flux de capitaux s'inversent brusquement, l'ajustement extérieur repose entièrement sur une réduction des importations, qui doit résulter d'une contraction brutale de la demande intérieure. D'ailleurs, le graphique III.4 semble indiquer que les prévisionnistes ont accordé une probabilité de plus en plus grande à un tel processus de contraction en Asie dans le court terme.

Facteurs explicatifs:
faiblesse de la
demande sur
les principaux
marchés ...

Plusieurs facteurs, liés aux échanges ou à la fragilité financière, peuvent expliquer l'absence de réaction des exportations aux gains notables de compétitivité. Premièrement, cette faible réponse de la production, surtout au niveau des biens échangeables, tient en partie à l'importance du commerce intrarégional. Comme les ventes de la Corée, de l'Indonésie, de la Malaisie et de la Thaïlande à destination du Japon et au sein de ce groupe représentent entre un quart et un tiers de leurs exportations totales, ces pays ont dû se livrer concurrence sur des marchés particulièrement déprimés. Ainsi, entre le dernier trimestre de 1996 et celui de 1997, les importations japonaises en provenance d'Asie ont diminué de 6% et la baisse a été encore plus marquée en Corée, autre grande puissance commerciale de la région. En outre, étant donné le rôle prédominant des activités de transformation dans plusieurs pays d'Asie, les industries exportatrices sont fortement tributaires des biens intermédiaires importés de la région. La compression des importations et celle des exportations se sont donc mutuellement renforcées. À cet égard, la situation du Mexique après la dépréciation du peso, fin 1994 et début 1995, était tout à fait différente, puisque le marché des États-Unis, qui absorbe 85% des exportations mexicaines, était alors en plein boum. Il est intéressant de noter que les ventes des Philippines, qui sont également davantage orientées vers les États-Unis, ont continué de se développer rapidement au second semestre de 1997.

... incertitudes
sur l'évolution du
cours de change ...

Un autre élément peut également freiner l'augmentation de la production de biens échangeables; il s'agit des difficultés rencontrées pour déterminer le niveau auquel le cours réel devrait se stabiliser, dans un contexte de surajustements du change et de perspectives d'inflation très fluctuantes. Tant que les entreprises n'ont pas une certitude suffisante à cet égard, surtout en ce qui concerne le prix relatif des biens importés entrant dans la production, elles peuvent hésiter à faire des plans de production à long terme. D'autre part, la position dominante que plusieurs économies d'Asie ont acquise sur quelques marchés grâce à la forte expansion de leurs capacités dans certaines branches peut avoir compliqué également le processus de relance. En effet, dans ces branches et ces marchés, augmenter l'offre exige souvent des concessions au niveau des prix et ne fait qu'accentuer la dégradation des termes de l'échange résultant de la dépréciation.

... nécessité de
concessions sur
les prix ...

... et fragilité
financière de
l'économie

D'autres facteurs, tenant à la fragilité financière des entreprises et du secteur financier, amplifient le recul de l'activité en Asie, malgré la dépréciation en termes réels. Les ratios d'endettement élevés des sociétés (Corée et Malaisie), la forte proportion de dette libellée en devises ou la vulnérabilité à l'évolution des prix des actifs (Indonésie et Thaïlande) ont contraint les entreprises et les ménages à

réduire brutalement leurs emprunts et leurs dépenses quand le durcissement de la politique monétaire, la dévalorisation de la monnaie et la baisse des prix des actifs ont alourdi le coût de la dette. Cette contraction de la demande a vraisemblablement été aggravée par la volonté des banques de limiter leurs crédits, l'accumulation de prêts improductifs ayant minoré leurs ratios de fonds propres.

Le facteur d'accès au crédit pourrait finalement contribuer à freiner la production en Asie davantage qu'il ne l'a fait au Mexique en 1995. Premièrement, la vulnérabilité des entreprises, bien qu'évidente, était moins préoccupante au Mexique qu'elle ne le semble aujourd'hui en Asie. Les entreprises mexicaines ont alors pu, en tout cas les plus grandes, surtout si elles étaient affiliées à des sociétés américaines, se procurer des fonds à l'étranger. Deuxièmement, les conséquences de la fragilité du secteur bancaire pour le financement des entreprises sont aggravées en Asie par le fait qu'elles sont très tributaires du crédit bancaire et que, souvent, les pays ne sont pas dotés de marchés monétaires et financiers suffisamment profonds ni développés. À l'inverse, en Afrique, la dépréciation a provoqué une augmentation rapide de l'activité, étant donné que, dans cette région, la dépendance à l'égard du crédit bancaire (et même de l'intermédiation en général) est moins forte et que, par conséquent, la fragilité des banques n'est pas une source de préoccupation.

Cours de change et prix

En dépit d'une accélération au début de 1998, les prix à la consommation n'ont réagi que modérément, jusqu'à présent, à la dépréciation dans la plupart des économies d'Asie touchées par la crise. En effet, malgré leur ouverture aux influences extérieures, la répercussion de la baisse de la monnaie sur ces prix n'a pas dépassé 20–25% en Indonésie et en Thaïlande et a été encore inférieure en Corée et en Malaisie (tableau III.4). Cette situation rappelle celle qu'avaient connue l'Espagne, l'Italie, le Royaume-Uni et la Suède après la crise du MCE en 1992. En revanche, elle s'oppose nettement à ce qui s'est passé en République tchèque, où la dépréciation de mai 1997 s'est presque intégralement traduite en inflation, et au Mexique en 1995, où la répercussion a excédé 40%. Le 67^e Rapport annuel analysait cette différence évidente de sensibilité de l'inflation aux variations de change selon les régions. Il précisait qu'en Asie la poussée inflationniste consécutive à une dépréciation en termes effectifs est habituellement assez limitée, alors qu'en Amérique latine la dévalorisation entraîne généralement une flambée des prix.

La contraction marquée de la demande intérieure en Asie explique certainement dans une large mesure l'inertie des prix à ce stade. Compte tenu du volume de capacités excédentaires dans de nombreuses branches d'activité, une reprise de la demande pourrait n'avoir qu'un faible impact sur les prix, même à moyen terme. De plus, la correction actuelle et future des prix de l'immobilier contribuera probablement à freiner la hausse. Il faut aussi compter avec un autre facteur important, à savoir la forte aversion traditionnelle pour l'inflation en Asie, sentiment bien compréhensible, étant donné les zones de pauvreté qui subsistent dans la région et l'absence de mécanismes de protection sociale. D'ailleurs, les dispositifs tels que l'indexation des salaires et les clauses de rattrapage sont

L'effet relativement faible de la dépréciation sur les prix en Asie reflète ...

... la contraction de la demande intérieure et les capacités excédentaires ...

Cours de change et inflation dans certains pays				
	Cours de change ¹	Prix de gros ²	Prix à la consommation ²	Importations ³
	variation en %			
Corée				
Juil. 1996–juil. 1997	9,6	2,7	4,0	
Juil. 1997–fév. 1998	82,6	31,0	12,6	34,0
Indonésie				
Juil. 1996–juil. 1997	7,3	–	5,7	
Juil. 1997–fév. 1998	255,4	–	69,9	27,3
Malaysia				
Juil. 1996–juil. 1997	3,4	–	2,4	
Juil. 1997–fév. 1998	48,2	–	7,9	95,6
Thaïlande				
Juil. 1996–juil. 1997	19,6	5,7	6,6	
Juil. 1997–fév. 1998	51,6	23,8	9,0	45,8
République tchèque				
Avril 1996–avril 1997	8,6	4,1	6,3	
Avril 1997–fév. 1998	15,6	7,3	15,3	61,1
<i>Pour mémoire:</i>				
Mexique				
Nov. 1993–nov. 1994	9,1	7,8	7,1	
Nov. 1994–nov. 1995	122,5	58,1	52,0	28,7
Espagne, Italie, Royaume-Uni et Suède ⁴				
Août 1991–août 1992	3,9	0,8	4,1	
Août 1992–août 1993	23,4	5,1	3,8	20,0

¹ Dollar EU (pays d'Europe occidentale: mark) contre monnaie nationale. ² Chiffre avancé d'un mois, en taux annuel. ³ Importations de biens et services en 1995 (pays d'Europe occidentale: 1993), en % de la dépense globale. ⁴ Moyenne non pondérée.

Tableau III.4

encore assez rares dans la plupart des pays d'Asie, où la fixation contractuelle des rémunérations reste peu fréquente.

Ainsi, le marché du travail s'est vite adapté à la crise, absorbant en partie la répercussion de la dépréciation sur les prix. Même dans les pays où le mouvement syndical est puissant, comme la Corée, des mesures visant à accroître la flexibilité du marché du travail ont été proposées et acceptées rapidement. Les primes de fin d'année ont été généralement supprimées et les salaires nominaux abaissés dans les secteurs les plus touchés. Le relèvement prévu du salaire minimal a été ajourné en Thaïlande et récemment gelé en Indonésie. On trouve une indication de cette compression des hausses de salaires (et de la réduction concomitante des profits) dans le large écart apparaissant dans le tableau III.4 entre l'augmentation des prix de gros, qui reflètent souvent le coût des biens intermédiaires (importés), et celle des prix à la consommation. À l'évidence, les prix de gros ont davantage répercuté la baisse de la monnaie. Sous un angle un peu différent, si les prix de gros traduisent plus fidèlement les prix des biens échangeables, alors que les indices de prix à la consommation incluent davantage de produits non échangeables, ces données peuvent laisser entendre

... la compression des coûts de main-d'œuvre ...

que la contraction la plus marquée se produit dans les secteurs (habituellement à forte intensité de main-d'œuvre) qui travaillent principalement pour le marché local.

Pour nuancer ces résultats jusqu'à présent favorables sur le front des prix, il convient d'indiquer que la hausse de l'IPC n'offre peut-être pas une mesure très fiable des tensions inflationnistes dans quelques pays d'Asie. En effet, les paniers de produits servant aux calculs ne sont pas forcément représentatifs des habitudes de consommation actuelles ou moyennes (ils peuvent, par exemple, conserver d'anciennes pondérations pour les produits alimentaires de base ou l'énergie, même si ces articles sont devenus relativement moins importants). D'autre part, il est possible que l'inflation soit en partie réprimée, puisque la détermination des prix de certains produits reste contrôlée, dans plusieurs pays, par le gouvernement et ne reflète donc pas toujours l'évolution du marché. Ainsi, en Indonésie, des dispositions administratives ont été prises, début 1998, pour stabiliser les prix des produits alimentaires; en Malaysia, un contrôle sélectif a été appliqué aux articles alimentaires essentiels et à l'énergie; aux Philippines, enfin, la réglementation a bloqué les prix de l'énergie jusqu'au commencement de 1998, malgré la chute de la valeur externe du peso.

... voire une certaine répression de l'inflation

Amérique latine

En 1997, les économies d'Amérique latine ont connu une croissance de 5% et l'inflation est tombée à 14%. Ces résultats favorables témoignent des efforts soutenus de réforme structurelle dans de nombreux domaines: privatisation, libéralisation des échanges, réorganisation de la sécurité sociale et renforcement des systèmes financiers. L'intégration croissante de ceux-ci à l'échelle mondiale ainsi que la rigueur monétaire appliquée au cours des dernières années ont également joué un rôle dans cette évolution. Une certaine inquiétude est apparue devant le creusement du déficit des paiements courants de la région, passé à quelque 3% du PIB, sous l'effet à la fois du dynamisme de la demande intérieure et de l'appréciation en termes réels de la monnaie dans plusieurs pays. Toutefois, pendant une grande partie de l'année, les entrées de capitaux, souvent sous forme d'investissement direct, ont pu facilement financer le déficit. D'autre part, les déséquilibres budgétaires ont parfois continué de poser des problèmes. Ainsi, en Colombie, le déficit des administrations publiques s'est nettement accentué, compliquant la tâche des autorités, désireuses d'abaisser le taux d'inflation toujours élevé et de freiner la hausse de la valeur réelle de la monnaie, rapide depuis quelques années. Le déficit budgétaire est resté important au Brésil, tandis que le repli des prix pétroliers sape la position des finances publiques du Venezuela, naguère solide, et oblige le Mexique à mener une politique de rigueur. De plus, vers la fin de 1997, les turbulences financières internationales sont venues brusquement menacer l'élan économique de la région. Toutefois, la contagion de la crise asiatique a été en général contenue efficacement et rapidement, grâce à la détermination des autorités, qui ont durci l'orientation monétaire et renforcé quelquefois leur discipline budgétaire.

Croissance soutenue et inflation en baisse ...

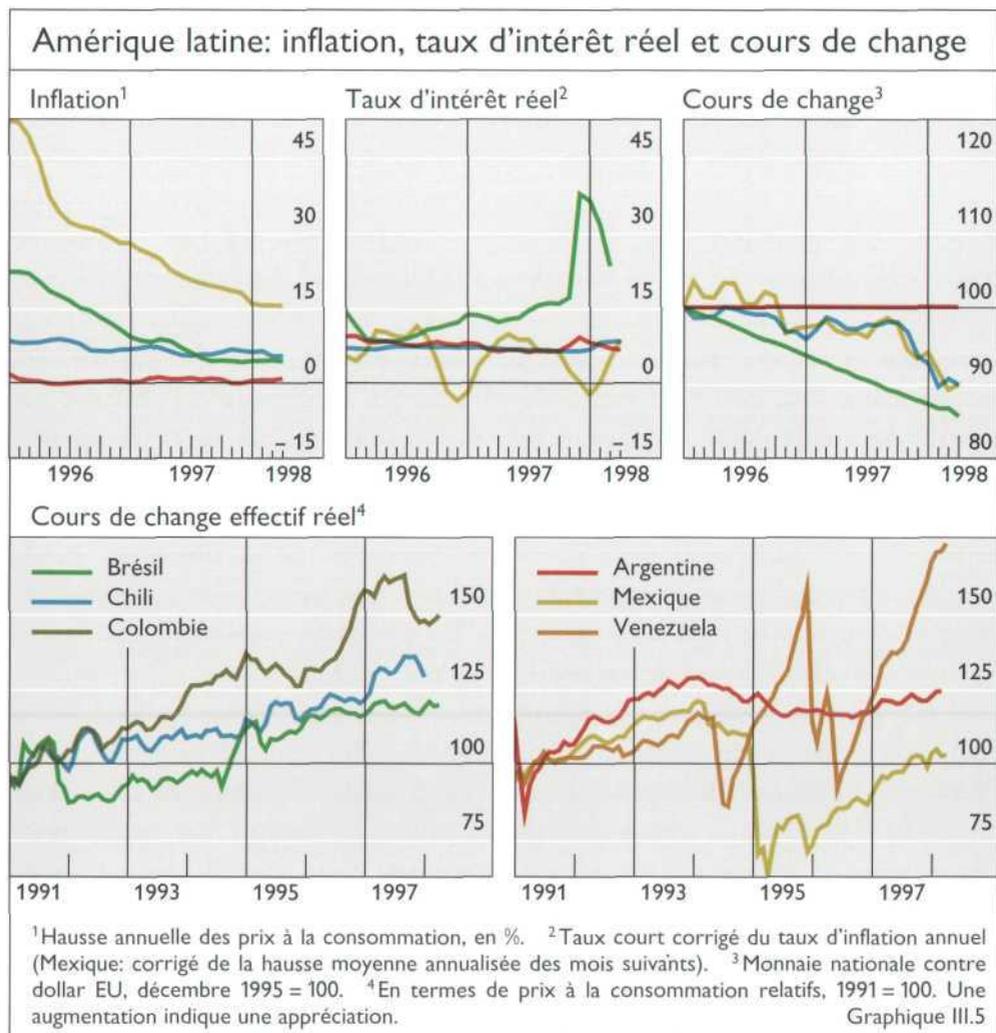
... mais aussi creusement des déficits extérieurs ...

... et déséquilibres budgétaires importants dans certains pays

Au Brésil, la vigueur de la demande intérieure a fait monter le taux de croissance à 5% en glissement annuel au milieu de 1997. Elle a toutefois creusé le

déficit des paiements courants, qui a dépassé 4% du PIB, et amené la banque centrale à resserrer sa politique à partir de mai. Ce déficit, le sentiment d'un ajustement budgétaire insuffisant et l'existence d'un régime de change administré ont fait du Brésil la cible favorite, hors d'Asie, de l'inquiétude des investisseurs, fin octobre. Les autorités ont réagi à cette crise soudaine non seulement en procédant rapidement à un durcissement marqué de leur orientation monétaire, mais aussi en maintenant la rigueur budgétaire et en avançant le calendrier de la réforme de l'administration et de la sécurité sociale. La banque centrale a doublé ses taux directeurs, portés à plus de 40% en fin de mois en termes réels annualisés, et les autorités ont annoncé, en novembre, un programme de restrictions budgétaires équivalant à plus de 2% du PIB.

Cette détermination, conjuguée aux signes montrant que les autorités avaient vraiment la situation en main, a beaucoup contribué à redonner confiance aux marchés. Dès le début de 1998, les taux d'intérêt ont pu être abaissés progressivement (graphique III.5) et les cours des actions ainsi que les entrées de capitaux se sont redressés. Le dosage plus équilibré des politiques peut aussi avoir rendu plus crédibles le régime de change administré et son rôle dans l'instauration d'une croissance non inflationniste. De plus, la baisse du taux d'inflation au-dessous du rythme de dépréciation de la monnaie a atténué la



crainte que les pertes de compétitivité ne deviennent insupportables. En revanche, des incertitudes subsistent, en ce qui concerne surtout le contrôle des finances publiques au niveau des États fédérés et la persistance de taux d'intérêt réels élevés. Ces derniers augmentent sensiblement le coût du service de la dette et ont des conséquences néfastes pour la croissance et l'emploi. En l'occurrence, le taux de chômage est monté à 8¼% au début de 1998, son maximum depuis le milieu des années 80.

Le Chili s'est signalé ces dernières années par des politiques prudentes qui se sont traduites par une croissance ferme du PIB, une réduction progressive de l'inflation, des excédents budgétaires notables, un secteur financier solide et, jusqu'à une date récente, un déficit modéré des paiements courants. Pourtant, les turbulences des marchés financiers à la fin de 1997 n'ont pas épargné l'économie chilienne. L'inquiétude des investisseurs portait sur les conséquences que pouvaient avoir pour les paiements courants la forte dépendance du Chili vis-à-vis de ses ventes à l'ensemble de l'Asie et la chute très brutale du prix de plusieurs biens primaires comptant parmi ses principales exportations, cuivre en particulier. Les autorités ont laissé le cours de change contre dollar, resté stable pendant la plus grande partie de l'année, baisser de près de 10% entre la fin d'octobre et le début de 1998. En outre, la politique monétaire est devenue plus restrictive, la banque centrale élevant ses taux en termes réels de 6½% en moyenne pour les trois premiers trimestres de 1997 à plus de 8%, fin mars.

Extension au Chili
des turbulences
monétaires

En Argentine, la croissance du PIB s'est accélérée, pour atteindre 8% l'an dernier; le chômage, qui s'était beaucoup accru à la suite de la crise du peso mexicain, a commencé à diminuer et le Plan de convertibilité de 1991, axé sur le rattachement de la monnaie nationale au dollar, a continué d'assurer la stabilité des prix. La discipline budgétaire s'est améliorée et les taux d'intérêt internes ont poursuivi leur baisse progressive, qui n'a été que brièvement interrompue par la tourmente financière à la fin de 1997. Signe qui montre bien les progrès de la solidité financière de l'économie, les résidents, qui avaient fui le peso pour se réfugier dans les dépôts en dollars lors de la crise de 1995, ne l'ont pas fait cette fois. Afin de protéger le pays contre un éventuel revirement des investisseurs si le déficit des paiements courants (3% du PIB en 1997) venait à s'accroître, les autorités se sont engagées, début 1998, à appliquer un programme rigoureux du FMI pendant les trois années à venir, bien que les tirages dans le cadre de ce crédit soient subordonnés à l'apparition de perturbations sur le marché. Ce programme comporte aussi une nouvelle avancée de la réforme du marché du travail et l'abandon de la taxe sur les salaires, éléments considérés comme des compléments nécessaires du régime de change fixe.

Solidité financière
en Argentine

Au Mexique, la discipline budgétaire et une politique monétaire axée sur la réduction graduelle de l'inflation ont créé le cadre de stabilité nécessaire pour permettre à l'activité, tirée par le secteur des biens échangeables, de progresser de 7% en 1997 et pour ramener l'inflation à 16% en fin d'année. Les importations ont fortement augmenté, faisant apparaître un solde négatif de la balance commerciale et un déficit des paiements courants approchant 2% du PIB. Le fléchissement des prix du pétrole au début de 1998 et l'accroissement de la concurrence des pays d'Asie sur le marché des États-Unis menacent d'aggraver cette tendance et auront peut-être une influence sur le compromis qu'il faudra

Défis pour le
Mexique

trouver entre le maintien de la compétitivité extérieure et la réduction de l'inflation. C'est seulement à la fin de 1997, quand les turbulences des marchés financiers internationaux ont exercé des pressions sur la monnaie, qu'a pris fin l'appréciation en termes réels des deux années précédentes. D'un autre côté, la dépréciation, par son effet inflationniste, a sollicité l'attention de la banque centrale. Les conditions monétaires ont donc été durcies à la mi-mars 1998, et un resserrement supplémentaire devrait provenir d'une compression des dépenses publiques pour compenser le manque de recettes dû à la baisse des prix pétroliers.

Un autre défi consistera à pousser plus loin le redressement d'un secteur financier toujours handicapé par un sérieux problème de prêts improductifs. Les dépenses d'investissement sont en grande partie financées, depuis deux ans, par les bénéfices non distribués des entreprises ou par des sources extérieures, étant donné que les banques du Mexique ont considérablement réduit leurs prêts. Pourtant, le maintien d'une croissance durable pourrait dépendre d'une nouvelle recapitalisation du secteur bancaire et d'une reconstitution de ses réserves, qui poseraient les bases nécessaires à une reprise de l'expansion du crédit intérieur.

Afrique et Moyen-Orient

La croissance s'est ralentie en Afrique l'an dernier, sous l'effet des mauvaises conditions climatiques, du fléchissement des cours des produits de base et de l'instabilité sociale et politique affectant certaines parties du continent. Les conséquences négatives de la tourmente financière en Asie sur les prix des produits de base et sur le coût des emprunts extérieurs ont également contribué à assombrir les perspectives d'expansion. Toutefois, en dépit du ralentissement actuel, les résultats récents de nombreux pays africains se sont améliorés, grâce au renforcement de la discipline macroéconomique et à un engagement accru envers les réformes structurelles. On peut citer en exemple les pays de la zone du franc CFA et plusieurs économies d'Afrique australe, où la croissance a atteint en moyenne entre 5% et 10% ces deux dernières années, tandis que l'inflation diminuait régulièrement.

Afrique du Sud

En Afrique du Sud, la croissance a nettement fléchi, tombant au-dessous de 2% en 1997, et le taux d'inflation est revenu à 6% en fin d'année. Le plafonnement de l'expansion du crédit bancaire (qui reste toutefois à un niveau élevé), la baisse de l'inflation et l'amélioration de la balance des paiements ont permis un assouplissement de l'orientation monétaire à la fin de 1997 puis au début de 1998. Récemment, les autorités monétaires ont également revu leurs procédures opérationnelles, afin d'agir davantage à travers les mécanismes du marché.

Arabie Saoudite

La croissance du PIB en Arabie Saoudite s'est établie à quelque 2½% l'an dernier, étant donné que les prix du pétrole sont restés assez fermes jusqu'à la fin de l'année et que les prix à la consommation se sont pratiquement stabilisés. Si le déficit budgétaire est tombé de 10% du PIB au début des années 90 à 3½% environ, la poursuite de l'assainissement pourrait s'avérer plus délicate, compte tenu de la chute récente des prix pétroliers.

Israël

En Israël, un ralentissement conjoncturel, qui a ramené la croissance du PIB à 2%, et la politique de rigueur budgétaire et monétaire ont fait tomber

l'inflation à 7% l'an dernier et contribué à réduire le déficit commercial. Au milieu de 1997, le régime de change a été modifié, pour permettre un élargissement progressif de la bande de fluctuation. À partir de mai 1998, en outre, presque toutes les restrictions sur l'utilisation des devises par les particuliers vont être levées.

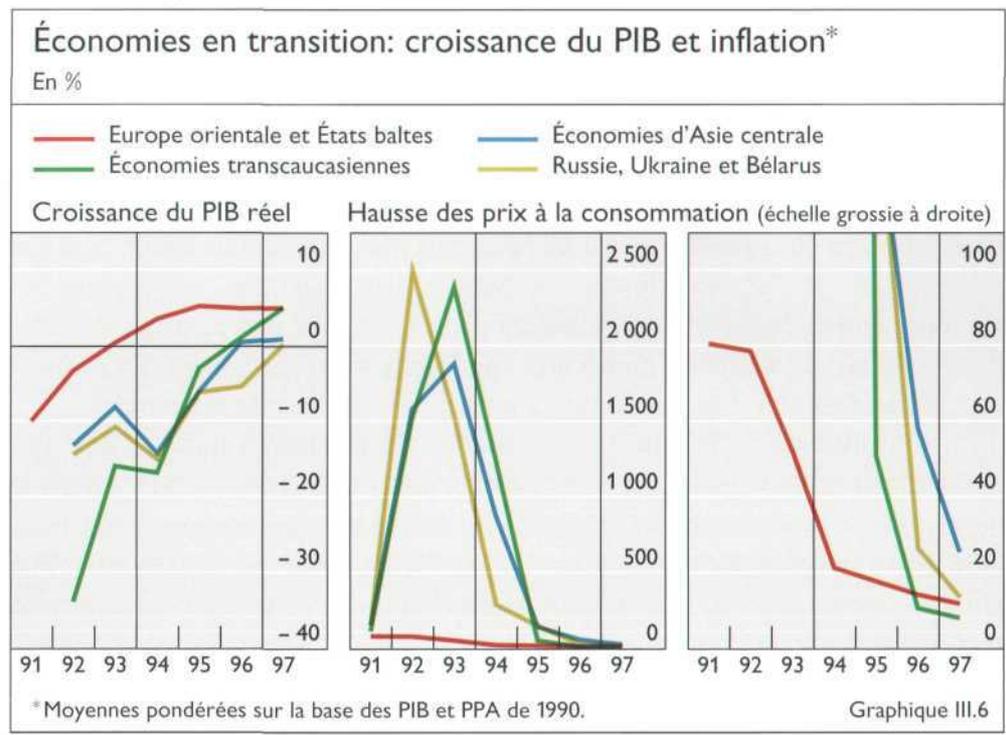
Évolution économique et financière récente dans les économies en transition

L'année 1997 a prouvé une nouvelle fois que la transition ne procède pas sans à-coups, ni même sans revers. En effet, la croissance s'est considérablement ralentie en République tchèque et la Bulgarie comme la Roumanie ont subi une forte récession. Toutefois, l'activité est restée dynamique en Pologne, dans les États baltes et en Hongrie; quant à la Russie, elle a enfin constaté un démarrage de son économie officielle. Si l'on examine le processus de transition depuis le début, on note des progrès évidents dans un nombre grandissant de pays: les écarts de croissance et surtout d'inflation se réduisent notablement (graphique III.6).

Dans le sillage de la crise en Asie, plusieurs économies de la région, en particulier l'Estonie, la Russie et l'Ukraine, ont été exposées à un revirement rapide du sentiment des investisseurs. En général, cependant, l'effet de contagion est resté modéré, surtout parce que les pays étaient généralement disposés à relever leurs taux d'intérêt pour stabiliser la monnaie.

Europe orientale

Dans l'ensemble, la croissance est restée plutôt modeste en Europe orientale ces deux dernières années et l'inflation semble bloquée à un niveau assez élevé par comparaison avec les autres régions. Ce blocage est dû notamment à la libération



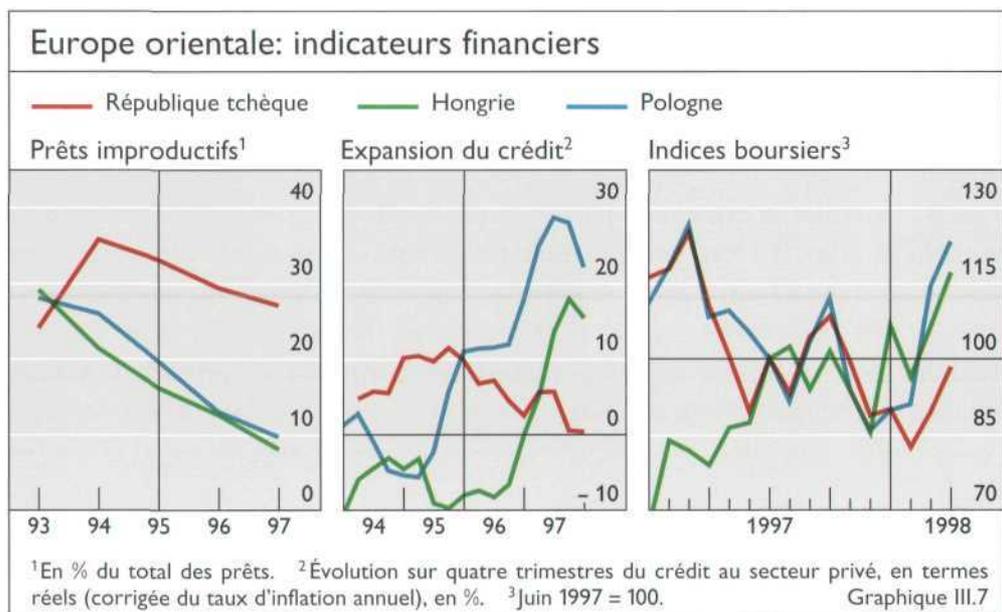
des prix administrés ainsi qu'aux tensions sur les prix dans le secteur des services. Le niveau de chômage n'a pratiquement pas baissé, ce qui provoque une ponction continue sur les finances publiques.

Efforts d'ajustement
soutenus en
Hongrie

L'évolution économique et financière a cependant été très différente selon les pays. La politique d'ajustement résolue adoptée par la *Hongrie* depuis 1995 en vue de remédier aux effets déstabilisants des déficits des finances publiques et des paiements courants a commencé à porter ses fruits: le solde courant, toujours négatif, a été ramené de 9% du PIB en 1994 à 2% en 1997 et le pays a également accompli des progrès dans la réduction du déficit budgétaire. Le problème des prêts improductifs, qui avait pesé sur l'activité bancaire les années précédentes, continue à s'atténuer (graphique III.7). En 1998, les autorités, en abaissant le taux mensuel de dépréciation et en prônant la modération salariale, s'efforcent de lutter plus efficacement contre l'inflation, toujours élevée.

Crise de change en
République tchèque

En *République tchèque*, le sentiment d'avancées insuffisantes dans les réformes structurelles et les dérapages budgétaires ont amené, au début de 1997, une perte de confiance des investisseurs. Leur attitude était surtout motivée par la persistance d'une contrainte budgétaire lâche au niveau des entreprises, les emprunts extérieurs massifs des sociétés et des banques, la fragilité bancaire mise en évidence par l'encours élevé de prêts improductifs et l'élaboration au coup par coup d'un cadre juridique pour les transactions financières. Ainsi, dans le contexte d'une appréciation rapide, en termes réels, du cours de change, accompagnée d'un gonflement du déficit des paiements courants, la monnaie a été soumise à des pressions spéculatives croissantes. Dans une moindre mesure, le fait que les investisseurs institutionnels classaient les actifs financiers tchèques et thaïlandais dans la même catégorie de risque (chapitre VI) a également rendu la monnaie vulnérable aux pressions exercées, au début de 1997, sur le baht. Malgré des interventions massives et un durcissement de la politique monétaire, la banque centrale a été obligée, fin mai, d'abandonner son régime de change fondé sur une bande de fluctuation. Le calme a pu être rétabli, au prix cependant d'un ralentissement de la croissance, grâce à un resserrement budgétaire brutal, une



poursuite de la rigueur monétaire et un élargissement du cadre de la surveillance financière.

La Pologne n'a pas subi de revers important depuis le début de la transition. Son PIB s'est accru de 7% en 1997, sixième année successive de croissance substantielle. Récemment toutefois, des craintes se sont fait jour au sujet de l'alourdissement du déficit des paiements courants, dû principalement à la vigueur des importations et à l'expansion très rapide, en valeur réelle, du crédit au secteur privé (graphique III.7). Pour parer au risque de surchauffe, la politique monétaire a été resserrée plusieurs fois en 1997 par des relèvements des coefficients de réserves et des taux directeurs. En outre, la marge d'appréciation du cours de change en termes réels a été accrue en février 1998, avec l'abaissement du taux de dépréciation mensuelle du zloty et l'élargissement de sa bande de fluctuation.

Forte croissance en Pologne

En Bulgarie, la mise en place d'une caisse d'émission, en juillet dernier, a abaissé rapidement le taux mensuel d'inflation, de son maximum de 240% en février 1997 à 2% environ un an plus tard. Les réserves de change se sont gonflées en 1997, à mesure que l'excédent des paiements courants augmentait et que les privatisations suscitaient d'importantes entrées de capitaux. Toutefois, l'activité a payé le tribut de l'ajustement par une année supplémentaire de forte contraction: le PIB a diminué de 7½%, après une chute de 11% en 1996.

Incidence de la caisse d'émission en Bulgarie

Russie

Tirée par l'augmentation de la consommation des ménages, la croissance est devenue légèrement positive l'an dernier, pour la première fois depuis le début de la transition. Il se pourrait même que les chiffres officiels du PIB sous-estiment cette progression, car le vaste secteur informel semble avoir connu une expansion vigoureuse. L'inflation est tombée à 11% à la fin de 1997, taux qui soutient favorablement la comparaison avec les résultats de nombreuses économies d'Europe orientale. La pratique généralement suivie depuis le milieu de 1995, consistant à ajuster progressivement et fréquemment le cours du rouble vis-à-vis du dollar EU, a été remplacée au début de 1998 par un nouveau régime. Le cours pivot a été fixé à RUR 6,2 pour un dollar pendant les trois années à venir, mais il peut fluctuer dans une bande de $\pm 15\%$. Mi-avril 1998, il s'établissait à RUR 6,1. Comme le cours effectif réel a déjà été multiplié par deux en trois ans, la maîtrise de l'inflation pourrait fortement contribuer à soutenir ce nouveau régime.

Apparition d'une croissance positive

Modification du régime de change

À la suite de la crise asiatique, les cours des actions ont perdu près de 50% et, pour la première fois, les non-résidents se sont massivement désengagés des bons du Trésor. D'autre part, les marchés internationaux ont été pratiquement fermés aux émissions russes en octobre et novembre. En plus de ses interventions, la banque centrale a réagi aux pressions en portant son taux indicatif de refinancement au niveau jamais atteint de 42%, début février 1998. Pour amortir tout choc ultérieur, elle a relevé les coefficients de réserves sur les dépôts en devises et imposé des limites aux emprunts à l'étranger des banques russes. Étant donné que les paiements d'intérêts absorbent environ la moitié des recettes fiscales, la hausse des taux a un effet immédiat et marqué sur le budget. Des efforts ont donc été accomplis pour réduire les dépenses afin de soutenir

Retombées de la crise asiatique

l'orientation monétaire restrictive. En mars 1998, le pays semblait avoir résisté dans une large mesure à la contagion: les réserves en devises augmentaient, les taux d'intérêt étaient en repli et les prêts bancaires internationaux reprenaient.

Plusieurs points faibles continuent cependant d'assombrir les perspectives de la transition en Russie. Premièrement, il faut que les finances publiques reposent sur des fondations plus solides. Bien que les taux de recouvrement se soient quelque peu améliorés l'an dernier, la base d'imposition reste étroite, à cause notamment du rôle prédominant de l'économie informelle. Le déficit fédéral a atteint 7% du PIB en 1997 et le budget pour 1998 envisage un chiffre proche de 5%. Deuxièmement, la banalisation du refus de payer ainsi qu'un système de paiements inefficace (plus de 40% des ventes dans l'industrie se font par troc) continuent de freiner l'activité des entreprises, et la démonétarisation de l'économie qui en résulte complique la mise en œuvre de la politique monétaire. Troisièmement, il se peut que les grands groupes financiers/industriels (qui réalisent la moitié des gains en devises fortes) cherchent à ralentir la transition vers une économie axée sur le marché et sur l'élimination des inégalités concurrentielles, qui leur ferait perdre leurs privilèges, avantages fiscaux notamment. On peut craindre surtout que ces groupes usent de leur influence pour compromettre les progrès en cours vers une meilleure gouvernance d'entreprise et un renforcement du dispositif de contrôle bancaire. Enfin, la faiblesse récente des prix pétroliers rappelle que la part, toujours élevée, de ces produits dans le total des exportations rend le déficit budgétaire et l'économie elle-même particulièrement vulnérables aux chocs qui peuvent affecter sérieusement les termes de l'échange.

IV. Politique monétaire dans les pays industriels avancés

Faits saillants

Les autorités monétaires des deux plus grandes économies ont continué, l'an passé, d'être confrontées à des situations conjoncturelles fort différentes. Aux États-Unis, où la principale question était de savoir si la Réserve fédérale devait resserrer sa politique, il a été décidé d'opter pour le statu quo, étant donné le degré élevé d'incertitude entourant l'importance de la demande excédentaire et la persistance d'une faible inflation. Au Japon, par contre, si les taux à court terme sont demeurés inchangés à des niveaux extrêmement bas, c'est grâce à d'amples injections de liquidités par la banque centrale. Par ailleurs, durant l'exercice se terminant fin mars 1998, le gouvernement a annoncé de nouvelles mesures de soutien au système financier, et notamment l'engagement de fonds publics.

Les pays d'Europe qui participeront à l'union économique et monétaire (UEM) ont été également caractérisés par des décalages conjoncturels notables mais aussi par la poursuite de la convergence en matière d'inflation et de taux d'intérêt (chapitre II). L'obligation, pour les taux courts, d'être à un niveau commun au moment de l'instauration de l'UEM (en janvier 1999) exerce une influence de plus en plus concrète. Ce processus de convergence a permis aux autorités d'assouplir leur orientation monétaire en Italie, en Espagne et au Portugal, où les taux d'intérêt restent supérieurs à la moyenne de la zone UEM. En Irlande, en Finlande et aux Pays-Bas, qui bénéficient d'une position plus avancée dans le cycle et où les conditions monétaires ont été durcies, la convergence des taux courts vers de faibles niveaux comporte des risques d'inflation. Dans plusieurs pays à objectif d'inflation explicite, les taux directeurs ont aussi dû être relevés pour prévenir des tensions sur les prix.

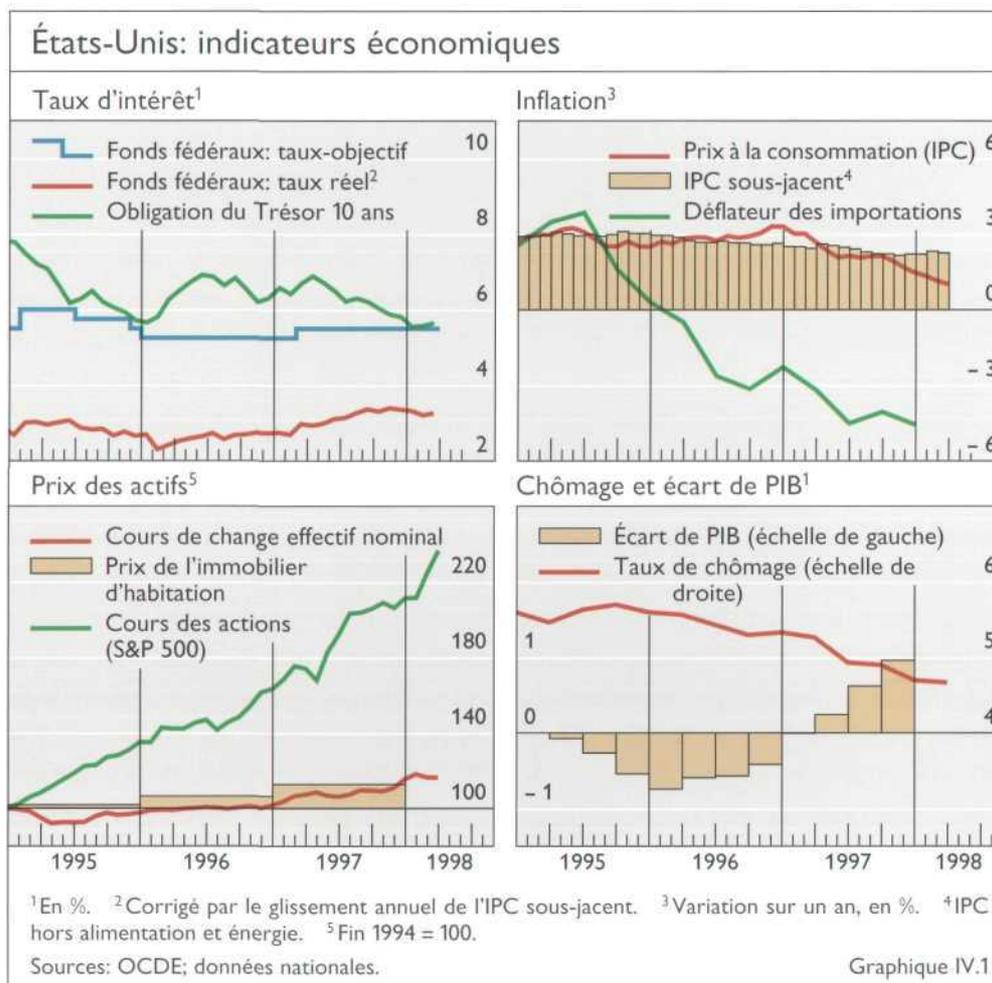
Le ralentissement de l'inflation dans de nombreuses économies depuis le début de la décennie s'est accompagné d'un effort de transparence de la politique monétaire, pour répondre au désir de responsabilité accrue allant de pair avec la plus grande indépendance souvent conférée à la banque centrale. Cette transparence devrait, en outre, améliorer l'efficacité de la politique monétaire en contribuant à asseoir la réputation de la banque centrale et en permettant aux marchés des capitaux de constituer une force d'équilibre.

États-Unis

La Réserve fédérale a été placée devant un dilemme l'an passé. Alors que plusieurs indicateurs signalaient un risque de poussée inflationniste et la nécessité d'un durcissement de la politique monétaire, d'autres facteurs donnaient à penser que l'orientation n'avait pas à être changée.

L'élément le plus important en faveur d'un durcissement était la décline continue du taux de chômage, descendu à un niveau inférieur à celui qui, par le

Baisse du
chômage ...



passé, avait été associé à une augmentation des tensions sur les salaires. Toutefois, outre les conditions sur le marché du travail, d'autres facteurs tels que les prix des produits énergétiques et des importations, les coûts de main-d'œuvre non salariaux et les pressions concurrentielles internes et externes peuvent influencer les perspectives d'inflation à court terme. Un niveau de chômage se situant au-dessous du NAIRU (taux de chômage non accélérateur de l'inflation) peut ainsi être temporairement compatible avec la stabilité des prix. De plus, il n'était pas exclu que ce NAIRU ait lui-même baissé en raison de modifications des comportements et d'autres évolutions sur le marché du travail. Le Comité fédéral de l'open market (CFOM) est donc arrivé à la conclusion que les tensions sur ce marché n'annonçaient pas nécessairement une accélération imminente de la hausse des prix.

Une deuxième considération allait dans le sens de la restriction monétaire: la poursuite de la hausse des cours des actions, susceptible d'entraîner une flambée de la consommation. Certes, le renchérissement des actifs accroît la valeur du patrimoine, mais, en principe, les ménages n'augmentent leurs dépenses de consommation que s'ils considèrent ce renforcement comme irréversible. Or, les cours des actions sont volatils et les consommateurs ne tiennent pas forcément compte de leur évolution, surtout dans l'immédiat. Les prix des logements, beaucoup moins variables en courte période et, par conséquent, de

... et hausse des cours des actions signalant la nécessité d'un durcissement monétaire ...

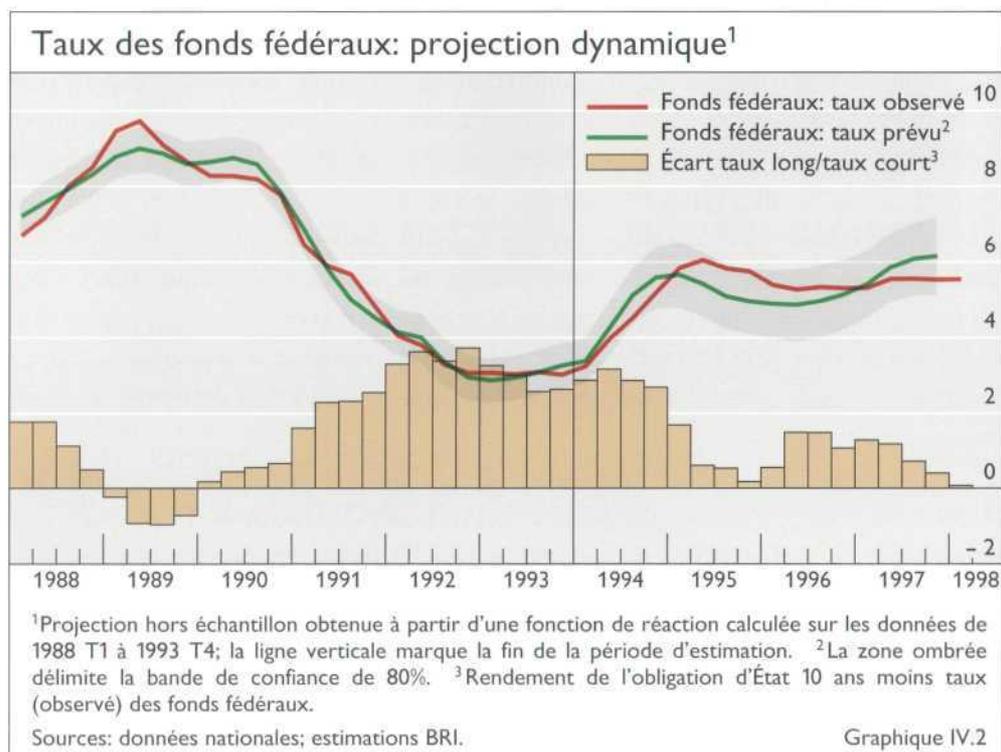
nature à influencer plus directement la perception d'un accroissement durable du patrimoine, n'ont que peu monté l'an passé. La hausse de la Bourse pourrait donc donner une image exagérée des effets de richesse éventuels sur la demande globale.

Alors que la baisse du chômage et la montée des cours des actions pouvaient appeler un resserrement des conditions monétaires, d'autres facteurs faisaient penser que l'orientation suivie restait appropriée. Tout d'abord, on constatait que, selon divers indices, les tensions inflationnistes continuaient à s'atténuer: l'inflation sous-jacente revenait de 2,5% au premier trimestre de 1997 à 2,3% un an plus tard et l'IPC global de 2,9% à 1,5% dans le même temps. Néanmoins, dans la mesure où cette amélioration était influencée par l'appréciation du dollar ainsi que par la faiblesse des prix du pétrole et des autres matières premières, une modération ou une inversion de ces forces temporaires pourrait, à moyen terme, relancer la hausse des prix. En second lieu, les turbulences économiques en Asie freineront l'inflation mondiale en faisant baisser la demande locale d'importations et les prix des produits de base, argument supplémentaire pour ceux qui pensaient qu'un resserrement monétaire ne se justifiait pas.

Après avoir pesé les arguments pour et contre un resserrement monétaire, et noté également que les taux d'intérêt réels ont augmenté parallèlement à la décre de l'inflation (graphique IV.1), le CFOM a choisi de maintenir le taux des fonds fédéraux au niveau fixé en mars 1997. En évaluant l'orientation de la politique suivie aux États-Unis l'an passé, il convient aussi de ne pas oublier que, tant en termes nominaux que réels, ce taux avait fortement monté en 1994, dans le cadre d'une action préventive visant à empêcher toute accélération de la hausse des prix. Il s'en était suivi une période de restriction monétaire, illustrée par un aplatissement de la courbe des rendements, qui avait abouti à un

... réfutée par la décre de l'inflation et la crise asiatique

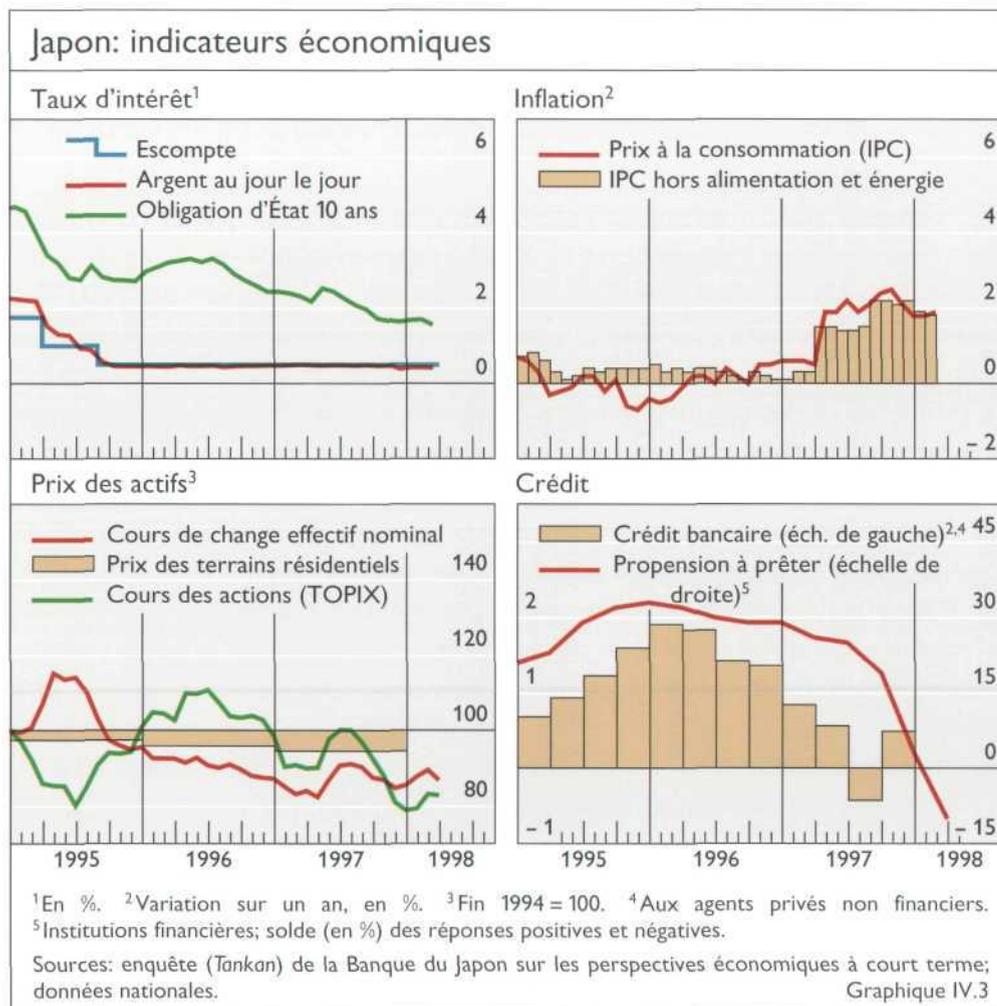
Finalement, la politique est restée inchangée



ralentissement de la croissance en 1995, puis de l'inflation en 1996-97. Plus intéressant est le fait qu'une prévision hors échantillon obtenue par une simple fonction de réaction sur des données se terminant en 1993 indique qu'après ce durcissement préventif le taux des fonds fédéraux se situait en moyenne, en 1995 et 1996, près de 60 points de base au-dessus du niveau que la situation de l'économie et l'attitude passée du CFOM permettaient de projeter (graphique IV.2). À partir de la fin de 1996, cependant, le taux prévu augmente rapidement sous l'effet du dynamisme de l'activité. Malgré le resserrement monétaire du début de 1997, il s'élève au-dessus du taux observé.

Japon

L'activité a chuté au deuxième trimestre de 1997 puis stagné, de sorte que le PIB s'est contracté de 0,25% sur l'année. Ce tassement est principalement attribuable au relèvement de la taxe générale sur la consommation, en avril 1997, à la diminution des dépenses publiques et à la montée des incertitudes concernant la stabilité du système financier. La langueur de l'économie s'est également traduite par une hausse minimale de l'IPC: hors incidence de l'alourdissement de la charge fiscale, elle a été pratiquement nulle sur l'année, tandis que les rendements obligataires se sont inscrits à leur plus bas niveau historique.



En novembre, après la faillite de plusieurs institutions financières, l'apparition de sérieuses préoccupations au sujet des risques de crédit sur le marché interbancaire a eu trois conséquences: forte hausse de l'argent au jour le jour, passé nettement au-dessus du taux d'escompte; élargissement de la «prime japonaise» payée par les banques nippones emprunteuses sur l'euromarché; baisse des rendements des bons du Trésor, qui ne comportent pratiquement aucun risque de crédit. Pour ramener le loyer de l'argent au jour le jour au-dessous du taux de l'escompte, maintenu à 0,5% depuis 1995, la Banque du Japon a fourni d'abondantes liquidités. En contrepartie, le passif de son bilan a enregistré une vive expansion de la monnaie en circulation et, phénomène tout à fait inhabituel, une accumulation de réserves excédentaires des banques. On peut supposer que ces tendances traduisent les préoccupations concernant la stabilité du système financier et, peut-être, l'apparition de la «trappe à liquidité» keynésienne.

Les préoccupations
au sujet des risques
de crédit ...

Avec des prix stationnaires, il est impossible d'obtenir des taux courts négatifs en termes réels. La Banque du Japon a donc eu des difficultés à assouplir suffisamment les conditions monétaires pour favoriser la croissance. Ces difficultés ont été amplifiées par les influences contraires dues à la situation précaire des agents financiers et aux problèmes de bilans dans d'autres secteurs de l'économie, qui ont limité l'efficacité de la politique monétaire.

Durant l'année écoulée, les signes d'aggravation du rationnement du crédit se sont multipliés, comme il ressort de l'enquête *Tankan* (graphique IV.3): les entrepreneurs considèrent que les institutions financières sont de plus en plus réticentes en matière d'octroi de prêts alors que les taux d'intérêt contrôlés par les autorités n'ont jamais été aussi bas. Dans le même temps, l'expansion du crédit a notablement fléchi.

... et le
rationnement
du crédit ...

Plusieurs facteurs ont réduit la capacité de prêt des banques japonaises et accru leur méfiance. Le plus important réside dans l'énorme encours de prêts improductifs hérités de la période de la bulle spéculative. L'annulation de ces créances abaisse les ratios de fonds propres et limite le potentiel de prêt. Deuxièmement, la déprime persistante des cours des actions après l'éclatement de la crise asiatique a aggravé ce problème, car les banques avaient pu, jusque-là, compter comme fonds propres une partie de leurs plus-values latentes sur actions cotées. Face à cette situation, il est possible qu'elles aient réaménagé leur portefeuille d'actifs pour remplacer les concours aux entreprises par des instruments soumis à de moindres exigences de fonds propres. Troisièmement, le «Big Bang», qui doit être mis en œuvre entre 1998 et 2001, peut avoir réduit l'offre de crédit: ces réformes, qui renforceront à la fois la concurrence entre banques et le cadre normatif, devraient créer un nouvel environnement conférant un avantage concurrentiel aux établissements les plus solides, ce qui incite déjà l'ensemble de la profession à une plus grande discipline dans l'octroi de prêts.

Diverses mesures ont été annoncées pour s'attaquer aux problèmes profonds et persistants du secteur financier. Les règles comptables ont été modifiées pour permettre aux banques d'inscrire à leur valeur de marché leurs actifs immobiliers, acquis en général bien avant le boum des années 80. Elles pourront également enregistrer soit à leur valeur boursière, soit à leur valeur comptable leur portefeuille d'actions, ce qui leur évitera de passer par pertes les moins-values

... suscitent un
programme d'aide
au secteur financier

subies à ce titre. En outre, des ressources publiques à hauteur de ¥30 000 milliards serviront à recapitaliser l'organisme chargé de la garantie des dépôts et certaines banques. Enfin, la politique de «mesures correctrices rapides» est entrée en vigueur en avril 1998 et s'applique à tous les établissements de crédit, hormis ceux qui sont purement nationaux, qui bénéficient d'un délai d'un an. Ces mesures, conjuguées à une meilleure transparence en matière de pertes sur prêts et à une plus grande disposition à fermer les banques et institutions non bancaires en situation précaire, revêtent un caractère salutaire, en raison de la nécessité de réduire les incertitudes quant à la stabilité du système financier.

Zone UEM

Décalages
conjuncturels

Les positions conjoncturelles des pays qui seront membres de l'UEM dès son instauration en janvier 1999 – Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas et Portugal – diffèrent encore sensiblement, malgré la remarquable convergence réalisée en matière d'inflation et de taux à long terme. Le rétrécissement des écarts de rendement s'explique pour beaucoup par l'influence combinée de l'assainissement budgétaire et des anticipations croissantes d'une large participation initiale à l'UEM.

L'an passé, les taux directeurs ont également continué de converger vers le niveau allemand. Souhaitable pour l'Italie, l'Espagne et le Portugal, cette tendance comporte cependant un risque de poussées inflationnistes aux Pays-Bas, en Irlande et en Finlande.

Allemagne, France, Belgique et Autriche

Accélération
de l'activité

Pour l'essentiel, les conditions économiques en 1997 sont restées semblables en Allemagne, France, Belgique et Autriche (chapitre II). En Allemagne, le rythme de l'expansion s'est renforcé par rapport à 1996, pour s'affaiblir toutefois en cours d'année. La croissance s'est accélérée en France, Belgique et Autriche. L'écart de PIB s'est ainsi atténué dans les quatre pays mais demeure substantiel, notamment en France.

Tout en restant peu élevés, les taux d'inflation tendent à diverger. En Allemagne, la hausse de l'IPC s'est légèrement accélérée sur l'ensemble du pays, sous l'effet principalement de la faiblesse du cours de change, qui a accru les prix à l'importation, et de l'augmentation des prix administrés. En revanche, l'indice général des prix est tombé à un très bas niveau en France, Belgique et Autriche. Face aux tensions sur les prix en Allemagne, la Bundesbank a relevé son taux des prises en pension à la mi-octobre, le portant ainsi de 3,0%, son minimum historique, à 3,3%. Ce resserrement a été suivi en Autriche, Belgique et France, trois pays où il était jugé souhaitable en raison de la reprise économique et utile pour contenir les pressions sur les changes au sein du MCE.

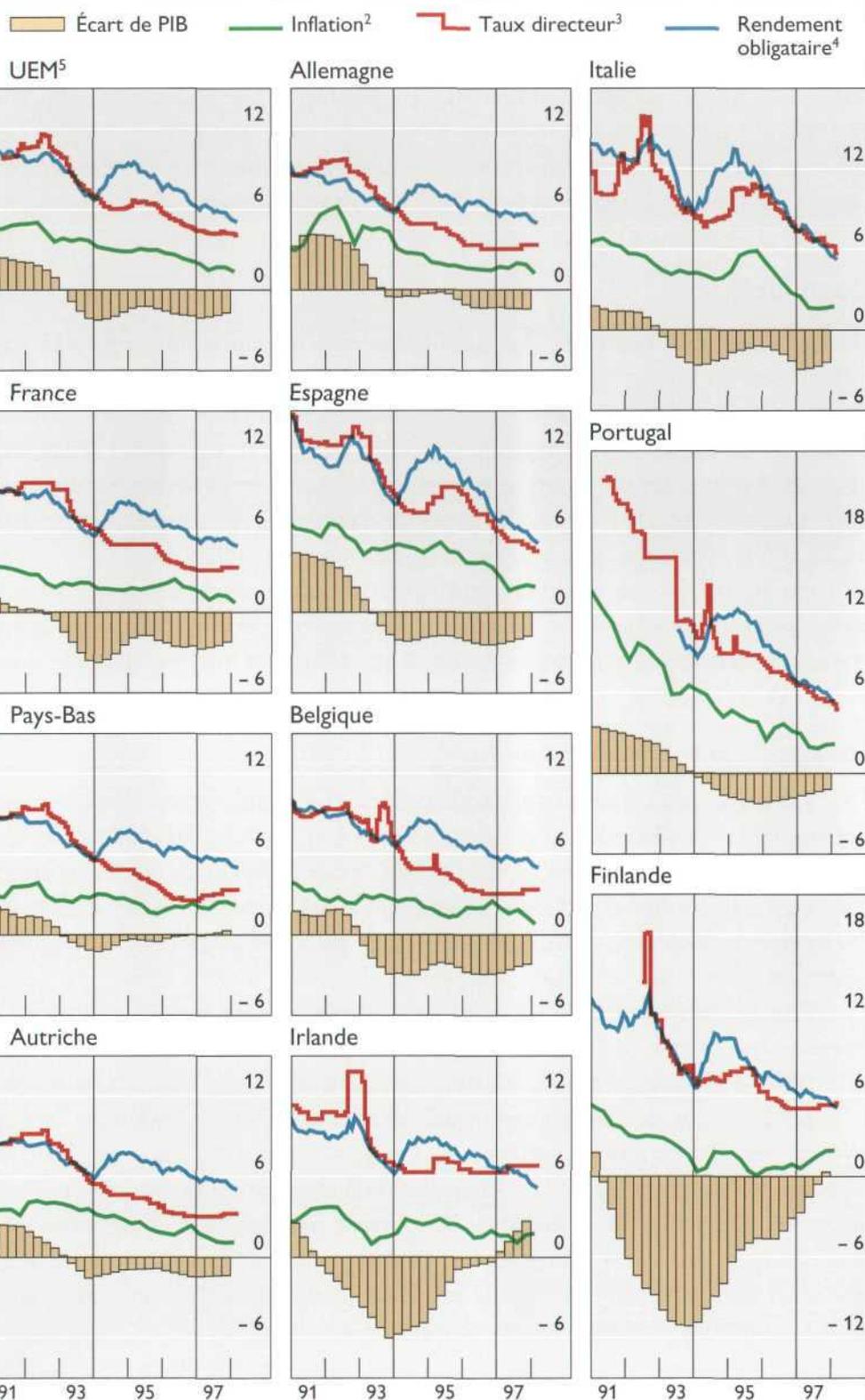
Irlande, Finlande et Pays-Bas

Forte croissance
appelant un
resserrement
monétaire

L'évolution économique en Irlande, en Finlande et aux Pays-Bas, qui se trouvent à un stade avancé du cycle, illustre le genre de situation que pourrait connaître l'UEM en cas d'asymétrie des données réelles. Avec une croissance du PIB en 1997 de 10,3% en Irlande, 5,9% en Finlande et 3,0% aux Pays-Bas, accompagnée

Pays de l'UEM¹: écart de PIB, inflation et taux d'intérêt

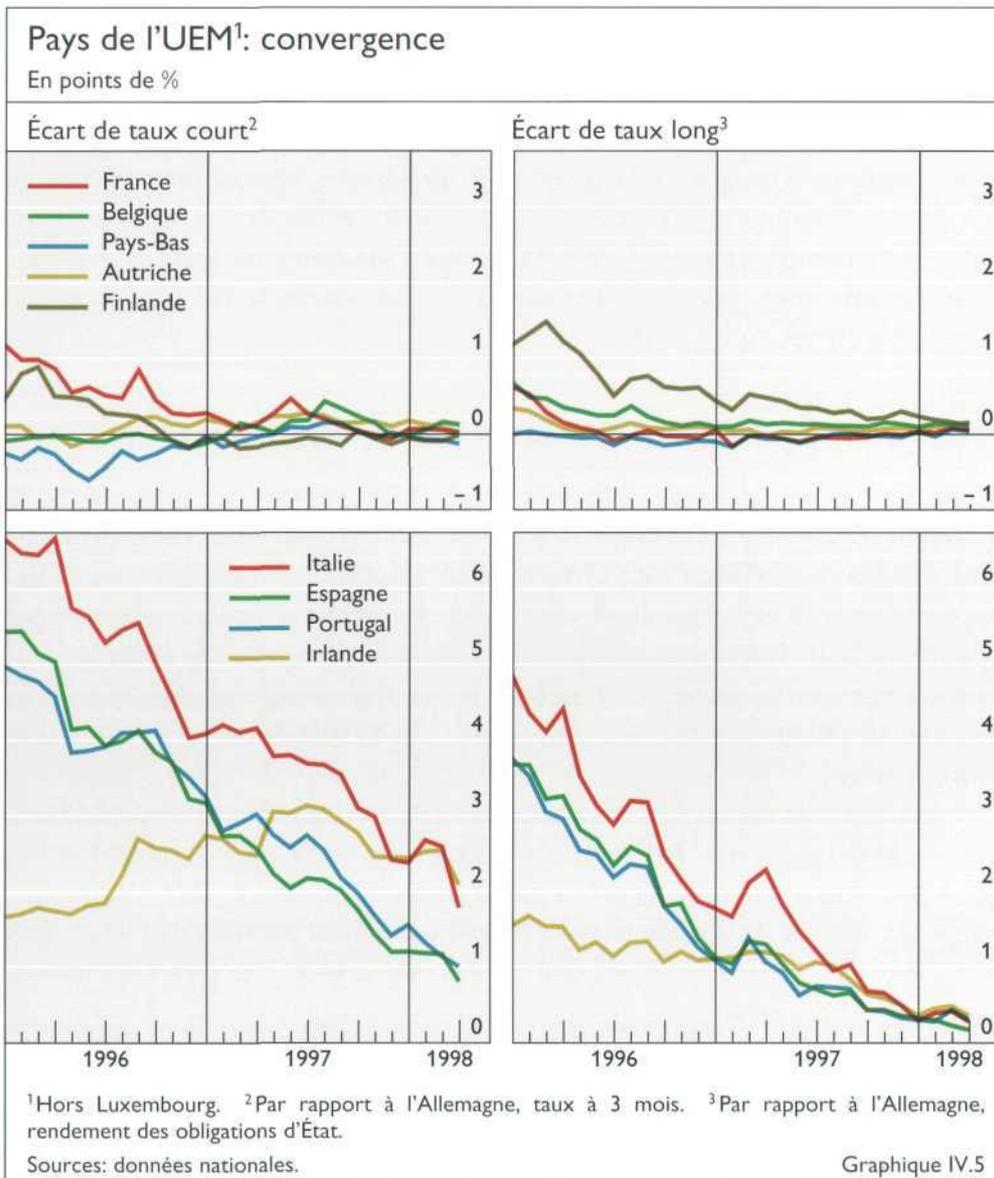
En %



¹Hors Luxembourg. ²Variation sur quatre trimestres des prix à la consommation (définition nationale). ³Irlande: taux de la facilité à court terme; Portugal: taux d'intervention; Finlande: taux des crédits de liquidité; autres pays: voir tableau IV.1. ⁴Obligation d'État représentative (habituellement 10 ans). ⁵Moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 1990.

Sources: OCDE; données nationales.

Graphique IV.4



de craintes d'une accélération de l'inflation, les responsables de ces trois pays ont été confrontés à la nécessité d'appliquer une orientation plus restrictive que celle qui était appropriée en France et en Allemagne.

La politique monétaire a été resserrée en Irlande en mai 1997, en raison de l'essor rapide de l'activité et du renchérissement des actifs. En mars dernier, le cours pivot de la livre irlandaise a été réévalué de 3% au sein du MCE. Aux Pays-Bas, où l'inflation s'est inscrite en hausse durant l'été et l'automne de 1997 par suite de tensions d'origine externe sur les prix, le taux directeur a été relevé de 2,7% à 3,3% en trois étapes (mars, juillet et octobre). La Banque de Finlande a durci sa politique en septembre 1997, puis en mars 1998, devant le risque accru d'accélération de l'inflation dû à la dépréciation de la monnaie en termes effectifs et au comblement rapide de l'écart de PIB.

Italie, Espagne et Portugal

À l'inverse, la convergence des taux courts a été salutaire en Italie, en Espagne et au Portugal, où ils avaient été maintenus à des niveaux élevés pour faciliter la

transition vers l'UEM en réduisant les tensions inflationnistes et en assurant la stabilité du cours de change, mais où subsistaient de larges écarts de PIB. La rapide décrue de la hausse de l'IPC et la détente correspondante des rendements obligataires ont permis d'abaisser nettement les taux courts dans ces trois pays. L'assouplissement progressif des conditions monétaires, ces dernières années, y a donné une impulsion significative à l'activité. En Italie, l'expansion atteignait ainsi 2,8% sur l'ensemble de l'année 1997. La reprise a été tout aussi forte au Portugal et en Espagne, avec des taux supérieurs à 3%. Les écarts de PIB sont toutefois restés importants.

Questions de politique monétaire à l'approche de l'UEM

La décision, prise début mai 1998, de réaliser l'UEM soulève plusieurs questions pratiques concernant la conduite de la politique monétaire. L'une découle du fait que, si les taux d'inflation sont assez proches au sein des futurs pays membres, les écarts de PIB et l'orientation mise en œuvre diffèrent encore sensiblement (graphique IV.4). Puisque les taux courts doivent converger pour atteindre une valeur commune en janvier 1999, la détermination du niveau approprié du taux directeur de la Banque centrale européenne (BCE) fera l'objet d'une attention toute spéciale.

Une autre question concerne le choix de la stratégie à adopter par la BCE. Comme la tâche pourrait être rendue plus complexe durant la phase de transition qui suivra l'instauration de l'UEM, il sera peut-être nécessaire, dans un premier temps, d'appliquer une politique assez éclectique. Enfin, il convient de s'interroger sur le degré de transparence que devrait observer la BCE. Ces différents aspects sont analysés ci-après.

Formulation de la politique monétaire

Le graphique IV.5 montre la convergence marquée des taux courts dans sept des onze futurs membres de l'UEM. Toutefois, en Espagne, en Irlande, en Italie et au Portugal, ces taux se situent encore 100–200 points de base au-dessus de ceux des autres pays de la zone.

Pour illustrer le problème de la détermination d'un taux d'intérêt à court terme unique pour la zone UEM, le graphique IV.6 retrace une moyenne des taux à 3 mois, pondérée en fonction des PIB. À la fin de 1997, celle-ci se situait à 0,7 point de pourcentage environ au-dessus des taux nationaux les plus bas. Le graphique représente également, à l'échelle de l'UEM, un taux théorique dérivé de la «règle de Taylor», selon laquelle les autorités monétaires relèvent les taux lorsque la production dépasse le potentiel et/ou lorsque l'inflation est supérieure à l'objectif. Ce taux est calculé à partir des données utilisées pour le graphique IV.4 (écart de PIB et inflation, moyenne pondérée en fonction du PIB), en supposant un taux d'intérêt réel d'équilibre estimé à 3,55% (note 2 du graphique IV.6) et un objectif d'inflation de 2%. À l'exception de la période de turbulences de 1992–93 au sein du MCE, les deux courbes sont proches, se situant à quelque 3,8% au premier trimestre de 1998. Au regard des variables employées, on peut donc penser que, si, au printemps de 1998, la BCE avait aligné le taux de ses prises en pension sur celui des pays pratiquant les conditions les

Une évaluation
selon la «règle
de Taylor» ...

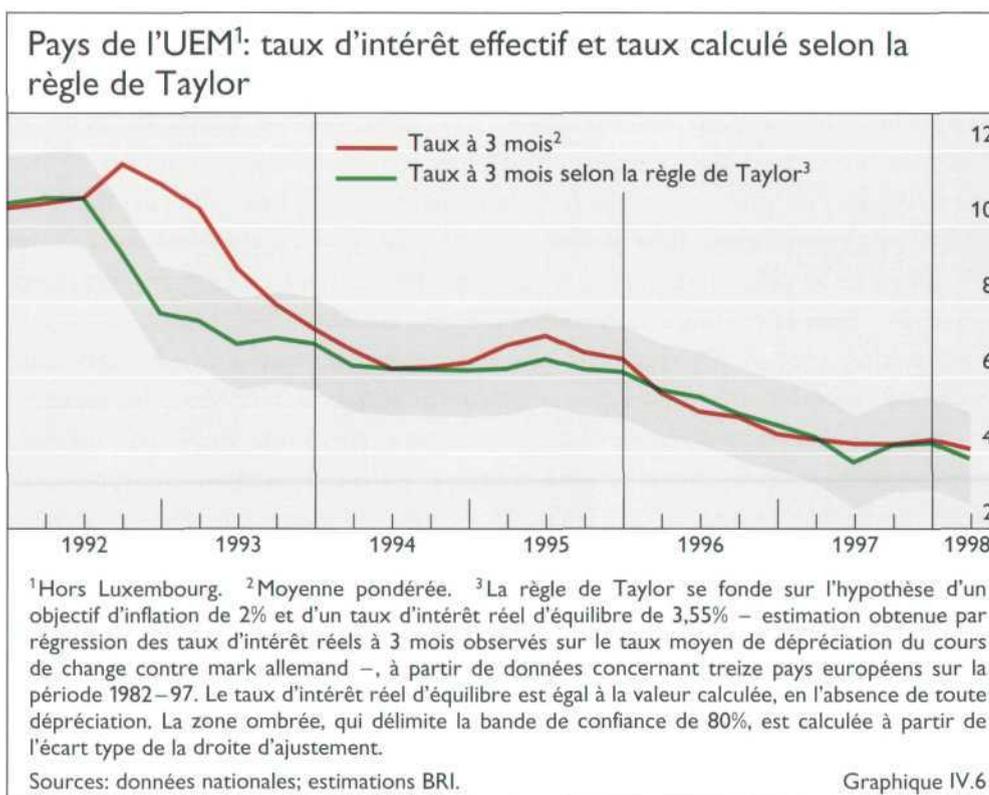
... peut surestimer le niveau approprié des taux d'intérêt

plus basses, ce taux aurait été nettement inférieur à celui que suggère la règle de Taylor. Cependant, deux raisons au moins font que celle-ci peut donner une indication trop haute.

Premièrement, si le niveau relativement élevé des taux en Italie, en Espagne et au Portugal s'explique par le besoin de maîtriser les tensions inflationnistes, il reflète également le désir d'éviter tout développement indésirable sur les changes. Après la sélection, en mai 1998, des pays qui participeront à l'UEM dès le départ, les taux d'intérêt pourront vraisemblablement y être abaissés sans grand risque de volatilité du cours de change. La valeur moyenne indiquée dans le graphique ne tient donc peut-être pas suffisamment compte de la marge de rapprochement de ces taux avec ceux des pays où ils sont les plus bas.

Deuxièmement, force est de reconnaître que l'inflation est demeurée très faible et que la crédibilité de la BCE pourra donc être plus grande que celle dont bénéficiaient dans le passé les diverses banques centrales de la zone UEM. Or, plus la banque centrale est crédible, moins le public accorde d'importance aux conditions économiques du moment dans ses anticipations de hausse des prix et plus il en attache à l'objectif d'inflation à long terme qu'elle s'est fixé, de sorte que les taux nominaux peuvent baisser sans risquer de relancer l'inflation. En ce cas, il serait approprié que les taux courts convergent vers un niveau plus bas.

Outre ces considérations, d'autres facteurs ont des implications plus difficiles à déterminer en ce qui concerne le niveau de convergence approprié des taux courts. Par exemple, les indicateurs macroéconomiques nationaux utilisés pour fixer l'orientation monétaire ne sont pas toujours totalement comparables. Si, comme cela semble plausible, la sensibilité de l'inflation à l'écart de PIB varie selon les pays, il convient d'en tenir compte. D'une manière plus générale, d'autres



maillons du mécanisme de transmission de la politique monétaire peuvent être différents au sein de la zone UEM; ainsi, la sensibilité de la demande globale aux taux courts peut varier en fonction de l'échéancier de la dette, de la prédominance des financements à taux variable ou des soldes financiers des divers secteurs. En principe, ces différences doivent aussi être prises en compte pour fixer le taux applicable à l'UEM. Par ailleurs, dans de nombreux pays, les taux d'intérêt et d'inflation sont tombés à des niveaux jamais enregistrés depuis des décennies. Ainsi, les estimations effectuées sur les mécanismes nationaux de transmission, à partir des données de périodes précédentes où ces taux étaient supérieurs, ne sont peut-être plus entièrement valides dans le contexte actuel.

Enfin, avec une monnaie unique au sein de la zone UEM, il n'est plus possible de recourir à une dépréciation du change pour amortir les chocs salaires/prix. Une hausse excessive des salaires aura donc des conséquences plus directes sur le chômage. Si les agents prennent conscience de ces nouvelles conditions, le lien entre les salaires et les prix pourrait se trouver modifié, sans doute de manière très progressive, dans les pays membres, ce qui affecterait le mécanisme de transmission.

Cadre opérationnel de la politique monétaire

Le second choix important concerne celui du cadre opérationnel de la BCE. Au moment de la rédaction de ce chapitre, on se dirige vers l'adoption d'un système combinant objectifs monétaires et objectif d'inflation explicite. Si ces deux approches divergent en théorie, dans la pratique les différences devraient être minimales.

Objectifs en termes d'agrégats monétaires et d'inflation

D'une part, il est prévu que la BCE fasse connaître sa définition de la stabilité des prix; vu le mandat qu'elle a reçu, cette définition devrait sans doute influencer profondément les anticipations des agents, même si un cadre d'objectifs monétaires est également adopté. D'autre part, les pays qui se sont dotés d'un objectif d'inflation explicite retiennent fréquemment aussi des agrégats monétaires comme variables indicatives. D'ailleurs, dans le passé, les banques centrales recourant à des objectifs monétaires les ont utilisés comme références à moyen terme tout en accordant une place importante aux perspectives d'inflation à court terme dans la détermination de leurs taux directeurs.

Une raison supplémentaire qui, au moins dans un premier temps, atténuera fortement, dans la pratique, la distinction entre les deux méthodologies est que l'instauration de l'UEM pourrait s'accompagner d'importants changements structurels dans les économies membres, particulièrement au niveau des secteurs financiers. Les relations entre les composantes de la demande de monnaie pourraient donc être amenées à se modifier, parfois nettement (chapitre VI). Alors même que la poursuite d'objectifs monétaires exige une compréhension précise de ces relations afin de définir les fourchettes-objectifs et les mesures à prendre pour les atteindre, les agrégats pourraient être délicats à interpréter et à contrôler durant la période qui suivra immédiatement l'institution de l'UEM. Pour sa part, le choix d'un objectif d'inflation repose sur l'élaboration d'une prévision de hausse des prix pour déterminer la trajectoire des taux courts nécessaire à la réalisation de cet objectif. Si la dynamique de l'inflation subit une modification imprévisible après l'introduction de l'euro, cette stratégie pourrait

s'avérer difficile à suivre pendant quelque temps. Par conséquent, que la BCE choisisse l'une ou l'autre voie, ou une combinaison des deux, il est vraisemblable qu'elle devra, au début, conduire sa politique de manière éclectique au moyen d'une large gamme d'indicateurs.

Pays à objectif d'inflation

Cadre institutionnel

Les pays industriels qui ont assigné un objectif d'inflation explicite à leur politique monétaire ont continué d'affiner leur cadre institutionnel l'an passé. Le 6 mai 1997, le nouveau gouvernement britannique a annoncé qu'il conférerait à la Banque d'Angleterre une indépendance opérationnelle. Celle-ci avait précédemment une fonction de conseil, la décision en matière de taux directeurs incombant en dernier ressort au chancelier de l'Échiquier. Le dispositif mis en place octroie à l'institut d'émission une totale responsabilité dans le choix de l'orientation propre à atteindre l'objectif d'inflation. Celui-ci est maintenant fixé en niveau (à 2,5%), alors que l'intention était jusque-là de maintenir la hausse des prix au-dessous de ce seuil. Bien que l'objectif soit redéfini chaque année par le gouvernement dans le cadre du budget, il est probable qu'il ne sera pas modifié.

Si l'inflation s'écarte de l'objectif de plus d'un point de pourcentage, dans un sens ou dans l'autre, le gouverneur de la Banque d'Angleterre sera tenu d'envoyer une lettre ouverte au chancelier expliquant les raisons de l'écart et précisant l'ajustement de politique monétaire. Tant que l'écart persiste, cet exercice est à répéter tous les trois mois. On voit que ce nouveau dispositif, tout en conférant la responsabilité à la banque centrale, envisage expressément des déviations par rapport à l'objectif, inévitables étant donné l'impossibilité de contrôler parfaitement l'inflation. Simultanément, il met l'accent (pour la banque centrale et les autres agents économiques) sur l'objectif ponctuel même, ce qui contribue à favoriser la convergence des anticipations.

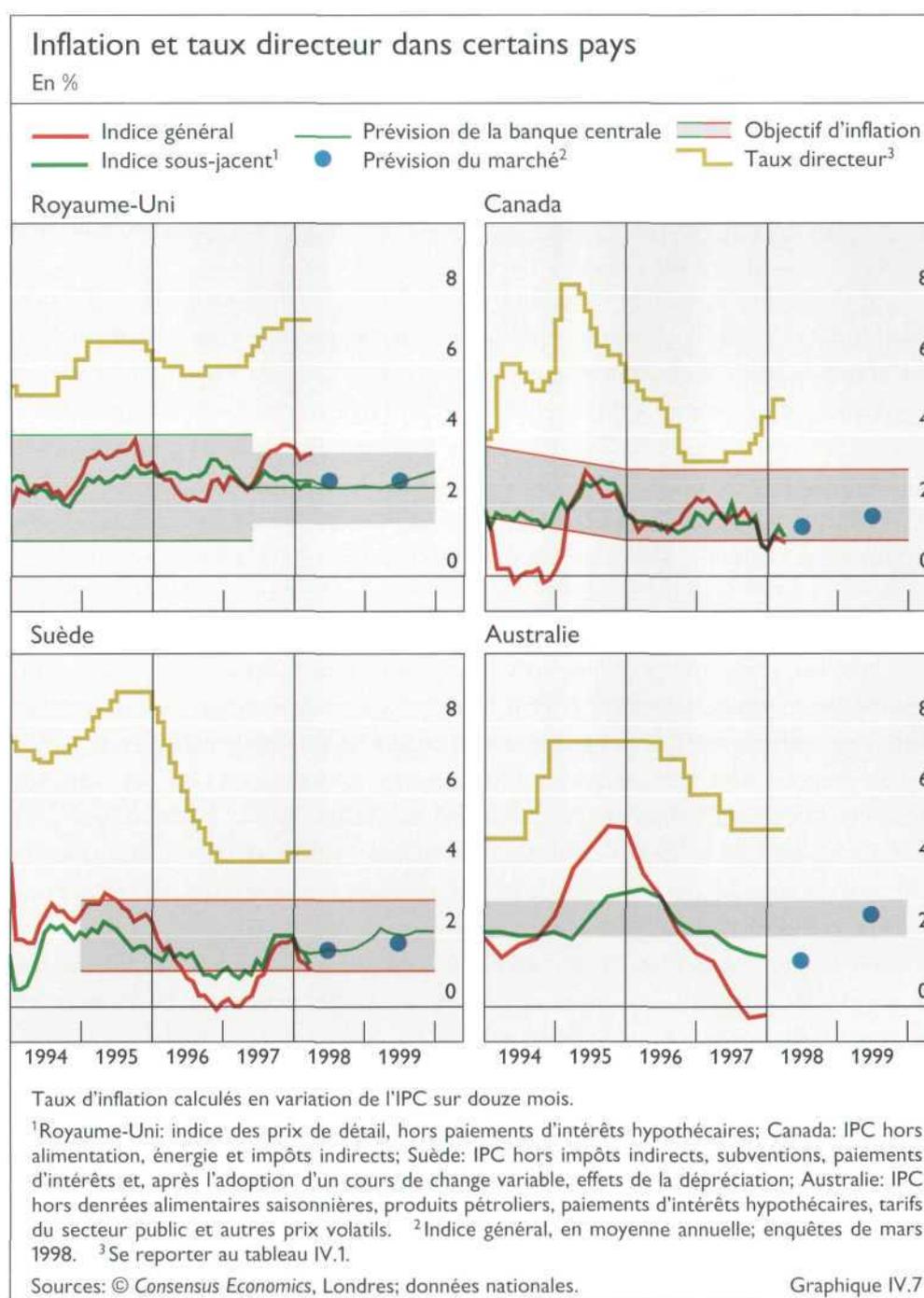
Les décisions de politique monétaire sont maintenant du ressort d'un Comité de politique monétaire (CPM) composé de neuf membres: le gouverneur, deux sous-gouverneurs et deux *Executive Directors* de la Banque d'Angleterre, plus quatre personnalités indépendantes nommées par le chancelier. Le CPM tient des réunions mensuelles, dont le procès-verbal est rendu public six semaines plus tard. Le rapport de la banque centrale sur l'inflation reflète désormais les vues du CPM concernant les perspectives de hausse des prix et expose les raisons qui ont conduit aux décisions de politique monétaire.

En Suède, un projet de loi confiant à la banque centrale la mission de préserver la valeur de la monnaie a été introduit devant le Parlement en novembre. Pour rendre plus transparent le message exprimé dans les rapports sur l'inflation, et à l'instar de la pratique suivie au Royaume-Uni et en Nouvelle-Zélande, la prévision d'inflation est maintenant présentée sous forme de trajectoire sur deux ans assortie d'une marge d'incertitude. Au Canada, la fourchette-objectif actuelle de 1–3% a été reconduite, en février 1998, jusqu'à la fin de l'an 2001, ce qui permettra à l'économie de démontrer de manière plus complète et sur une période un peu plus longue sa capacité à obtenir de bons résultats dans un environnement de faible inflation. L'objectif approprié de long

terme compatible avec la stabilité des prix sera choisi en fonction de cette expérience. En Nouvelle-Zélande, il a été décidé que la périodicité des déclarations de politique monétaire serait désormais trimestrielle et non plus semestrielle, afin de fournir plus fréquemment aux opérateurs une référence officielle sur les perspectives d'inflation.

Principaux développements de la politique monétaire

Dans la plupart des pays dotés d'un objectif d'inflation, la principale préoccupation a été d'assurer des conditions monétaires propres à préserver un comportement favorable des prix durant la phase de reprise actuelle et de conférer ainsi à la



croissance un caractère durable. Pour cela, les taux directeurs, faibles à l'origine, ont dû être relevés à des moments différents selon les pays en fonction des conditions initiales et des répercussions de la crise asiatique.

Relèvement initial
du taux directeur
au Royaume-Uni ...

En 1997, la production du Royaume-Uni s'est accrue de plus de 2% pour la cinquième année consécutive; on estime que l'écart de PIB s'est ainsi trouvé complètement comblé en fin d'année. En conséquence, après les élections de mai et l'octroi à la Banque d'Angleterre d'une indépendance opérationnelle, le CPM a relevé le taux directeur en quatre étapes de 25 points de base chacune, le portant à 7%. Il en est résulté, du fait de l'appréciation substantielle de la livre sterling, un durcissement marqué de l'orientation monétaire.

... interrompu en
présence de signaux
contradictaires

Après ce premier ajustement, la politique monétaire s'est trouvée confrontée à un dilemme de plus en plus sérieux, car des signaux différents provenaient, d'une part, d'une demande intérieure soutenue, alimentée par une croissance rapide de la richesse, de la monnaie et du crédit et, d'autre part, des fortes pressions baissières sur les prix des biens exposés à la concurrence internationale, en raison de l'appréciation notable de la monnaie et, dans une moindre mesure, des effets de la crise asiatique. À la fin de l'été, le CPM décidait de ne pas durcir davantage sa politique, se réservant de voir dans quelle direction les risques allaient se matérialiser. Toutefois, comme l'inflation et la croissance au troisième trimestre ont surpris par leur ampleur, un relèvement supplémentaire de 25 points de base du taux directeur était opéré en novembre 1997. Puisque le dilemme n'avait pas disparu au premier trimestre de 1998, le CPM, pour la première fois de sa brève histoire, s'est trouvé partagé sur l'orientation à prendre. Si les prévisions à horizon de deux ans situaient l'inflation au-dessus de l'objectif, avec une forte probabilité, un degré d'incertitude substantiel quant à l'ampleur et à la chronologie du ralentissement anticipé de l'activité a fait pencher la décision en faveur du statu quo.

Réticence assez
générale à inverser
l'action sur les taux

Un argument de plus incitait à prendre pareille décision. Dans un contexte aussi incertain, il peut s'avérer nécessaire d'inverser promptement une hausse des taux. On constate quelque réticence, dans les pays industriels, à opérer de tels retournements. Les banques centrales modifient généralement plusieurs fois les taux dans la même direction avant de changer de cap. De plus, l'intervalle entre deux ajustements est toujours beaucoup plus long lorsqu'il précède une inversion de l'orientation (tableau IV.1). Puisque l'ampleur de la modification n'est pas, dans ce cas, systématiquement plus importante que dans les autres, cette attitude pourrait être interprétée comme une tendance à agir «trop peu et trop tard». Elle peut être justifiée par les incertitudes entourant l'évolution de l'économie ainsi que la rapidité et l'intensité de la transmission des impulsions monétaires. Ces incertitudes sont vraisemblablement plus grandes aux points de retournement du cycle des taux. Il existe une raison supplémentaire pour ne pas effectuer des revirements fréquents: le désir de fournir des signaux clairs aux marchés, à la fois pour mieux répercuter l'impulsion monétaire sur l'ensemble de la courbe des rendements et pour éviter de les déstabiliser. Une préoccupation d'un poids particulier qui a présidé aux récentes décisions de la Banque d'Angleterre était le souci d'éviter qu'un changement d'orientation soudain ne soit interprété comme un manque de cohérence et de discernement, ce qui aurait affecté la crédibilité de la nouvelle approche de politique monétaire.

Ajustement des taux directeurs												
	Séquence											
	Nombre de modifications				Durée moyenne ¹				Ampleur moyenne ²			
	++	+ -	- +	--	++	+ -	- +	--	++	+ -	- +	--
États-Unis	6	1	2	22	41	108	321	39	0,46	0,25	0,25	0,28
Allemagne	65	31	31	107	22	24	34	14	0,25	0,19	0,12	0,15
France	8	5	6	86	47	72	77	31	0,51	0,40	0,83	0,21
Italie	9	6	6	24	122	182	121	83	1,31	0,88	0,96	0,73
Royaume-Uni	28	17	18	84	36	69	49	23	0,94	0,50	0,77	0,37
Canada	10	1	2	21	22	57	103	21	0,43	0,25	0,25	0,25
Espagne	4	5	4	33	56	72	67	35	0,42	0,24	0,35	0,38
Australie	2	1	1	17	43	413	264	67	1,00	0,50	0,75	0,79
Pays-Bas	55	27	28	108	16	15	32	15	0,42	0,53	0,40	0,21
Belgique	9	7	8	82	17	10	82	10	0,45	0,24	0,34	0,14
Suède	14	1	2	24	16	132	146	10	0,12	0,25	0,27	0,18
Autriche	15	1	1	48	70	42	150	34	0,38	0,50	0,25	0,16

++ = deux relèvements successifs (durcissement); + - = relèvement puis abaissement; - + = abaissement puis relèvement; -- = deux abaissements successifs (assouplissement).

Taux directeur et début de la période d'observation: Allemagne, taux des prises en pension, 19 juin 1979; Australie, taux cible officiel, 23 janvier 1990; Autriche, taux Gomex, 6 mai 1985; Belgique, taux central, 29 janvier 1991; Canada, fourchette du taux des appels d'offres, 15 avril 1994; Espagne, taux des prises en pension, 14 mai 1990; États-Unis, taux-objectif des fonds fédéraux, 10 août 1989; France, taux des pensions sur appel d'offres, 4 janvier 1982; Italie, taux d'escompte, 1^{er} janvier 1978; Pays-Bas, taux des avances spéciales, 1^{er} janvier 1978; Royaume-Uni, bande 1, 1^{er} janvier 1978; Suède, taux des prises en pension, 1^{er} juin 1994. Fin de la période d'observation: 31 mars 1998.

¹ En nombre de jours. ² En points de %.

Tableau IV.1

Alors que l'inflation observée en 1997 est restée au-dessus de l'objectif au Royaume-Uni, elle s'est située au-dessous du point médian de la fourchette en Australie, au Canada et en Suède. Au Canada, il a été néanmoins jugé nécessaire de modérer la stimulation monétaire, la banque centrale estimant qu'une forte croissance en 1997 et l'année suivante comblerait l'écart de PIB avant la fin de 1998. Cependant, c'est essentiellement la situation sur les changes qui a dicté la date du relèvement du taux directeur. Fin juin, alors que la faiblesse persistante de la monnaie se traduisait par un assouplissement supplémentaire des conditions monétaires, la Banque du Canada a relevé de 25 points de base son taux d'escompte. Elle a fait de même en octobre, quand elle a eu la confirmation que la reprise avait acquis sa dynamique propre, étant donné l'expansion rapide de l'agrégat étroit, l'amélioration de la confiance des consommateurs et la vigueur de l'investissement des entreprises.

Relèvement du
taux directeur face
à une dépréciation
du change au
Canada ...

Avec l'extension de la crise asiatique vers la fin de 1997, la Banque du Canada s'est trouvée placée devant un choix délicat. D'une part, il apparaissait nécessaire de stabiliser un cours de change en repli par un durcissement supplémentaire. D'autre part, une telle mesure risquait d'aggraver le freinage de l'activité que n'allaient pas manquer d'entraîner la révision en baisse des anticipations concernant la croissance de la demande mondiale et la diminution des prix des produits de base. En définitive, la banque centrale a relevé son taux directeur à trois reprises, pour le porter à 5% en février 1998, alors que sa crédibilité était menacée par de nouvelles pressions sur la monnaie. En Nouvelle-Zélande aussi,

... et en
Nouvelle-Zélande ...

durant l'été de 1997 puis en octobre. Dans ce cas, cependant, la hausse des taux est intervenue dans le contexte d'un assouplissement graduel des conditions monétaires générales, favorisé par l'atténuation des tensions inflationnistes.

... mais pas en
Australie

Contrairement à ses homologues, mais dans le droit fil de sa conduite passée, la Banque de Réserve d'Australie n'a pas directement réagi à la forte dépréciation du dollar australien pendant la même période. Si elle s'est montrée prête à accepter une détente aussi marquée des conditions monétaires, c'est probablement parce que l'économie du pays est plus sensible que celles du Canada ou de Nouvelle-Zélande à l'évolution des prix des produits de base (chapitre VI) et dépend davantage du commerce avec l'Asie. Malgré les choix différents effectués par les autorités monétaires de ces trois pays, les taux à long terme y ont baissé, suivant en cela la tendance générale.

Suède

En Suède, enfin, le taux des prises en pension a été majoré de 25 points de base en décembre 1997, les prévisions d'inflation pour 1999 s'inscrivant au-dessus du point médian de la fourchette-objectif. Plus récemment, ces prévisions restaient légèrement supérieures à ce point médian, même après la prise en compte des effets liés à l'aggravation de la crise asiatique (graphique IV.7). Comme ce dernier élément est entouré de beaucoup d'incertitudes, la banque centrale a décidé de s'abstenir de tout durcissement supplémentaire.

Transparence de la politique monétaire

Les régimes fondés sur un objectif d'inflation récemment mis en place ont, entre autres caractéristiques majeures, celle de rendre plus transparent le dispositif de politique monétaire. Cette recherche de transparence n'est toutefois pas limitée aux pays qui se sont dotés d'un tel objectif; elle s'explique par la nécessité d'accroître la responsabilité des banques centrales parallèlement, souvent, au renforcement de leur indépendance et par le développement et l'internationalisation rapides des marchés des capitaux. Ce dernier élément a amplifié le rôle des taux d'intérêt, des cours de change et des prix d'autres actifs dans la transmission des impulsions monétaires. Comme, en outre, les prix des actifs réagissent vivement aux facteurs d'anticipation, les marchés des capitaux sont peut-être aussi plus sensibles aux évolutions inattendues de la politique monétaire, ce qui plaide encore en faveur de sa transparence.

Transparence
accrue des objectifs
de la banque
centrale ...

Pour analyser les avantages résultant d'une transparence accrue, il convient de considérer trois domaines auxquels elle s'applique: les objectifs de la banque centrale, la stratégie choisie pour les atteindre et son cadre opérationnel, c'est-à-dire les instruments et procédures mis en œuvre. D'une manière générale, les avantages de la transparence des objectifs ne sont guère contestés. Si la recherche d'une plus grande clarté pour l'objectif de stabilité des prix se manifeste davantage dans les pays à objectif d'inflation explicite, elle se retrouve également dans d'autres. Par exemple, la nouvelle loi régissant la Banque du Japon stipule expressément que sa principale mission consiste à maintenir la stabilité des prix. De même, il a été convenu à l'Institut monétaire européen que, quelle que soit la stratégie choisie par le Conseil des gouverneurs, la BCE rendra publique la définition de son objectif ultime de stabilité des prix. Les États-Unis constituent une exception notable à cet égard, les diverses propositions

Transparence de la politique monétaire								
	G 3			Pays à objectif d'inflation				
	US	JP ¹	DE	NZ	CA	GB	SE	AU
Objectifs								
Primauté de la stabilité des prix	N	N/O	O	O	O	O	O	O
Objectif quantifié	N	N/N	O ²	O	O	O	O	O
Stratégie								
Rapports sur l'inflation	N	N/O	O	O	O	O	O	O
Auditions périodiques devant le Parlement	O	O/O	N	O ³	O	O ³	O	O
Objectifs intermédiaires ⁴	N	N/N	O	O	N	O	O	N
Procédures opérationnelles								
Annonce des décisions	O	N/O	O ⁵	O ⁶	O	O	O ⁵	O
Annonce de l'orientation souhaitée	N	N/N	N	O	N	N	N	N
Publication de procès-verbaux ⁷	O	N/O	N	N	N	O	N	N

US = États-Unis; JP = Japon; DE = Allemagne; NZ = Nouvelle-Zélande; CA = Canada; GB = Royaume-Uni; SE = Suède; AU = Australie. N = non, O = oui.

¹ La seconde indication renvoie à la nouvelle loi régissant la Banque du Japon, entrée en vigueur en avril 1998. ² L'objectif d'expansion monétaire est actuellement calculé sur la base d'une hypothèse d'inflation à moyen terme de 1,5%. ³ La responsabilité du gouverneur de la banque centrale est engagée devant le gouvernement si l'inflation sort de la fourchette assignée. ⁴ Allemagne: expansion de M3; Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni et Suède: prévisions d'inflation publiées. ⁵ Les appels d'offres à taux fixe (prises en pension) servent à indiquer clairement les inflexions de la politique monétaire. ⁶ La politique monétaire est principalement mise en œuvre dans le cadre de déclarations officielles, en premier lieu la Déclaration de politique monétaire. ⁷ Délai de publication: six semaines environ aux États-Unis et au Royaume-Uni; pas encore précisé au Japon.

Tableau IV.2

législatives soumises au Congrès pour préciser le mandat de la Réserve fédérale n'ayant pas abouti.

En raison des délais inhérents au mécanisme de transmission, il est toutefois douteux que la transparence de l'objectif de stabilité des prix permette de guider les anticipations sans une meilleure information sur la stratégie mise en œuvre par la banque centrale pour atteindre cet objectif. Celle-ci, dans de nombreux pays, a donc multiplié ses efforts pour mieux faire connaître ses vues sur la situation de l'économie et le mécanisme de transmission de la politique monétaire à travers la publication de rapports sur l'inflation, d'auditions régulières devant le Parlement et de déclarations de hauts responsables. Il est aussi possible de faciliter la communication sur cette question et sur les mesures prises en recourant à des objectifs intermédiaires. Néanmoins, les objectifs traditionnels pour l'expansion monétaire ou le cours de change se sont souvent avérés délicats à manier, vu l'instabilité de leur relation avec l'objectif ultime ou la difficulté de les maîtriser. Ainsi, de plus en plus de banques centrales ont commencé à publier leurs prévisions d'inflation en guise d'objectif intermédiaire (tableau IV.2).

La transparence accrue présente plusieurs avantages. Premièrement, elle oblige la banque centrale à mieux préciser ses vues sur la politique monétaire. Deuxièmement, elle favorise un débat public actif et bien documenté sur l'intérêt technique des options possibles. Ce sont là deux aspects de nature à améliorer le processus de décision. En troisième lieu, l'efficacité même de la politique monétaire se trouve renforcée de deux manières essentielles.

Tout d'abord, la transparence peut influencer les attentes en matière d'inflation et contribuer à réduire et/ou maîtriser la hausse des prix en présence

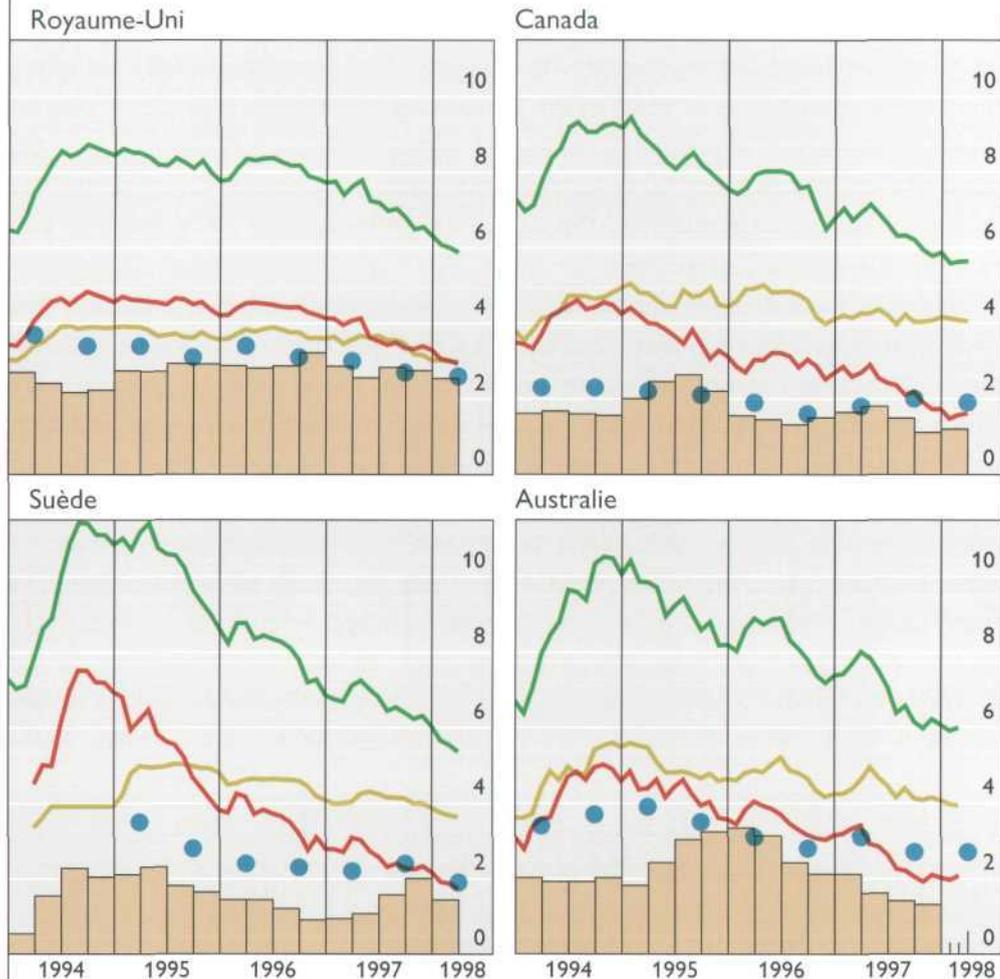
... et de sa stratégie

Avantages de la transparence: elle favorise un débat public bien documenté, ...

Anticipations d'inflation à long terme, inflation et rendement obligataire

En %

— Obligations¹ — Anticipations d'inflation² ■ Glissement annuel de l'IPC sous-jacent⁴
 — Obligations indexées ● Anticipations d'inflation³



¹Rendement nominal. ²Rendement obligataire nominal moins rendement des obligations indexées.
³Inflation moyenne prévue sur les dix prochaines années, sur la base d'enquêtes semestrielles.
⁴Indices définis au graphique IV.7.

Sources: © Consensus Economics, Londres; données nationales.

Graphique IV.8

... contribue à guider les anticipations d'inflation ...

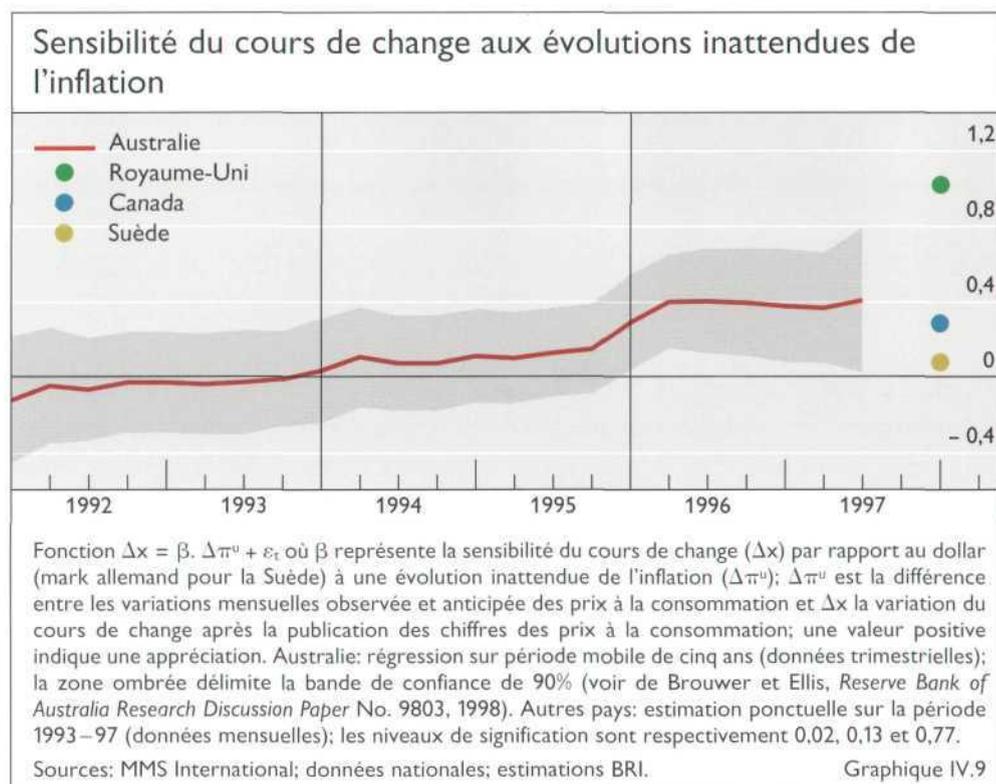
de chocs d'offre ou de demande. Cette influence s'exerce par le biais des répercussions des anticipations sur le comportement des salaires et des prix. Le graphique IV.8 retrace l'évolution des anticipations à long terme, mesurées selon deux méthodes différentes, depuis l'adoption d'objectifs d'inflation dans certains pays. S'il est évident que leur crédibilité n'a pas été immédiate, il apparaît tout aussi nettement que les anticipations à long terme ont généralement convergé, pour se situer, fin 1997, au point médian des fourchettes. En outre, l'analyse des sondages réalisés pour connaître ces anticipations montre que la variance des erreurs de prévision décroît après l'introduction de ces objectifs – ce qui peut aussi être lié à une stabilisation de l'inflation. Enfin, à mesure que les anticipations d'inflation s'ancrent sur l'objectif, le processus d'évolution des prix donne

lui-même des signes d'une plus grande rigidité. Cela pourrait d'ailleurs expliquer pourquoi, au Canada, l'inflation n'est pas descendue au-dessous du jalon bas de sa fourchette-objectif en 1995–97, malgré l'existence d'un écart de PIB important.

Deuxièmement, si les marchés des capitaux ont une meilleure compréhension de la stratégie de la banque centrale, ils peuvent accompagner son action en jouant un rôle stabilisateur face aux chocs. Par exemple, l'annonce d'une forte poussée de la demande de nature à relancer l'inflation pourrait susciter une réaction immédiate sur les marchés des changes et des obligations, les opérateurs étant conscients qu'un tel choc relève la trajectoire prévisible des taux d'intérêt. Il en résulterait une appréciation de la monnaie et une hausse des taux longs, qui tendront à compenser automatiquement certaines tensions inflationnistes naissantes dans l'économie. À l'appui de cette hypothèse, le graphique IV.9 montre que depuis l'instauration, en 1993, d'un régime à objectif d'inflation plus explicite en Australie, une augmentation imprévue des prix a généralement induit un renchérissement du cours de change, influence qui n'était guère sensible auparavant. Une réaction de change semblable est discernable au Canada et au Royaume-Uni, qui appliquent également un objectif d'inflation. Une interprétation possible de l'expérience australienne est que, lorsque la fonction de réaction des autorités n'est pas lisible, une évolution inattendue des prix peut avoir des effets opposés sur le change, selon que les opérateurs anticipent une orientation accommodante ou restrictive. Dans le premier cas, elle se traduira par une dépréciation nominale et, dans le second, par une appréciation en termes réels.

... et confère un rôle stabilisateur aux marchés des capitaux

Comme l'indique la troisième rubrique du tableau IV.2, le consensus est moins large au sujet de la transparence des procédures opérationnelles et des délibérations internes de politique monétaire. La tendance est néanmoins à une



Transparence
accrue également
au sujet de
l'orientation
suivie ...

clarification de l'orientation suivie. Depuis le début de la décennie, les banques centrales de la plupart des pays anglophones ont commencé à rendre publics les ajustements de leurs objectifs opérationnels. La Banque de Réserve d'Australie, par exemple, annonce immédiatement, depuis janvier 1990, toute révision du niveau assigné à son taux d'offre de liquidités. De même, aux États-Unis, les modifications de l'objectif des fonds fédéraux sont signalées, depuis février 1994, le jour de la séance du CFOM.

Cette stratégie a beaucoup aidé à dissiper l'ambiguïté entourant l'orientation suivie. Il n'est plus possible de se méprendre sur le sens d'une action de la banque centrale et de voir une modification de la politique là où il n'y en a pas. En outre, le fait d'expliquer publiquement les raisons du changement exige une discipline qui présente sans doute certains des avantages déjà mentionnés. Elle peut se traduire par une plus grande rigueur dans les débats internes de la banque centrale ainsi que par un cadrage plus précis sur le but de l'inflexion décidée, et amener le public à mieux comprendre et accepter les décisions prises. Enfin, elle peut contribuer à accélérer la transmission des impulsions monétaires aux taux d'intérêt déterminants.

L'une des craintes émises était que l'annonce des inflexions monétaires ne se fasse au détriment de la souplesse, notamment en provoquant une certaine réticence à mettre en œuvre des changements d'orientation et, partant, en augmentant les délais de réaction. Ce problème a été atténué en Allemagne et en Suède, où le principal taux directeur est celui des prises en pension, en procédant à des appels d'offres à taux variable (plutôt qu'à taux fixe); avec cette procédure, il est en effet plus difficile de savoir si le taux retenu reflète l'acceptation de fluctuations mineures par rapport à un niveau désiré ou s'il amorce un changement d'orientation.

... mais non sur les
mesures futures

Si les banques centrales font preuve d'une plus grande transparence au sujet de l'orientation suivie, elles hésitent encore généralement à préciser leurs mesures futures. La seule exception à cet égard est la Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande, qui, depuis sa déclaration de politique monétaire de juin 1997, publie des projections montrant une trajectoire endogène des conditions monétaires compatible avec la réalisation de l'objectif d'inflation. Les autorités tendent cependant de plus en plus à prévenir les marchés par des communications écrites ou orales. Ainsi, M. Greenspan, Président de la Réserve fédérale des États-Unis, a annoncé le relèvement des taux d'intérêt de 1994 lors de son audition devant le Congrès dans le cadre de la loi Humphrey-Hawkins, à l'automne 1993. De même, la Banque du Canada a souligné, dans son rapport sur la politique monétaire de novembre 1997, la nécessité de modérer la stimulation monétaire.

La transparence sur les mesures futures comporte un inconvénient, en ce sens que des incertitudes subsistent fréquemment sur l'orientation jugée appropriée pour atteindre l'objectif de stabilité des prix. Dans de telles circonstances, une certaine ambiguïté est souvent préférable. Premièrement, cela peut inciter les opérateurs à déterminer les taux du marché en fonction de leur propre évaluation des perspectives de la politique monétaire, fournissant ainsi des informations précieuses à la banque centrale. Deuxièmement, cela peut éviter une volatilité inutile et coûteuse quand les opérateurs s'efforcent, dans un premier temps, de se

protéger contre les mesures anticipées, avant de découvrir que rien ne se passe. Troisièmement, lorsque les marchés se fondent trop sur les signaux de la banque centrale, celle-ci peut se voir contrainte d'intervenir plus fréquemment sous forme de déclarations ou de décisions, même si les écarts entre les données anticipées et observées sont peu importants. Il est néanmoins possible d'atténuer certains de ces problèmes potentiels en sensibilisant les marchés aux incertitudes qui entourent de telles projections et à la nécessité, pour les autorités monétaires, de réexaminer continuellement leur attitude en fonction des informations qui leur parviennent. C'est l'une des raisons pour lesquelles les banques centrales insistent de plus en plus sur la distribution complète des probabilités autour de leur prévision. À l'inverse, modifier les taux directeurs sans annonce préalable explicite risque, tout autant, de créer de la volatilité sur les marchés.

Seules quelques banques centrales publient les procès-verbaux des délibérations de l'instance chargée de la politique monétaire et ne le font, de toute façon, qu'après un long délai (tableau IV.2). C'est pourtant le moyen le plus direct de faire connaître l'information et d'exposer les arguments utilisés par les décideurs pour le réglage de leurs instruments. Parfois, cependant, lorsque cette instance se réunit tous les jours, il est matériellement impossible de procéder à cette publication. Une deuxième raison pour ne pas révéler le contenu des débats réside dans la volonté de favoriser un échange de vues ouvert et d'éviter que les membres ne tiennent des discours destinés aux médias. Enfin, une crainte souvent exprimée est que la révélation de discordances au sein de cette instance n'entache sa réputation, déstabilisant ainsi les marchés. À l'encontre de cet argument, on peut objecter que les désaccords entre responsables sont naturels quand l'orientation résulte d'un équilibre délicat et que l'analyse peut aboutir à des conclusions différentes selon l'importance accordée aux divers risques. En ce cas, la publication de tels désaccords peut servir à faire prendre conscience aux opérateurs des incertitudes et des risques que comporte toute prévision, même très vraisemblable.

En résumé, si le débat est loin d'être clos quant au degré de clarté qui convient aux aspects tactiques de la politique monétaire, il est largement admis que la transparence est souhaitable dans le domaine stratégique (objectifs de la banque centrale et moyens mis en œuvre pour les atteindre). En vue d'asseoir rapidement la réputation et la légitimité de la BCE, ses politiques devront conjuguer transparence et responsabilité. La décision, déjà citée, de présenter une définition de l'objectif de stabilité des prix constitue un pas important dans cette direction. Tout aussi significative est l'obligation, contenue dans le traité de Maastricht, de publier des rapports chaque trimestre et de soumettre un rapport annuel au Parlement européen. Le besoin de transparence est encore renforcé par deux considérations. Tout d'abord, l'analyse faite précédemment indique qu'une grande incertitude demeure au sujet du mécanisme de transmission dans la zone UEM; or, les relations entre les différents indicateurs et l'objectif de stabilité des prix favoriseront, au moins dans un premier temps, une approche discrétionnaire de la politique monétaire, par nature plus délicate à exposer au public et aux marchés. En second lieu, une orientation monétaire appropriée à l'échelle de l'UEM peut être plus difficile à expliquer aux agents de chacun des pays.

Peu de banques centrales publient des procès-verbaux

Implications pour la BCE

V. Prix des actifs et gestion de portefeuille

Faits saillants

Dans les pays industriels, les cours des actions ont poursuivi leur vive ascension l'an dernier et se situaient, en avril 1998, à de nouveaux sommets. Les seules exceptions notables à cet égard ont été le Japon et, à un degré moindre, l'Australie. Cette hausse s'est accompagnée périodiquement d'accès d'incertitude. Ainsi, à l'automne de 1997, les marchés se sont brutalement repliés, momentanément certes, en réaction à la crise qui sévissait en Asie du Sud-Est. Les cours des obligations ont également progressé durant la majeure partie de l'année, notamment sans doute à cause de leur statut de valeur refuge face à l'inquiétude grandissante des investisseurs, qui redoutaient une propagation des difficultés des marchés asiatiques au système financier mondial. Dans l'immobilier, la situation globale apparaît plus diversifiée et présente des différences marquées selon les pays.

Les événements observés au cours de la période sous revue ont fait ressortir le rôle des investisseurs institutionnels et leur impact sur la stabilité financière. L'expansion de leur activité a concerné tous les aspects du secteur financier et a accompagné, tout en y contribuant, le développement soutenu des marchés et instruments financiers. La seconde partie de ce chapitre passe d'abord en revue les facteurs qui ont favorisé l'institutionnalisation rapide de l'épargne et décrit les principales caractéristiques de ce secteur qui affectent l'allocation de ces ressources. Elle analyse ensuite le comportement de certains acteurs du marché durant les crises monétaires successives qui ont affecté les économies d'Asie du Sud-Est et au cours des turbulences boursières d'octobre 1997. Dans la section finale, une comparaison avec des épisodes antérieurs permet de tirer divers enseignements à l'usage des décideurs.

Prix des actifs

Aux États-Unis et en Europe, c'est essentiellement le caractère soutenu de la hausse qui s'est produite l'an dernier et son ampleur qui différencient ce mouvement d'épisodes antérieurs. Les cours ont progressé presque partout, malgré des divergences dans les positions conjoncturelles et les projections de croissance. Il convient de noter, en outre, qu'actions et obligations ont augmenté simultanément, alors que d'autres indicateurs faisaient état d'incertitudes accrues sur l'évolution future des marchés. Comme, généralement, les indicateurs d'évaluation traditionnels des marchés des actions ne sont pas considérés isolément mais par rapport aux taux d'intérêt en vigueur, la faiblesse actuelle de ces derniers incite à relativiser la surévaluation des actions. Cependant, si l'évolution des cours des obligations venait à s'inverser, ceux des actions devraient alors être réajustés.

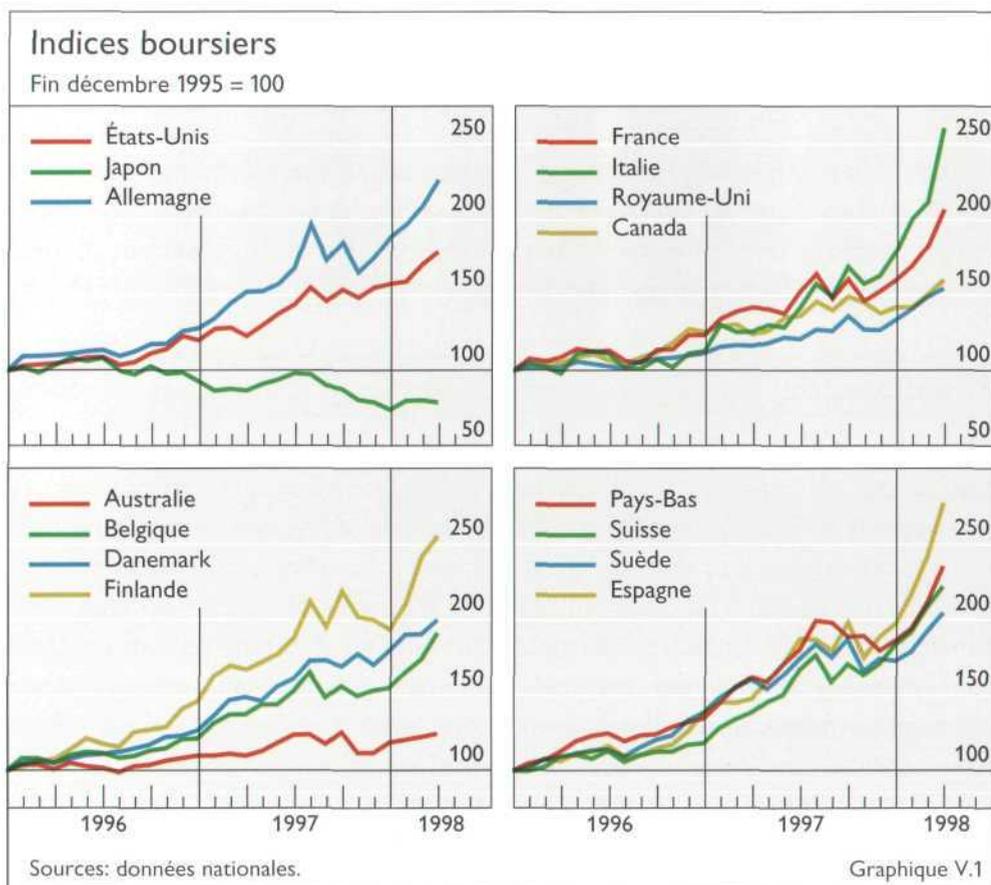
Actions

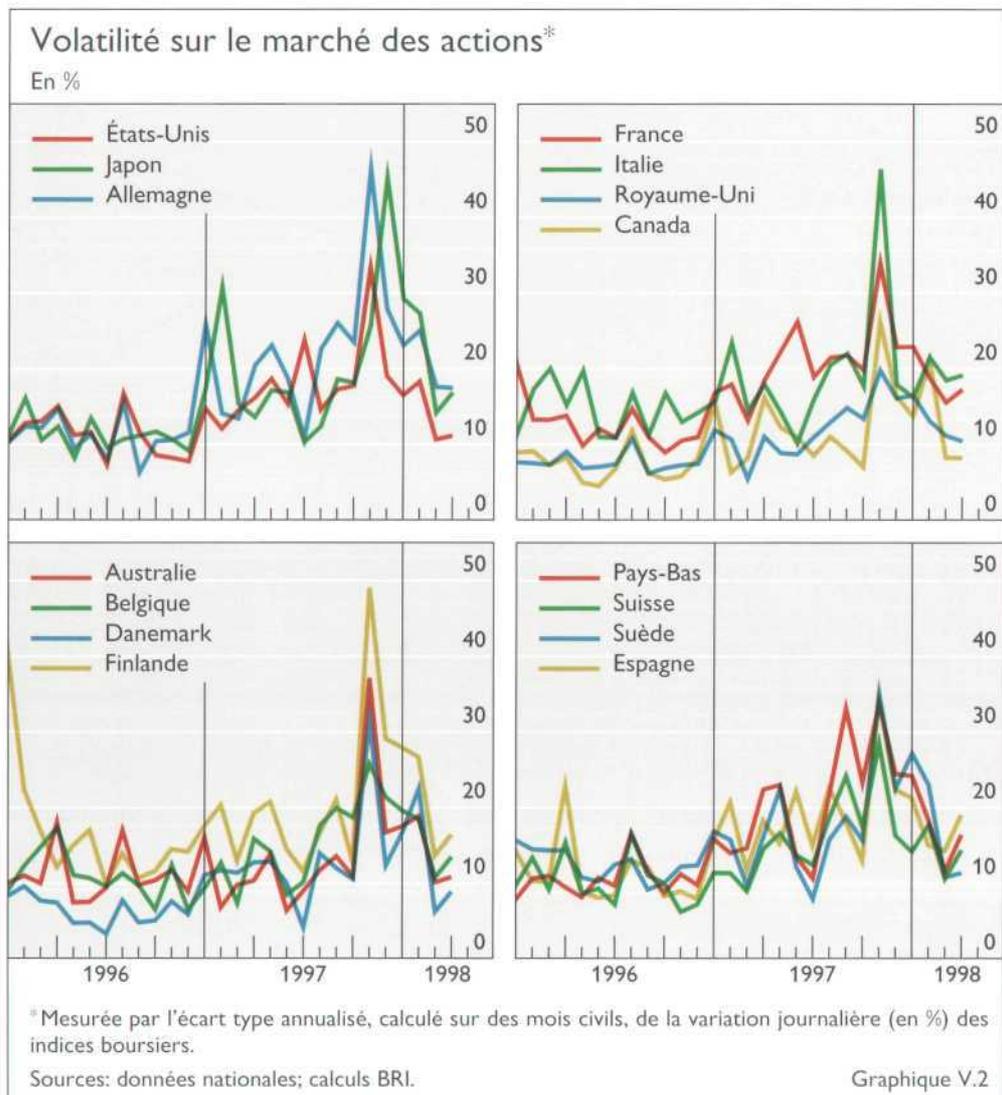
Pendant la période sous revue, les cours des actions ont enregistré des gains substantiels en Amérique du Nord et en Europe (graphique V.1). En dépit de certaines similitudes dans le déroulement et la chronologie de cette hausse, des différences notables sont apparues d'un pays à l'autre. La progression la plus marquée s'est produite en Italie, après une année terne. Elle a également été très forte en Espagne et en Suisse, où les indices boursiers ont atteint des niveaux deux fois supérieurs à ceux qu'ils occupaient deux ans auparavant. Aux États-Unis, comme dans la plupart des autres pays, les cours se sont redressés de façon spectaculaire après leur recul de l'automne 1997. À l'inverse, le marché s'est remis à baisser au Japon, en raison des préoccupations causées par l'état de l'économie et la situation financière générale. En Australie, les performances relativement modestes des actions s'expliquent en partie par la chute des cours des matières premières, qui a érodé les bénéfices réalisés et anticipés.

L'agitation engendrée par l'effondrement des marchés d'Asie du Sud-Est a fait basculer le sentiment des opérateurs. L'ajustement, à partir de juillet, a pris la forme d'une vague de baisses successives qui se sont propagées à l'ensemble des pays industriels. En outre, la volatilité s'est fortement accentuée jusqu'à son maximum d'octobre (graphique V.2), avec des fluctuations journalières de plus de 5% sur plusieurs marchés. Le repli s'est opéré dans des proportions et à un rythme différents selon les pays. Dans ceux, comme l'Allemagne, la France

La hausse générale
des cours des
actions ...

... s'est
momentanément
inversée au second
semestre





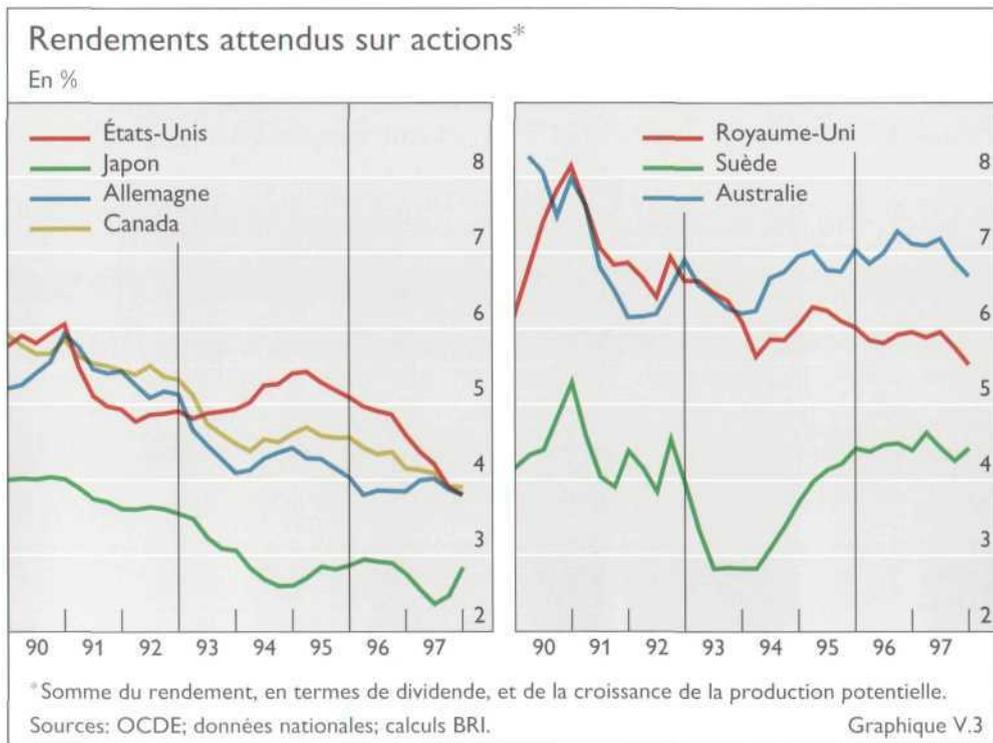
et les Pays-Bas, où la correction est intervenue relativement tôt, les écarts entre maximums et minimums ont été en général plus marqués. Par contre, aux États-Unis, en Italie et au Royaume-Uni, où les cours n'ont rien cédé jusqu'en octobre, les marchés se sont montrés plus résistants et les baisses, plutôt modérées, se sont concentrées sur un seul mois. Dans la plupart des pays, les cours ont commencé à regagner le terrain perdu en novembre ou peu après.

Causes possibles:

L'essor des marchés des actions, ces dernières années, soulève des questions concernant sa justification. Les forces qui ont présidé à ce dynamisme peuvent être liées soit directement à des anticipations d'augmentation des profits des entreprises, soit indirectement à un changement d'attitude des investisseurs à l'égard du risque.

augmentation des bénéfices en termes réels ...

Les bénéfices par action ont augmenté, en termes réels, durant ces trois dernières années dans les pays du Groupe des Sept. Les entreprises ont commencé à recueillir les fruits de la réduction des charges du service de la dette, de la modération salariale et de l'amélioration de la productivité du travail. L'avènement de nouvelles technologies a également été avancé comme cause importante du boum actuel. En outre, le processus de déréglementation



financière a dû, en principe, procurer des gains d'efficacité supplémentaires. Il n'est toutefois pas facile de quantifier le rôle de ces divers facteurs dans l'expansion future des bénéfices; les projections explicites effectuées ne placent pas, pour l'instant, ces bénéfices à un niveau qui annoncerait une «ère nouvelle».

Les modifications de la scène financière peuvent également avoir contribué à changer les attitudes des investisseurs à l'égard du marché des actions, en les amenant à se satisfaire d'une rémunération moins élevée pour le risque encouru. Pour évaluer la portée d'un tel changement, le graphique V.3 montre, à partir d'estimations, l'évolution des rendements requis sur actions dans certains pays au cours des années 90. Ces estimations approximatives sont obtenues en additionnant le ratio dividende/cours et la croissance de la production potentielle, cette dernière étant considérée comme une valeur approchée de l'augmentation attendue des dividendes réels. L'hypothèse d'une plus grande tolérance à l'égard du risque semble corroborée par la diminution tendancielle des rendements requis dans la plupart des pays. Cette observation apparaît toutefois moins convaincante si on la replace dans le contexte des variations concomitantes des taux réels à long terme. Ainsi, les taux ajustés en fonction de l'inflation (graphique IV.8) ont généralement baissé davantage que les rendements requis, ces dernières années, entraînant même une majoration de la prime sur les actions depuis le milieu de la présente décennie. Les fortes cotations actuelles pourraient donc être plutôt liées à la réduction des rendements sur des actifs de substitution, tels que les obligations, qu'à une modification des attitudes à l'égard du risque.

Sur un plan empirique, les mesures d'évaluation traditionnelles semblent présager un repli assez sensible pour les marchés des actions (tableau V.1). Dans la plupart des pays, en effet, les ratios dividende/cours se sont inscrits à leur

... et attitudes à l'égard du risque

Les implications baissières des ratios d'évaluation ...

Cours des actions: indicateurs d'évaluation										
	Ratio cours/bénéfices					Rendement (dividende)				
	Début de période	Maximum		Moyen	Mars 1998	Début de période	Minimum		Moyen	Mars 1998
		niveau	année				niveau	année		
États-Unis	1957	27	1998	16	27	1947	1,5	1998	4,0	1,5
Japon	1981	100	1996	51	43 ¹	1953	0,4	1989	3,0	1,1 ¹
Allemagne	1973	25	1993	13	21	1973	1,3	1998	2,8	1,3
France	1973	30	1973	12	20	1964	1,7	1998	4,5	1,7
Italie	1986	29	1994	17	26	1981	0,8	1981	2,3	1,1
Royaume-Uni	1970	23	1994	13	22	1963	2,8	1998	4,7	2,8
Canada	1956	255 ²	1994	20	32	1956	1,4	1998	3,4	1,4
Belgique	1961	29	1967	16	25	1961	1,6	1998	4,3	1,8
Pays-Bas	1973	26	1997	10	24	1973	1,8	1998	4,8	1,8
Suisse	1973	29	1998	13	29	1973	1,0	1995	2,9	2,4

¹ Février. ² Chiffre exceptionnellement élevé, en raison de bénéfices très faibles dus à des annulations de créances.

Sources: Datastream; données nationales.

Tableau V.1

minimum absolu pendant la période sous revue. Par comparaison, les ratios cours/bénéfices apparaissent moins exceptionnels, même si l'indicateur composite de Standard & Poor's excédait, fin mars 1998, son maximum antérieur. Dans le passé, la correction des ratios d'évaluation vers des niveaux plus traditionnels s'est effectuée par le biais d'une augmentation moindre des cours plutôt que d'une expansion des bénéfices ou des dividendes. Quelques remarques permettent, cependant, d'atténuer la portée des implications que ces ratios pourraient paraître contenir.

... doivent être nuancées quelque peu

Premièrement, même si les ratios d'évaluation tendent empiriquement à revenir vers leurs moyennes historiques, ils le font à un rythme variable. Deuxièmement, l'étalonnage des ratios d'évaluation doit être corrigé pour tenir compte des positions conjoncturelles. Il est à noter, toutefois, que les hausses des cours se sont produites non seulement dans les pays qui se trouvaient au début de la reprise, mais aussi dans ceux qui étaient plus avancés dans le cycle, et où l'activité avait même atteint ou dépassé la production potentielle. Troisièmement, des modifications de la structure économique peuvent entraîner des ruptures dans les relations historiques, ce qui pourrait, dans une certaine mesure, expliquer les fourchettes dans lesquelles se situent actuellement les rendements en termes de dividende. Le recul régulier de l'inflation au cours des années 90 et les gains qui en ont résulté pour la crédibilité de la politique monétaire se sont généralement traduits par une moindre variabilité des prix et des taux d'intérêt à court terme. En outre, une baisse de l'inflation peut atténuer les distorsions que les dispositions fiscales en vigueur produisent sur le rendement net des actifs financiers. Une réduction permanente de l'inflation pourrait ainsi avoir créé les conditions d'une ère de cours d'actifs plus élevés.

Obligations

Depuis les maximums d'octobre 1994, les rendements obligataires ont continué à décroître et se situaient, fin 1997, près de leurs minimums historiques. En

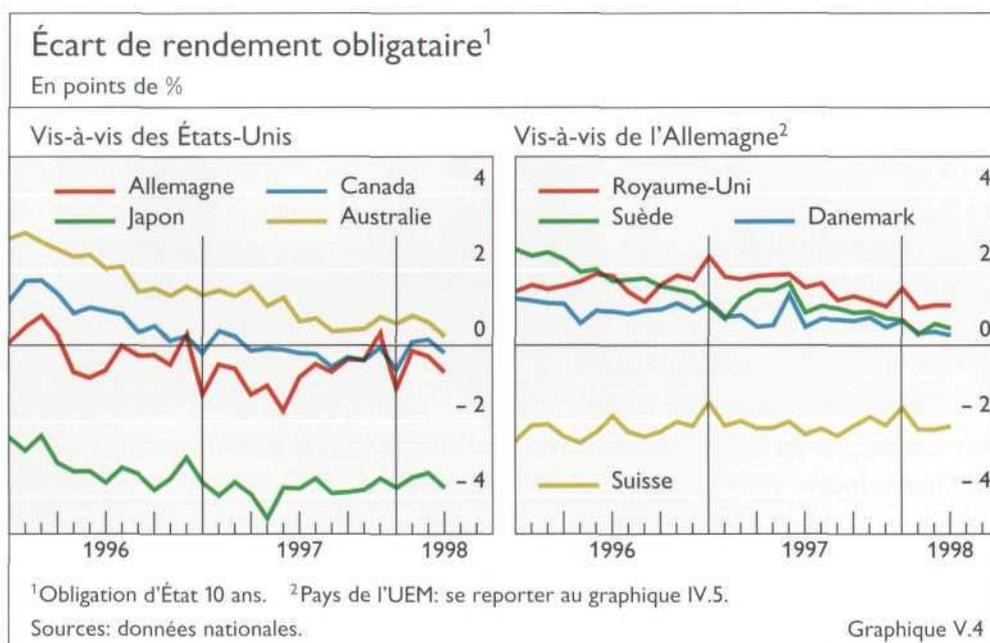
Europe continentale et au Japon, ces niveaux étaient généralement les plus bas depuis trente ans, tandis qu'aux États-Unis ils n'étaient guère éloignés de leurs creux de l'automne de 1993.

La tendance haussière générale des marchés recouvre cependant des évolutions contrastées. En Europe, la forte convergence des rendements, favorisée en 1996 par la réduction des écarts d'inflation et l'assainissement budgétaire intensif, s'est encore accentuée (graphique V.4). Aux États-Unis, les places n'ont pas pris en compte le recul du chômage à des niveaux considérés auparavant comme annonciateurs d'une poussée d'inflation. Même la hausse des taux officiels en mars 1997, largement anticipée en présence de signes d'une activité toujours soutenue, n'a pas empêché les cours de se redresser, la politique monétaire paraissant de taille à enrayer les pressions inflationnistes internes. L'explication de la persistance de faibles rendements est totalement différente dans le cas du Japon, où les perspectives de reprise s'éloignaient et où les problèmes financiers étaient mis en lumière par la défaillance de quelques grandes banques et entreprises d'investissement.

Plusieurs facteurs ont soutenu cette évolution des marchés obligataires internationaux. D'une manière générale, les taux à long terme ont été largement influencés par l'anticipation d'une accélération de la croissance dans un contexte de faible inflation. De plus, un effet traditionnel de «recherche de la sécurité» s'est fait sentir, lorsque les turbulences dans les pays du Sud-Est asiatique ont incité les investisseurs à reconsidérer leurs positions et à se désengager des marchés des actions. Des résultats d'enquêtes montrent que, durant cette période, une majorité de gestionnaires de fonds hors du Japon prévoyaient de réduire leurs portefeuilles d'actions aux États-Unis et en Europe et de renforcer leurs avoirs en obligations nationales (graphique V.5). Enfin, la nécessité de gérer des risques financiers substantiels en situation de forte volatilité a contribué à accroître la demande d'obligations d'État comme instruments de couverture, au

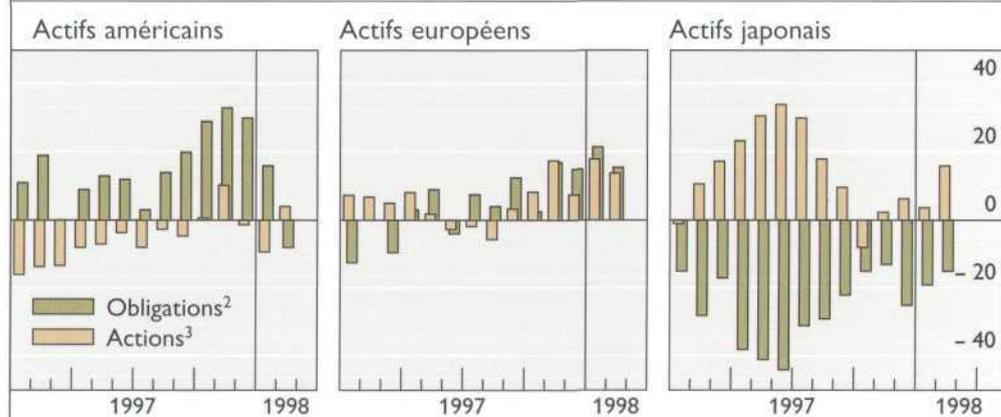
Forte convergence des rendements obligataires ...

... amplifiée par des facteurs conjoncturels ...



Aménagements de portefeuille prévus, par classe d'actifs, par les gestionnaires de fonds¹

En points de %



¹Différence entre la proportion des gestionnaires de fonds envisageant d'acheter des actifs d'une classe donnée et la proportion de ceux prévoyant d'en vendre. ²Détenues par des gestionnaires de fonds résidents du pays/de la région correspondant(e). ³Détenues par des gestionnaires de fonds hors du Japon.

Source: Merrill Lynch Global Gallup Survey.

Graphique V.5

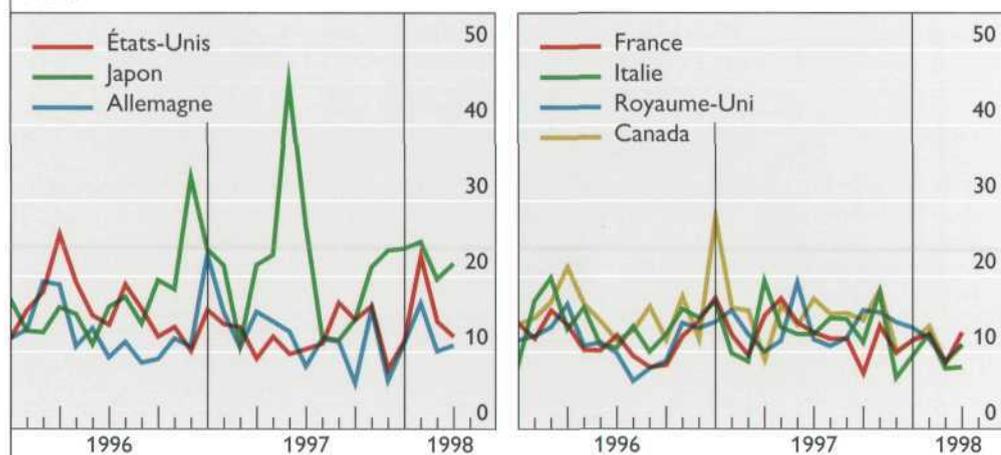
moment où la compression des déficits budgétaires avait tendance à en diminuer l'offre.

... mais une certaine nervosité subsiste sur les marchés

Les données sur la volatilité des rendements obligataires (graphique V.6) font apparaître que, début 1998, les tensions provoquées par la crise asiatique s'étaient atténuées. L'incertitude pourrait cependant resurgir rapidement. Les expériences récentes des investisseurs en matière de crises monétaires peuvent les avoir prédisposés à redouter le retour de telles turbulences. Dans ces circonstances,

Volatilité des rendements obligataires*

En %



* Mesurée par l'écart type annualisé, calculé sur des mois civils, de la variation journalière (en %) du rendement de l'obligation d'État 10 ans.

Sources: données nationales; calculs BRI.

Graphique V.6

Immobilier: prix nominaux et corrigés de l'inflation								
	Prix nominaux				Prix corrigés de l'inflation			
	1994	1995	1996	1997	1994	1995	1996	1997
	indices, 1993 = 100							
Immobilier d'habitation								
États-Unis	102	104	109	116	100	99	100	104
Japon ¹	98	96	94	93	98	95	94	91
Allemagne ²	102	101	101	96	99	97	95	89
France	98	98	100	100	97	95	94	94
Royaume-Uni	103	103	107	117	100	98	99	104
Canada	103	98	98	101	103	96	94	95
Espagne	101	104	106	108	96	95	94	93
Pays-Bas	109	113	124	136	106	108	116	125
Australie	108	110	114	127	106	103	104	116
Suisse	100	98	88	86	99	95	85	83
Belgique	108	113	118	122	105	108	111	113
Suède	105	105	106	114	102	100	100	107
Danemark	112	121	134	147	110	116	126	136
Norvège	113	122	132	143	111	117	125	133
Finlande	106	102	108	126	105	100	105	122
Irlande	104	112	125	145	102	106	117	134
Immobilier d'entreprise: grandes villes								
New York	109	109	119	137	107	104	109	123
Tokyo ¹	84	69	60	55	83	69	60	54
Francfort	87	85	85	81	85	81	80	75
Paris	94	84	79	83	93	81	74	77
Milan	85	85	78	75	82	78	69	65
Londres	125	134	141	161	122	126	129	144
Toronto ³	88	81	78	90	88	79	75	85
Madrid	98	97	116	125	93	89	102	108
Amsterdam	110	120	129	140	107	114	121	129
Sydney	121	123	128	137	119	116	117	125
Zurich	97	94	88	87	96	92	85	83
Bruxelles	94	94	100	103	92	90	94	95
Stockholm	131	170	179	214	128	162	170	202
Copenhague	97	103	103	115	95	99	97	106
Oslo	108	117	125	142	107	112	119	131
Helsinki	112	118	119	124	111	115	116	119
Dublin	114	128	153	193	112	122	143	179

¹ Prix des terrains. ² Quatre grandes villes. ³ Indice des prix des bureaux dans l'Ontario.

Sources: Frank Russell Canada Limited; Jones Lang Wootton; Ministère de l'Équipement, du Logement, des Transports et du Tourisme; National Association of REALTORS; OPAK (Oslo); Sadolin & Albæk (Copenhague); Sherry FitzGerald (Dublin); Wüest & Partner (Zurich); diverses associations immobilières privées; données nationales.

Tableau V.2

les transferts qui s'opéreraient alors vers des monnaies refuges traditionnelles auraient tendance à stimuler les marchés obligataires internationaux. Il est toutefois possible que des ventes massives de titres américains soient effectuées en cas de crise de liquidité dans d'autres pays, ce qui pourrait avoir l'effet contraire.

Résultats contrastés
sur les marchés
immobiliers

Immobilier

Après plusieurs années de résultats médiocres, dus notamment aux excès antérieurs, les prix de l'immobilier ont augmenté dans de nombreux pays à un rythme nettement supérieur au taux d'inflation en vigueur en 1997, avec ou sans le soutien correspondant du crédit du secteur privé. Le Japon et quelques pays d'Europe continentale n'ont guère été touchés par cette reprise, même si des signes de légère amélioration sont apparus çà et là.

Les prix de l'immobilier d'habitation ont été relativement soutenus au Benelux ainsi que dans les pays nordiques et la plupart des pays anglophones (tableau V.2). Au Canada et en Europe continentale, ils ont été généralement faibles, n'offrant au mieux qu'un rattrapage partiel de l'inflation. Au Japon, la baisse substantielle des prix des terrains résidentiels a constitué un élément dissuasif supplémentaire à la liquidation de nantissements de la part de banques japonaises détenant des prêts improductifs.

L'immobilier d'entreprise a présenté les mêmes grandes caractéristiques géographiques avec, néanmoins, des différences plus marquées. D'une année sur l'autre, l'augmentation des prix par rapport à 1997 a dépassé 26% à Dublin et 19% à Stockholm pour les immeubles de bureau haut de gamme. À l'inverse, les terrains commerciaux du centre de Tokyo ont perdu les deux tiers de leur valeur nominale sur leur maximum de 1990. Entre ces deux extrêmes, des signes de reprise sont apparus dans quelques grosses villes européennes, où la valeur locative des bureaux était orientée en hausse et où la proportion des créances immobilières douteuses ne devrait pas tarder à décroître.

Investisseurs institutionnels et marchés des capitaux

Les événements de 1997 ont attiré une nouvelle fois l'attention sur les investisseurs institutionnels et leur influence sur la stabilité des marchés des capitaux. On s'est interrogé sur leur rôle dans la vague de crises monétaires qui a déferlé sur les économies d'Asie du Sud-Est. Leur contribution à la tendance haussière des cours des actions dans les pays industriels ainsi que leur comportement lors de la correction des marchés, fin octobre, méritent aussi réflexion.

Le développement de la gestion collective de portefeuille est un facteur clé des mutations structurelles du système financier international. Ses répercussions affectent de nombreux aspects du paysage financier: volume de transactions; émissions de titres; mouvements de capitaux internationaux; stabilité des marchés; structure de la production; gouvernance d'entreprise. L'importance des investisseurs institutionnels dans le système financier mondial ressort clairement du volume des actifs gérés (tableau V.3), qui dépasse le PIB global des pays industriels concernés. Dans le même temps, la répartition inégale de ces actifs entre pays laisse entrevoir un potentiel de croissance substantiel, surtout en Europe continentale.

La suite du chapitre souligne les principales caractéristiques structurelles du secteur puis examine comment elles peuvent influencer les décisions d'allocation des actifs. Elle passe en revue les réactions des différents acteurs aux événements

Volume d'actifs
supérieur au PIB
mais la marge
d'expansion reste
importante

Investisseurs institutionnels: situation en 1995									
	Fonds de pension	Compagnies d'assurances			Sociétés d'investissement			Chiffres agrégés	
		Ensemble	Assurance vie	Assurance non vie	Ensemble	À capital variable	À capital fixe		
	Actifs financiers, en % du total du secteur								\$EU mrd
États-Unis	62	35	33	44	57 ¹	63	57	50	10 501
Japon ²	9	24	27	16	8 ³	–	–	14	3 035
Allemagne	1	8	7	12	6	7	–	5	1 113
France	0	7	7	8	9	11	–	6	1 159
Italie	1	1	1	2	1	1	–	1	223
Royaume-Uni	11	10	11	6	4	3	29	9	1 790
Canada	3	2	2	2	2	2	–	2	493
Espagne	0,2 ⁴	1 ³	–	–	2	2	1	1	215
Australie ⁵	1	2	1	2	1	1	2	1	255
Pays-Bas	5	3	3	1	1 ³	–	–	3	626
Suisse	3	2	2	3	1	1	–	2	452
Belgique	0,1	1	1	1	1 ⁶	1 ⁶	–	1	156
Suède	1 ⁷	2	1	2	1	1	10	1	267
Autriche	0	1	1	0,2	1	1	–	0,4	82
Danemark	0,5	1	1	1	0,1 ³	–	–	1	116
Finlande	1 ⁸	0,2	0,1	0,5	0	0	–	0,3	63
Portugal	0,1	0,1 ³	–	–	0,3	0,3	0,1	0,2	35
Luxembourg	0	0,1	0,1	0,1	6	7	–	2	369
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	
Amérique du Nord	66	37	35	45	59	65	57	52	10 994
Europe	24	37	36	37	33	34	41	32	6 666
Total (\$EU mrd)	6 710	8 088	6 276	1 702	6 152	5 340	238		20 949
Total (%)	32	39	30	8	29	25	1	100	

¹ Y compris les actifs des comptes et organes fiduciaires des banques (\$740 milliards) et des fonds communs de placement immobilier (\$26 milliards). ² Hors comptes gérés des banques d'épargne et de dépôt (\$916 milliards). ³ La distinction entre catégories est impossible. ⁴ Total des actifs des fonds de pension non indépendants. ⁵ Hors institutions spécialisées, qui investissent pour le compte du gouvernement ou de groupes d'institutions financières et se comportent comme des investisseurs institutionnels (\$9 milliards). ⁶ Y compris les fonds d'épargne pension, dotés de la structure juridique de sociétés d'investissement (\$5 milliards). ⁷ Y compris les fonds de pension du secteur de la sécurité sociale (\$88 milliards). ⁸ Régimes de retraite professionnels.

Sources: OCDE; données nationales; estimations BRI. Tableau V.3

récents et aux épisodes antérieurs de turbulences sur les marchés, ainsi que les implications de l'institutionnalisation croissante de l'épargne pour la stabilité financière, et en tire ensuite divers enseignements.

Description des acteurs et expansion du secteur

Au centre de toute relation de gestion de portefeuille se trouve un lot d'actifs dont le rendement est partagé entre deux catégories d'acteurs: les propriétaires des actifs et les professionnels qui gèrent les portefeuilles pour le compte des premiers. La relation contractuelle entre ces deux catégories, c'est-à-dire les

Distinction entre investisseurs institutionnels et opérateurs pour compte propre

règles qui déterminent la répartition des risques et des rendements, permet de distinguer différents groupes d'investisseurs institutionnels.

Selon l'acception courante, les investisseurs institutionnels regroupent les organismes de placement collectif, les compagnies d'assurances et les fonds de pension. Sur le plan de leur incidence sur la dynamique à court terme des marchés des capitaux, opérer une distinction entre ces institutions et les sociétés, financières ou non, réalisant des opérations pour compte propre peut paraître arbitraire. Sur le long terme, toutefois, les décisions d'allocation d'actifs des investisseurs institutionnels sont susceptibles, en raison de la taille plus grande de leurs portefeuilles et de leur tendance traditionnelle à conserver les titres, d'avoir des répercussions plus importantes sur les cycles de variation des cours des actifs que les activités pour compte propre à plus court terme, de nature spéculative. En outre, la nature des incitations attachées au mandat conférant la gestion de portefeuille peut elle-même être à l'origine de schémas de placement particuliers affectant la stabilité du marché.

Les *organismes de placement collectif (OPC) et fonds spéculatifs* offrent des produits dont le profil risque/rendement et la liquidité sont rehaussés, grâce aux synergies créées par le regroupement d'actifs de nombreux investisseurs et aux économies de coûts de transaction et de gestion. L'investisseur, en tant que créancier de dernier rang, supporte tous les risques encourus. Dans un OPC, la rémunération du gestionnaire dépend en général du volume d'actifs gérés, tandis que, dans un fonds spéculatif, elle est aussi systématiquement fonction des résultats.

Les OPC s'adressent aux petits investisseurs

Les OPC sont en passe de devenir le principal instrument de placement en titres négociables pour les particuliers. Le bas niveau de l'apport minimal et leur cadre juridique bien défini augmentent leur attrait pour les petits investisseurs.

Expansion des sociétés d'investissement ¹										
	Total des actifs nets									
	1987	1990	1993	1996	par fonds, en 1996 (en % du total)				1996, en %	
	en milliards de dollars EU				Marché monétaire	Obligations	Actions	Diversifiés	du PIB	de la capitalisation boursière ²
États-Unis	770	1 069	2 075	3 539	25	22	49	3	46	15
Japon	305	336	455	420	29	45	24	2	9	4
Allemagne	42	72	79	134	16	56	25	3	6	4
France	204	379	484	529	45	29	11	14	34	18
Italie	51	42	65	129	36	39	17	7	11	5
Royaume-Uni	68	89	131	188	0	5	88	6	16	8
Canada	16	21	86	155	15	9	52	14	26	14
Espagne	4	12	72	136	51	41	3	6	23	14
Pays-Bas	16	24	46	67	10	30	54	6	17	8
Luxembourg	74 ³	85	248	352	25	52	18	5	1 840	337

¹ Sociétés d'investissement à capital variable investies en titres négociables et instruments du marché monétaire. ² Hors fonds du marché monétaire. ³ 1989.

Sources: Fédération européenne des fonds et sociétés d'investissement; Institut des fonds d'investissement du Canada; Investment Company Institute; Salomon Brothers; Société financière internationale. Tableau V.4

Toutefois, une proportion substantielle des parts est détenue par d'autres investisseurs institutionnels, qui recherchent une expertise peu coûteuse dans la gestion d'un type d'actifs précis. Ce secteur a connu une vive expansion à l'échelle mondiale, mais la répartition des placements en fonction de la spécialité des différents organismes varie selon les pays (tableau V.4). En Amérique du Nord, le faible taux de rémunération des dépôts bancaires et la capacité accrue d'offrir des produits avec possibilité de tirage de chèques ont stimulé les OPC monétaires pendant la dernière moitié des années 80; par la suite, la hausse persistante des cours des actions a favorisé ce compartiment. En France, comme dans de nombreux pays européens, un portefeuille de titres à revenu fixe, ou diversifié, a toutefois été préféré à une spécialisation stricte en actions. Au Royaume-Uni et au Japon, la proportion des actifs détenus en actions diminue, en fait, depuis quelques années. Pour les fonds britanniques, où elle était anormalement élevée au départ, le tassement peut s'expliquer par un léger ajustement vers les moyennes mondiales. Dans le cas du Japon, il résulte sans doute davantage des mauvais résultats récents de la Bourse.

L'expression fonds spéculatifs montre ce qui les sépare des OPC. Leur clientèle, composée de personnes physiques ou morales disposant d'un patrimoine élevé, présente une plus grande tolérance à l'égard du risque, et il n'est pas rare que le gestionnaire investisse également des capitaux personnels. En outre, comme ils sont constitués en sociétés de placement sur le territoire national ou sont délocalisés sur une place franche, ils ne sont pas soumis aux mêmes exigences en matière de réglementation et de communication financière. Ils ne représentent qu'une fraction du marché des investisseurs institutionnels, bien qu'ils enregistrent depuis 1990 des taux annuels d'expansion de l'ordre de 40%. Le volume d'actifs gérés aurait atteint \$90 milliards, fin 1997. Leur réputation d'habileté et d'audace vient de leur capacité à prendre des positions courtes et de faire un usage sans réserve de l'effet de levier pour exploiter pleinement les opportunités de profit.

Les régimes de retraite professionnels ou individuels par capitalisation constituent la réponse du secteur privé aux régimes de sécurité sociale par répartition. Les *fonds de pension* collectent les contributions du bénéficiaire et du commanditaire (normalement une grande entreprise ou un syndicat) et les placent, en vue d'assurer le paiement des droits acquis par le premier. La gestion des placements peut être assurée par le fonds ou, comme c'est souvent le cas, être déléguée partiellement ou totalement à l'extérieur à des professionnels. Les systèmes à prestations déterminées et à cotisations déterminées se différencient par la répartition du risque entre commanditaire et bénéficiaire. Dans les premiers (les plus répandus), les droits à pension sont calculés sur la base du profil salarial de l'employé et représentent une exigibilité pour le commanditaire, qui doit couvrir les manques de financement éventuels. Le risque encouru par le bénéficiaire se limite à la défaillance du commanditaire. Dans les seconds, au contraire, le bénéficiaire peut choisir le fonds (généralement un OPC) auquel sont versées ses cotisations salariales régulières et les contributions du commanditaire. C'est lui qui supporte la totalité du risque, et le montant de sa pension dépend des résultats cumulés du portefeuille lors de son départ en retraite.

Fonds spéculatifs

Fonds de pension:

... systèmes à
prestations
déterminées ...

... et à cotisations
déterminées

Expansion des fonds de pension							
	Total des actifs financiers						
	1980	1985	1990	1993	1996 ¹		
	en milliards de dollars EU					en % du PIB	en % du patrimoine des ménages
États-Unis	701	1 606	2 492	3 449	4 752	62	20
Japon	..	..	343 ²	460	442 ³	10 ³	4 ³
Allemagne	15	22	52	47	65	3	2
Italie	..	..	39	34	43	4	2
Royaume-Uni	116	224	537	682	897	77	25
Canada	42	75	165	187	241	40	20
Australie	..	45 ⁴	45	78	100	29	22
Pays-Bas	77	105	230	262	363	92	..
Suisse	..	107 ⁵	138	148 ⁶	189	73	..
Suède	..	..	79	71	93	40	38

¹ Italie et Australie: 1995; Suisse: 1994. ² 1991. ³ Estimation. ⁴ 1988. ⁵ 1987. ⁶ 1992.
Sources: OCDE; données nationales; estimations BRI. Tableau V.5

L'expansion globale des actifs des fonds de pension dépasse la croissance du PIB, mais elle est plus sensible dans les pays qui pratiquent depuis longtemps la retraite par capitalisation: États-Unis, Royaume-Uni et Canada. Les progrès sont moins marqués dans ceux qui accordent traditionnellement plus d'importance aux régimes par répartition, surtout en Europe continentale (à l'exception des Pays-Bas et de la Suisse). Le développement rapide des systèmes à cotisations déterminées, ces dernières années, s'explique par le risque moins élevé encouru par le commanditaire et par une plus grande facilité des transferts de droits entre employeurs. À la fin de 1996, ils représentaient 16% du total des actifs détenus par les OPC américains (\$577 milliards), contre 11% en 1992. Dans de nombreux pays, Australie et Italie par exemple, ils ont également été encouragés par la législation récente visant à réformer le système des retraites.

Même si les *compagnies d'assurances* ne détenaient pas des portefeuilles essentiellement constitués d'actifs négociables, il serait difficile de les distinguer des autres investisseurs institutionnels, fonds de pension en particulier, en se basant sur la nature des produits qu'elles offrent et sur leurs fonctions. Les compagnies d'assurance vie en fournissent une excellente démonstration: leur activité, qui tient une place prépondérante dans le secteur, repose sur des instruments, tels que rentes et contrats de placement garanti, adaptés aux besoins des plans de retraite individuels et collectifs. Dans certains pays (Japon, Suisse, Suède et Danemark), elles peuvent même fournir aux fonds de pension des services de gestion de portefeuille et d'administration.

L'expansion des compagnies d'assurances au cours des dix dernières années a été globalement plus lente que celle des organismes de gestion collective, notamment parce qu'elles s'étaient développées plus tôt. Elle a toutefois été particulièrement vigoureuse dans les pays où les fonds professionnels de retraite ne sont pas encore très répandus, ce qui souligne la complémentarité des produits.

Expansion des compagnies d'assurances										
	Total des actifs financiers									
	1985		1990		1993		1996 ¹			
	Vie	Non vie	Vie	Non vie	Vie	Non vie	Vie	Non vie	Vie	Non vie
	en milliards de dollars EU									en % du PIB
États-Unis	796	299	1 367	533	1 780	642	2 272	780	30	10
Japon	271 ²	–	887	180	1 387	233	1 691	265	33	5
Allemagne	108	47	285	116	320	132	478	214	20	9
France	57	17	184	55	279	84	450	132	29	9
Italie	10 ³	14 ³	36	30	46	29	60	40	6	4
Royaume-Uni	160	30	384	70	592	75	697	95	63	9
Canada	55	13	111	27	122	27	142	33	24	5
Espagne ²	8	–	50	–	58	–	107	–	18	–
Pays-Bas	39	7	101	16	130	17	214	30	55	8
Suisse	..	..	79	36	94	37	117	44	45	17
Suède	34 ⁴	–	64	15	67	18	93	28	40	12

¹ France, Italie, Royaume-Uni et Suède: 1995; Suisse: 1994. ² La distinction entre compagnies d'assurance vie et non vie est impossible. ³ 1986. ⁴ Compagnies d'assurances et fonds de pension indépendants.

Sources: OCDE; données nationales; estimations BRI.

Tableau V.6

L'essor considérable de la gestion collective, ces dernières années, a été favorisé par plusieurs facteurs. En tout premier lieu, la déréglementation mondiale, en balayant les obstacles qui freinaient depuis longtemps la concurrence, a donné une impulsion sans précédent aux forces du marché. Face aux réalités du marché moderne et conscients que les régimes de retraite par répartition seront vite soumis à de sérieuses tensions liées à l'évolution démographique, les gouvernements de nombreux pays ont mis en place des incitations juridiques et fiscales pour promouvoir les systèmes par capitalisation. La période prolongée de hausse des prix des actifs a également joué un rôle: à l'exception de quelques brefs épisodes de correction, elle a permis, durant quinze ans, des rendements de portefeuille élevés et attiré de nouveaux fonds en quête de profits durables. Enfin, l'expansion des OPC est l'expression d'une culture boursière qui se développe parmi les petits investisseurs, même dans les pays qui sont traditionnellement à la traîne en matière d'acquisition d'actions par les ménages.

Plusieurs facteurs ont contribué à l'expansion

Allocation des actifs

L'allocation de l'épargne, tant sur le plan stratégique qui consiste à déterminer la configuration globale du portefeuille par type d'actifs qu'au niveau tactique du choix précis des titres, n'est pas sans lien avec le contexte dans lequel les décisions sont prises. L'institutionnalisation croissante de l'épargne joue un rôle dans ce processus, dans la mesure où les individus et les institutions, dont les motivations et la perception du risque et de la rémunération ne sont pas les mêmes, ont un comportement différent en matière de placement. Aux États-Unis, par exemple, les plans d'épargne à prestations définies, où l'allocation stratégique des actifs reflète une plus grande tolérance du commanditaire pour le risque, comportent généralement davantage d'actions et moins d'obligations et

L'allocation des actifs reflète des différences structurelles

instruments monétaires que les systèmes à cotisations déterminées, choisis directement par le bénéficiaire.

Internationalisation
croissante ...

La forte augmentation des flux de capitaux internationaux, ces dernières années, apparaît aussi dans la composition géographique des portefeuilles. L'examen des statistiques disponibles permet de dégager quelques tendances. En règle générale, les portefeuilles d'actions sont plus diversifiés à l'échelle internationale que ceux des titres à revenu fixe, parce que les obligations étrangères offrent moins d'avantages à long terme à cet égard, une fois effectué l'ajustement pour risque de change. Ce sont les fonds de pension qui détiennent la part la plus élevée d'actifs étrangers, tandis que les compagnies d'assurances sont les moins diversifiées géographiquement. Si les placements sur les marchés émergents se multiplient depuis quelques années, les investisseurs institutionnels des nations industrielles ont tendance à concentrer leurs portefeuilles sur les titres du même groupe de pays.

... sans grande
incidence sur la
préférence pour les
titres nationaux ...

Malgré leur expansion récente, les placements internationaux représentent une part bien plus faible dans les portefeuilles que ne le laisserait penser la capitalisation relative des différents marchés nationaux. La prédominance des titres domestiques est trop marquée pour s'expliquer par les seules barrières manifestes à l'investissement à l'étranger: coûts de transaction et d'information plus élevés; risque de change; considérations juridiques, réglementaires et fiscales. Elle est moins surprenante si l'on tient compte de la structure des passifs. La diversification internationale n'offre guère d'avantages pour les compagnies d'assurances, dont les exigibilités prennent essentiellement la forme de versements fixes, alors qu'elle comporte de meilleures perspectives de gains pour les OPC, dont les passifs présentent une structure plus simple.

Diversification internationale des portefeuilles institutionnels en 1996							
	Fonds de pension		Compagnies d'assurances ¹		Sociétés d'investissement		Capitalisation boursière, en % du montant mondial ⁴
	Total ²	Actions ³	Total ²	Actions ³	Total ²	Actions ³	
	en % de la catégorie d'actifs						
États-Unis	11	16	7	4	7	10	45
Japon	23	35	13	10	–	–	16
Allemagne	4	21	–	–	–	–	4
France	–	–	1 ⁵	1 ⁵	–	–	3
Italie	–	–	15	40	16	34	1
Royaume-Uni	28	28	18	19	15	16	9
Canada	17	37	26 ⁶	30 ⁶	37	40	3
Australie	20	27	22	29	–	–	2
Pays-Bas	30	58	18	21	7	9	2
Suède	6	27	16	36	20	23	1
Suisse	16	33	–	–	49	51	2

¹ 1995. ² Actions et obligations: part des titres étrangers, en %. ³ Actions: part des titres étrangers, en %. ⁴ Sur la base de l'indice SFI Investable pour les marchés émergents. ⁵ 1994. ⁶ 1991.
Sources: OCDE; Fédération européenne des fonds et sociétés d'investissement; Société financière internationale; Watson Wyatt. Tableau V.7

Les chiffres peuvent toutefois masquer un aspect de la diversification internationale: la différence d'enjeu pour l'investisseur et les pays cibles, économies émergentes notamment. Le volume élevé d'actifs institutionnels concentrés dans certains des pays les plus développés financièrement contraste avec la taille relativement modeste de nombreux marchés recevant leurs placements. Cet aspect, conjugué aux crues et décrues habituelles des investissements de portefeuille dans les économies émergentes (chapitre VII), souligne un risque d'instabilité, étant donné qu'un ajustement de portefeuille minime pour l'investisseur peut fort bien constituer un événement majeur pour le pays en cause. Supposons que les investisseurs institutionnels des pays du G 7 abandonnent 1% de leurs avoirs en actions nationales, cela représente à peine plus de 1% de la capitalisation boursière totale du groupe en 1995, mais 27% de celle des économies émergentes d'Asie et plus de 66% de celle des pays d'Amérique latine.

... et qui masque des enjeux différents

Diversité des investisseurs et effets cumulatifs

Comme dans un écosystème, la stabilité du système financier vient de la coexistence de participants ayant des objectifs divergents et des comportements complémentaires. La volatilité des marchés des capitaux et les distorsions des cours proviennent d'un déséquilibre d'intensité entre, d'une part, le besoin de céder des actifs d'une catégorie déterminée et, d'autre part, le désir d'en acquérir. La question qui se pose est de savoir si l'institutionnalisation croissante de l'épargne a une incidence sur la diversité de comportement des opérateurs. D'un côté, les objectifs et l'attitude vis-à-vis du risque peuvent varier sensiblement entre les différents groupes d'investisseurs institutionnels. À cet égard, leur expansion simultanée va dans le sens de la diversité. De l'autre, on est fondé à penser que le partage des risques et des rémunérations inhérent au mandat de gestion pourrait limiter la capacité ou la volonté des gestionnaires d'aller à contre-courant du marché, contribuant ainsi à favoriser un comportement grégaire. De plus, le développement de la gestion collective de l'épargne s'inscrit dans le cadre des tendances récentes à l'élargissement et à l'approfondissement des marchés des titres. Les revirements des opérateurs, passant de la recherche effrénée de rendements à une aversion pour le risque, influencent les décisions d'allocation d'actifs des investisseurs institutionnels. Ces changements d'attitude peuvent souvent être amplifiés par rétroaction, les variations des cours des actifs agissant sur la demande des institutionnels qui, à son tour, renforce cette dynamique.

La diversité des participants favorise la stabilité des marchés des capitaux

Les tendances observées impliquent un transfert de responsabilité dans l'allocation stratégique des actifs: traditionnellement dévolue au gestionnaire, elle incombe de plus en plus au propriétaire, qui assume en dernier ressort le risque de placement. On en voit la preuve dans la progression des OPC au détriment des comptes bancaires, l'expansion des régimes de retraite par capitalisation et, parmi ceux-ci, l'importance croissante des systèmes à cotisations déterminées. Ainsi, les préférences et jugements d'un plus grand nombre d'acteurs peuvent s'exprimer directement dans les décisions d'allocation des actifs.

Certaines tendances contribuent à la diversité des attitudes ...

Cet élément de diversité est également renforcé par deux autres évolutions dans la gestion collective de portefeuille: la définition de «profils» de placement spécialisés et le rôle grandissant des conseillers financiers. Les OPC et les gérants

indépendants de fonds de pension concentrent de plus en plus leurs portefeuilles sur un seul type d'actifs et choisissent souvent les titres en fonction d'une stratégie de placement précise, appelée profil du fonds. Cette classification facilite la communication avec les investisseurs, qui allouent les actifs en répartissant leurs ressources entre différents profils, et avec les conseillers financiers, qui contrôlent et évaluent les résultats des fonds par rapport à des références spécifiques. En même temps, comme les mandats de gestion sont de plus en plus précis, les propriétaires des ressources confiées aux OPC et les commanditaires des fonds de pension portent une plus grande responsabilité dans les amples transferts entre catégories d'actifs.

... d'autres conduisent à un comportement grégaire ...

Le fait que les résultats des gestionnaires de fonds sont fréquemment évalués en fonction des références du marché conduit toutefois à une situation où la logique du mandat de gestion peut nuire à la diversité. Par crainte de rendements insuffisants, qui peuvent d'ailleurs être dus à des événements purement fortuits, entraînant des retraits de fonds et réduisant donc les commissions, les gérants cherchent à éviter les positions susceptibles de générer d'importants écarts par rapport aux références. Ils sont encore davantage portés à suivre étroitement la stratégie appliquée par leurs pairs si ceux-ci servent de modèles. Enregistrer les mêmes mauvais résultats que le reste de la profession portera moins à préjudice que de se hasarder à des choix personnels pouvant se révéler décevants. Ce raisonnement est corroboré par quelques signes montrant l'inclination des opérateurs de marché à emboîter le pas aux plus performants d'entre eux. Il est toutefois difficile de le vérifier de façon probante, en raison de délicats problèmes d'identification et parce que le phénomène d'imitation peut s'accroître en période de tensions. Les recherches actuelles, encore limitées, s'attachent essentiellement à analyser la méthode de sélection des titres par les gérants sur courte durée; elles ont établi que ce mimétisme existe mais reste peu répandu.

... et produisent des effets cumulatifs

Si ce comportement grégaire caractérise spécifiquement les schémas de négociation des gestionnaires professionnels, la méthode d'allocation des actifs par les investisseurs institutionnels peut également donner lieu à des effets cumulatifs qui tendent à renforcer la dynamique des prix des actifs. L'un de ces effets résulte à la fois du désir des gérants de se conformer à un profil de placement déterminé et de la tendance des investisseurs à saluer de bons résultats par des apports de fonds. Or, les gérants, peu enclins à modifier le profil annoncé, affectent normalement les nouveaux capitaux au même type d'actifs. Certains analystes en sont d'ailleurs venus à craindre que les afflux de capitaux sans précédent vers les OPC actions, consécutifs à l'essor des marchés boursiers au premier trimestre de 1998, ne reflètent les attentes irréalistes des petits investisseurs.

Il se produit un effet semblable, bien que plus subtil, lorsque la gestion d'actifs a pour seul objectif de reproduire le rendement d'un indice de référence. Comme les indices les plus utilisés sont souvent des moyennes pondérées en fonction de la capitalisation boursière, les pondérations varient selon les résultats récents des composantes du panier et influencent donc l'allocation des nouveaux fonds vers les différents marchés. Un exemple de ce mécanisme est fourni par l'évolution des pondérations relatives de l'Asie et de l'Amérique latine dans l'indice SFI Investable, passées respectivement de 45% et 34% en janvier 1997 à

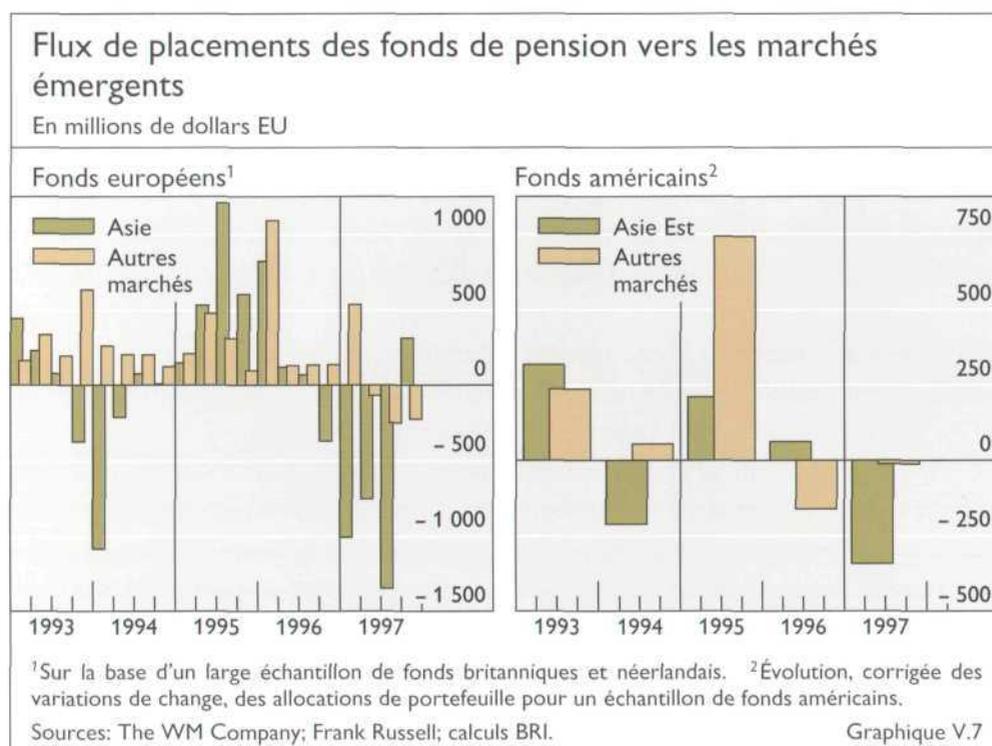
24% et 41% au lendemain de la crise en Asie du Sud-Est. Ce renversement peut être à l'origine de la lenteur du retour des capitaux vers les économies asiatiques.

Les exigences minimales sur la qualité des titres admis en portefeuille peuvent aussi remettre en cause la capacité de certaines catégories d'investisseurs institutionnels à prendre des positions à contre-courant. Ces normes sont parfois de nature réglementaire, mais elles résultent souvent, également, de l'initiative des gestionnaires, pour les fonds de pension, par exemple. Après le déclassement d'une catégorie d'emprunteurs, des investisseurs peuvent se voir contraints de vendre leurs portefeuilles, même s'ils estiment que la situation peut se rétablir dans un proche avenir.

L'obtention de bons résultats sur le portefeuille d'un fonds de pension, avec des revenus supérieurs aux exigences actuarielles de financement, vaut souvent au commanditaire une exonération de contributions. D'aucuns ont suggéré qu'un mécanisme multiplicateur se déclenche alors, l'augmentation des bénéfices d'entreprise entraînant à son tour un renchérissement des actions puis de nouvelles exonérations. Il faut naturellement supposer que l'effet négatif de la baisse des contributions des commanditaires sur la valeur des actions ne neutralise pas le mécanisme positif lié à la hausse des bénéfices.

Réactions des investisseurs institutionnels aux événements de 1997

Les crises monétaires qui se sont propagées dans l'Asie du Sud-Est après juillet 1997 et la tourmente qui a frappé les marchés des actions en octobre permettent d'étudier le comportement des investisseurs institutionnels en période de turbulences. Il est également intéressant de comparer leurs réactions à celles d'autres acteurs et de les analyser par rapport à des épisodes antérieurs de tensions, afin d'évaluer leur influence sur la stabilité des marchés des capitaux.

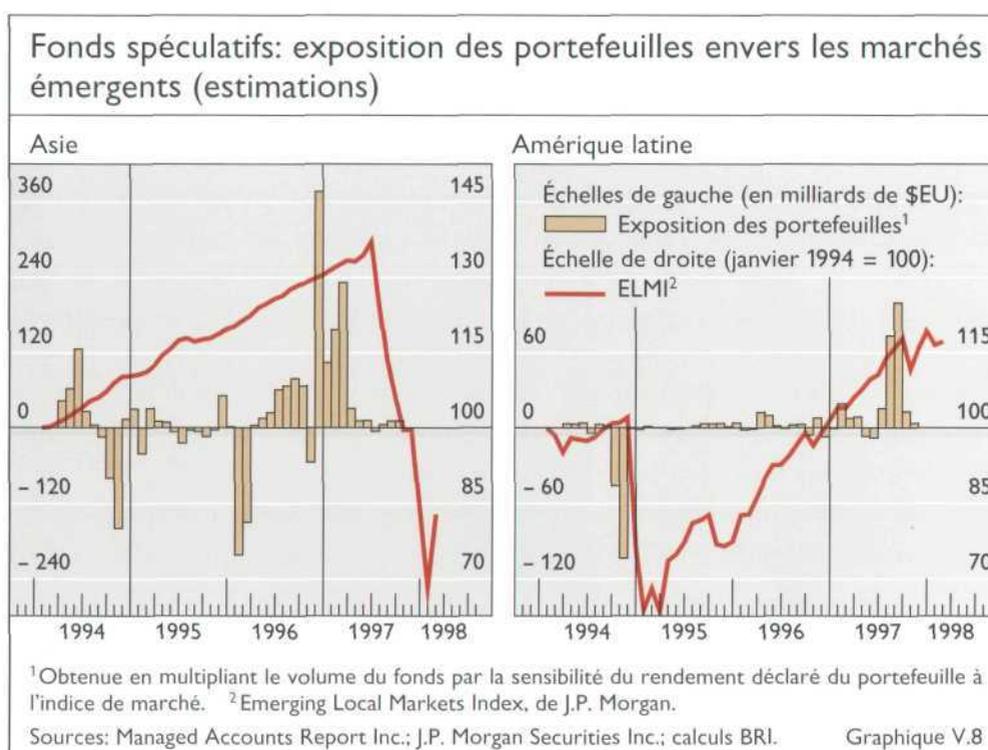


Les fonds de pension se sont très tôt désengagés d'Asie ...

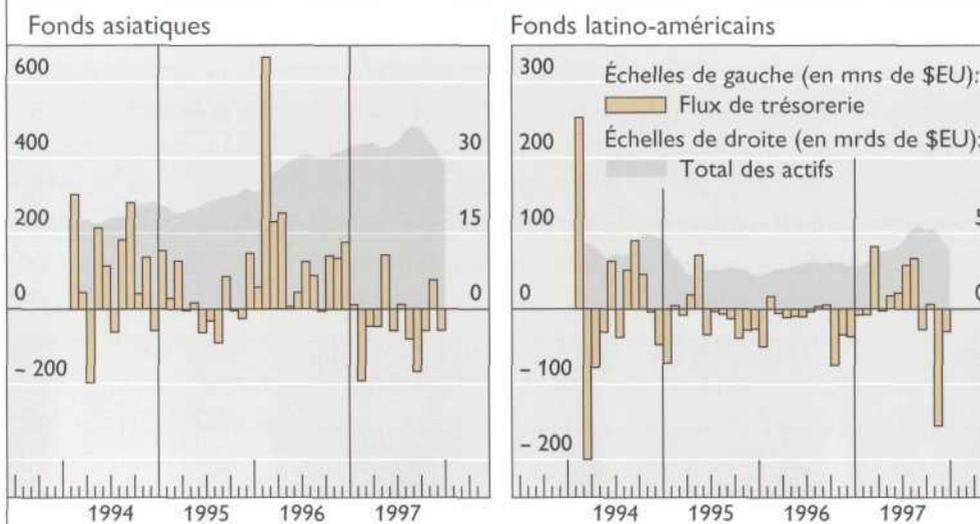
Les données sur l'allocation de portefeuille des fonds de pension aux États-Unis, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni indiquent que les gestionnaires ont commencé à réduire leurs créances sur l'Asie dès le dernier trimestre de 1996, sans doute devant les premiers signes de tensions. Si ce retrait s'explique en partie par des ajustements de positions excessives, il confirme aussi les résultats d'études faisant état de l'enthousiasme atténué des marchés pour cette région, plusieurs mois avant le déclenchement de la crise en juillet. Le comportement des fonds contraste fortement avec celui des banques, qui ont continué d'accroître leurs concours aux emprunteurs asiatiques jusqu'au deuxième trimestre de 1997 (graphique VIII.5). Seule une recherche plus poussée pourrait déterminer si les gestionnaires des fonds de pension ont fait preuve de plus de clairvoyance ou si les banques n'ont pas voulu se désengager rapidement pour ne pas nuire aux relations avec leur clientèle. Il est difficile de savoir également dans quelle mesure les décisions de prêt des banques ont été influencées par les filets de sécurité sur l'interbancaire ou par l'anticipation d'interventions de la communauté financière internationale en cas de crise. Ce qui est certain, en revanche, c'est que les deux catégories d'institutions ont eu des comportements divergents.

... les fonds spéculatifs également ...

Les fonds spéculatifs doivent leur réputation à leurs méthodes de placement audacieuses et au secret relatif qui entoure leurs activités. Toutefois, malgré quelques exemples souvent cités, il n'est guère évident qu'ils aient joué collectivement un rôle décisif dans le déclenchement ni même dans l'accélération de la vague de dépréciations monétaires en Asie du Sud-Est. En l'absence de données publiées, le graphique V.8 présente des estimations statistiques sur l'exposition des portefeuilles, en 1994-97, d'un groupe de fonds spécialisés dans les placements, y compris en devises, en Asie et en Amérique latine. Ces valeurs



Flux de trésorerie vers les fonds communs de placement américains en actions internationales*



* Moyennes mensuelles.

Source: AMG Data Services.

Graphique V.9

ont été obtenues à partir de la sensibilité estimée des rendements connus à l'évolution des marchés sous-jacents et de la taille des fonds. Le graphique révèle des engagements substantiels envers l'Asie au début de 1997, qui ont été nettement réduits quelques mois avant l'apparition de la crise, alors que, dans le même temps, les positions sur les pays d'Amérique latine se renforçaient. En outre, ces chiffres ne prouvent nullement que ces fonds, *en tant que groupe*, aient constitué à un quelconque moment, pendant ou après l'été 1997, d'importantes positions courtes contre les monnaies asiatiques.

Le comportement des fonds de pension et des fonds spéculatifs avant, pendant et après la crise asiatique contraste avec celui des OPC américains spécialisés dans les économies émergentes (graphique V.9). Le report des investisseurs de l'Asie vers l'Amérique latine, amorcé au début de 1997, s'est intensifié durant l'été, après les premières dépréciations. Comme les turbulences se poursuivaient et se répercutaient sur les marchés des actions des pays industriels, ce mouvement s'est transformé à l'automne en désengagement généralisé de ces deux régions. À titre de comparaison, lors de l'éclatement de la crise mexicaine en décembre 1994, les flux de capitaux vers les économies émergentes d'Asie ne s'étaient que momentanément interrompus, ce qui laisse penser que la confiance des investisseurs en OPC dans ces économies n'avait pas été ébranlée par les événements d'Amérique latine.

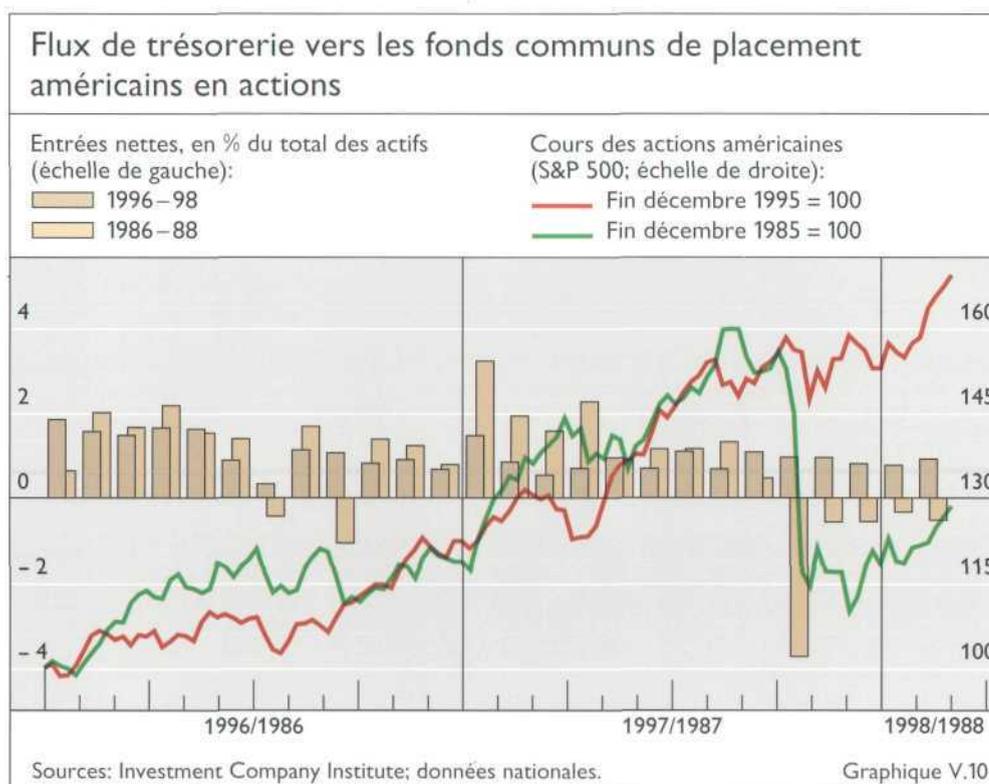
De nombreux acteurs du marché se sont intéressés à la réaction de l'investisseur individuel en OPC durant les jours qui ont suivi la chute des places boursières, fin octobre 1997. L'absence de retraits importants est l'un des éléments qui ont conforté le marché dans la conviction que cet épisode n'était qu'une correction temporaire. En fait, les fonds américains en actions se sont renforcés en octobre de quelque 0,8%, preuve du maintien de la confiance des petits investisseurs dans les évaluations boursières du moment. Une comparaison

... tandis que les OPC se sont retirés de l'ensemble des économies émergentes ...

... mais pas du marché américain des actions

avec les phases précédentes de forte baisse et de volatilité accrue sur les marchés des actions est significative. Lors du krach d'octobre 1987, les sorties des OPC actions avaient atteint un niveau record, avec 3,7% des actifs. Les retraits avaient été effectués, pour l'essentiel, dans les trois jours suivant l'effondrement boursier, mais s'étaient poursuivis, en termes nets, pendant une grande partie de 1988. Compte tenu de l'ampleur relative des deux mouvements de repli des cours des actions, il apparaît rétrospectivement que la réaction des investisseurs en OPC a été plutôt modérée dans les deux cas et que leurs intuitions étaient justes. La résistance des petits investisseurs a contribué à restaurer la liquidité du marché, évitant ainsi que la poussée de volatilité ne perdure comme en octobre 1989. L'analyse *ex post* de ce dernier épisode révèle que, dans un contexte de délestages généralisés et de nervosité des investisseurs, les teneurs de marché avaient été réticents à fournir des liquidités, attisant encore les tensions. Au contraire, le rapide redressement d'octobre 1997 a permis une ascension spectaculaire des cours des actions au premier trimestre de cette année.

Ces exemples montrent que les réactions des investisseurs institutionnels ne sont pas nécessairement les mêmes selon la situation et le groupe auquel ils appartiennent. Il apparaît cependant que les banques et les institutions non bancaires s'étaient toutes désengagées de l'Asie du Sud-Est au second semestre de 1997, même si leur repli n'a pas commencé simultanément. Cela montre à quel point des acteurs différents peuvent contribuer à amplifier les fluctuations des prix des actifs lorsque leurs stratégies concordent étroitement. Étant donné la taille des portefeuilles des institutionnels, des mouvements de faible ampleur pourraient provoquer de graves ruptures dans le mécanisme de formation des prix.



Perspectives

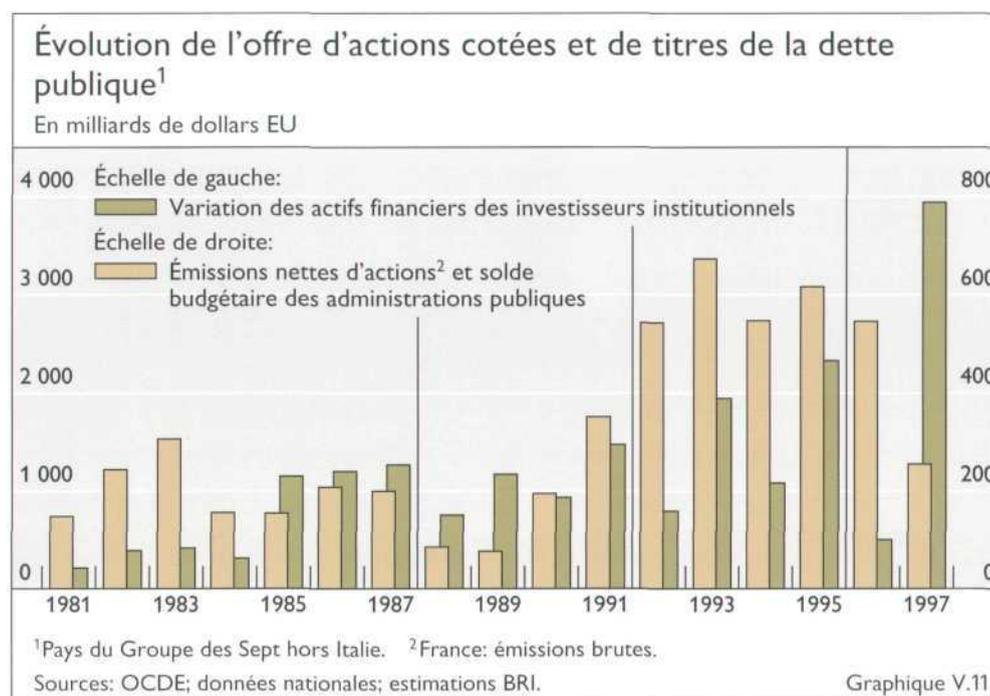
Les investisseurs institutionnels font partie intégrante du paysage financier et le développement du secteur est appelé à se poursuivre, voire à s'accélérer. Les causes de cette expansion sont loin d'être éphémères et, dans de nombreux cas, leurs effets commencent seulement à se faire sentir. Le comportement de ces agents deviendra un élément de plus en plus déterminant des conditions sur les marchés des capitaux nationaux et internationaux, et ses répercussions sur la stabilité du système financier méritent un examen approfondi.

L'expansion rapide de la gestion collective de portefeuille se traduit naturellement par un appétit croissant pour les titres liquides et négociables qui présentent des possibilités de diversification. Or, l'offre de produits, tels qu'obligations d'État et actions cotées des pays industriels, qui constituent par excellence le portefeuille des fonds de pension et des OPC, se contracte sensiblement. En effet, les émissions nettes d'actions aux États-Unis diminuent depuis plus de quatre ans, en raison d'une vague de fusions et acquisitions, qui, contrairement à celles de la fin des années 80, ne sont pas financées sous forme d'obligations, et de rachats par des sociétés désireuses d'augmenter leur dividende. En outre, l'assainissement budgétaire entrepris dans les pays industriels (chapitre II) entraîne une baisse de l'offre de titres publics de première qualité. Il est donc possible que le renchérissement récent des actifs et les niveaux exceptionnellement élevés des ratios d'évaluation, examinés dans la première section de ce chapitre, résultent momentanément, dans une certaine mesure tout au moins, d'un déséquilibre structurel entre les tendances de l'offre et de la demande.

Par suite du déséquilibre entre les besoins des investisseurs institutionnels et l'offre d'actions et d'obligations d'État, la demande devra être satisfaite par d'autres catégories d'actifs, dont l'essor sera favorisé: fonds communs de créances, actions non cotées, titres des économies émergentes, mais aussi

Le déséquilibre entre l'offre et la demande d'instruments traditionnels ...

... stimulera d'autres formes de placements



instruments hybrides reproduisant le profil risque/rendement des titres d'État, grâce à des montages complexes faisant appel aux dérivés. Des études montrent que, ces dernières années, certains types de placements, comme le financement des rachats d'entreprises à effet de levier, les actions internationales non cotées et le capital-risque, ont déjà fait des percées substantielles dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels: les créances de cette nature s'élèvent à environ \$70 milliards dans les fonds de pension américains et canadiens. En Europe continentale, l'expansion de l'activité des investisseurs institutionnels, conjuguée à l'instauration de la monnaie unique, pourrait aussi contribuer à stimuler le marché des obligations d'entreprises, qui marque le pas par rapport aux pays anglophones.

La concentration appelle un réexamen des structures réglementaires

La concentration qui s'opère dans tous les services financiers a des répercussions sur l'organisation du secteur de la gestion collective et sur ses relations avec les autres types d'institutions financières. Les grands groupes de gestion de portefeuille ne cessent de s'étendre par expansion interne ou externe. Ces derniers mois, plusieurs consolidations spectaculaires, parfois à l'échelle internationale, ont été effectuées dans les assurances. En outre, deux évolutions structurelles majeures, la poursuite de la libéralisation du marché des services financiers au Japon et la création d'une zone monétaire unifiée en Europe, vont encore accroître les opérations transfrontières dans un proche avenir. Les banques, déjà bien engagées dans la création, la commercialisation et la distribution de produits de placement collectif, ont fait leur entrée dans le domaine de l'assurance. Le processus de fusion de deux grandes banques suisses donnera naissance à la plus grosse société de gestion de portefeuille dans le monde. On observe également des fusions et alliances stratégiques entre banques et gestionnaires de fonds, dans le but de renforcer les liens entre création et distribution de produits financiers. Dans certains pays, les fonds de pension les plus dynamiques seront tentés d'élargir leur gamme de services financiers soit par des rapprochements avec les fournisseurs de produits (banques et compagnies d'assurances), soit en se lançant eux-mêmes dans leur création. Ces développements conduisent à se demander si les structures réglementaires actuelles, qui restent compartimentées par des barrières sectorielles et nationales, sont adaptées au nouveau paysage financier, dans lequel ces frontières s'estompent de plus en plus.

L'expansion des investisseurs institutionnels contribue-t-elle à l'instabilité financière? Elle n'en est sans doute pas la cause première mais, étant donné la taille de leurs portefeuilles, ce sont généralement ces agents qui transmettent aux marchés des capitaux les changements d'opinion. Les forces décrites ci-dessus, qui pourraient déclencher chez les investisseurs institutionnels des comportements susceptibles d'amplifier par moments la dynamique des prix des actifs, requièrent un examen plus approfondi. Les autorités chargées de veiller à la stabilité financière, tant au niveau national qu'international, doivent connaître les comportements et réactions des différentes catégories d'investisseurs face aux conditions du marché. Sur une place financière mondiale de plus en plus libéralisée, il importe de comprendre et de gérer la dynamique du marché et les risques qui y sont liés, pour mieux se protéger contre une volatilité excessive, source de crises coûteuses.

VI. Changes et mouvements de capitaux

Faits saillants

En 1997 et au début de 1998, les situations conjoncturelles des trois principales économies et leurs perspectives d'évolution ont continué de dominer les anticipations de taux d'intérêt ainsi que les mouvements du dollar face au yen et au mark. Le yen a fluctué davantage que le mark, à mesure que les opérateurs révisaient leurs jugements sur l'expansion de l'économie japonaise. Comme en 1996, la vigueur du dollar a exercé un effet stabilisateur en détournant la demande mondiale de l'économie américaine, en situation de plein emploi, au profit de pays disposant encore de réserves de capacités de production. Il reste à savoir notamment si le déficit courant des États-Unis, qui devrait se creuser largement sous l'effet des variations de change et de la crise asiatique, s'avérera supportable, étant donné l'accroissement continu de l'endettement extérieur du pays.

Sous l'influence de diverses forces, plusieurs monnaies ont chuté l'une après l'autre dans l'Est asiatique et au-delà, en 1997. Outre certaines similitudes entre les situations nationales, plusieurs facteurs ont contribué à cette vague de dépréciations: vigueur du dollar, concurrence à l'exportation, modifications généralisées des positions spéculatives et désengagement des investisseurs étrangers sur des marchés jugés comparables. La chute de la croissance et la contraction de la richesse en Asie ont pesé sur les cours des produits de base et de l'or, exerçant ainsi des pressions sur les dollars canadien et australien.

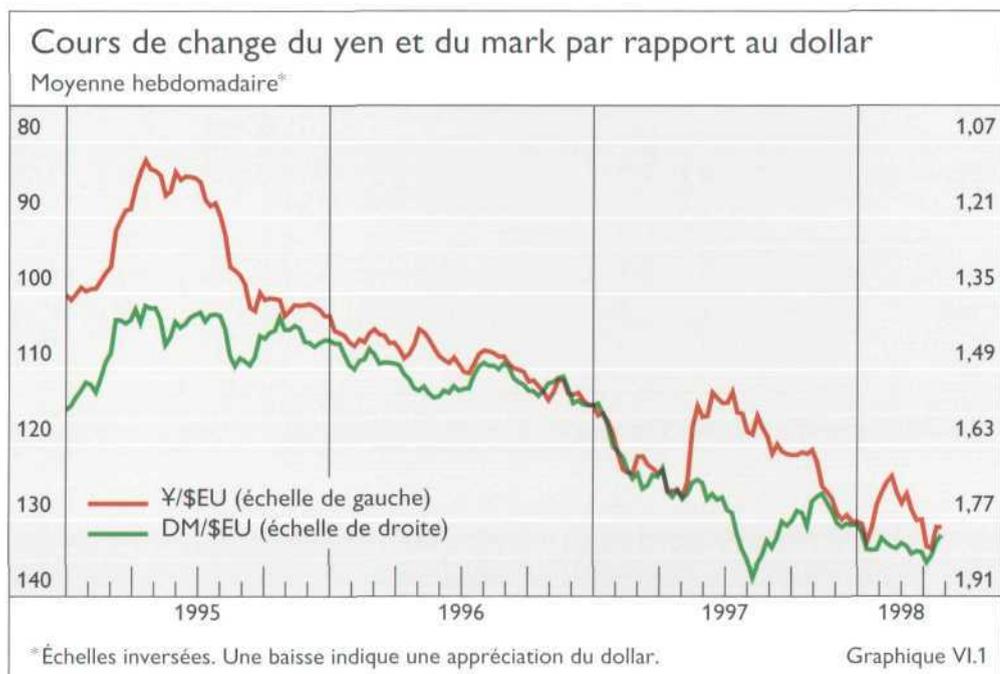
Dans un contexte marqué par la fermeté de la monnaie américaine, la plupart des devises européennes ont été stables ou se sont appréciées face au mark. Comme la convergence des politiques budgétaires et des taux d'inflation se poursuivait, les cours de change à terme et les prix des options sur devises ont anticipé l'arrivée de l'euro, avec une avance de plus d'un an sur le calendrier prévu de l'union monétaire. En 1997, les transactions entre le mark et les monnaies des autres candidats à l'union se sont déjà ralenties.

Dollar EU, mark et yen

Dollar et évolution conjoncturelle

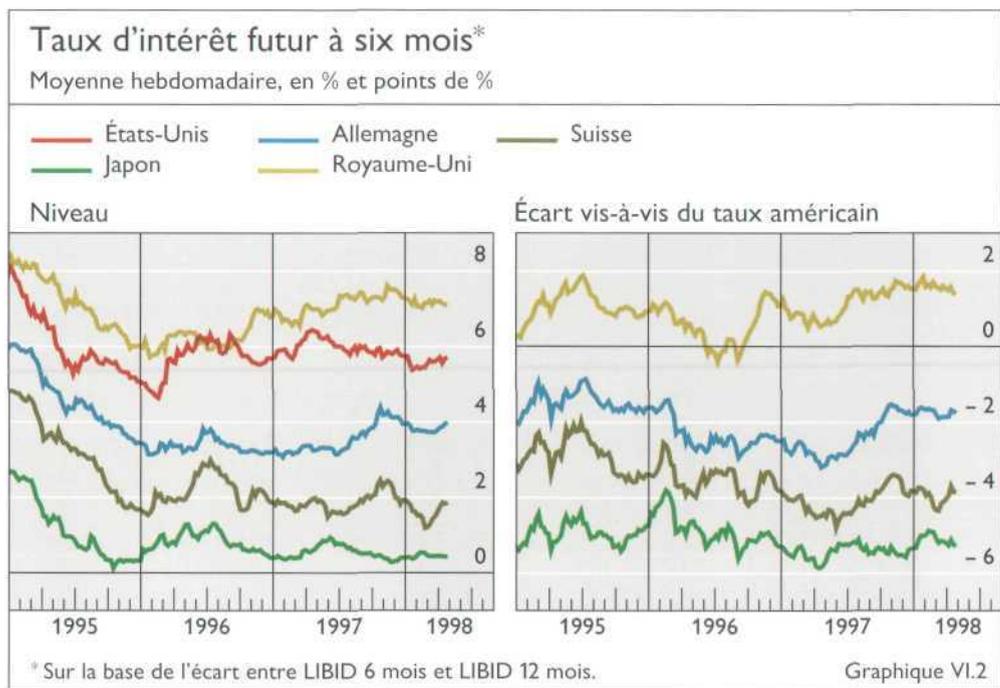
Le mouvement d'appréciation du dollar face au yen et au mark se poursuivait au début de 1997 (graphique VI.1); le marché anticipait, en effet, un resserrement de la politique monétaire aux États-Unis, fondé sur les signes d'accélération de la croissance dans ce pays, et un statu quo en Allemagne comme au Japon, en raison respectivement de la hausse du chômage et de la faiblesse persistante du secteur financier (graphique VI.2). Les flux de capitaux particulièrement abondants qui se sont dirigés du Japon vers les États-Unis en avril, contribuant ainsi à la forte progression des opérations transfrontières sur obligations et actions

Le dollar réagit à la révision des anticipations de croissance



(tableau VI.1), ont encore accentué la baisse de la monnaie nippone (graphique VI.3).

Entre mai et juillet, la trajectoire du dollar face aux deux monnaies a fait apparaître un effet de ciseaux. Son cours est monté aux environs de DM 1,90, niveau sans précédent depuis le début de la décennie, comme il apparaissait de plus en plus probable que l'introduction de l'euro se ferait à la date prévue et avec la participation d'un grand nombre de pays. Dans le même temps, étant donné que le marché s'attendait (à tort d'ailleurs) à une amélioration des perspectives économiques au Japon, la monnaie américaine a fortement reculé



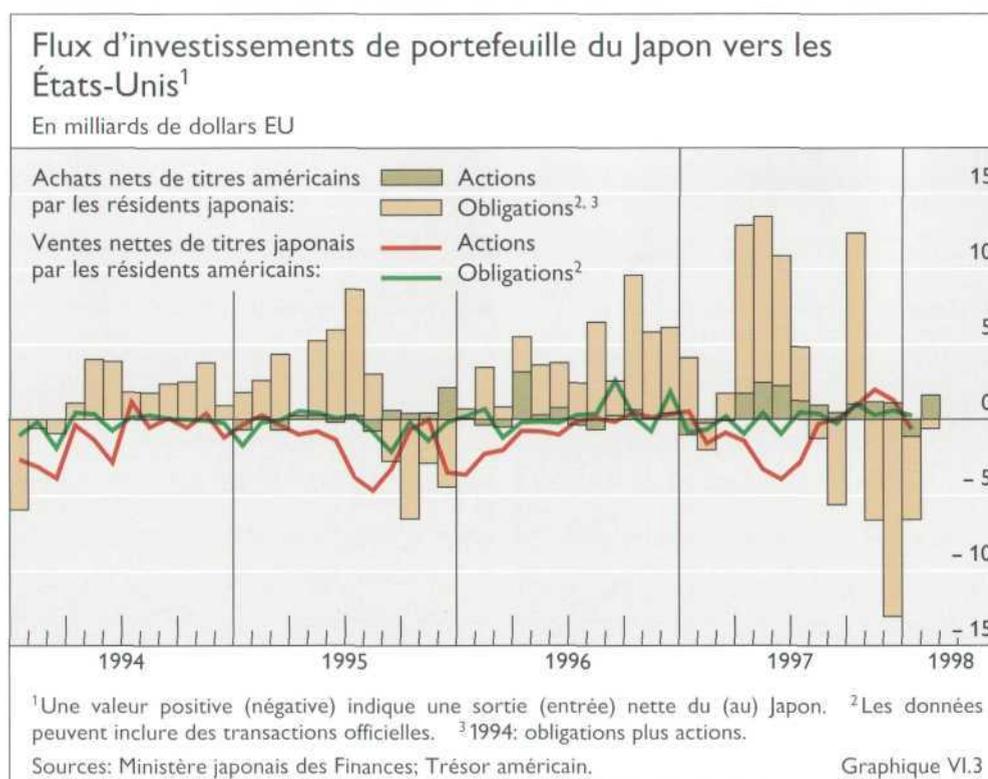
Opérations transfrontières sur obligations et actions*												
	1975	1980	1985	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
	en % du PIB											
États-Unis	4	9	35	101	89	96	107	129	131	135	160	213
Japon	2	8	62	156	119	92	72	78	60	65	79	96
Allemagne	5	7	33	66	57	55	85	170	158	172	199	253
France		5	21	52	54	79	122	187	197	187	258	313
Italie	1	1	4	18	27	60	92	192	207	253	470	672
Canada	3	9	27	55	65	83	114	153	208	189	251	358

* Achats et ventes, en termes bruts, entre résidents et non-résidents.
Sources: données nationales de la balance des paiements.

Tableau VI.1

vis-à-vis du yen; l'appréciation de ce dernier s'est, en outre, renforcée lorsque les déclarations des décideurs japonais et américains ont conduit les opérateurs à anticiper des achats officiels de yens contre dollars. Profitant de la fermeté de leur monnaie, les investisseurs nippons ont continué d'acquérir de gros montants d'obligations américaines pendant cette période.

L'écart de trajectoire a commencé à se réduire au cours de l'été, lorsque la publication de statistiques peu encourageantes sur l'économie japonaise a tempéré les espoirs d'une accélération de la croissance et rendu ainsi moins probable un relèvement des taux nippons, tandis qu'aucune correction n'était attendue aux États-Unis. Les préoccupations suscitées par le déficit commercial américain avec le Japon peuvent toutefois avoir modéré l'appréciation du dollar face au yen. La remontée du mark durant cette période s'explique, quant à elle,



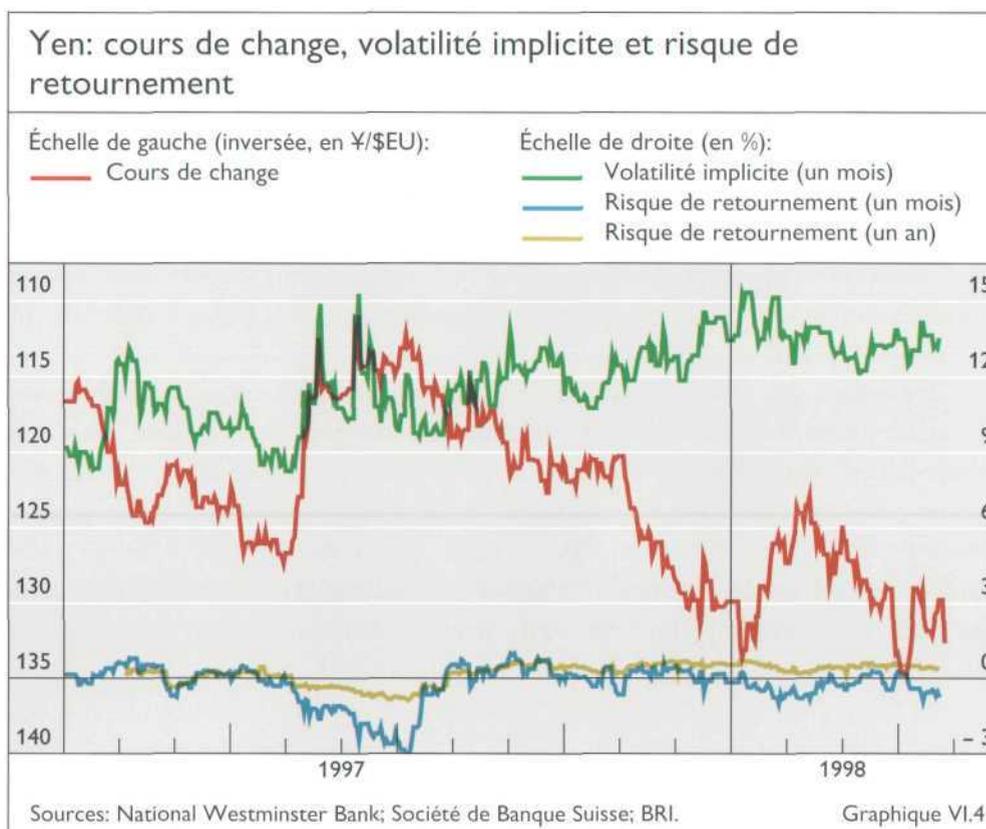
Graphique VI.3

Ventes massives
d'obligations
étrangères
au Japon ...

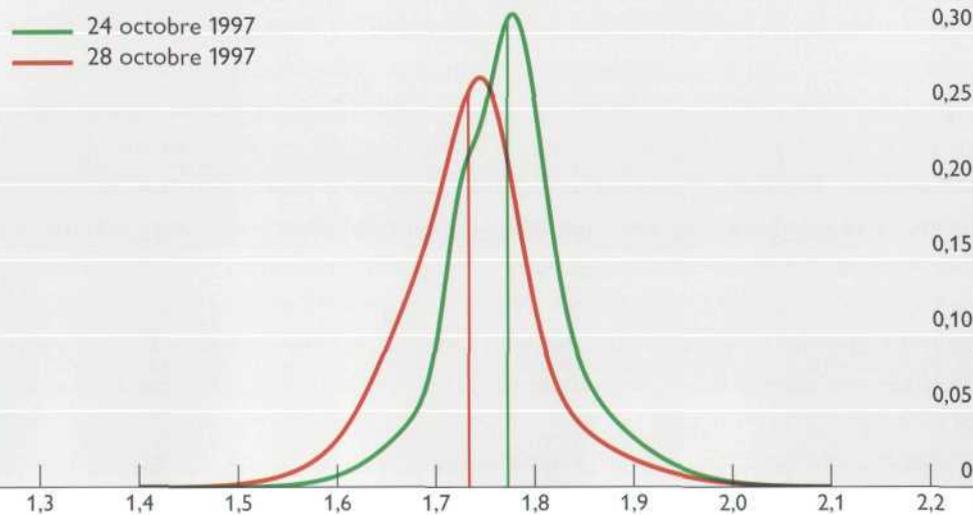
... contrebalancées
par des prises
de positions
spéculatives

par l'attente d'un durcissement de la politique monétaire en Allemagne, qui s'est concrétisé début octobre.

De la fin du mois d'octobre à la fin de l'année, la propagation de la crise en Asie a pesé sur les mouvements de change entre les trois grandes monnaies. Le sentiment du marché, qui estimait que l'économie japonaise serait la plus touchée, a généralement accentué la baisse du yen, déjà affaibli par le pessimisme croissant au sujet des perspectives de l'économie et les préoccupations liées aux difficultés du secteur financier. À l'inverse de ce qui s'était passé pendant la période de relative fermeté du yen, les investisseurs nippons ont alors vendu des montants sans précédent d'obligations étrangères (graphique VI.3). Ces cessions s'expliquent en partie par un besoin des banques de réduire leurs avoirs en dollars pour s'acquitter de passifs dans cette monnaie. Comme certaines de ces ventes de titres ont donné lieu à des achats de yens contre dollars, on peut penser que la faiblesse de la monnaie japonaise était due à d'autres facteurs. Il peut s'agir d'importantes positions courtes contre le yen prises hors du Japon sur les marchés au comptant et des options. Des fonds spéculatifs et des établissements opérant pour compte propre avaient acquis des options d'achat à long terme sur le dollar, au cours de change du moment, dans l'idée que le manque de dynamisme de l'activité et la fragilité du système financier au Japon conduiraient à une nouvelle hausse du dollar vis-à-vis du yen. Du fait de l'ampleur du différentiel d'intérêt, ces options étaient hors du cours (et donc bon marché) et promettaient un rendement positif en cas d'appréciation, même marginale, de la monnaie américaine. Une indication de ces prises de positions spéculatives réside dans la persistance d'une prime en faveur des options d'achat en dollars à un an, fin 1997



Distribution des probabilités de fluctuation du mark par rapport au dollar



L'indice Dow Jones a chuté de 554 points, soit 7,2%, le 27 octobre 1997. Les calculs ont été effectués sous l'hypothèse de neutralité à l'égard du risque. Les lignes verticales correspondent au cours à terme obtenu à partir des contrats à terme (moyenne de la distribution) à chaque date.

Source: W. Melick (Federal Reserve Board), sur la base de données du Chicago Mercantile Exchange.
Graphique VI.5

et début 1998, par rapport aux options équivalentes en yens également hors du cours (valeur positive du risque de retournement, graphique VI.4).

Alors qu'il se renforçait à l'égard du yen, le dollar a cédé du terrain face au mark de la fin d'octobre à la mi-novembre, le marché ayant le sentiment que la crise asiatique aurait des répercussions économiques plus marquées aux États-Unis qu'en Europe. Comme en 1996, le plus fort de la baisse a eu lieu le même jour que celle du marché des actions (27 octobre). Ce mouvement, provoqué par le plongeon de la Bourse de Hong-Kong, s'est accompagné d'une montée des incertitudes (augmentation de la volatilité implicite des changes, calculée à partir du prix des options). Les intervenants se sont également montrés disposés à payer davantage pour des options qui rapporteraient en cas d'affaiblissement du dollar encore plus important les mois suivants (gonflement de l'extrémité gauche, graphique VI.5).

En dehors des jours où les cours des actions américaines se sont effondrés, la relation entre le change et le marché des actions est variable. Avec un différentiel d'intérêt à court terme important mais stable entre le dollar et le yen depuis deux ans, l'alternance de phases de pessimisme et d'optimisme sur les perspectives de croissance soutenue au Japon affecte de la même façon le cours du change et celui des actions. (Il s'agit d'une relation très étroite, alors que la réaction généralement positive des profits des entreprises nippones à l'affaiblissement du yen suggérerait un rapport inverse, comme c'est le cas en Europe continentale.) Le lien apparaît beaucoup plus lâche entre le marché des actions aux États-Unis et le cours dollar/mark, notamment en 1998 (graphique VI.6). Certes, l'un et l'autre révèlent la modification des anticipations concernant le rythme de croissance aux États-Unis et, partant, l'espoir d'une

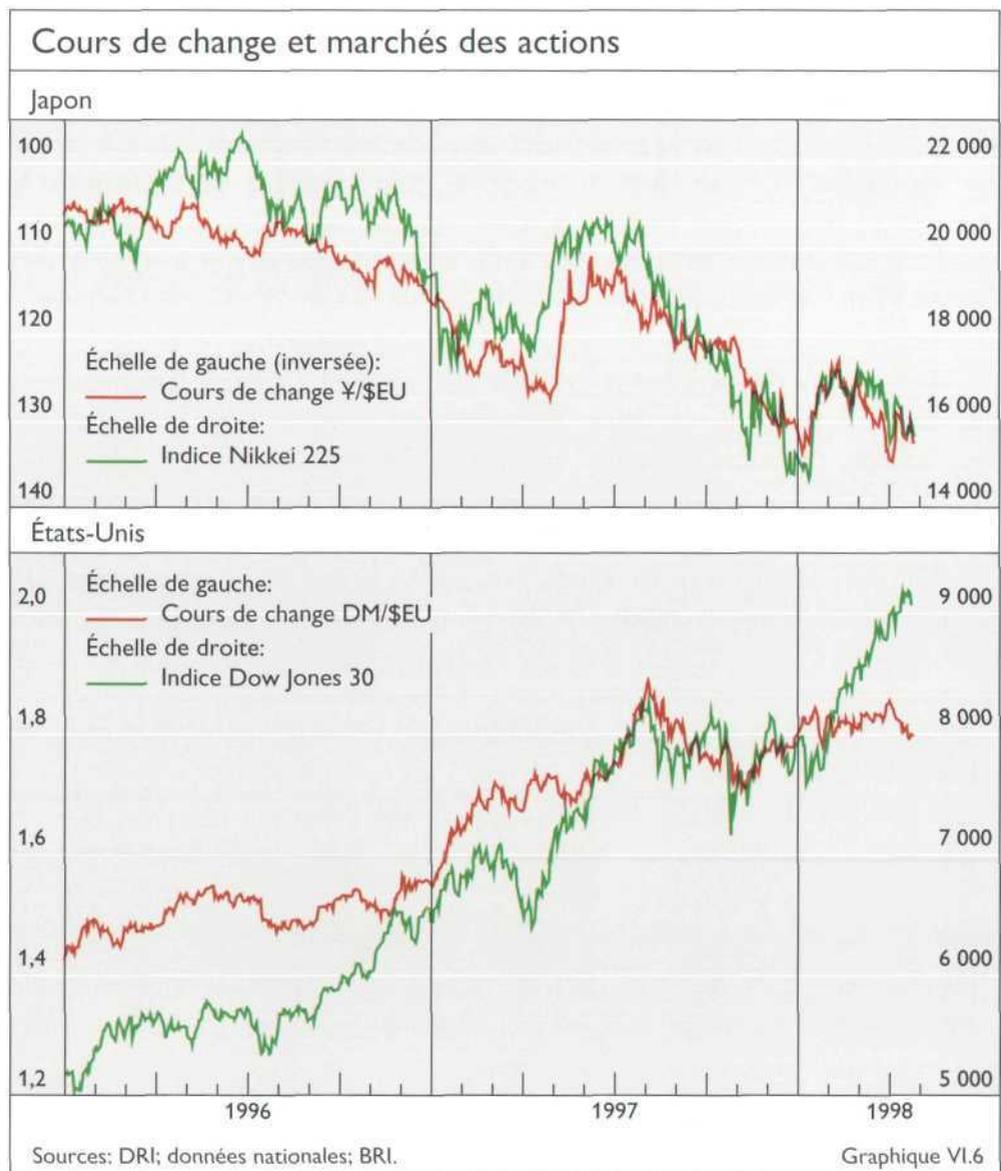
La baisse simultanée du dollar et des actions américaines en octobre ...

... souligne la relation entre cours de change et marché des actions

hausse des prix des actifs, ainsi que l'illustre le volume net des achats de titres américains par les non-résidents en 1997 (\$66 milliards). Mais cette relation distendue montre aussi l'importance des changements d'opinion sur l'état de la conjoncture en Europe et aux États-Unis. Le contraste entre le caractère univoque de l'influence qui s'exerce sur le cours dollar/yen et la complexité des forces qui agissent sur le cours dollar/mark explique en partie l'effet de ciseaux.

À la mi-novembre, le marché était de plus en plus convaincu que la crise asiatique aurait finalement des retombées plus importantes en Europe qu'on ne le pensait auparavant. Conjugée aux déclarations officielles sur la convergence des taux d'intérêt européens, cette perception a conduit les intervenants à considérer comme moins probables de nouveaux relèvements des taux directeurs allemands. En conséquence, le mark a progressivement fléchi face au dollar jusqu'au début de l'année suivante.

À la mi-janvier 1998, alors que le dollar s'échangeait dans une bande étroite autour de DM 1,80, le redressement du yen, passé de près de ¥134 aux environs de ¥125 face à la monnaie américaine, a encore provoqué un effet de ciseaux. Ce



redressement a été favorisé par l'attente d'un nouveau plan de relance budgétaire et de mesures de déréglementation avant la réunion du Groupe des Sept, le 20 février. L'amélioration des perspectives dans les autres pays de l'Est asiatique et les préoccupations des opérateurs de marché concernant des interventions des autorités monétaires japonaises ont également joué dans ce sens. Début avril, toutefois, le yen est retombé aux alentours de ¥135 pour un dollar, son point le plus bas depuis septembre 1991, les perspectives peu encourageantes de l'économie japonaise, mises en évidence par l'enquête *Tankan*, se trouvant illustrées par la décision d'une agence de notation de réviser de stable à négative l'évolution de la dette publique du pays. Les ventes de dollars effectuées par la Banque du Japon ont alors permis d'enrayer cette chute.

Perspectives d'évolution du dollar

D'un point de vue conjoncturel, la vigueur du dollar a contribué, comme les deux années précédentes, à une meilleure répartition de la croissance entre les pays industriels en 1997. Elle a eu tendance à réorienter la demande mondiale de l'économie américaine, en pleine expansion, vers d'autres, moins dynamiques. À plus long terme, toutefois, la fermeté persistante de la monnaie américaine pourrait perdre un peu de sa vertu équilibrante. À en juger par son pouvoir d'achat en termes de biens et services allemands ou japonais – mesuré par l'écart entre son cours de marché et la parité de pouvoir d'achat estimée –, le dollar est sous-évalué (tableau VI.2). Pourtant, le déficit courant de \$166 milliards enregistré aux États-Unis en 1997 semble devoir se creuser encore cette année, en raison précisément de la force du dollar et de la chute des exportations vers l'Asie. On peut donc s'interroger sur la viabilité du déficit croissant des paiements courants, étant donné l'alourdissement de la dette extérieure.

L'une des façons de traiter cette question consiste à examiner les estimations du cours d'équilibre fondamental du dollar, défini comme le niveau compatible avec un ratio dette extérieure/PIB stable à long terme. Ce calcul, même s'il est forcément imprécis, donne à penser que, à son cours de mai 1998, le dollar est sensiblement surévalué vis-à-vis du mark et davantage encore par rapport au yen.

On peut être rassuré en voyant avec quelle facilité les investisseurs privés ont financé, l'an passé, le déficit des paiements courants des États-Unis. En 1997,

La vigueur du dollar est un facteur d'équilibre conjoncturel ...

... mais elle soulève des questions pour le long terme

Pouvoir d'achat et valeur d'équilibre fondamental du dollar EU (estimations)						
	Cours du marché ¹ par rapport au dollar	Parité de pouvoir d'achat (PPA)		PPA corrigée de la productivité Goldman Sachs ⁴	Cours d'équilibre fondamental	
		OCDE ²	Penn ³		IIE	SBS ⁴
Mark allemand	1,77	2,02	2,12	1,51	1,45–1,50	1,40
Yen japonais	132	169	188	124	100	95

¹ Au 11 mai 1998. ² Moyenne 1997. ³ 1992. ⁴ Début 1998.
Sources: OCDE; *Penn World Table 5.6*; Goldman Sachs; mise à jour non officielle (1996) d'estimations par John Williamson, *Estimating equilibrium exchange rates*, Institute for International Economics (IIE), Washington, D.C. (septembre 1994); Société de Banque Suisse (SBS).
Tableau VI.2

en effet, l'essentiel du gonflement de la dette extérieure de ce pays semble avoir été absorbé sans peine par le secteur privé, puisque les réserves officielles en devises d'une manière générale, et en dollars plus particulièrement, n'ont que légèrement progressé après plusieurs années d'accroissement très rapide (tableau VI.3). Le renversement des flux de capitaux privés vers l'Asie a entraîné une diminution des réserves dans un certain nombre de pays émergents, alors qu'elles ont augmenté en Chine, à Hong-Kong, en Inde, en Pologne et même, malgré des ponctions au dernier trimestre, en Russie. Parallèlement, celles des pays industriels se sont accrues modérément (à cours de change constants), avec une stabilisation au Japon en 1997. Quoi qu'il en soit, l'ampleur du financement privé du déficit des États-Unis, sous forme notamment d'achats d'actions américaines d'un montant sans précédent depuis le premier semestre de 1987, laisse ouverte la question de savoir si de tels afflux vont perdurer.

Mesurée par rapport au PIB, l'accumulation de la dette extérieure des États-Unis et la charge d'intérêts croissante ne semblent pas préoccupantes dans l'immédiat. La dette extérieure nette, qui résulte des déficits courants successifs depuis la fin des années 80, ne dépasse pas un sixième du produit intérieur américain. En outre, le revenu net des investissements, bien que négatif en 1997, ne représente que 1/5% du PIB. Par comparaison, ce revenu est légèrement supérieur à 1% du produit intérieur au Japon, pour une position extérieure nette positive équivalant environ au quart du PIB. Ce contraste surprenant entre une position extérieure globale nette très déficitaire et le niveau fort modeste

Réserves officielles en devises					
	1994	1995	1996	1997	Encours à fin 1997
	en milliards de dollars EU				
	Variation, à cours de change courants				
Total	153,0	200,1	172,3	45,9	1 578,5
Pays industriels	60,9	79,3	69,6	-10,3	692,6
NEI d'Asie ¹	31,7	22,7	17,5	- 4,1	272,2
Autres pays	60,4	98,1	85,2	60,3	613,7
	Variation, à cours de change constants ²				
Total	112,2	182,1	200,6	105,3	1 578,5
En dollars	90,7	143,8	161,8	54,5	1 103,5
Avoirs aux États-Unis ³	38,3	106,0	128,0	20,6	738,7
Dépôts bancaires hors des États-Unis ⁴	30,0	-15,4	19,2	- 4,0	122,2
Non attribué	22,4	53,2	14,6	37,9	242,6
En autres monnaies	21,5	38,3	38,8	50,8	475,0
dont dépôts bancaires ⁴	1,8	7,6	8,0	17,0	126,1
¹ Corée, Hong-Kong, Singapour et Taiwan. ² Chiffres en partie estimés; cours de change de fin d'année. Le montant résiduel a été attribué sur la base des réserves connues. ³ À l'exclusion des paiements anticipés d'achats de matériel militaire à l'étranger et de la valeur courante des obligations à coupon zéro émises pour les gouvernements argentin, mexicain et vénézuélien en garantie de leurs obligations Brady. ⁴ Dépôts des institutions monétaires officielles auprès des banques déclarantes BRI.					
Sources: FMI; données nationales; BRI.					Tableau VI.3

des revenus versés reflète deux facteurs. Premièrement, comparé aux investissements directs de l'étranger aux États-Unis, le stock d'investissement direct de ce pays à l'étranger est plus ancien et rapporte donc davantage. En second lieu, les engagements contractés par les États-Unis, sous forme notamment de valeurs du Trésor et de dépôts bancaires, sont relativement sûrs, alors que les investisseurs institutionnels américains (chapitre V) achètent à l'étranger des actifs à plus haut risque et à rendement plus élevé, par exemple des titres à revenu fixe d'économies émergentes. Autrement dit, bien que la position internationale nette des États-Unis se soit le plus souvent dégradée pendant les vingt dernières années, la charge du service de sa dette extérieure commence seulement à se faire sentir. Cette tendance pourrait toutefois se préciser avec l'arrivée de l'euro (voir ci-après).

Monnaies asiatiques

La dépréciation des monnaies asiatiques en 1997 constitue, dans une large mesure, l'expression à un niveau international de difficultés internes, dont les causes profondes sont analysées aux chapitres III et VII. Cela dit, il n'est pas exclu que la vigueur conjoncturelle du dollar EU ait contribué à précipiter la baisse de ces monnaies, qui étaient restées stables en termes effectifs du début au milieu des années 90. Durant cette période, malgré des taux d'inflation souvent supérieurs dans les pays d'Asie à ceux de leurs partenaires commerciaux industriels, le maintien d'une étroite relation avec un dollar en recul a empêché les cours de change effectifs de s'apprécier (graphique III.2). À partir du printemps 1995, en revanche, la hausse de la monnaie américaine, de 56% et 27% respectivement face au yen et au mark, a entraîné une progression en termes effectifs qui s'est ensuite inversée avec les premières dépréciations. Il est intéressant de noter à cet égard que la précédente dévalorisation du baht, en 1984, s'était également produite dans un contexte de vigueur soutenue du dollar.

Une fois déclenchée, la chute des monnaies s'est propagée d'un pays à l'autre. Il n'est cependant pas toujours facile, à partir des cours de change observés, de situer le moment où s'exercent les pressions du marché, à cause de la détermination plus ou moins grande avec laquelle les autorités s'emploient à défendre leur monnaie par des interventions ou des relèvements de taux d'intérêt. Si l'on prend l'exemple du baht thaïlandais et de la couronne tchèque, attaqués en mai, le premier a été défendu jusqu'au 2 juillet – avec le soutien d'un contrôle sur les mouvements de capitaux –, tandis que la seconde est tombée au-dessous de sa bande de fluctuation après une défense énergique, mais de courte durée. Les marchés des options peuvent fournir de meilleures indications sur l'apparition de pressions sur les monnaies. Le prix des options et, partant, la volatilité implicite du cours de change sur la durée de vie de l'option augmentent généralement en présence d'incertitudes sur les politiques mises en œuvre ou à la suite des développements dans les pays voisins, même lorsque les autorités réussissent à maîtriser le cours de change au comptant. Ainsi, dès le mois de février, puis en mai, la volatilité implicite du baht signalait une montée des incertitudes (graphique VI.7).

Les marchés des options signalent l'apparition de pressions sur les changes

La propagation
des dépréciations
s'effectue par ...

Trois mécanismes au minimum ont contribué à la propagation des difficultés monétaires dans l'Est asiatique et au-delà. Le premier, bien connu, est celui de la concurrence dans les échanges internationaux. Pour une économie donnée, si la monnaie d'un pays concurrent se déprécie, la compétitivité est entamée du fait de l'appréciation en termes effectifs, ce qui peut entraîner un ralentissement de l'activité qui risque de conduire à une dépréciation. Le deuxième, moins connu, est l'effet de démonstration exercé par les gains ou pertes enregistrés sur des positions spéculatives. Le troisième, enfin, est celui qui pousse les investisseurs étrangers à se désengager en même temps des marchés ou instruments qui leur paraissent présenter des caractéristiques analogues.

... la concurrence
internationale ...

Malgré les différences observées entre les pays asiatiques dans la composition de leurs exportations – textiles et chaussures contre composants électriques et machines-outils, par exemple –, chacun d'eux a au moins deux concurrents directs dans la région. C'est ce que montrent les corrélations entre les parts respectives des exportations pour onze catégories de produits vers trois grandes destinations: Union européenne, États-Unis et Japon (graphique VI.8). Dans l'ensemble, les concurrents directs à l'exportation ont enregistré des dépréciations analogues face au dollar et, de ce fait, des variations limitées de leurs cours de change bilatéraux.

... l'effet de
démonstration des
profits ou pertes
des spéculateurs ...

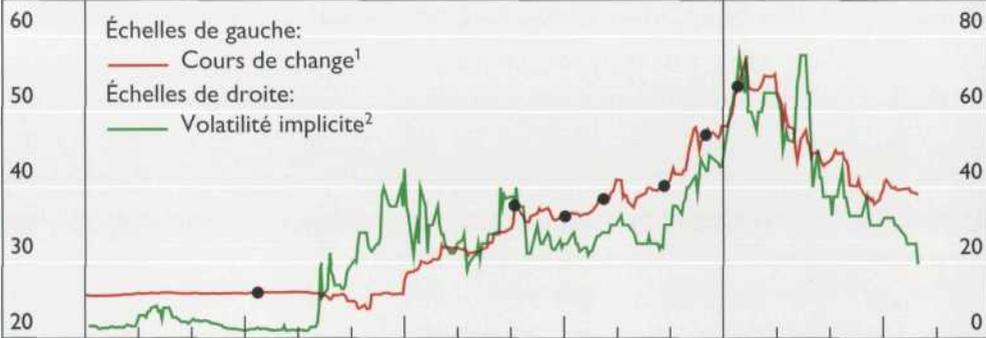
Selon le deuxième mécanisme, lorsqu'une monnaie perd de sa valeur, les gains et pertes qui en résultent peuvent induire des modifications des positions spéculatives qui augmentent la probabilité d'une autre dépréciation. Les spéculateurs étrangers qui ont tiré des gains de cette première baisse peuvent les réinvestir pour profiter d'une autre dépréciation. En outre, les pertes subies sur des positions à caractère essentiellement spéculatif dans un pays peuvent inciter les opérateurs confrontés à des situations semblables ailleurs à les dénouer. Un tel comportement n'est, du reste, pas spécifique aux investisseurs étrangers. Ainsi, les résidents qui empruntent en devises pour acheter un actif en monnaie locale, dans l'immobilier par exemple, prennent en fait une position spéculative. Ce mécanisme s'est vérifié en Asie, même là où ces stratégies, pourtant, étaient profitables depuis des années. Voyant que, dans les pays voisins, des positions analogues aux leurs commençaient à engendrer des pertes, les résidents ont cherché à se protéger en achetant des dollars. Que ce phénomène ait eu une incidence plus grave en Asie dans les années 90 qu'en Amérique latine au début des années 80 résulte paradoxalement de la situation budgétaire bien plus solide des pays asiatiques. En Amérique latine, en effet, les gouvernements et entreprises publiques étaient à l'origine d'une bonne partie de la dette extérieure et n'ont généralement pas essayé d'acquérir des dollars lorsque leurs monnaies ont été menacées. En Asie, par contre, les entreprises qui avaient misé leur actif net sur la stabilité du change ont réagi aux pertes prévisibles et effectives de telle sorte qu'elles les ont, en fait, précipitées et aggravées. Comme, en outre, leurs opérations de couverture étaient à l'évidence insuffisantes et trop tardives, leur actif net s'est réduit, ce qui a conduit les banques étrangères à restreindre leurs crédits, qui étaient principalement à court terme, accentuant ainsi la dépréciation de la monnaie.

... et un désen-
gagement de
marchés liés
par certains
éléments:

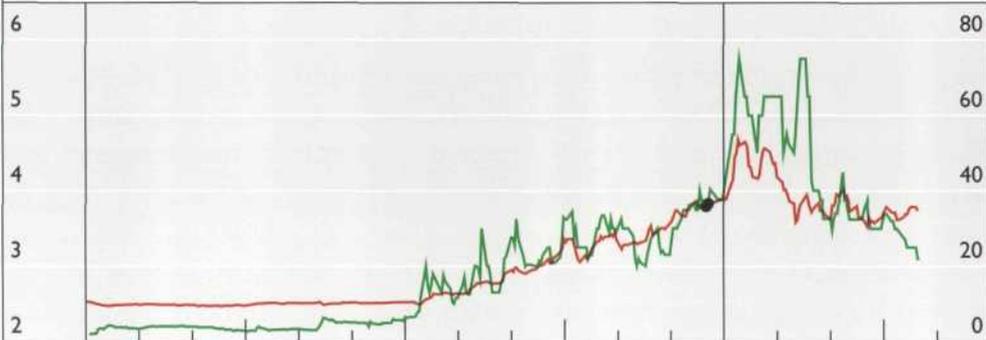
Le troisième mécanisme se traduit par un retrait simultané des investisseurs étrangers de divers marchés qu'ils considèrent assez semblables. Ainsi, après la

Asie: cours de change, volatilité implicite et notation du crédit

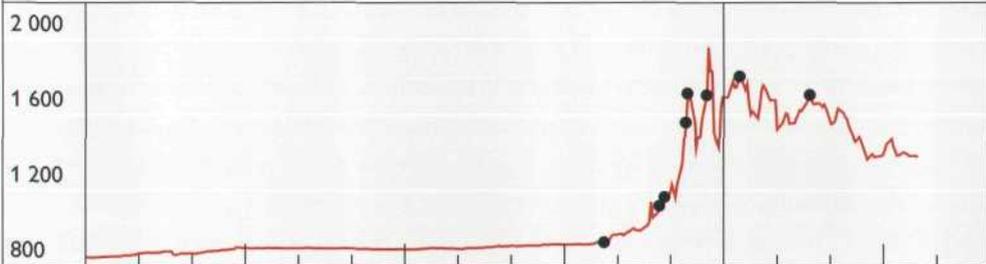
Thaïlande



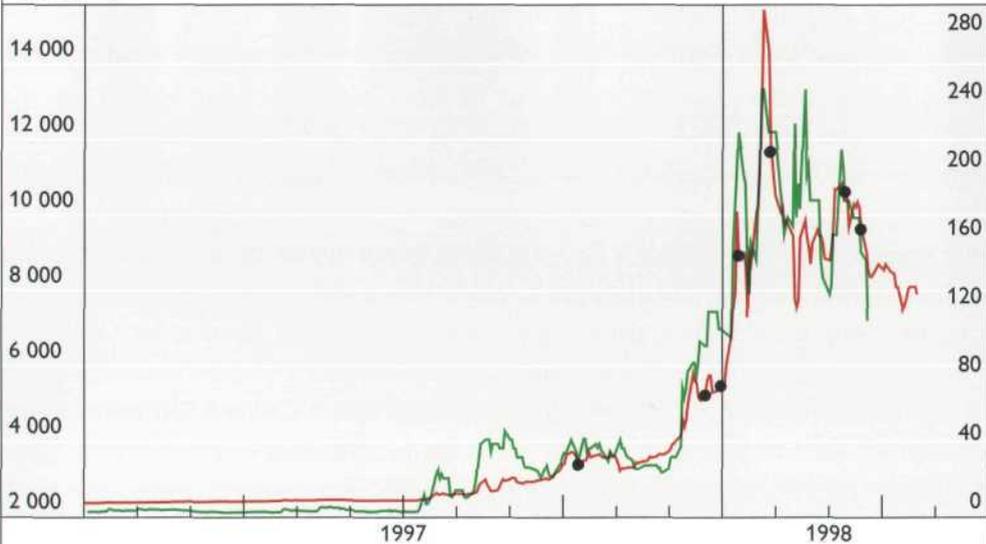
Malaysia



Corée



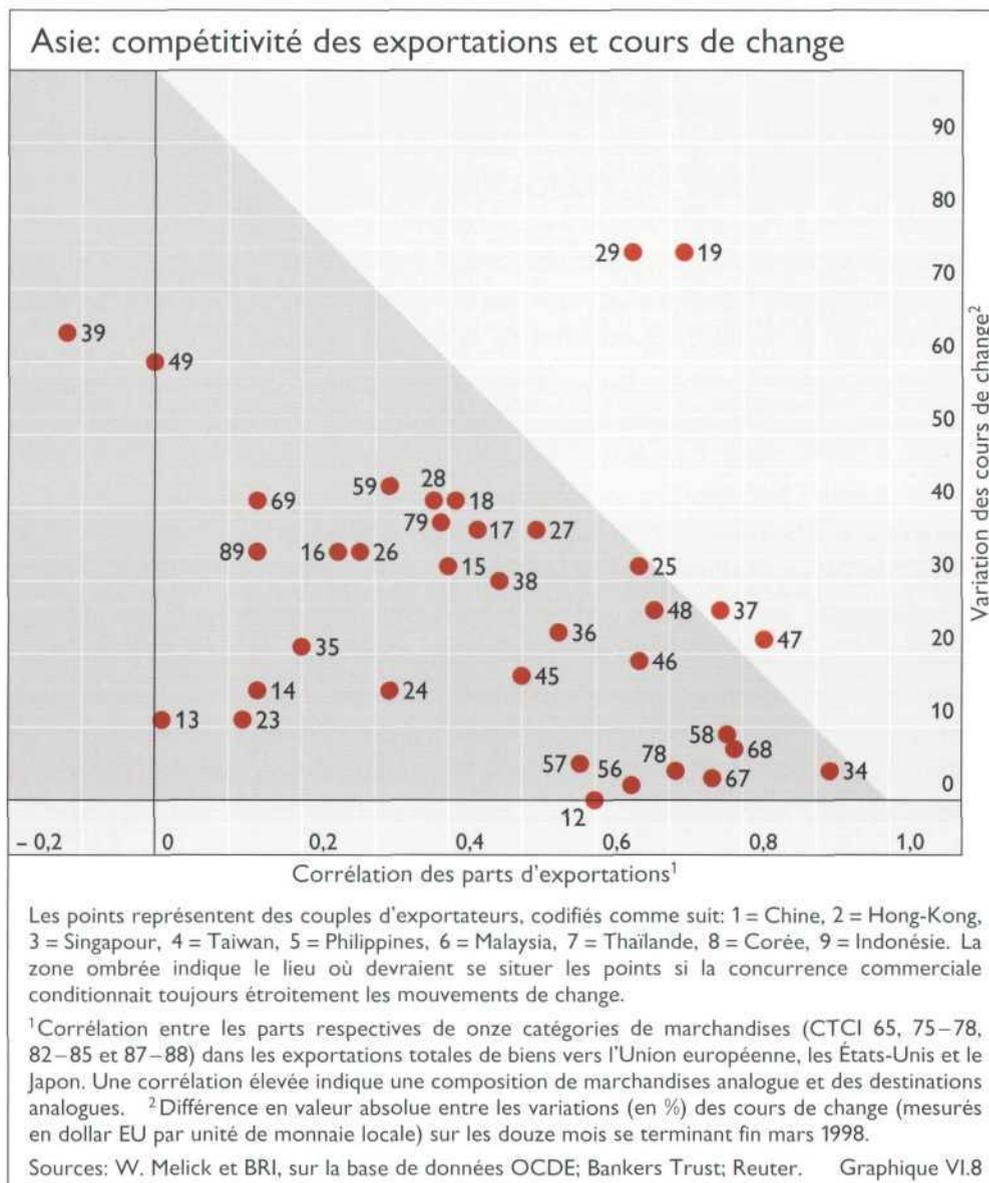
Indonésie



¹Unités de monnaie locale par dollar EU. Les points signalent une modification de la notation des obligations d'État annoncée par Moody's et Standard & Poor's (tableau VII.3). ²Un mois, en %.

Sources: Deutsche Morgan Grenfell; Bankers Trust; Reuter.

Graphique VI.7



crise mexicaine, les investisseurs se sont défiés des économies qui présentaient à la fois un important déficit des paiements courants et un régime de change rigide et ont fini par mettre sous pression le baht thaïlandais et le dollar de Hong-Kong. L'amalgame entre la Thaïlande et la République tchèque, en 1997, doit être interprété par rapport à ces deux critères.

La ressemblance des précédentes politiques de change de ces deux pays les a, en outre, encore rapprochés, en apparence tout au moins. Sur la base de données remontant à 1994, les investisseurs avaient en effet observé que les rendements en termes de dollars sur les instruments du marché monétaire en couronnes et en bahts présentaient une corrélation historique élevée de 0,32 (0,48 si l'on exclut les deux jours de janvier 1995 où seul le baht a été affecté par la chute du peso mexicain). Le tableau VI.4 montre que cette valeur arrive en deuxième position des corrélations calculées pour quarante-cinq paires de marchés monétaires à partir de données allant jusqu'au printemps de 1997. Cette relation, bien connue, a encouragé les investisseurs à vendre des couronnes dès l'apparition de pressions sur le baht.

corrélation des rendements ...

Cependant, il n'est pas apparu aussi clairement que cette forte corrélation, fondée sur cette longue série chronologique, était due en grande partie au fait que le baht et la couronne étaient tous deux étroitement alignés sur un panier de monnaies contenant le dollar et le mark. Bien qu'en Thaïlande les monnaies autres que le dollar aient été affectées d'une très faible pondération, alors que c'était l'inverse en République tchèque, la rigidité des deux régimes de change, en présence d'une volatilité normale du cours dollar/mark, suffisait à créer une corrélation élevée. Toutefois, lorsque les autorités tchèques ont décidé, début 1996, d'élargir la bande de fluctuation de la couronne (la faisant passer de ½% à 7½% autour du cours pivot), la corrélation calculée sur une plus courte période a nettement diminué et, en mai 1997, elle n'était plus que d'environ 0,2 (graphique VI.9). Dès que des pressions se sont exercées sur le baht, les gestionnaires de portefeuilles se sont donc peut-être trop hâtés de vendre leurs couronnes, sur la foi de la corrélation mesurée antérieurement.

Les variations de la liquidité, au fil du temps et d'un marché à l'autre, peuvent aussi déclencher des réactions par lesquelles les retraits de capitaux étrangers se propagent d'un pays à l'autre. Les investisseurs se tournent parfois vers des marchés suffisamment liquides pour pouvoir y effectuer des ventes massives. L'an dernier, par exemple, les obligations brésiliennes en dollars ont été les plus négociées de tous les instruments des pays émergents et figurent d'ailleurs parmi les plus activement traitées dans le monde. Dans certains cas, en fait, les intervenants vendent ce qu'ils peuvent et non ce qu'ils veulent. (De telles couvertures par défaut se sont produites pendant la crise des changes européenne de 1992, lorsque les détenteurs d'obligations suédoises, guère liquides, ont cédé des contrats à terme sur les emprunts d'État du Royaume-Uni.) La demande de protections de cette nature est apparue également en 1997, parce que les monnaies qui se dépréciaient perdaient simultanément de leur liquidité. L'écart entre cours acheteur et vendeur des options de change en Asie s'est très largement creusé, ce qui donne à penser que les possibilités de couverture sont devenues moins nombreuses ou ont disparu, au

... couverture
par défaut ...

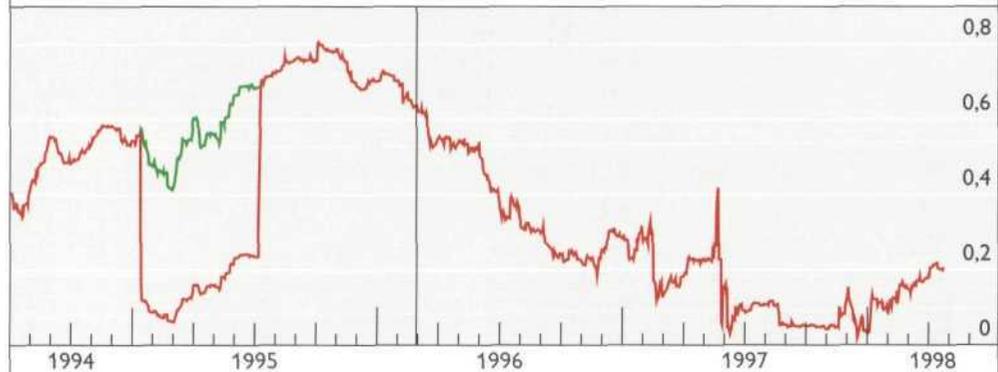
Corrélation des rendements en dollars sur les marchés monétaires de pays émergents										
	AR	CZ	ID	MX	MY	PH	PL	TH	TR	ZA
Argentine	1,00									
République tchèque	0,06	1,00								
Indonésie	0,01	0,02	1,00							
Mexique	0,02	0,07	0,03	1,00						
Malaysia	0,04	0,24	0,12	0,01	1,00					
Philippines	0,01	0,00	0,00	0,03	0,01	1,00				
Pologne	0,06	0,65	0,02	0,06	0,20	0,03	1,00			
Thaïlande	0,04	0,32	0,06	0,08	0,20	0,05	0,31	1,00		
Turquie	0,03	0,11	0,03	0,02	0,04	0,04	0,13	0,07	1,00	
Afrique du Sud	0,07	0,22	0,02	0,03	0,13	0,02	0,15	0,10	0,00	1,00

Coefficients calculés sur la période janvier 1994–avril 1997, sur la base des variations journalières (en %) des séries propres à chaque pays et composant l'indice des marchés locaux émergents en dollars EU (ELMI).

Sources: J.P. Morgan Securities Inc.; calculs BRI.

Tableau VI.4

République tchèque et Thaïlande: corrélation des rendements sur le marché monétaire (exprimés en dollars)



Chaque point représente la corrélation, le jour du calcul et les 125 jours ouvrés précédents, entre les rendements sur les dépôts bancaires en couronnes tchèques et sur les achats à terme de bahts thaïlandais contre dollar EU. La ligne verte retrace la même corrélation, en excluant les journées des 12 et 13 janvier 1995, lorsque les rendements en dollars des instruments du marché monétaire en bahts thaïlandais, mais non en couronnes tchèques, ont été affectés par la crise mexicaine. La ligne verticale correspond au 28 février 1996, date de l'élargissement de la bande de fluctuation de la couronne. La couronne et le baht ont été mis en flottage le 26 mai et le 2 juillet 1997 respectivement.

Sources: J.P. Morgan Securities Inc.; BRI.

Graphique VI.9

moment même où les entreprises locales avaient le plus besoin de se protéger. Mesuré en dollars, le volume des transactions sur les monnaies qui ont été les premières à se déprécier, à savoir le baht thaïlandais et la couronne tchèque, a diminué d'un tiers au moins entre avril et octobre 1997 (tableau VI.5). Les échanges ont également été moindres sur les marchés de la rupiah indonésienne et du won coréen sur la même période. En outre, ce mouvement s'est produit en dépit d'un accroissement général de la volatilité, pourtant habituellement associé à une hausse d'activité (voir le cas de la lire ci-après).

... changements
de notation

Les événements de l'an dernier ont suscité un vif débat au sujet du rôle des agences de notation dans le déroulement de la crise asiatique. Nombre d'observateurs se souviendront de ce qui s'est passé avant Noël, lorsque Moody's a annoncé le déclassement des emprunts souverains de la Corée, de l'Indonésie et de la Thaïlande, ramenés au rang d'investissements de moindre qualité, en évoquant les risques de la dette à court terme, et notamment l'éventualité d'un report d'échéances sur les dépôts bancaires en devises. À la séance de cotation suivante, le won avait perdu 9%, la rupiah 3% et le baht 2%. Dès le lendemain, Standard & Poor's, renchérissant sur son concurrent, rétrogradait la Corée de près de deux crans, de BBB- à B+, le won cédant encore 15% (graphique VI.7 et tableau VII.3). Comme certains investisseurs ne sont pas autorisés à détenir des actifs de moindre qualité, les révisions en baisse pourraient expliquer les réactions négatives des monnaies.

Il serait toutefois trompeur de considérer isolément les changements de notation. Le communiqué de Standard & Poor's soulignait les incertitudes au sujet des intentions des banques étrangères quant au renouvellement de leurs prêts aux banques coréennes venant à échéance, incertitudes qui ont pesé sur le won et d'autres monnaies asiatiques. On pourrait ainsi exagérer le rôle des agences de notation dans la généralisation du désinvestissement des non-résidents. S'il est

Monnaies émergentes: volume de transactions et volatilité								
Monnaie	Volume journalier ¹				Volatilité ²			
	en milliards de dollars EU				en %			
	Avril 1995	Avril 1996	Avril 1997	Octobre 1997	Avril 1995	Avril 1996	Avril 1997	Octobre 1997
Amérique latine	10,1	12,9	17,5	23,7				
Mexique: nouveau peso	3,2 ³	4,2 ³	7,1 ³	9,5 ³	28,3	5,5	5,0	30,2
Brésil: real	4,3 ³	5,5 ³	6,7 ³	8,5 ³	13,9	3,8	6,2	1,6
Argentine: peso	1,7	2,0	2,2	3,0	0,0	0,5	0,6	0,5
Chili: peso	0,8	1,0	1,1	2,2	6,2	3,0	2,3	8,5
Colombie: peso	n.d.	0,1	0,2	0,3	4,6	2,2	3,8	8,2
Pérou: nouveau sol	0,1	0,1	0,2	0,2	4,0	2,5	2,2	6,4
Asie	>13,6	19,0	22,1	20,5				
Indonésie: rupiah	4,8 ^{3,4}	7,8 ^{3,4}	8,7 ^{3,4}	8,5 ^{3,4}	1,5	1,5	3,2	39,3
Corée: won	3,1	3,2	4,0	3,6	2,5	1,5	1,6	9,3
Thaïlande: baht	2,6	4,0	4,6	2,5	2,3	1,6	1,9	15,6
Taiwan: nouveau dollar	1,5	1,6	1,7	2,3	8,7	0,9	1,2	18,2
Inde: roupie	1,6	1,2	1,7	2,0	1,5	6,0	0,5	1,3
Malaysia: ringgit	n.d.	1,1	1,2	1,5	5,3	3,4	2,7	31,5
Philippines: peso	0,02	0,1	0,2	0,1	2,9	0,6	0,4	25,0
Europe orientale	1,8	7,5	8,8	15,3				
Russie: rouble	0,6	2,6	3,7	10,7	5,2	2,2	0,3	0,2
Rép. tchèque: couronne	0,6	2,5	3,2	2,1	6,1	2,1	14,6	8,6
Pologne: zloty	0,3 ⁴	1,6 ⁴	0,9 ⁴	1,7 ⁴	9,7	5,1	3,4	15,5
Hongrie: forint	0,3	0,6	0,4	0,6	3,6	11,2	2,9	6,0
Rép. slovaque: couronne	0,03	0,2	0,6	0,2	9,0	2,7	4,8	7,0
Autres monnaies	5,4	6,7	5,2	7,3				
Afrique du Sud: rand	3,7	4,7	3,6	5,4	2,9	19,0	2,6	5,9
Arabie Saoudite: riyal	1,4	1,5	1,1	1,3	0,1	0,1	0,0	0,2
Israël: shekel	0,3	0,5	0,5	0,5	7,4	7,4	3,6	9,4
Turquie: livre	0,01	0,02	0,04	0,1	7,8	3,9	5,1	5,5
Total	>30,9	46,1	53,6	66,8				

¹ Estimations communiquées par la banque centrale et corrigées des doubles comptages, sauf indication contraire. Thaïlande: moyenne sur le second semestre pour 1995 et sur l'année pour 1996. Indonésie et Argentine: moyenne sur l'année pour 1995 et 1996. Les transactions sur le rouble russe et le rand sud-africain en avril 1996 étaient nettement supérieures à la moyenne annuelle. ² Écart type annualisé de la variation (en %) du cours de change par rapport au dollar EU. Shekel, livre turque et monnaies d'Europe orientale autres que le rouble: volatilité mesurée par rapport à un panier de deux monnaies, dollar EU et mark, assorties du même coefficient de pondération. ³ Ce montant englobe d'autres monnaies. ⁴ Sur une base brute.

Tableau VI.5

vrai que les changements de notation ont parfois orienté le marché des changes, ils en ont le plus souvent accompagné l'évolution.

Produits de base et cours de change

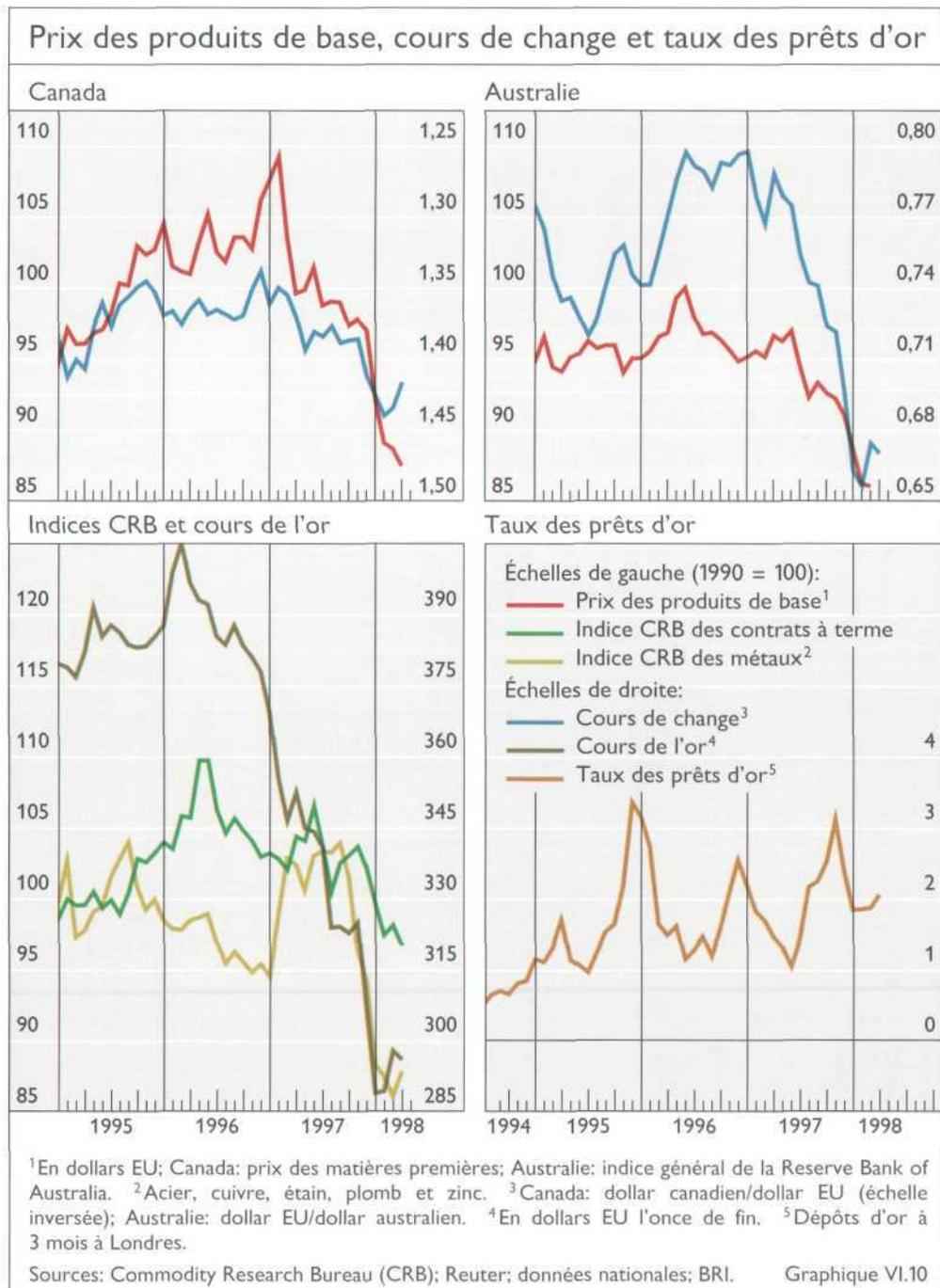
Le ralentissement de l'activité et la contraction de la richesse en Asie ont fait baisser, à partir du milieu de 1997, les prix des produits de base, pesant ainsi sur les dollars canadien et australien, et le cours de l'or.

Depuis quelques années, l'Asie contribue pour une large part à l'expansion de la demande mondiale de produits de base, d'or y compris. Il y a tout juste

Le ralentissement de l'activité et les pertes de patrimoine en Asie ...

... ont pesé sur les prix des produits de base, certaines monnaies ...

un an, opérateurs privés et organismes officiels s'accordaient à prévoir une poursuite de cette tendance, mais la révision de leurs anticipations, au second semestre de 1997, a donné le signal d'une chute des cours qui s'est répercutée, à des degrés différents, sur les dollars canadien et australien. Comme le montre le graphique VI.10, il apparaît qu'au Canada la dépréciation du dollar est nettement inférieure à la moitié de la baisse, en pourcentage, de l'indice des prix des produits de base, alors qu'en Australie le repli de la monnaie dépasse celui de l'indice correspondant. Conséquence paradoxale de cette forte réaction, les prix des produits de base exprimés en dollars australiens ont en fait augmenté l'an passé.



Quant à l'or, son cours a réagi aux événements d'Asie et au recul de l'inflation dans le monde. Selon certains observateurs, sa faiblesse s'expliquerait aussi par des ventes officielles, la décision des autorités allemandes d'effectuer des prêts de métal ainsi que par la proposition, en Suisse, de céder une partie des réserves du pays. En dehors du fait que son repli s'est amorcé plus tôt, l'or ne s'est pas plus mal comporté que les autres métaux, en général, d'avril 1997 à avril 1998.

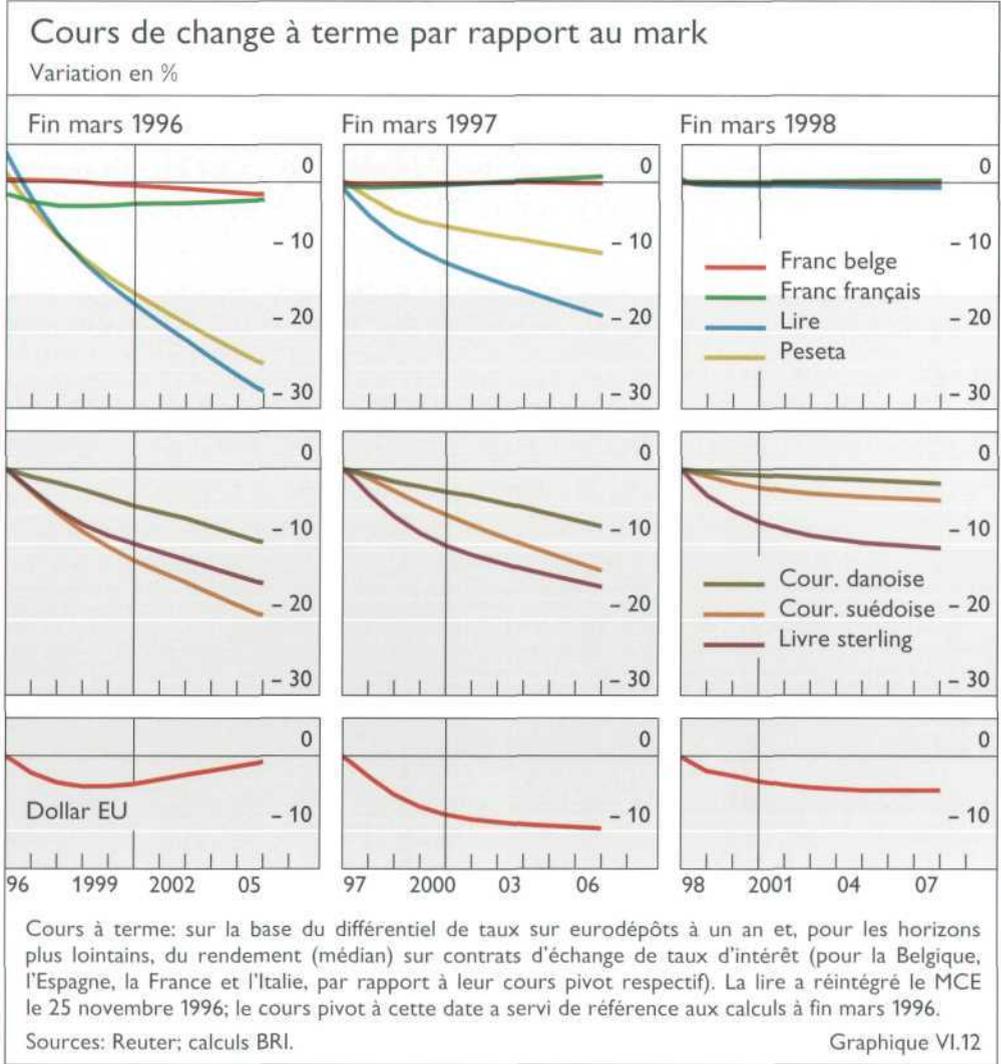
... et sur le cours de l'or

Europe: cours de change et union monétaire

Dans un contexte marqué par la vigueur du dollar, les marchés des changes européens se sont préparés dans le calme à l'arrivée de l'euro. Comme le soulignait le chapitre V du 67^e Rapport annuel, un dollar fort est un facteur de stabilité pour les grandes monnaies européennes, ce qui s'est de nouveau vérifié l'an dernier (graphique VI.11). Dans les pays où la situation budgétaire et les résultats en matière d'inflation rendaient crédibles les intentions officielles de se joindre à l'union monétaire, la monnaie s'est montrée stable à l'égard du mark. La livre sterling, qui bénéficiait d'une évolution conjoncturelle davantage en phase

La stabilité des changes en Europe annonce l'union monétaire ...





avec celle des États-Unis qu'avec celle de l'Europe continentale, s'est appréciée vis-à-vis de la monnaie allemande. La livre irlandaise ayant en partie suivi ce mouvement, son cours pivot a dû être réévalué le 14 mars 1998. Par ailleurs, la drachme est entrée dans le mécanisme de change européen après une dépréciation de 10% en une seule journée face au mark, et les autorités grecques ont annoncé qu'elles poseraient leur candidature à l'union monétaire d'ici la fin de 2001.

Depuis l'été dernier, les cours de change à terme reflètent les sondages effectués sur les marchés au sujet des pays susceptibles de participer à l'union monétaire (graphique VI.12). Les cours observés ont traduit le sentiment d'une large participation; en outre, la diminution de la volatilité implicite des options sur franc français, lire et peseta contre mark témoigne de la confiance.

Le ralentissement de l'activité du marché des changes en Europe montre, à l'évidence, que l'introduction de l'euro à la date prévue ne faisait pas de doute. D'après l'enquête effectuée en 1995 par les banques centrales, l'arrivée de la monnaie unique pourrait entraîner une baisse estimée à 8% du volume des transactions de change dans le monde. En fait, il apparaît que les opérations entre grandes monnaies européennes se sont déjà raréfiées. En ce qui concerne les

... avec une large participation ...

... et selon le calendrier prévu

transactions au comptant via le système de courtage électronique Electronic Broking Service, les pics d'activité remontent à 1996 sur franc français/mark et au début de 1997 sur lire italienne/mark (graphique VI.13). En 1998, les échanges dans ces deux compartiments ne sont guère supérieurs à ce jour à leurs creux saisonniers enregistrés autour de Noël et du nouvel an. Ce repli est allé de pair avec une diminution de la volatilité implicite des options sur ces monnaies et, dans le cas de l'Italie, avec un rétrécissement de l'écart de taux longs entre la lire et le mark. Autrement dit, les opérateurs s'apprêtent à voir disparaître tranquillement de leurs écrans un certain nombre de monnaies, à la satisfaction des autorités européennes.

Certains défis subsistent cependant, en dépit de l'appui très large des opérateurs de marché. Il n'est pas facile de prévoir, en particulier, comment réagiront à l'union monétaire les détenteurs étrangers de dépôts bancaires



Dépôts bancaires internationaux à fin 1997								
Monnaie	Résidence du déposant							
	Pays de l'UE				Reste du monde		Total	
	Zone euro		Autres pays					
en milliards de dollars EU et en %								
Monnaies de la zone euro	200,9	100,0	93,1	100,0	165,5	100,0	459,5	100,0
Mark allemand	109,4	54,5	37,3	40,1	72,4	43,7	219,1	47,7
Franc français	21,7	10,8	9,8	10,5	28,4	17,2	59,9	13,0
Lire italienne	20,1	10,0	19,6	21,1	14,3	8,6	54,0	11,7
Florin néerlandais	18,2	9,1	5,6	6,0	15,6	9,4	39,4	8,6
Franc belgo/luxembourgeois	11,3	5,6	9,9	10,6	17,3	10,5	38,5	8,4
Peseta espagnole	6,9	3,4	5,2	5,6	5,7	3,4	17,8	3,9
Écu	11,4	5,7	3,1	3,3	9,9	6,0	24,4	5,3
Divers ¹	1,9	0,9	2,6	2,8	1,9	1,2	6,4	1,4
Autres monnaies de l'UE	30,0	14,9	8,1	8,7	88,4	53,4	126,5	27,5
Livre sterling	28,7	14,3	2,7	2,9	87,3	52,7	118,7	25,8
Divers ²	1,3	0,6	5,4	5,8	1,1	0,7	7,8	1,7
Total monnaies de l'UE	230,9	114,9	101,2	108,7	253,9	153,4	586,0	127,5
Dollar EU	158,1	78,7	122,3	131,4	470,9	284,5	751,3	163,5
Yen japonais	20,3	10,1	31,6	33,9	28,9	17,5	80,8	17,6
Franc suisse	23,1	11,5	5,5	5,9	32,7	19,8	61,3	13,3
Total général	432,4	215,2	260,6	279,9	786,4	475,2	1 479,4	321,9

Avoirs du secteur non bancaire uniquement; hors avoirs dans une monnaie donnée déposés à l'étranger par les résidents du pays d'émission (exemple: avoirs en marks au Luxembourg des résidents allemands). Autriche, Danemark, Espagne, Finlande, Irlande et Suède: position extérieure en monnaie nationale uniquement. Le Portugal et la Grèce ne communiquent pas de données bancaires à la BRI, mais les dépôts à l'étranger des résidents non bancaires de ces deux pays sont inclus respectivement dans les avoirs en monnaies de la zone euro et dans ceux des autres monnaies de l'UE.

¹ Schilling autrichien, livre irlandaise et markka finlandais. ² Couronne danoise et couronne suédoise.

Tableau VI.6

La recomposition des portefeuilles pourrait poser des problèmes lors du passage à l'euro

libellés dans les monnaies des pays participants (tableau VI.6). Dans la mesure où ils sont destinés à faciliter les transactions, ces avoirs risquent de s'avérer inutilement élevés puisque l'euro permettra d'effectuer les règlements dans tous ces pays. (À noter toutefois que leur concentration actuelle sur le mark, qui peut s'échanger à faible coût contre d'autres monnaies européennes, indique peut-être que leurs détenteurs ont déjà réalisé des économies substantielles de coûts de transaction.) La réduction éventuelle de ces dépôts ou une succession de réaménagements de portefeuille pourrait compliquer momentanément la tâche de la nouvelle banque centrale. À cet égard, cette institution devra donc faire la distinction entre l'incidence de modifications non récurrentes et les effets de changements plus importants des anticipations liées aux prix et à la croissance, surtout si elle axe sa politique monétaire sur un agrégat paneuropéen.

La livre sterling et le franc suisse réagissent à des facteurs conjoncturels ...

Dans les pays en marge de la future zone euro, l'évolution des cours de change a reflété des facteurs conjoncturels et les orientations monétaires ainsi que, peut-être, les incertitudes concernant l'union monétaire. Le raffermissement du franc suisse entre mai et juillet, à un moment de faiblesse du mark face au

dollar, a été assez inhabituel. Il s'explique non seulement par la perspective d'une hausse des taux d'intérêt en Suisse mais aussi par des reports sur la monnaie helvétique de la part d'investisseurs sceptiques à l'égard de l'euro. Les mouvements de même sens de la livre sterling et du dollar correspondent à la synchronisation des cycles conjoncturels aux États-Unis et au Royaume-Uni durant l'actuelle décennie. La livre s'est appréciée par rapport au mark et, à un degré moindre, vis-à-vis du dollar, en présence de signes persistants d'une forte croissance de la production et d'une inflation supérieure à l'objectif, qui ont conduit le marché à anticiper un relèvement des taux courts par la Banque d'Angleterre en 1997.

... et aux
incertitudes
entourant l'euro

VII. Intermédiation financière et crise asiatique

Faits saillants

Les pays qui ont été submergés par la crise asiatique avaient en commun deux faiblesses. La première était l'expansion excessive du crédit bancaire, source d'un surinvestissement qui entraînait la création de capacités industrielles non rentables et amplifiait les mouvements cycliques des prix des actifs. On n'a pas suffisamment prêté attention à la fragilité sous-jacente des systèmes financiers en Asie, parce que la stabilité confirmée de la monnaie et du cours de change, conjuguée à l'évolution rapide des systèmes bancaires locaux, avait permis une longue période de croissance tirée par l'investissement. Cette expansion pratiquement ininterrompue depuis des années avait amené les banques et autres agents à sous-estimer les risques qui apparaissaient avec l'avènement d'un environnement libéralisé et le développement des économies. La conviction que les gouvernements soutiendraient les grandes institutions financières a probablement conforté ce comportement. Sauf à Hong-Kong, aux Philippines et à Singapour, les ratios de fonds propres restaient trop bas pour jouer un rôle d'amortisseur en cas de difficultés. Enfin, les responsables de l'économie ne voyaient pas que leur système bancaire devenait vulnérable à un ralentissement notable de la croissance, ni que l'ouverture du marché des capitaux et les fortes variations du cours yen/dollar rendaient plus contraignante la défense du rattachement au dollar.

La seconde faiblesse, liée en bien des points à la première, était le recours à un financement extérieur plus volatil, notamment des emprunts bancaires à court terme, qui rendait l'économie de plus en plus sensible aux revirements des marchés. Ainsi, pendant l'actuelle décennie, plusieurs pays ont dû très souvent faire face à des entrées massives de fonds. Au début, la confiance des investisseurs n'a pas été entamée par cette aggravation de l'endettement extérieur: les primes de risque sur les obligations des marchés émergents d'Asie se sont nettement rétrécies en 1996 et pendant une grande partie de 1997; d'ailleurs, rares sont les notes de crédit qui ont été abaissées avant la crise. Les organes officiels de surveillance n'ont pas décelé non plus l'ampleur des dangers qui menaçaient de nombreuses économies d'Asie. Toutefois, quand la crise a éclaté, les marchés ont été pris de panique: les cours de change et les marchés des actions ont sursauté; la volatilité s'est accrue de façon spectaculaire, la liquidité s'étant même tarie dans certains compartiments, et les agences de notation ont déclassé les pays les plus touchés.

Confrontées à cette crise, les autorités se sont trouvées placées devant plusieurs dilemmes délicats. Le choix de l'attitude à adopter face aux perturbations provoquées par un renversement soudain des flux de capitaux privés a été particulièrement épineux. Étant donné, par ailleurs, que le volume de l'assistance officielle internationale a atteint des niveaux records, la question s'est

posée de savoir comment rendre les investisseurs privés responsables de leurs décisions et leur faire supporter une partie du coût de l'aide d'urgence aux pays en difficulté. En outre, à mesure que la crise se développait, le débat s'est porté sur l'orientation à donner à la politique monétaire pour remédier au plus tôt à la perte de confiance dans la monnaie nationale. Enfin, il a fallu entreprendre une vaste restructuration des systèmes bancaires domestiques.

Explosion du crédit intérieur et fragilité du système financier

L'une des principales causes de la crise a été le manque de prudence dont les banques de plusieurs pays ont fait preuve en accroissant leurs crédits à un rythme extraordinairement rapide au cours de la présente décennie. Ce comportement a généralement provoqué une envolée des prix des actifs, concrétisée surtout par un excès d'investissement dans l'immobilier. Les banques ont aussi financé (parfois à l'instigation des autorités) des projets industriels qui visaient à augmenter les parts de marché sans prêter suffisamment attention à la rentabilité. Il convient également de mentionner le rôle important de sociétés liées à des groupes japonais. La hausse du yen à la fin des années 80 avait amené ceux-ci, grâce aux prêts octroyés par les banques de leur pays, à délocaliser leur production vers les économies d'Asie à bas salaires. Quand l'expansion a pris fin, la profonde fragilité des systèmes bancaires locaux – analysée en détail dans le 67^e Rapport annuel – est apparue en pleine lumière.

Le crédit bancaire a augmenté de plus de 10% l'an, en termes réels, pendant la présente décennie dans la plupart des pays d'Asie mentionnés au tableau VII.1: pour plusieurs d'entre eux, l'expansion a même pratiquement atteint 20%. Durant les années 80, elle avait souvent été aussi forte, mais elle partait d'un ratio crédit bancaire/PIB beaucoup plus faible. En revanche, à partir de 1995, ce ratio a fréquemment dépassé le niveau généralement constaté dans le monde développé. Bien qu'il soit difficile d'obtenir des données détaillées et fiables, l'activité des sociétés financières et institutions similaires a sans doute nettement aggravé le caractère risqué de cette expansion, due en grande partie à l'absence d'un véritable marché des obligations dans de nombreux pays d'Asie, qui obligeait les entreprises à recourir à l'emprunt bancaire.

Cette expansion extraordinaire n'était pas due surtout à de nouvelles possibilités d'investissement hautement rentables, mais au fait que les banques des pays où le crédit se développait très vite acceptaient des marges de plus en plus étroites, alors même que les entreprises prenaient plus de risques (les primes se sont toutefois quelque peu élargies en Indonésie). Les estimations présentées dans le tableau montrent que les marges d'intérêt nettes des banques ne dépassaient guère leurs coûts d'exploitation et que, par conséquent, elles ne se protégeaient pas vraiment contre les risques. Pourtant, ceux-ci augmentaient à mesure que de nouveaux domaines d'activité s'ouvraient, que les entreprises s'endettaient et que l'explosion de la valeur des actifs (immobiliers, en particulier) exposait les emprunteurs et les détenteurs de garanties au risque de chute des prix.

Avant la libéralisation, la rentabilité de l'intermédiation bancaire était en général assurée par un encadrement qualitatif et quantitatif du crédit et un

Expansion rapide
du crédit bancaire

Les marges
diminuent alors
que les risques
augmentent

Secteur bancaire: expansion du crédit et indicateurs							
	Crédit bancaire au secteur privé ¹			Indicateurs du secteur bancaire			
	Taux annuel d'expansion ²		En % du PIB	Coûts d'exploitation		Marge d'intérêt nette	
	1981-89	1990-97 ³		1990-94	1995-96	1990-94	1995-96
en % des actifs							
Inde	8	4	24	2,3	2,5	3,1	3,5
Chine ⁴	12	13	97	1,0	1,4	1,7	2,2
Hong-Kong	13	8	157	0,1 ⁵	0,4	0,2 ⁵	0,3
Taiwan	15	13	138	1,3	1,3	2,1	2,2
Corée	13	12	64	1,9 ⁶	2,1	2,2 ⁶	2,2
Indonésie	22	18	57	2,3	2,8	3,3	3,6
Malaysia	11	16	95	1,6 ⁵	1,4	4,7 ⁵	3,2
Philippines	- 5	18	52	4,0	3,5	5,3	4,8
Singapour	10	12	97	0,8	0,7	2,2	2,0
Thaïlande	15	18	105	1,9	1,8	3,6	3,6
Argentine	- 2	4	18	11,0	6,3	13,1	7,2
Brésil	7	2	24	10,1	6,7	15,5	6,7
Chili	8	11	53	3,1	3,2	6,3	5,7
Colombie	7	9	20	7,5	7,5	8,7	10,0
Mexique	- 2	7	14	4,0	3,0	5,4	4,4
Pérou	-13	27	19	9,9	7,0	8,0	7,0
Venezuela	- 3	-9	9	5,9	7,3	9,5	17,2
<i>Pour mémoire:</i>							
États-Unis	5	½	65	3,7	3,4	4,1	3,8
Japon	8	1½	111	1,0	1,1	1,2	1,5
Pays européens du G 10 ⁷	6	4	89	2,1	1,9	2,3	2,0

¹ Moyenne annuelle. ² Corrigé de l'indice des prix à la consommation. ³ Données provisoires. ⁴ Crédit bancaire: hors administration centrale. ⁵ 1993-94. ⁶ 1991-94. ⁷ Moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 1990.

Sources: banques centrales; FMI, *Statistiques financières internationales*; IBCA Ltd. Tableau VII.1

La libéralisation n'est pas appuyée par d'autres réformes

plafonnement des taux d'intérêt sur les dépôts. Les réformes n'ont donc pas seulement donné aux banques une plus grande liberté d'action, elles les ont souvent forcées aussi à chercher de nouvelles activités, en raison de la compression des marges sur leurs opérations traditionnelles. Dans bien des cas – comme dans les pays industriels, d'ailleurs –, cette érosion des profits n'a pas entraîné la restructuration qui aurait été effectuée dans d'autres secteurs. Les établissements moins efficaces n'ont pas été contraints de disparaître ou de fusionner avec des banques mieux gérées; au contraire, la garantie de l'État, implicite ou explicite, a maintenu à flot des institutions non rentables. Autre problème générique, les banques qui s'étaient développées dans un régime très réglementé n'ont pas su évaluer les précautions supplémentaires requises par un environnement libéralisé où elles ne peuvent augmenter leurs bénéfices qu'en prenant plus de risques et en sachant les tarifier. Leur comportement grégaire a exacerbé cette carence: elles estimaient qu'elles devaient suivre

l'expansion de leurs concurrentes, jugeant peut-être que, si elles se trouvaient toutes menacées en même temps, les pouvoirs publics leur viendraient en aide.

Paradoxalement, cette expansion massive du crédit bancaire s'est produite alors que les taux d'intérêt réels à court terme étaient positifs, approchant ou dépassant 5% en moyenne pour la Corée, l'Indonésie, les Philippines et la Thaïlande en 1990–95. Ce phénomène s'explique surtout par l'optimisme généralisé sur les perspectives de l'économie, justifié par le fait que ces pays n'avaient pas connu depuis longtemps une seule année de croissance nulle, ni même faible. Ainsi, avant la crise, le dernier exemple de hausse réelle du PIB nettement inférieure à 5% remonte à 1985 en Indonésie, 1986 en Malaysia, 1980 en Corée et 1972 en Thaïlande. Cette réussite constante a entraîné une forte augmentation des prix des actifs et amené les entreprises et les ménages, ainsi que les banques, à sous-estimer les risques inhérents à un excès d'investissement. D'ailleurs, les agents économiques des pays développés ont souvent commis cette erreur, même dans des circonstances moins euphoriques.

Pendant plusieurs années, la hausse des prix des actifs et l'expansion du crédit bancaire se sont mutuellement renforcées. En effet, dans certains pays, les établissements investissaient en actions ou prenaient des participations dans d'autres types d'institutions financières soumises à un contrôle prudentiel moins rigoureux et qui pouvaient ainsi encourir des risques interdits aux banques. Parallèlement, les prêts liés à l'immobilier sont montés en flèche, alimentant un essor sans précédent dans ce secteur. Les emprunteurs continuaient à lever des fonds – même à des taux d'intérêt élevés – pour acheter des actifs qui s'appréciaient rapidement, alors que les banques continuaient à octroyer des crédits puisque la valeur de leurs garanties augmentait. Les financements se développaient également pour d'autres activités, dans la mesure où les actions et les biens immobiliers paraissaient offrir aux banques de solides garanties tant qu'ils se revalorisaient. La forte rentabilité de ces actifs en Asie pendant les premiers stades du boum en a majoré le prix et souvent incité les banques et autres institutions financières à se livrer une concurrence acharnée, qui a comprimé leurs marges au moment même où les risques s'intensifiaient. Or, il est très difficile de savoir à partir de quel point le prix d'un bien immobilier dépasse sa valeur actualisée, surtout dans les pays en rapide développement où il est malaisé d'évaluer les gains à venir.

La conséquence la plus insidieuse de ce processus est peut-être qu'il a favorisé une attitude complaisante des emprunteurs et des banques à l'égard du risque. Les premiers ont méconnu le risque de hausse des taux d'intérêt, parce que les prix des actifs augmentaient en général beaucoup plus vite. Ils n'ont pas compris qu'il s'aggrave après la libéralisation, dans la mesure où les taux deviennent bien plus volatils quand ils sont déterminés par le marché. Or, trop souvent, des projets à long terme étaient financés par des emprunts à court terme ou à taux variable.

Les banques, qui détenaient en garantie des créances sur des biens dont la valeur montait sans cesse, ont été incitées à négliger l'évaluation méthodique du risque de crédit. De plus, l'absence de marché des obligations en monnaie locale signifiait que les établissements d'Asie collectant des dépôts essentiellement à court terme éprouvaient des difficultés pour couvrir leurs prêts à long terme.

La longue période
de croissance ...

... et l'explosion
des prix des actifs ...

... engendrent
une attitude
complaisante à
l'égard du risque

Elles pouvaient certes limiter le risque d'asymétrie des échéances apparentes en accordant ces prêts à taux variable, ce qu'elles ont fait. Cette protection était cependant assez illusoire: une forte augmentation des taux d'intérêt pouvait rendre les clients insolvables, transformant ainsi le risque de taux en risque de crédit.

Actifs bancaires
insuffisamment
diversifiés ...

Une diversification prudente des actifs constitue un autre élément essentiel à la solidité du système bancaire. Or, dans certains pays d'Asie, les possibilités de diversification peuvent avoir été sévèrement limitées par la spécialisation poussée de l'économie (par exemple, dans l'électronique ou le tourisme). En outre, des établissements se trouvaient trop engagés envers un même emprunteur, avec lequel ils avaient souvent des liens étroits. D'autre part, dans plusieurs pays, le gouvernement incitait les institutions à s'engager massivement pour soutenir les projets, industries ou sociétés qu'il voulait favoriser.

... et fonds
propres trop
faibles

Comme la gestion du risque devient plus délicate dans un système libéralisé, il est particulièrement important d'établir un cadre de contrôle prudentiel solide. De surcroît, les banques qui opèrent dans un contexte plus risqué ou moins diversifié doivent adopter des ratios de fonds propres ou d'actifs liquides plus élevés que celles qui travaillent dans un environnement stable. Or, c'est seulement à Hong-Kong (18%), aux Philippines (17%) et à Singapour (19%) que ces ratios ont nettement dépassé le minimum fixé par l'accord de Bâle sur les fonds propres. En outre, le capital des banques était souvent surestimé du fait qu'elles ne provisionnaient pas les prêts avérés improductifs ou estimés douteux. En général, les établissements ne prenaient pas suffisamment en compte le risque de dégradation de l'économie. Comme les événements récents l'ont bien montré, une crise macroéconomique peut mettre à jour les carences d'un système bancaire, parce que la récession menace la solvabilité mais aussi parce qu'il faut relever les taux d'intérêt (ou baisser le cours de change) pour remédier à une perte de confiance.

Abondance des liquidités dans le monde

Abondance
des liquidités
mondiales ...

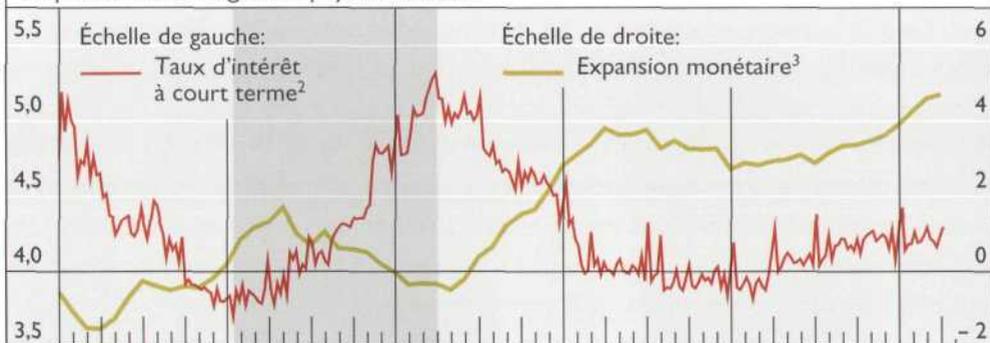
L'accroissement des liquidités mondiales, ces dernières années, a facilité la constitution de gros placements financiers en Asie. Les années 90 avaient commencé par un net assouplissement des conditions monétaires dans la plupart des grands centres financiers, du fait de la détente progressive des taux à court terme. L'interruption de cette tendance par le resserrement de la politique monétaire aux États-Unis à partir du début de 1994 s'est avérée temporaire; le nouveau repli progressif des taux d'intérêt américains un an après, conjugué aux baisses régulières dans les autres grands pays, a entraîné une accélération de l'expansion de la monnaie au sens large dans le monde industriel (graphique VII.1, cadre du haut).

... et
surfinancement
des déficits par
des entrées à
court terme

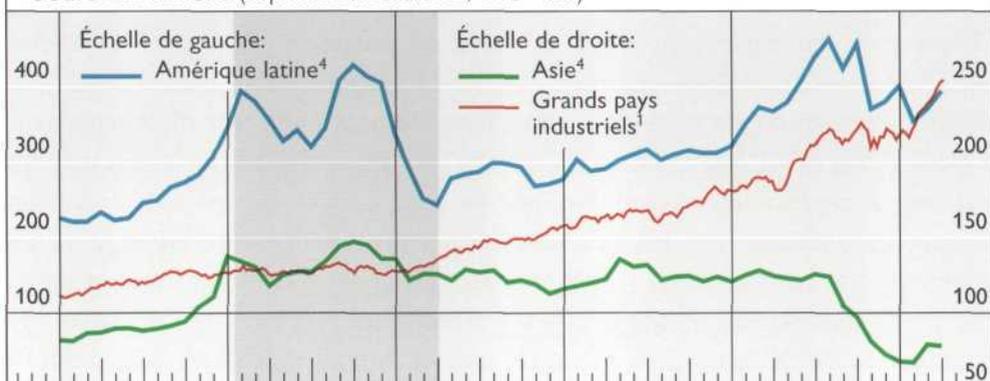
Dans ce contexte, les entrées de capitaux privés ont largement compensé les déficits croissants des paiements courants dans plusieurs pays d'Asie, et les réserves officielles ont continué de s'accroître. En même temps, la structure du financement extérieur s'est modifiée: le crédit bancaire et les émissions d'obligations ont été privilégiés au détriment des entrées nettes sur actions – investissements direct et de portefeuille (tableau VII.2). Les prêts interbancaires ont pris une place particulièrement importante. De ce fait, non seulement les

Liquidité, cours des actions et prêts bancaires aux marchés émergents

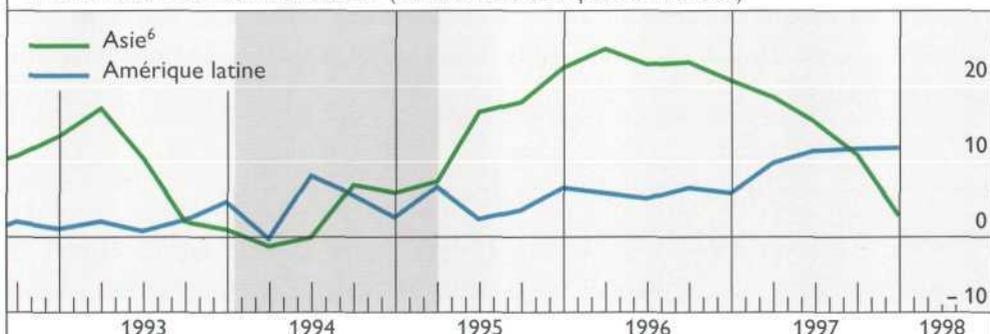
Liquidité dans les grands pays industriels¹



Cours des actions (exprimés en dollars EU, 1990 = 100)



Prêts bancaires internationaux⁵ (variation en % sur quatre trimestres)



¹États-Unis, Japon, Allemagne, France et Royaume-Uni: moyenne pondérée. ²Au jour le jour; le maximum et le minimum délimitent la zone ombrée, qui représente une période de resserrement monétaire. ³Variation de l'agrégat large, corrigée du glissement annuel des prix à la consommation. ⁴Indices de la SFI; Asie: hors Hong-Kong, Japon et Singapour. ⁵Variation, hors effets de change, des créances des banques déclarantes BRI sur le secteur non bancaire en Asie et Amérique latine. ⁶À l'exclusion du Japon.

Sources: Société financière internationale (SFI); données nationales; BRI.

Graphique VII.1

économies sont devenues plus dépendantes de la dette que des apports de fonds propres, mais les entrées, le plus souvent en devises, se sont portées davantage sur le court terme. Cette évolution, qui évoque à certains égards la part croissante des avoirs en dollars dans la dette mexicaine en 1994, allait rendre les pays plus vulnérables aux pressions extérieures sur la liquidité. Contrairement à ce qui s'était passé pour le Mexique, toutefois, la crise les a frappés alors même que les disponibilités mondiales restaient très abondantes.

Les marchés des actions donnent un premier signal d'alarme ...

Cette abondance de fonds n'a pas eu la même influence sur tous les marchés. Durant la période d'euphorie boursière, en particulier, les cours sont restés relativement bas dans les économies d'Asie (exception faite, notamment, de la Chine et de Hong-Kong). Sur de nombreuses places de cette région, les ratios cours/bénéfices avaient atteint une pointe vers la fin de 1993, à des niveaux très supérieurs à ceux constatés à l'époque aux États-Unis (graphique VII.2). Leur chute marquée, par la suite, sur la plupart des marchés asiatiques (alors qu'ils montaient fortement aux États-Unis) laisse supposer que les investisseurs anticipaient déjà un tassement des bénéfices des sociétés et commençaient peut-être à percevoir les vulnérabilités qui allaient contribuer à la crise (chapitre V). Les actions sont, bien entendu, beaucoup plus sensibles aux changements des anticipations de profits que les obligations ou les prêts bancaires. De plus, les opérations de sauvetage financier ne compensent que rarement, ou même jamais, les pertes subies par les actionnaires.

... mais les prêts bancaires augmentent ...

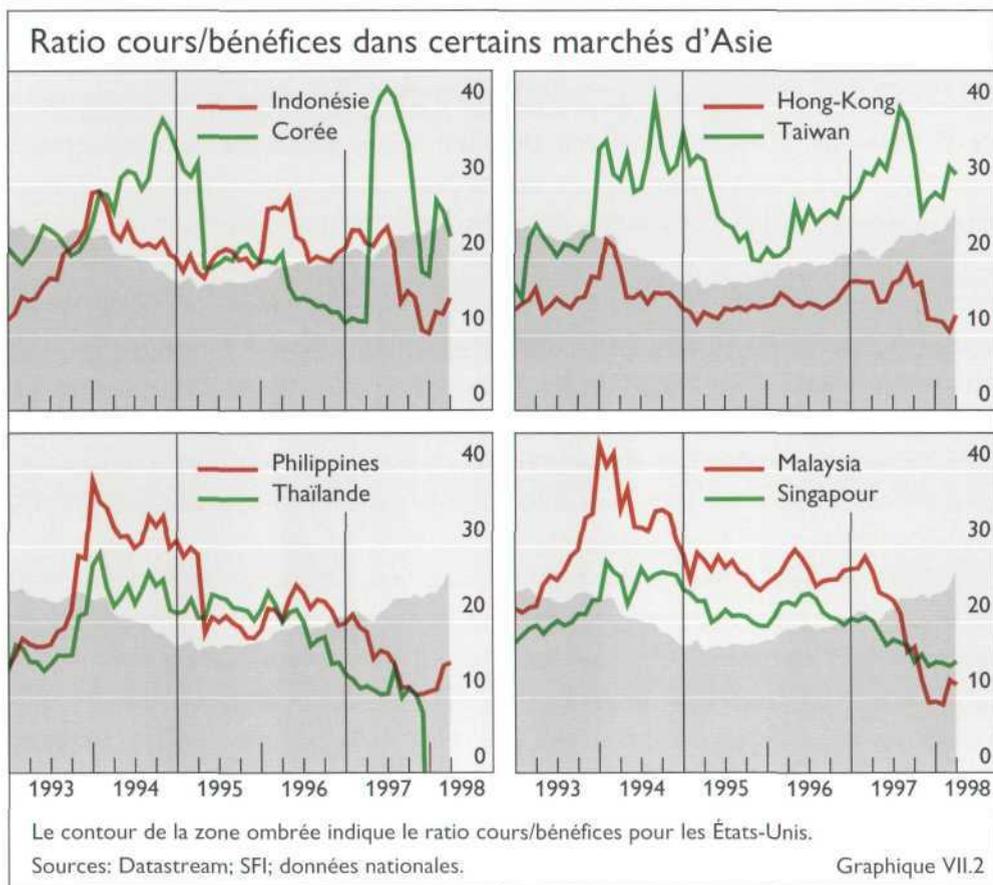
En revanche, l'évolution des *prêts bancaires internationaux* a suivi étroitement celle des liquidités mondiales. Ainsi, en 1995 et durant une grande partie de 1996, les concours au secteur non bancaire d'Asie sont montés en flèche (graphique VII.1), les flux destinés à la Corée, l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande atteignant \$15 milliards l'an (tableau VII.2). De plus, selon les estimations de la BRI, les emprunts des banques des cinq pays d'Asie les plus touchés par la crise se sont élevés à quelque \$43 milliards l'an pour la même période. Sur l'ensemble des crédits, 40% environ étaient libellés en yens et le reste principalement en dollars; les deux tiers comportaient une échéance inférieure à un an. Les banques européennes, relativement peu impliquées dans les premiers temps, ont assuré plus de la moitié des concours à ce groupe de pays entre début 1995 et mi-1997. Les établissements d'Asie reprêtaient ces capitaux sur place, souvent pour financer des activités de nature essentiellement locale. Le pays qui a le plus recouru aux emprunts en devises est l'Indonésie, où ils représentaient un tiers environ des bilans des banques domestiques.

Les garanties ou encouragements des gouvernements ont certainement joué un rôle dans cette expansion. Certaines banques étrangères ont pu croire que les

Financements internationaux à destination de cinq pays d'Asie ¹				
	1990-94	1995 T1- 1996 T3	1996 T4- 1997 T3	1997 T4
	moyenne annuelle			sur 3 mois
	en milliards de dollars EU			
Prêts interbancaires nets	14	43	11	-31
Prêts bancaires au secteur non bancaire	2	15	11	-1
Émissions nettes d'obligations	3	17	32	1
Total	19	75	54	-31
<i>Pour mémoire:</i>	1990-94	1995-96	1997	
Entrées nettes sur actions ²	11	17	2	

¹ Corée, Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande. ² Estimations, établies par l'IIF, des entrées d'investissement direct et de portefeuille en actions.
Sources: Institute of International Finance (IIF); BRI.

Tableau VII.2



établissements asiatiques bénéficiaient d'une garantie implicite des pouvoirs publics pour leurs emprunts extérieurs (chapitre V). En outre, les transactions des banques domestiques avec l'étranger – longtemps réglementées – ont été souvent libéralisées avant que leurs responsables aient acquis les compétences nécessaires pour gérer le risque de change ou que le cadre du contrôle prudentiel ait été suffisamment renforcé pour effectuer un suivi efficace. Parfois, la politique des autorités a été guidée par la volonté de créer une place franche bancaire. Ainsi, l'instauration, début 1993, des Bangkok International Banking Facilities (BIBF), qui visaient à faire de cette ville un centre financier international, a permis aux établissements locaux d'emprunter en dollars (les autorités ont cependant été amenées par la suite à durcir progressivement les règles définissant les modalités de prêt ultérieur sur le marché domestique). De surcroît, les banques étrangères ont été incitées à penser que le volume de leurs opérations sur les BIBF leur donnerait plus de chances d'être agréées sur le marché intérieur.

Certaines autres mesures ou pratiques des pouvoirs publics ont pu avoir pour effet – involontairement – d'encourager les emprunteurs d'Asie à prendre des risques excessifs sur les devises et les échéances. Par exemple, les parités fixes ou quasi fixes en vigueur depuis longtemps ont probablement amené les agents à mal évaluer le risque de change. Dans un régime flexible, où la monnaie fluctue souvent dans les deux directions, les entreprises et les ménages apprennent au quotidien à prendre en compte ce risque. En revanche, si, après des années de stabilité nominale (ou de dépréciations régulières à un rythme prévisible), un changement brutal et marqué intervient, les agents privés risquent

... encouragés parfois par des garanties officielles

Le rattachement de la monnaie fausse la perception du risque de change

d'être pris au dépourvu. En Asie comme ailleurs, la conjonction d'un cours de change fixe et de taux d'intérêt et d'inflation relativement élevés a poussé les résidents à emprunter en devises pour financer leurs activités ou acquisitions d'actifs en monnaie nationale. Une «illusion monétaire inverse» (les agents raisonnant en termes de taux d'intérêt sur dollar ou yen corrigé de l'inflation locale) a encore encouragé le surendettement en devises. Les banques d'Asie ont parfois fait l'erreur de supposer qu'il leur suffisait d'équilibrer leurs emprunts par des prêts en devises aux résidents (pour leurs activités en monnaie nationale). Les établissements du Mexique et de certains pays européens ont commis la même faute à l'époque où le cours de change était fixe ou fluctuait à l'intérieur d'une bande. Dans une situation de ce genre, une forte dépréciation dégrade la solvabilité de leurs clients, si bien que le risque de change qu'ils pensaient avoir évité réapparaît sous forme d'un risque de crédit.

Asymétrie des
échéances dans
les prêts bancaires

Dans une très forte proportion, les prêts bancaires internationaux étaient soit à court terme, soit assortis d'un taux variable. Les banques considèrent naturellement les prêts à court terme comme plus sûrs, parce qu'ils présentent un profil d'échéances comparable à celui de leurs ressources et leur permettent d'ajuster rapidement leurs positions. Cette analyse trouve son expression dans les pratiques en matière de contrôle bancaire et de pondération des risques. La situation des banques est, en effet, plus solide quand elles prêtent à court terme à des entreprises dont les autres sources de financement sont à longue échéance. Tel n'était pas souvent le cas en Asie. Bien que l'on ne dispose pas de statistiques complètes, il apparaît que les investissements à long terme en actifs domestiques réels (par exemple, immobiliers) étaient fréquemment financés en quasi-totalité par des emprunts bancaires à court terme; cette asymétrie des échéances comporte des risques majeurs. Quand la crise a amené les banques étrangères à réévaluer le risque asiatique, certains emprunteurs ont éprouvé des difficultés pour renouveler leurs crédits ou ont dû payer des taux beaucoup plus élevés. Quelques-uns ont même fait défaut.

Les marges sur
obligations se
réduisent ...

L'évolution des liquidités mondiales paraît aussi s'être reflétée dans les marges sur les *titres de dette* des marchés émergents. Ces marges, qui avaient augmenté en 1994 avec le resserrement de la politique monétaire, se sont en général notablement rétrécies à partir du début de 1995 (graphique VII.3). C'est particulièrement évident pour la prime des obligations Brady, souvent utilisée comme baromètre du coût de financement pour les économies émergentes: elle a beaucoup baissé après le premier trimestre de 1995 (époque où les répercussions immédiates de la crise mexicaine avaient provoqué une hausse brutale). Bien que les écarts du marché secondaire se soient aussi réduits, ceux des nouvelles émissions ont eu tendance à s'élargir – peut-être parce que les emprunteurs moins bien notés ont voulu et pu faire appel à ce marché. En même temps, les échéances apparentes ont eu tendance à s'allonger: comme la solvabilité des économies émergentes semblait s'être améliorée, les investisseurs ont été davantage disposés à octroyer des financements plus longs.

... et les émissions
augmentent

Ces facteurs ont permis une forte augmentation des émissions obligataires des résidents des pays en développement d'Asie au second semestre de 1996 et au premier de 1997, au moment où l'expansion des prêts bancaires internationaux se ralentissait. De prime abord, les marchés financiers internationaux semblent

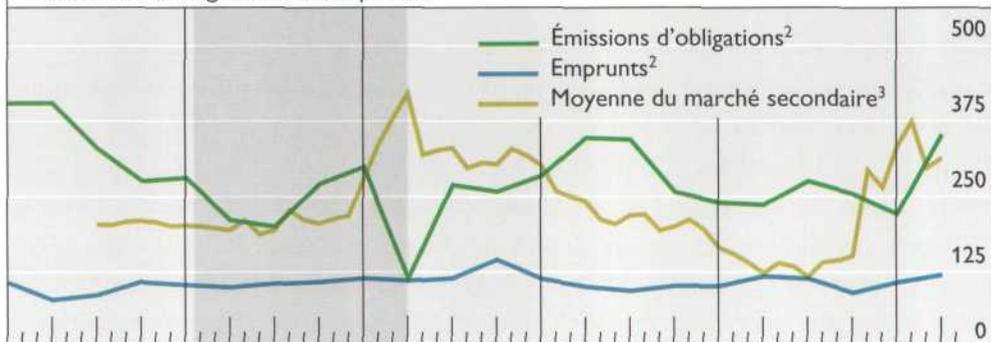
Dettes des marchés émergents: primes¹

En points de base

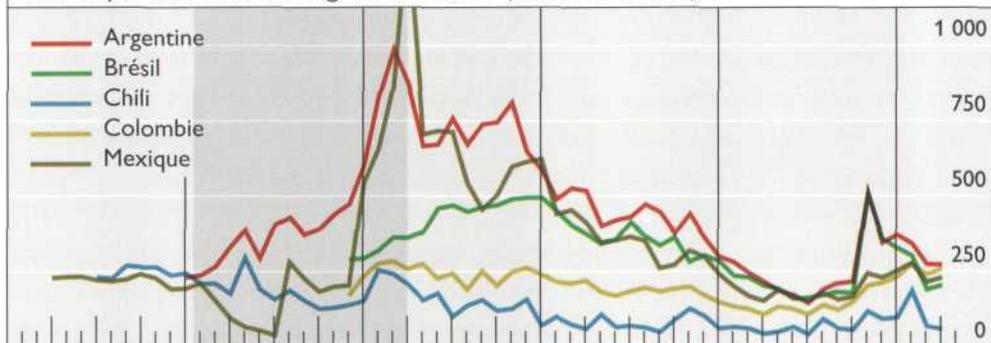
Obligations Brady



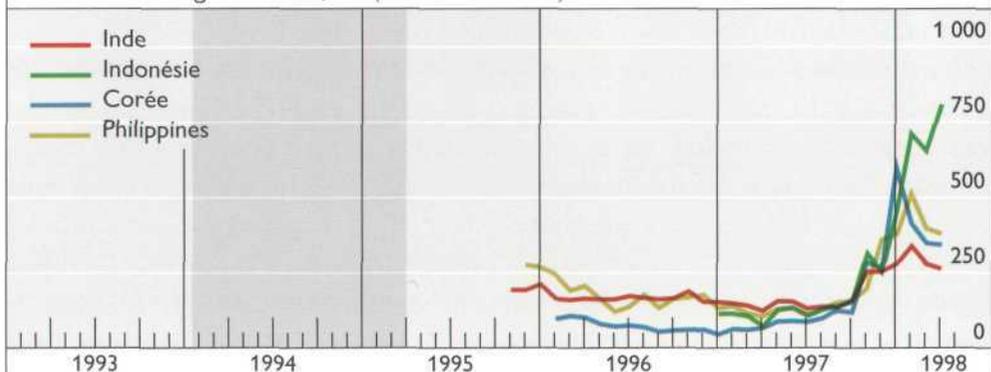
Émissions d'obligations et emprunts



Amérique latine: euro-obligations en \$EU (marché secondaire)



Asie: euro-obligations en \$EU (marché secondaire)



La zone ombrée représente une période de resserrement monétaire (graphique VII.1).

¹Par rapport à l'obligation du Trésor des États-Unis d'échéance correspondante (emprunts: par rapport au LIBOR). ²Sur la base d'un sous-groupe pour lequel les primes étaient connues.

³Moyenne non pondérée des pays figurant dans les deux cadres inférieurs.

Sources: Datastream; Euromoney; Bondware et Loanware; J.P. Morgan.

Graphique VII.3

avoir rempli une fonction utile en permettant aux emprunteurs asiatiques d'allonger leurs échéances et de réduire leur dépendance vis-à-vis des banques. Toutefois, les émissions à longue échéance étaient parfois assorties de dispositions (prévoyant, par exemple, un remboursement anticipé, au cas où la note de crédit du pays descendrait au-dessous de la catégorie des investissements de qualité), qui en faisaient des titres à court terme en cas de crise. Comme d'autres formes de contrats contenaient des clauses similaires (ainsi, certains prêts à moyen terme donnaient au créancier la possibilité d'exiger le remboursement à des dates déterminées), la distinction entre financements longs et courts s'en trouvait estompée.

Accroissement
des marges
après la crise

C'est seulement au quatrième trimestre de 1997 – donc bien après l'éclatement de la crise – que les marges sur la dette des économies émergentes se sont fortement élargies. Exprimées en moyenne simple, celles du marché secondaire (pour les principaux pays) sont passées de près de 130 points de base en moyenne en juin 1997 à 375 points en janvier 1998, avant de retomber quelque peu au cours des mois suivants. Les primes des emprunteurs d'Asie ont dépassé celles des résidents d'Amérique latine, contrairement à la situation antérieure. Dans le cas des obligations indonésiennes, elles ont continué de s'élargir pendant les premiers mois de 1998, atteignant une moyenne de 750 points en mars. En conséquence, les émissions ont considérablement diminué (voir chapitre VIII pour de plus amples détails).

Ces mouvements prononcés des marges démontrent les difficultés que les marchés financiers ont éprouvées pour évaluer le risque. D'aucuns ont suggéré que le rétrécissement de 1995 et 1996 était dû à une sous-évaluation substantielle du risque. Toutefois, une comparaison de la BRI entre diverses catégories de risques dans les marchés émergents (67^e Rapport annuel) n'a fait apparaître aucune diminution du rapport marge d'intérêt/note de crédit au milieu des années 90; autrement dit, la prime payée par les emprunteurs à haut risque par rapport aux signatures plus sûres ne s'était pas rétrécie.

Rôle des agences
de notation

De plus, le comportement des principales agences de notation avant et pendant la crise a parfaitement montré les sérieuses difficultés rencontrées par les experts eux-mêmes pour évaluer le risque. On s'est beaucoup étonné que, malgré les informations amplement diffusées sur l'alourdissement du déficit courant et de l'endettement extérieur à court terme de plusieurs pays d'Asie à partir de 1995, les agences n'aient pas notablement modifié leur évaluation des risques inhérents à la dette à long terme en devises. Elles ont même relevé, avant la crise, les notes de la Corée (mai 1995), de l'Indonésie (avril 1995) et de la Thaïlande (décembre 1994) – rabaisant toutefois d'un cran cette dernière, en avril 1997. Il faut pourtant reconnaître que certains de leurs jugements, à partir de 1995, ont été ensuite validés par les événements. Les Philippines, par exemple, qui ont mieux supporté la crise que les autres pays, avaient vu leur note relevée (par les deux grandes agences) à deux reprises depuis mai 1995.

C'est seulement plusieurs mois après l'éclatement de la crise que l'évaluation s'est radicalement modifiée pour l'Indonésie et la Thaïlande. Quand la Corée a été touchée, les agences ont réagi: au dernier trimestre de 1997 et au premier de 1998, les trois pays ont subi plusieurs déclassements qui ont amené leur note de crédit dans la catégorie des investissements de moindre qualité (tableau VII.3).

Crise asiatique et notation du crédit souverain*									
	Moody's		S&P			Moody's		S&P	
		Date		Date			Date		Date
Chine	A3	18.5.88			Malaysia	Baa1	18.11.86		
	Baa1	8.11.89	BBB	20.2.92		A3	↑ 12.3.90	A-	26.6.89
	A3	↑ 10.9.93	BBB+	↑ 14.5.97		A2	↑ 11.3.93	A	↑ 8.7.91
Corée	A2	18.11.86	A+	1.10.88	A1	↑ 15.3.95	A+	↑ 29.12.94	
	A1	↑ 4.4.90	AA-	↑ 3.5.95	A2	21.12.97	A	23.12.97	
			A+	24.10.97	Philippines	Ba3	1.7.93	BB-	2.7.93
	A3	27.11.97	A-	25.11.97		Ba2	↑ 12.5.95	BB	↑ 30.5.95
	Baa2	10.12.97	BBB-	11.12.97		Ba1	↑ 18.5.97	BB+	↑ 21.2.97
	Ba1	21.12.97	B+	22.12.97	Singapour	Aa3	20.9.89	AA	24.5.89
		BB+	↑ 18.2.98	Aa2		↑ 24.5.94	AA+	↑ 6.9.91	
				Aa1		↑ 18.1.96	AAA	↑ 6.3.95	
Hong-Kong	A2	9.11.88	A	9.2.90	Taiwan				
	A3	8.11.89	A+	↑ 14.5.97		Aa3	24.3.94	AA	20.4.89
Indonésie								AA+	↑ 2.8.91
	Baa3	14.3.94	BBB-	20.7.92	Thaïlande			A-	26.6.89
			BBB	↑ 18.4.95		A2	1.8.89	A	↑ 29.12.94
			BBB-	10.10.97		A3	8.4.97	A-	3.9.97
	Ba1	21.12.97	BB+	31.12.97		Baa1	1.10.97	BBB	24.10.97
	B2	9.1.98	BB	9.1.98		Baa3	27.11.97		
			B	27.1.98		Ba1	21.12.97	BBB-	8.1.98
B3	20.3.98	B-	11.3.98						

* Dette à long terme en devises. (Les autres catégories de dette sont affectées d'une notation différente.)
↑ = relèvement; en l'absence de symbole: déclassement. En italique, émissions de moindre qualité.

Tableau VII.3

Ces révisions drastiques étaient principalement dues à la crainte que la situation de liquidité extérieure très précaire de ces pays n'accroisse les risques de défaut ou de retard de paiement. Quoiqu'il en soit, les agences ont généralement pris leurs décisions après un durcissement notable de la politique macroéconomique dans le cadre d'un programme du FMI, qui mettait probablement les pays en meilleure position dans le long terme pour assurer le service de leur dette extérieure. (La note de la Corée a été relevée en février 1998, après la conclusion d'un accord sur l'allongement des échéances de sa dette bancaire.)

Gestion des avoirs et engagements internationaux

La crise a été exacerbée par deux carences dans la gestion des avoirs et engagements sur l'extérieur: pénurie de liquidités en devises et diversification insuffisante en avoirs financiers étrangers.

Dans plusieurs pays, la dette extérieure à court terme a considérablement dépassé le niveau des réserves de change (tableau VII.4). Elle avait été en grande partie contractée par le secteur privé, qui, en théorie, aurait dû supporter les conséquences de son évaluation du risque. Dans la pratique, cependant, il en a été tout autrement. Quand il est apparu que les économies étaient très

Pénurie de devises

vulnérables aux chocs et que l'on a cessé de croire à la viabilité du rattachement du cours de change, les résidents dont les passifs extérieurs à court terme n'étaient pas couverts ont cherché à protéger leurs positions. Comme les autorités n'ont donné suffisamment de souplesse ni aux taux d'intérêt ni au cours de change, ils ont souvent pu se couvrir aux dépens des réserves de change de la banque centrale, à la fois au comptant et à terme. Ainsi, en Thaïlande, la position courte en devises de la banque centrale sur le marché à terme atteignait vers le milieu de l'année un niveau estimé à \$24 milliards (dont \$15 milliards environ vis-à-vis de l'étranger) – soit quelque quatre cinquièmes des réserves de change. En Corée, les interventions sur les marchés au comptant et à terme ont dépassé au total \$21 milliards au second semestre de 1997. En outre, fin novembre, près de \$17 milliards des \$24,4 milliards de réserves de la Banque de Corée étaient déposés auprès des succursales des banques coréennes à l'étranger ayant des difficultés pour faire face à leurs obligations en devises. En Indonésie, les autorités, qui disposaient de réserves de change limitées, n'avaient guère de marge de manœuvre. L'accumulation massive de dettes privées en devises (estimées par la banque centrale à \$73 milliards) a contribué à un effondrement du cours de change qui a eu des conséquences très dangereuses pour l'inflation et l'ensemble de l'économie. Les emprunts en devises des entreprises indonésiennes n'ont pas pu être honorés à échéance. La Malaisie et les Philippines, à l'inverse, avaient maintenu leurs réserves de change à un niveau très supérieur à celui de leur dette extérieure à court terme. En Malaisie, où le cours de change n'était pas fixé de façon rigide avant l'éclatement de la crise, les autorités ont préféré, devant les pressions, le laisser baisser et limiter ainsi leurs interventions.

limiter les risques
liés aux emprunts
en devises

Il importe au plus haut point que les emprunts en devises du secteur privé soient soumis à des règles de prudence. À cet effet, une première méthode consiste à mettre en place des contrôles ou des taxes dans le pays emprunteur pour limiter la dette en monnaies étrangères ou allonger son échéance. Dans le passé, cela s'est fait par le biais de restrictions quantitatives, en autorisant seulement les entreprises et banques les mieux notées à collecter des fonds à l'étranger, ou en exigeant que les débiteurs constituent des dépôts non rémunérés auprès de la banque centrale correspondant à un pourcentage donné de leurs emprunts. Les autorités ont parfois conçu de tels mécanismes pour freiner les entrées à court terme, par nature volatiles. Une deuxième méthode repose sur des mécanismes de prévention du risque de liquidité. C'est le cas, par exemple, en Argentine, où les banques commerciales sont obligées de détenir 20% de leur passif (le peso est convertible à parité avec le dollar) sous forme d'avoirs liquides: fin 1997, la moitié de ces réserves étaient placées à New York.

Dette extérieure à court terme, en % des réserves de change							
	Corée	Indonésie	Malaysia	Philippines	Thaïlande	<i>Pour mémoire: Mexique</i>	
Fin 1993	148	171	28	52	89	<i>Fin 1992</i>	124
Mi-1997	214	182	62	88	153	<i>Mi-1994</i>	173

Tableau VII.4

Elles sont aussi tenues de prendre les dispositions nécessaires pour avoir accès, en cas de difficultés, à des liquidités suffisantes en devises (notamment dans le cadre de lignes de crédit négociées à l'avance). La troisième méthode se fonde sur le durcissement des contraintes réglementaires imposées aux créanciers, surtout s'il s'agit de banques.

Il existe un problème plus fondamental: l'exposition d'un pays à des sorties soudaines de fonds augmente quand les étrangers détiennent des avoirs domestiques, à court terme ou non. Elle s'accroît aussi quand les résidents constituent de volumineux portefeuilles d'actifs financiers locaux qui, lorsque la monnaie est devenue convertible pour favoriser le compte de capital, peuvent être échangés contre des devises. Ainsi, certains instruments financiers qui, par nature, ne sont pas à échéance courte (actions, en particulier) peuvent être cédés en un instant. En outre, même les actifs en monnaie nationale difficiles à réaliser rapidement (par exemple, les investissements directs) peuvent être très vite couverts.

La vulnérabilité à de tels revirements est encore plus aiguë quand les investisseurs du pays n'ont pas internationalisé leurs portefeuilles. Bien que le taux d'épargne élevé dans tous les pays touchés par la crise ait entraîné une rapide accumulation d'actifs par le secteur privé, ces capitaux étaient pratiquement tous placés localement. L'épargne financière des ménages, en particulier, était surtout orientée vers les banques, qui prêtaient elles-mêmes sur le marché intérieur. Elle était aussi dirigée vers l'immobilier et le marché local des actions.

Apparemment, les institutions financières non bancaires n'ont pas davantage placé à l'étranger. Cette diversification limitée des établissements d'Asie était peut-être due en partie à certaines distorsions. En effet, les institutions financières, telles que fonds de pension et compagnies d'assurances, sont encore souvent soumises à des restrictions sur leurs placements extérieurs – comme c'est le cas dans plusieurs pays industriels. Toutefois, l'explication principale de la faiblesse relative de leurs actifs financiers hors d'Asie réside probablement dans le fait que, habituées depuis longtemps à obtenir un rendement élevé dans les économies dynamiques de la région, elles n'ont pas su voir les risques que présentait cette absence de diversification. Dans ces pays, les investisseurs préféraient détenir des actifs domestiques, réels ou financiers. Il n'y a pas lieu de s'en étonner, puisqu'une évaluation, même affinée, des risques fondée sur les volatilités passées ne pouvait les préparer à un choc aussi fort que celui de 1997–98. L'exemple de l'Amérique latine confirme cette préférence marquée pour les placements locaux: au Chili, les investisseurs institutionnels ne se sont guère tournés vers les actifs financiers étrangers quand la possibilité leur en a été offerte.

Quelle qu'en soit la raison, sans compter que les données sur les investissements de portefeuille internationaux ne sont jamais très complètes et peuvent faire l'objet de sous-déclaration délibérée, il apparaît qu'en Asie (Japon exclu) seuls Singapour (où le fonds de pension public investit en titres étrangers ainsi qu'en prêts au logement dans le pays) et Hong-Kong (où les fonds de pension placent massivement en titres extérieurs à la région) avaient constitué un stock important d'actifs financiers étrangers. Bien que plusieurs autres économies

Risques de sorties soudaines de fonds

Insuffisance d'investissements en actifs financiers étrangers

Flux extérieurs cumulés en Asie								
	Corée	Indonésie	Malaysia	Philippines	Singapour	Taiwan	Thaïlande	Japon
en milliards de dollars EU								
Paiements courants ¹	-48	-29	-27	-19	58	62	-64	664
<i>en % du PNB</i>	12	19	41	30	86	29	50	16
Investissements de portefeuille ²								
Actif	1	-	-	3	37	12	-	512
Passif	53	10	- 4	5	6	13	16	362

¹ 1990-96. ² 1990-96 (Indonésie, Malaysia et Philippines: 1990-95).

Tableau VII.5

d'Asie aient enregistré des taux d'épargne élevés et croissants, la part des capitaux investis en actions ou obligations non asiatiques y est restée faible (tableau VII.5). Dans de nombreux pays, les réserves de change représentent une forte proportion du total des actifs financiers étrangers. Les investissements institutionnels (notamment ceux des fonds de pension) semblent s'être concentrés dans le pays ou dans d'autres économies asiatiques comparables. Cette polarisation sur les titres (ou les biens immobiliers) locaux a contribué à gonfler la bulle des prix des actifs et exposé les investisseurs aux risques qu'implique l'absence de diversification internationale. Elle a peut-être aussi aggravé la fuite des capitaux pendant la crise, quand le danger de cette concentration est devenu plus apparent.

Les investisseurs des pays d'Asie auraient peut-être davantage diversifié leurs portefeuilles s'ils avaient clairement perçu les risques, notamment de change, liés à cette concentration. Les ratios excessifs d'investissement interne analysés dans le chapitre III auraient été moins hauts. Cela aurait non seulement freiné l'essor des prix des actifs, mais également accru les sorties de capitaux, compensant ainsi les entrées. En conséquence, les apports nets de fonds et les déficits des paiements courants auraient diminué – ce qui cadre mieux avec une économie à taux d'épargne élevé –, même en cas d'entrées brutes massives. La croissance économique aurait été plus lente, mais plus soutenable. Dans ces conditions, la crise pourrait avoir pour conséquence durable une augmentation des placements asiatiques en actifs financiers étrangers, préfigurant peut-être une réduction du déficit courant plus marquée qu'aujourd'hui. Si l'épargne des ménages se déplaçait des dépôts bancaires vers les marchés des capitaux, cette tendance s'en trouverait renforcée.

Étapes de la crise

La crise monétaire a éclaté alors que l'activité s'était déjà nettement ralentie et que les prix des actifs étaient soumis à de vives pressions. Dans ces conditions, la réticence des autorités à relever les taux d'intérêt se trouvait renforcée par une structure financière caractérisée par une dette essentiellement à court terme (ou à taux variables). Cela signifiait que toute hausse des taux frapperait immédiatement les emprunteurs et menacerait la viabilité des banques. Comme

Chronologie de la crise	
1997	
Début 1997	La pression sur le baht thaïlandais déclenche des interventions massives sur les marchés au comptant et à terme.
15 mai	La Thaïlande instaure des contrôles en vue d'isoler le marché domestique de l'extérieur, mais la pression perdure. L'application de mesures similaires dans d'autres pays à divers stades de la crise s'avère inefficace.
2 juillet	Flottement du baht. La pression gagne le peso philippin, le ringgit de Malaysia et la rupiah indonésienne.
11 juillet	La bande de fluctuation du peso philippin est élargie à l'intérieur de marges non précisées.
11 juillet	La bande de fluctuation de la rupiah indonésienne est portée de 8% à 12%.
Juillet	Le ringgit perd 4,8% sur le mois.
Août	Les cours des actions atteignent un sommet à Hong-Kong, le 7, et à Taiwan, le 26.
14 août	Flottement de la rupiah indonésienne.
20 août	Le FMI approuve un crédit de confirmation de \$3,9 milliards en faveur de la Thaïlande.
17 octobre	Les autorités cessent de soutenir le nouveau dollar de Taiwan, qui perd 6%. À Hong-Kong, la pression s'accroît sur le dollar local et le marché des actions.
20-23 octobre	Turbulences financières à Hong-Kong. L'indice Hang Seng perd 23% en trois jours. La pression monte sur le won coréen.
27 octobre	Baisse de 7% des cours des actions aux États-Unis. Les marchés des actions chutent en Amérique latine.
28 octobre	Baisse de 23% des cours des actions russes.
31 octobre	Après d'intenses pressions sur le real, la banque centrale du Brésil double son taux d'intervention, le portant à 43%.
5 novembre	Le FMI approuve un crédit de confirmation de \$10,1 milliards pour l'Indonésie, dont \$3 milliards immédiatement disponibles.
10 novembre	Hausse de 7 points des taux d'intérêt en Russie; les autorités annoncent que la bande d'intervention du rouble sera élargie de $\pm 5\%$ à $\pm 15\%$.
20 novembre	La bande de fluctuation quotidienne du won est élargie de $\pm 2\frac{1}{4}\%$ à $\pm 10\%$.
21 novembre	La Corée sollicite un crédit de confirmation du FMI.
4 décembre	Le FMI approuve un crédit de confirmation sur trois ans pour la Corée d'un montant record de \$21 milliards; \$5,6 milliards sont décaissés immédiatement.
16 décembre	Flottement du won coréen.
1998	
27 janvier	«Pause» sur la dette des entreprises en Indonésie.
29 janvier	Accord entre la Corée et ses créanciers extérieurs pour échanger \$24 milliards de dette à court terme contre des emprunts garantis par l'État assortis d'une prime de $2\frac{1}{4}$ - $2\frac{3}{4}$ points au-dessus du LIBOR 6 mois.
9-10 février	Le projet de création d'une caisse d'émission par l'Indonésie se heurte à l'opposition du FMI et de plusieurs pays créanciers, qui menacent de cesser leur assistance financière.
4 mars	Lors d'un second examen du programme économique de la Thaïlande, le FMI assouplit certains objectifs macroéconomiques et approuve le décaissement de la deuxième tranche.

Tableau VII.6

cette contrainte était connue des marchés des changes, beaucoup de banques centrales ont eu des difficultés à mettre au point une stratégie crédible pour défendre leur monnaie. Dans certains cas, la crédibilité était entamée, en outre,

par des incertitudes au sujet du pouvoir politique, amenant ainsi à douter de la capacité à mettre en œuvre une orientation économique relativement cohérente. L'adoption de contrôles administratifs et les incitations morales visant, entre autres initiatives, à arrêter l'exode des capitaux ou à dissocier les marchés internes des marchés extérieurs (dans l'espoir de les protéger contre de fortes hausses des taux dans ces derniers), loin d'être efficaces, n'ont fait qu'ébranler davantage la confiance des investisseurs.

Le tableau VII.6 retrace les principales étapes de la crise financière, la situation de chacun des pays concernés étant analysée de façon plus détaillée dans le chapitre III. Trois grandes vagues se sont succédé. D'abord, la mise en flottement du baht thaïlandais, début juillet, a déclenché des attaques contre le peso philippin, le ringgit de Malaysia et la rupiah indonésienne. Puis, le nouveau dollar de Taiwan et le dollar de Hong-Kong ont été soumis à de très fortes pressions en octobre (provoquant un affaiblissement supplémentaire des monnaies du Sud-Est asiatique qui avaient été les premières touchées); la Russie et l'Amérique latine, à leur tour, ont subi un rude contrecoup, les marchés des actions perdant 20% et plus en Argentine, au Brésil et au Mexique. Enfin, c'est le won coréen qui a été éprouvé, cependant que la situation de l'Indonésie empirait.

La contagion ...

... s'est opérée
en trois vagues

Cette crise complexe et, à bien des égards, inédite n'est pas encore terminée. Les divers canaux qui ont contribué à sa propagation sont étudiés en détail dans d'autres chapitres: réactions des investisseurs institutionnels (chapitre V), marchés des changes (chapitre VI) et activité bancaire et obligataire internationale (chapitre VIII). La première phase de la contagion, partie de la Thaïlande pour s'étendre à l'Indonésie, à la Malaysia et aux Philippines, paraît due essentiellement au fait que les investisseurs classaient généralement ces pays dans le même groupe (pour des raisons qui n'étaient d'ailleurs pas toutes fondées sur la similitude des données fondamentales de leur économie). Bien avant la crise, en effet, on observait déjà une corrélation entre les variations hebdomadaires sur le marché des actions thaïlandais et sur ceux des trois autres pays (tableau VII.7). Il est donc fort possible que les opérations de nombreuses institutions financières non bancaires d'Asie sur les marchés de la région aient accéléré l'extension de la crise. Plusieurs cas sont désormais bien connus: on sait, par exemple, qu'une grande entreprise d'investissement de Hong-Kong, qui a fait faillite, avait consenti un financement en dollars à une société indonésienne puis avait vendu ses participations aux prêts à haut rendement à des banques coréennes.

Après la chute des quatre premières monnaies, la compétitivité des autres pays asiatiques s'est trouvée sérieusement remise en cause, ce qui a

Mouvement hebdomadaire des cours des actions: corrélations avec la Thaïlande							
	Philippines	Singapour	Indonésie	Malaysia	Hong-Kong	Taiwan	Corée
Avant la crise*	0,38	0,38	0,35	0,34	0,26	0,06	-0,06
Après la crise*	0,66	0,53	0,64	0,61	0,42	0,22	0,57

* Le baht thaïlandais a été mis en flottement le 2 juillet 1997. Avant la crise: janvier 1995 – juin 1997; après la crise: juillet 1997 – février 1998.
Tableau VII.7

probablement joué un rôle important dans la propagation ultérieure de la crise. Les graves problèmes auxquels les banques ont été confrontées dans les pays où la monnaie venait de se déprécier ont alors attiré l'attention sur la fragilité de ce secteur partout ailleurs en Asie, surtout en Corée. Malgré un déficit courant modeste, une faible inflation et un change que les autorités laissaient fléchir depuis 1995, le won coréen a été soumis à d'intenses pressions, cependant que la crise naissante accentuait la corrélation entre les mouvements des différentes places boursières de la région. Ce phénomène, également observé pour d'autres turbulences financières, était sans doute dû aux activités des gestionnaires de portefeuilles d'actifs de plusieurs pays, qui expliqueraient aussi la transmission des chocs à l'Amérique latine et à l'Europe orientale (chapitre III).

À l'époque de la rédaction de ce rapport, la rupiah indonésienne ne s'était pas stabilisée et les difficultés politiques du pays s'étaient aggravées; malgré la grande nervosité des autres marchés financiers, le processus de contagion commençait à perdre de son intensité; en Chine comme à Hong-Kong, le change avait été préservé; à Singapour et Taiwan, la monnaie n'accusait qu'un modeste repli; au Brésil, une forte attaque contre le real avait été contrée.

Amorce hésitante d'une stabilisation

Réactions des autorités

Dans la plupart des pays d'Asie, la politique économique a dû faire face à un environnement financier extérieur difficile ces derniers mois. Entre 1996 et le second semestre de 1997, les entrées de capitaux qui venaient s'investir dans la région à un rythme proche de \$100 milliards par an ont fait place à des sorties d'une ampleur à peu près équivalente (tableau VII.8).

Renversement brutal des flux de capitaux ...

Les prêts bancaires internationaux au secteur non bancaire (Hong-Kong et Singapour compris, mais hors Japon) ont diminué de plus de \$9 milliards au dernier trimestre de 1997, soit la plus forte baisse jamais enregistrée, et certains pays ont même eu beaucoup de mal à obtenir des crédits commerciaux. Parallèlement, les dépôts des agents non bancaires asiatiques (hormis Japon,

... avec la contraction du crédit bancaire

Entrées nettes de capitaux privés en Asie et Amérique latine							
	1980-90	1991-93	1994	1995	1996	1997	
	Moyenne					S1 ¹	S2 ¹
	en milliards de dollars EU						
Total	13	83	75	79	166	138	- 13
Chine	2 ²	6	13	13	19	8	6
Autres pays d'Asie ³	5	32	24	38	77	62	-108
Brésil	4	7	8	32	34	26	27
Autres pays d'Amérique latine ⁴	2	38	30	-4	36	42	62

Entrées nettes de capitaux: différence entre le solde des paiements courants et la variation des réserves; les flux de capitaux privés sont calculés par différence à partir d'une estimation des flux officiels.

¹ Taux annuel. ² 1982-90. ³ Corée, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taiwan et Thaïlande. ⁴ Argentine, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela.

Sources: FMI, *Balance of Payments Statistics*; Institute of International Finance. Tableau VII.8

Hong-Kong et Singapour) auprès des banques déclarantes BRI ont augmenté de près de \$15 milliards, conséquence d'opérations de couverture tardives sur des positions en devises et, peut-être aussi, de fuites de capitaux. En outre, le montant net des prêts interbancaires internationaux a chuté de \$29 milliards, tandis que les écarts de rendement moyens des obligations internationales d'économies émergentes sur le marché secondaire se sont sensiblement accrus et demeurent d'ailleurs élevés.

Les mesures adoptées pour faire face à la crise peuvent être envisagées sous deux grandes rubriques: soutien de liquidité officiel à court terme et actions des autorités monétaires, en particulier sur les taux d'intérêt. Une vaste restructuration des systèmes bancaires est également en cours.

Soutien de liquidité officiel

Soutien de liquidité ...

Mis à part son montant record, l'aide officielle internationale dont les pays asiatiques ont bénéficié présente certains éléments communs avec le plan de sauvetage du Mexique mis au point antérieurement. D'abord, les crédits de confirmation du FMI ont été extrêmement élevés par rapport à la quote-part des pays, la limite étant normalement de trois fois celle-ci (tableau VII.9). Ensuite, ces concours ont été complétés par des aides bilatérales et multilatérales substantielles. Au total, ce sont \$117 milliards qui ont été mobilisés pour la Thaïlande, l'Indonésie et la Corée, dans le cadre de programmes chaque fois plus importants. L'ampleur des chiffres annoncés s'explique notamment par la volonté de produire un effet psychologique sur le marché et de rassurer ainsi les investisseurs étrangers. Il est difficile de savoir, cependant, à partir de quel niveau s'exerce cet effet. Contrairement au montage réalisé pour le Mexique, le soutien international officiel aux pays asiatiques ne permettait pas de couvrir la totalité de leurs engagements extérieurs à court terme, ce que les marchés ont parfaitement remarqué. Devant leur déception, la Corée a même dû solliciter une assistance supplémentaire.

... massif ...

... et efficace s'il est complété par d'autres mesures

Cela dit, l'efficacité d'un soutien financier ne se mesure pas tant à son montant qu'à la crédibilité de l'engagement pris par le pays emprunteur d'entreprendre un ajustement adéquat. Il est significatif que la dépréciation de la monnaie a eu tendance à s'accroître (parfois nettement) dans les semaines qui ont suivi l'annonce des programmes de soutien massif à ces trois pays. (La rupiah indonésienne s'est toutefois brièvement redressée lors des interventions concertées de plusieurs banques centrales asiatiques en sa faveur, après la nouvelle de l'aide du FMI.) Comme on l'a vu précédemment, les déclassements rapides des grandes agences de notation sont intervenus après l'annonce des programmes d'assistance (graphique VI.7). La confiance n'est revenue et le change ne s'est stabilisé qu'après la mise en œuvre de mesures spécifiques (notamment des relèvements substantiels des taux au jour le jour examinés ci-après), complétée par des accords avec les banques créancières, qui ont alors convaincu les marchés du caractère approprié des politiques macroéconomiques ainsi que de la viabilité du service de la dette extérieure.

Les banques ont davantage contribué au règlement de la crise dans les années 80 ...

Les contributions relatives des secteurs officiel et privé aux plans de sauvetage internationaux ont fait l'objet d'amples discussions à la suite des crises mexicaine et asiatique. L'élément central des réactions à la crise de l'endettement

Engagements officiels de financement						
	FMI		BIRD	BAsD	Engagements bilatéraux	Total
	en milliards de dollars EU (en % de la quote-part)					
Thaïlande	3,9	(505%)	1,9	2,2	12,1	20,1
Indonésie	10,1	(490%)	4,5	3,5	22,0 ¹	40,0
Corée	21	(1 939%)	10,0	4,0	22,0	57,0
Total	35		16,4	9,7	56,1	117,1
<i>Pour mémoire:</i>						
Mexique	17,8	(689%)	1,5	1,3 ²	21,0 ³	51,6

¹ Y compris l'utilisation d'une réserve pour imprévus (\$5 milliards) de l'Indonésie. ² BID. ³ Outre une facilité de soutien des banques centrales du G 10, d'un montant maximal de \$10 milliards, qui n'a jamais été activée. Tableau VII.9

des années 80 tenait au fait que les arrangements financiers furent mis au point, à l'instigation des autorités, entre les banques créancières et les emprunteurs souverains qui ne pouvaient plus assurer le service de leur dette bancaire. Les négociations furent longues et difficiles, et il fallut plusieurs mois pour parachever les réaménagements de dette. Les soutiens de liquidité officiels étaient conditionnés, dans une certaine mesure, au renouvellement par les banques créancières de la dette (ou à l'octroi de nouveaux fonds).

Tel n'a pas été le cas après la crise mexicaine, car la dette extérieure du pays était essentiellement constituée de titres à court terme négociables et très dispersés. L'importante aide extérieure officielle avait alors permis aux détenteurs de titres d'État à court terme liés au dollar de s'en sortir sans subir de pertes. Comme cette assistance couvrait la totalité des engagements extérieurs à court terme du Mexique, il se peut qu'elle ait ensuite servi de référence aux marchés financiers pour évaluer le caractère adéquat des programmes ultérieurs aux pays asiatiques. De l'avis de certains observateurs, le sauvetage du Mexique aurait affaibli le sens des responsabilités des investisseurs dans leurs propres opérations (risque subjectif). Or, comme ceux qui détenaient d'autres formes de créances sur le Mexique (actions, obligations à long terme ou titres de dette en pesos) ont enregistré de lourdes pertes, il peut aussi avoir engendré des modifications dans la composition des flux de capitaux, les prêts se substituant aux actions, le court terme au long terme et les devises à la monnaie locale. De tels effets allaient rendre les pays emprunteurs plus vulnérables à de soudaines crises de liquidité.

Toujours est-il que divers pays d'Asie sont effectivement devenus beaucoup plus dépendants des emprunts en devises à court terme auprès des banques. Lorsque la crise a éclaté, l'inquiétude générale suscitée par le poids qu'allait faire peser sur les fonds publics le montage simultané de plusieurs plans de secours internationaux de grande ampleur ainsi que certaines préoccupations liées au risque subjectif ont encouragé la recherche de solutions faisant intervenir les prêteurs privés au même titre que le secteur officiel. Les banques internationales ont accepté des reports d'échéances sur leurs prêts, mais la restructuration de la dette bancaire n'a pas été aussi radicale que lors de la crise d'endettement des

... que dans les années 90

Préoccupations liées au coût et au risque subjectif des plans de secours internationaux

années 80. Des arrangements ont permis à la Thaïlande d'obtenir la reconduction de l'essentiel de sa dette bancaire à court terme. Le gouvernement coréen a accordé sa garantie à la dette du pays envers les banques étrangères, en échange d'un allongement des échéances. Dans un cas comme dans l'autre, il apparaît que ces initiatives ont contribué à rétablir en partie la confiance, les cours de change se stabilisant dès que ces arrangements ont été rendus publics. La dépréciation marquée de la rupiah s'est également momentanément inversée, à l'annonce, en janvier, d'une «pause temporaire» dans le service de la dette extérieure des entreprises. Mais les négociations ultérieures sur la restructuration de la dette indonésienne traînent en longueur, en raison notamment du grand nombre de sociétés concernées.

Politique monétaire

La réticence à relever les taux d'intérêt pour soutenir la monnaie ...

Bien que la défense des cours de rattachement du change ait été un objectif annoncé des autorités, on a observé une certaine réticence à resserrer la politique monétaire en Asie aux premiers stades de la crise. À l'exception notable de quelques pays, les taux au jour le jour n'ont souvent été relevés que lorsque l'épuisement des réserves de change utilisables n'offrait plus guère d'autre choix. En outre, on laissait généralement ces taux redescendre dès que les pressions se faisaient moins sentir. Dans le même temps, des efforts étaient faits pour éviter que leur hausse ne se répercute intégralement sur la structure interne des taux d'intérêt.

... entraîne une dépendance dangereuse à l'égard d'interventions massives ...

Le baht faisait l'objet de pressions récurrentes depuis des mois lorsque la crise a éclaté, et la banque centrale avait déjà réussi à contrer au moins deux violentes attaques en agissant sur le marché des changes. Quand les pressions se sont intensifiées à la mi-1997, elle est intervenue massivement sur les marchés au comptant et à terme mais s'est abstenue de relever les taux d'intérêt. Le taux au jour le jour, qu'elle avait laissé monter à 20% pendant la crise, était retombé à 10% début août. La tension des taux en Malaisie dans les jours qui ont précédé et suivi la mise en flottement du baht a été encore plus éphémère. Aux Philippines, toutefois, le taux au jour le jour, porté à un niveau élevé après le déclenchement de la crise, y est resté plus longtemps qu'en Malaisie ou en Thaïlande. L'Indonésie l'a relevé à 300% en août, mais cela n'a pas empêché la monnaie de s'effondrer, probablement en raison des doutes sur les autres aspects de la politique interne et de l'octroi d'un soutien de liquidité (à des conditions plus avantageuses) aux banques en difficulté. Quant à la Corée, elle a attendu que la crise soit bien avancée pour majorer sensiblement ses taux. Dans de nombreux pays, il a fallu que le cours de change soit menacé à plusieurs reprises pour que les autorités augmentent fortement leurs taux directeurs, souvent dans le cadre d'un programme du FMI. La plupart du temps, les taux n'ont atteint leur point le plus haut qu'aux derniers stades de la crise (tableau VII.10) et les cours de change leur point le plus bas qu'en janvier 1998.

... mais il y a des exceptions

L'exception notable à cette ligne de conduite a été constituée par Hong-Kong, où les taux ont été portés et maintenus à des niveaux élevés. Ils ont augmenté sur toute la gamme d'échéances (le trois mois passant même à 25% à un moment donné), ce qui a permis de préserver l'alignement sur le dollar en présence de chutes brutales des prix des actifs.

Taux d'intérêt et cours de change pendant la crise							
	Taux d'intérêt					Cours de change	
	Au jour le jour		À 3 mois			Creux ¹ entre juillet 1997 et mars 1998	
	Sommet	Date	1997 S1	Sommet	Date	Variation ²	Date
Hong-Kong	100,0	23.10	5,8	25,0	23.10	0	-
Taiwan	11,5	7.10	6,1	9,8	7.10	-19,3	12.1.98
Corée	27,2	30.12	12,7	25,0 ³	23.12	-54,6	23.12
Indonésie	300,0	25.8	13,7	27,7	31.10	-84,3	23.1.98
Malaysia	50,0	10.7	7,2	8,8	20.11	-46,3	8.1.98
Philippines	102,6	6.10	14,0	85,0	8.10	-41,8	7.1.98
Singapour	50,0	23.10	3,6	10,3	19.12	-21,0	12.1.98
Thaïlande	27,4	5.9	13,1	26,0	25.12	-55,0	12.1.98

Dates: année 1997, sauf indication contraire.
¹ Cours de clôture. ² Cours dollar EU/monnaie locale (en %) depuis juin 1997. ³ Sommet atteint plusieurs fois. Tableau VII.10

À mesure que la crise se développait, un vif débat s'est engagé sur la question de savoir à quel niveau fixer les taux d'intérêt lorsque la monnaie se déprécie et que les tensions sur les coûts augmentent. À partir de la mi-1997, les autorités de la région se sont trouvées confrontées à un dilemme délicat: en relevant les taux d'intérêt pour restaurer la confiance dans la monnaie, elles risquaient d'aggraver la tendance déflationniste qui affectait déjà la viabilité des entreprises et d'ajouter encore aux sérieux problèmes du secteur bancaire.

Dans quelle mesure un relèvement des taux d'intérêt permet-il de limiter la dépréciation monétaire? Le lien entre taux d'intérêt et cours de change est complexe et dépend, entre autres, de la part des devises dans les flux de capitaux ainsi que des anticipations. Comme on l'a vu plus haut, une bonne proportion des entrées de fonds en Asie avant la crise (emprunts bancaires et émissions d'obligations internationales) étaient libellées en devises. Il est préférable d'éviter une forte baisse du cours de change si l'on ne veut pas pousser à la faillite les entreprises lourdement endettées envers l'extérieur. Cependant, le relèvement des taux d'intérêt internes nécessaire pour soutenir la monnaie risque de compromettre la solvabilité des débiteurs en monnaie locale et, par là même, d'affaiblir celle-ci.

La question des anticipations est encore plus complexe. On peut estimer que seul un relèvement substantiel des taux d'intérêt permet de soutenir avec efficacité une monnaie soumise à des pressions. S'il est modéré, il peut faire croire à d'autres relèvements; les investisseurs risquent alors de différer leur retour sur les actifs en monnaie locale jusqu'à ce qu'ils jugent que les taux ont atteint leur maximum et ne pourront que redescendre. De ce point de vue, la réticence de plusieurs pays asiatiques à augmenter leurs taux au premier stade de la crise, et à les maintenir à des niveaux élevés suffisamment longtemps pour reconstituer leurs réserves de change, a donné lieu à des anticipations défavorables et entamé ainsi la crédibilité des autorités. L'expérience du Brésil, où les taux d'intérêt ont doublé du jour au lendemain, semble conforter cette idée: la reprise des achats d'actifs en reals par les non-résidents, d'abord assez

La politique de taux d'intérêt après une crise dépend ...

... de la composition en devises des flux de capitaux ...

... des anticipations ...

timorée, ne s'est amplifiée que lorsque les taux ont commencé à se replier et que le marché s'est alors attendu à de nouvelles baisses. En Amérique latine, on peut citer également l'exemple du Chili, où les pressions sur la monnaie ont été contrées par une hausse du taux directeur indexé sur l'inflation. À Hong-Kong, malgré d'énormes réserves de change, les taux d'intérêt ont été fortement relevés quand la monnaie a été attaquée.

... et du rythme de l'ajustement des prix des actifs

Par ailleurs, si les taux d'intérêt restent longtemps à des niveaux élevés, la valeur des actifs domestiques s'en trouve affectée. Cela influe également sur les mouvements de capitaux, à un rythme qui varie selon que cette correction s'opère plus ou moins vite. Si l'ajustement est relativement lent (ce qui est souvent le cas pour l'immobilier), le marché anticipe une poursuite de la tendance, ce qui réduit alors les entrées nettes de capitaux et affaiblit encore le cours de change.

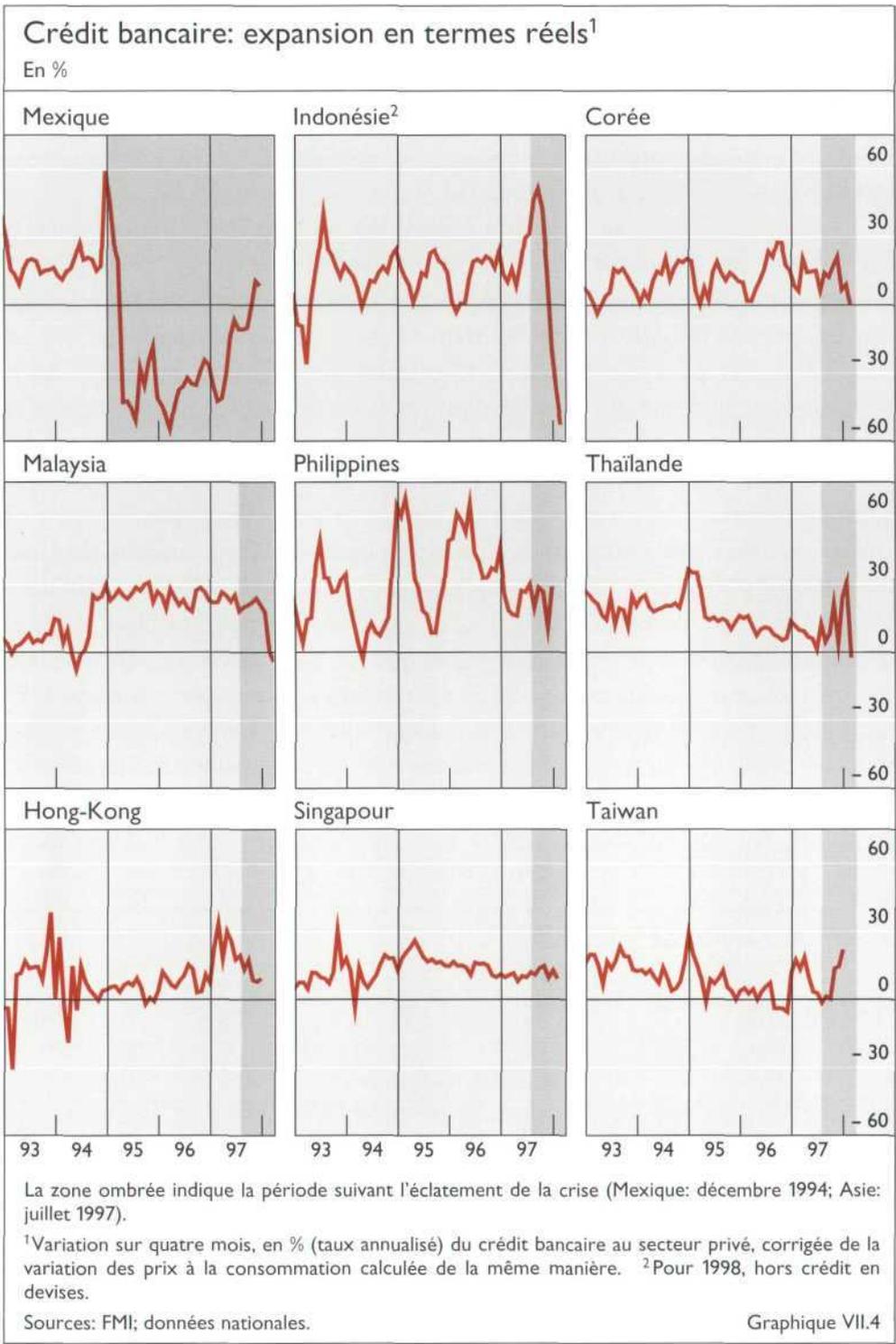
Politique à suivre dans un environnement instable

Il n'existe pas non plus de moyen simple pour un pays de juger du niveau approprié de ses taux d'intérêt dans un environnement marqué par un cours de change instable et des perspectives d'inflation incertaines. L'une des difficultés, par exemple, vient de ce que la mesure des taux réels dépend du déflateur utilisé pour corriger les taux nominaux. Si l'on opte pour la définition classique du taux d'inflation en glissement annuel, il apparaît que les taux courts, en termes réels, des pays les plus touchés par la crise ont fortement augmenté vers la fin de 1997 et au début de 1998 (partie gauche du tableau VII.11); ils semblent, en revanche, être restés à un niveau sensiblement plus bas dans les économies qui ont maintenu leur cours de rattachement du change (Chine, Hong-Kong). Toutefois, les taux d'inflation ont considérablement varié sous l'effet des récentes fluctuations de

Taux courts ¹ corrigés par deux déflateurs										
Déflateur:	a) glissement annuel de l'IPC						b) hausse trimestrielle de l'IPC ²			
	1990-95	1996	1997			1998	1997			1998
			T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
taux d'intérêt (annualisé)										
Inde	2,7	4,8	0,8	3,1	2,6	1,9	3,6	2,2	0,3	- 0,4
Chine	-2,4	0,7	4,4	5,2	4,6	5,6	9,3	-2,0	10,7	8,9
Hong-Kong	-3,4	-0,5	0,6	1,2	4,8	3,8	0,6	0,3	7,2	4,7
Taiwan	3,2	2,3	5,4	6,4	7,4	5,5	3,7	2,5	12,0	4,0
Corée	6,9	7,3	8,2	8,3	10,0	12,6	8,1	8,3	9,1	- 0,1
Indonésie	8,1	7,3	8,5	17,3	12,4	2,1	9,9	16,4	1,8	-36,6
Malaysia	2,7	3,5	4,8	5,2	5,9	4,1	6,7	5,7	4,2	- 1,8
Philippines	4,7	3,6	5,7	8,6	10,0	10,8	5,4	6,7	9,9	8,1
Singapour	1,1	1,6	1,9	1,8	4,0	5,2	1,6	0,6	4,9	9,2
Thaïlande	5,1	4,7	10,4	12,3	12,4	14,5	10,5	6,5	9,2	14,2
Brésil	13,1	10,1	13,3	15,7	29,9	27,3	14,7	18,5	32,0	24,0
Autres pays d'Amérique latine ³	-1,2	4,9	4,6	4,6	5,6	6,7	6,0	6,1	7,7	4,6

¹ Taux des effets à trois mois, sauf dans les cas suivants: Chine, taux des dépôts à un an; Taiwan, taux au jour le jour et, avant novembre 1994, moyenne pondérée de six taux du marché monétaire allant du jour le jour à six mois; Brésil, taux au jour le jour. ² Annualisée. ³ Argentine, Chili, Colombie, Mexique et Pérou: moyenne non pondérée.

Sources: FMI, *Statistiques financières internationales*; données nationales; estimations BRI. Tableau VII.11



change. Par conséquent, si l'on prend pour déflateur le taux d'inflation sur les trois derniers mois, on obtient des résultats très différents (partie droite du tableau). Ainsi mesurés, les taux d'intérêt réels deviennent largement négatifs en Indonésie et légèrement inférieurs à zéro en Corée et en Malaysia.

À l'inverse, les taux réels paraissent un peu plus élevés en Chine, à Hong-Kong et à Singapour (où l'inflation a reculé ces derniers mois). S'ils étaient maintenus à ce niveau une fois passé le plus fort de la crise, cela entraînerait un grand changement pour ces trois économies, où ils étaient autrefois très bas,

voire négatifs. C'est à Hong-Kong que la différence est la plus marquée, puisqu'ils sont montés à 5%, contre $-3\frac{1}{2}\%$ en 1990–95. Toutes choses étant égales par ailleurs, une variation de cette ampleur devrait avoir une incidence majeure sur les prix des actifs.

Le choix du déflateur dépend en partie des tendances de l'inflation sous-jacente, qui semblerait être restée assez faible dans de nombreux pays asiatiques, car le choc des premières dépréciations ne paraît pas avoir été amplifié par des spirales salaires-prix (chapitre III). Une autre difficulté tient au fait que l'indice des prix à la consommation peut ne pas être un déflateur approprié lorsque les prix des actifs changent rapidement. Quoi qu'il en soit, des disparités aussi grandes entre les différentes mesures des taux d'intérêt réels ajoutent encore aux incertitudes entourant les décisions en matière d'investissement, lequel risque d'être affecté même s'il s'avère, après coup, que ces taux sont modérés.

L'évolution récente de l'expansion du crédit bancaire au secteur privé est assez particulière. Le resserrement de la politique monétaire devrait se traduire,

Contraction du
crédit bancaire ...

Prix de l'immobilier*						
	Creux		Sommet		Creux ou valeur la plus récente	
	Indice	Date	Indice	Date	Indice	Date
Immobilier d'entreprise						
Hong-Kong	100	1995 T4	155	1997 T2	111	1997 T4
Corée			100	1990 T1	77	1997 T4
Singapour	100	1993 T4	164	1996 T1	146	1997 T4
Indonésie			100	1992 T3	65	1997 T2
Malaysia			100	1995 T2	86	1997 T4
Philippines	100	1995 T2	113	1996 T1	104	1997 T4
Thaïlande	100	1989 T4	180	1991 T4	93	1997 T4
<i>Pour mémoire:</i>						
<i>Japon</i>	<i>100</i>	<i>1977</i>	<i>328</i>	<i>1990</i>	<i>104</i>	<i>1997</i>
<i>France</i>	<i>100</i>	<i>1982</i>	<i>248</i>	<i>1990</i>	<i>107</i>	<i>1996</i>
<i>Suède</i>	<i>100</i>	<i>1980</i>	<i>532</i>	<i>1989</i>	<i>131</i>	<i>1993</i>
<i>Royaume-Uni</i>	<i>100</i>	<i>1984</i>	<i>197</i>	<i>1988</i>	<i>62</i>	<i>1992</i>
Immobilier d'habitation						
Hong-Kong	100	1995 T4	150	1997 T2	144	1997 T4
Corée			100	1994 T1	93	1997 T4
Singapour	100	1988 T2	272	1996 T2	238	1997 T4
Indonésie	100	1994 T1	170	1997 T3		
Malaysia			100	1995 T3	91	1997 T4
Philippines	100	1995 T3	124	1996 T3	117	1997 T4
Thaïlande			100	1992 T1	53	1997 T4
<i>Pour mémoire:</i>						
<i>Japon</i>	<i>100</i>	<i>1977</i>	<i>214</i>	<i>1990</i>	<i>152</i>	<i>1997</i>
<i>France</i>	<i>100</i>	<i>1986</i>	<i>126</i>	<i>1992</i>	<i>114</i>	<i>1997</i>
<i>Suède</i>	<i>100</i>	<i>1985</i>	<i>137</i>	<i>1990</i>	<i>103</i>	<i>1993</i>
<i>Royaume-Uni</i>	<i>100</i>	<i>1982</i>	<i>187</i>	<i>1989</i>	<i>136</i>	<i>1995</i>

* Indice sur la base des prix en monnaie locale corrigés de l'inflation.

Sources: Colliers Jardine, Sydney; Jones Lang Wootton; données nationales.

Tableau VII.12

en principe, par un ralentissement sensible, surtout après les rythmes élevés observés dans la plupart des pays d'Asie pendant les années 90. En outre, un grand nombre de banques y sont à présent financièrement vulnérables et certaines ne sont plus viables. Si l'expérience d'autres pays peut servir de référence, il est probable que le processus de restructuration du système bancaire entraînera une forte contraction du crédit. Au Mexique, par exemple, le crédit bancaire s'est littéralement effondré en valeur réelle pendant les deux années qui ont suivi la crise (graphique VII.4). Or, bien qu'il soit trop tôt pour en juger, aucune réduction marquée du crédit bancaire intérieur ne semble encore s'être produite dans les pays d'Asie représentés sur le graphique, à l'exception de l'Indonésie. Les chiffres les plus récents indiquent toutefois un brusque ralentissement dans plusieurs d'entre eux, ces derniers mois. De plus, la capacité de résistance du crédit bancaire pourrait être surestimée par certains facteurs temporaires, tels que l'utilisation plus intensive de facilités existantes par des emprunteurs en difficulté, la capitalisation d'arriérés d'intérêts ou l'incidence des variations de change sur les prêts en devises.

Les prix de l'immobilier apparaissent soutenus dans quelques pays par la capitalisation des arriérés d'intérêts et, peut-être également, par de nouveaux prêts à des promoteurs lourdement endettés et menacés de sombrer sur tel ou tel marché (tableau VII.12). Il n'est pas rare, à l'heure actuelle, que des immeubles invendus ou inoccupés soient retirés du marché, afin d'éviter un effondrement des prix; de plus, les projets de construction dans certaines villes impliquent un nouvel accroissement de l'offre dans un marché déjà déprimé. Plusieurs grands chantiers, notamment dans le secteur public, ont toutefois été différés ou annulés, ces derniers mois.

Dans les pays industriels, l'éclatement de bulles spéculatives dans l'immobilier s'est toujours traduit par des baisses de prix à la fois fortes et prolongées: en moyenne, près de 70%, en termes réels, pour l'immobilier d'entreprise et 30% pour l'immobilier d'habitation sur cinq ou six ans. L'évolution de ces prix aura des répercussions sensibles dans le secteur financier de la plupart des pays asiatiques, non seulement en raison des crédits consentis antérieurement par les banques dans ce secteur, mais aussi parce que les actifs immobiliers ont servi de nantissement pour d'autres prêts. Étant donné le niveau actuel des taux d'intérêt, les investisseurs lourdement endettés sont pratiquement acculés à vendre, ce qui ne peut que contribuer à de nouvelles baisses des prix. L'ampleur de cette chute des prix et la durée de leur stagnation dépendront peut-être en partie de la facilité avec laquelle les non-résidents pourront de nouveau investir dans l'immobilier sur les marchés locaux, leurs acquisitions enrayant généralement le mouvement de recul.

La résorption des bulles financières et son effet de contraction inévitable sur le secteur bancaire pèseront sans doute longtemps sur la demande dans les pays concernés. Sur de nombreuses places, la dévalorisation des actions a infligé aux banques d'énormes moins-values potentielles qui font planer une menace supplémentaire sur des situations financières déjà précaires. Quand certains promoteurs ne seront plus en mesure de rembourser leurs emprunts, les banques auront sans doute beaucoup de mal à récupérer la valeur de leurs créances sur les nantissements immobiliers. Les ralentissements de l'activité

... effondrement des prix de l'immobilier ...

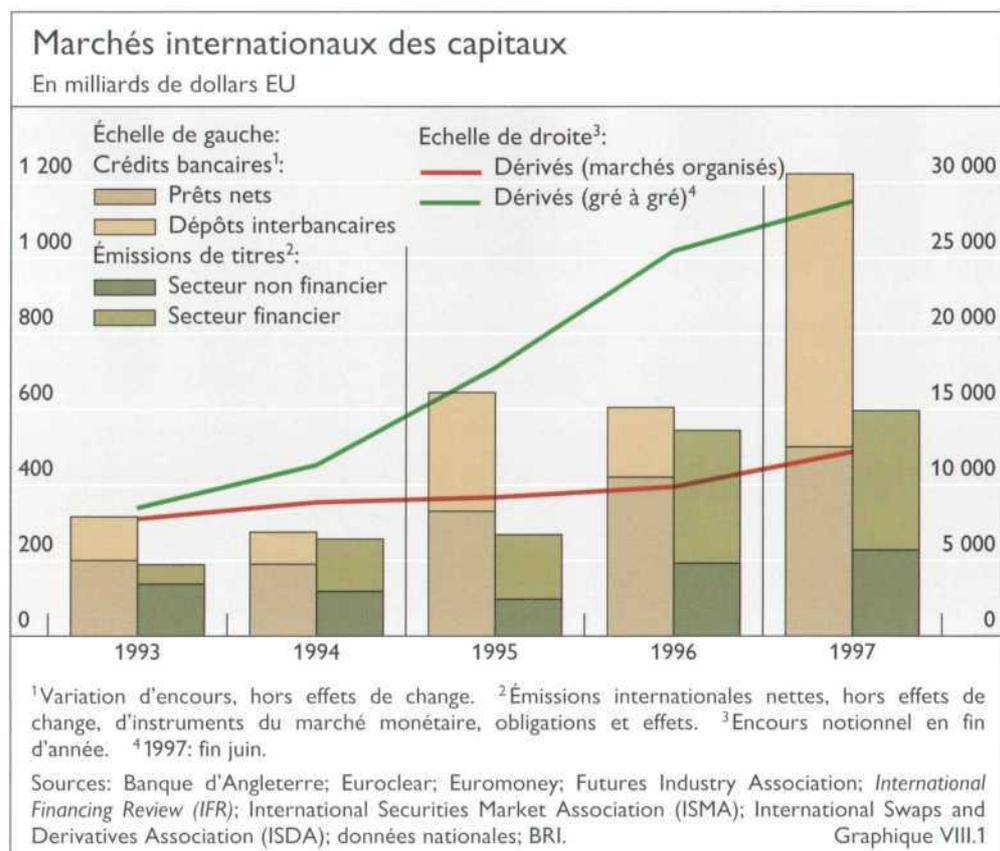
... et récession se renforcent mutuellement

économique, les chutes des prix des actifs et les crises bancaires ont des effets qui ont tendance à se renforcer mutuellement, puisque la contraction du crédit fait baisser les prix des actifs et aggrave ainsi la récession. Il en résulte des difficultés additionnelles pour les banques, contraintes alors de se désengager davantage. Ainsi se met en place le fameux «cercle vicieux», qui ne décrit que trop bien cet enchaînement crise bancaire/effondrement des prix des actifs/récession.

VIII. Marchés internationaux des capitaux

Faits saillants

L'abondance des liquidités et la modération de l'inflation ont créé un climat favorable aux mouvements de capitaux transfrontières en 1997. Malgré la crise asiatique, les banques et les autres investisseurs ont continué leur course aux rendements sur le marché international, comme en témoigne leur intérêt accru pour les nouvelles signatures et les instruments à plus haut risque intégrant des structures de rémunération élaborées. Les marchés internationaux des capitaux ont également bénéficié de leur avantage concurrentiel, de la mondialisation de la finance et d'une demande croissante de montages complexes de gros volume. La poursuite de la déréglementation dans certains centres majeurs et l'introduction prochaine de la monnaie unique européenne ont renforcé la concentration dans le secteur financier, ce qui a stimulé les flux transfrontières. Les turbulences en Asie ont entraîné un réexamen brutal des stratégies de prêt et d'investissement, de sorte que les placements en titres d'économies émergentes se sont interrompus au quatrième trimestre. Si les bailleurs de fonds sont restés méfiants vis-à-vis de l'Asie au début de 1998, le rapide retour d'autres pays en développement sur le devant de la scène laisse penser que, malgré la plus grande



importance attachée au risque de crédit, l'intégration des économies émergentes au système financier international n'a pas été fondamentalement remise en question.

Dans ce contexte, les financements nets par prêts bancaires et émissions de titres ont encore progressé à vive allure en 1997. L'expansion des créances bancaires a été d'autant plus surprenante que la titrisation s'est développée à un rythme soutenu. Les banques ont fortement accru leurs concours interbancaires et leur activité sur titres. Pour les deux tiers environ, le gonflement de l'encours dans ce dernier compartiment leur est attribuable (ainsi qu'à d'autres intermédiaires). Si la plus grande importance des titres dans leurs bilans reflète une gestion plus active des avoirs et engagements, leur recours massif aux marchés financiers constitue aussi une réponse à la désaffection des investisseurs pour les formes traditionnelles d'épargne. Cette interpénétration des financements bancaires et par titres de même que les vigoureuses percées des banques dans d'autres compartiments témoignent du rôle prépondérant qu'elles continuent de jouer dans l'intermédiation.

Dans le même temps, les changements de perceptions au sujet de l'UEM, les nouveaux accès de volatilité sur les marchés des changes et des actions ainsi que les répercussions de la crise asiatique ont favorisé le négoce des instruments dérivés. Le volume de transactions sur les marchés organisés a progressé après deux années de baisse et les produits de gré à gré ont poursuivi leur essor. La vive concurrence du gré à gré, le succès grandissant des systèmes de négociation électronique et le lancement prochain de la monnaie unique européenne ont accentué les forces qui sous-tendent la restructuration du

Financements nets sur les marchés internationaux (estimations) ¹							
Composante	1992	1993	1994	1995	1996	1997	Encours à fin 1997
	en milliards de dollars EU						
Créances externes des banques déclarantes ²	185,5	316,4	274,9	680,1	532,7	1 156,7	9 038,3
Créances internes en devises	-39,8	-0,9	0,2	-36,0	71,4	65,1	1 344,4
<i>moins: dépôts interbancaires</i>	-19,4	115,5	85,1	314,1	184,1	721,8	5 097,7
A = Prêts bancaires nets ³	165,0	200,0	190,0	330,0	420,0	500,0	5 285,0
B = Instruments nets du marché monétaire	12,1	-6,3	3,3	17,4	41,1	19,8	183,8
Émissions d'obligations et euro-effets	..	..	507,2	541,3	865,9	1 033,2	
<i>moins: amortissements et rachats</i>	..	..	253,9	290,4	363,6	457,1	
C = Obligations et euro-effets nets	137,9	195,2	253,3	250,9	502,3	576,0	3 358,3
D = A + B + C = Total des financements	314,9	389,0	446,5	598,2	963,4	1 095,9	8 827,2
<i>moins: duplications d'écritures⁴</i>	69,9	114,0	41,5	53,2	213,4	230,9	1 242,2
E = Financements internationaux nets	245,0	275,0	405,0	545,0	770,0	865,0	7 585,0

¹ Prêts bancaires et euro-effets (placements): variation d'encours, hors effets de change; obligations: flux. ² Créances déclarées par les banques situées dans les pays du Groupe des Dix plus Luxembourg, Autriche, Danemark, Espagne, Finlande, Irlande, Norvège, Antilles néerlandaises, Bahamas, Bahreïn, îles Caïmans, Hong-Kong et Singapour ainsi que par les succursales des banques américaines au Panama. ³ Hors duplications d'écritures dues aux dépôts interbancaires (estimations). ⁴ Obligations souscrites ou émises par les banques déclarantes et déjà prises en compte dans les créances bancaires sur les non-résidents.

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

Tableau VIII.1

secteur. En outre, l'importance croissante des pensions et autres techniques de gestion des risques dénote une poursuite de l'intégration des marchés au comptant et dérivés. Ces évolutions, conjuguées à une interpénétration de plus en plus profonde des activités de banque commerciale, de placement de titres, d'assurance et de gestion de portefeuille, ainsi que les progrès rapides de l'informatique, augmentent la complexité de l'intermédiation financière et intensifient les pressions en faveur d'un ajustement de l'infrastructure réglementaire.

Marché bancaire

Les annonces de prêts consortiaux ont atteint un volume sans précédent l'an dernier. Avec les opérations de refinancement, désormais incluses dans les statistiques BRI, elles sont passées de \$901 milliards en 1996 (\$530 milliards selon l'ancienne méthodologie) à \$1 136 milliards. Les primes appliquées aux meilleures signatures ont touché des plateaux, conduisant les banques à lier leurs prêts à des services auxiliaires et à mettre l'accent sur des transactions plus lucratives, portant sur les fusions et acquisitions, par exemple. Elles se sont également tournées vers les pays en transition et les économies émergentes, dont les emprunts ont été stimulés au premier semestre par une forte demande intérieure et des financements de projets, puis par l'attitude moins favorable des marchés

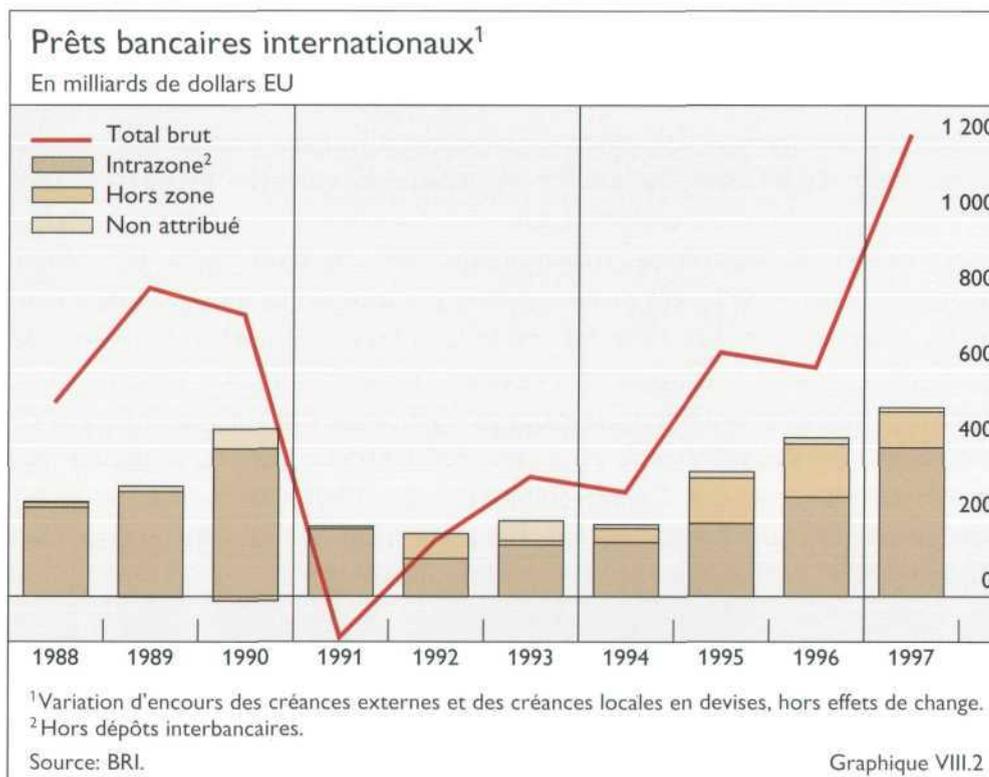
Volume record
de crédits
consortiaux ...

Principales caractéristiques de l'activité bancaire internationale ¹							
Emplois et origines	1992	1993	1994	1995	1996	1997	Encours à fin 1997
	en milliards de dollars EU						
A = Créances sur les pays hors zone	66,0	11,6	36,6	120,8	141,4	94,9	1 197,7
B = Créances intrazonales	80,4	251,4	228,3	506,5	446,2	1 115,7	8 935,0
1) Créances sur le secteur non bancaire	90,0	122,7	-49,3	189,5	302,2	262,9	2 778,6
2) Utilisation pour prêts internes	9,8	13,3	192,5	2,9	-40,1	131,0	1 058,7
3) Dépôts interbancaires	-19,4	115,5	85,1	314,1	184,1	721,8	5 097,7
C = Non attribué	- 0,8	52,5	10,1	16,8	16,4	11,2	250,0
D = A + B + C = Prêts bancaires bruts	145,6	315,5	275,1	644,1	604,1	1 221,8	10 382,7
E = D - B 3) = Prêts bancaires nets	165,0	200,0	190,0	330,0	420,0	500,0	5 285,0
A = Engagements envers les pays hors zone	13,2	-14,8	74,6	96,4	101,8	75,7	1 043,1
B = Engagements intrazonales	91,2	112,5	539,2	338,5	325,0	969,8	8 130,5
1) Engagements envers le secteur non bancaire	104,4	86,2	132,8	116,7	225,7	223,7	1 959,6
2) Apport de fonds internes	40,7	85,6	-64,4	18,9	-31,7	-5,8	1 292,2
3) Dépôts interbancaires	-53,9	-59,3	470,9	202,9	131,0	751,9	4 878,7
C = Non attribué	6,7	43,0	47,1	98,0	124,1	206,4	990,1
D = A + B + C = Emprunts bancaires bruts	111,1	140,7	660,9	532,9	551,0	1 251,9	10 163,7
Pour mémoire: crédits consortiaux ²	194,1	279,4	477,1	697,7	900,9	1 136,3	

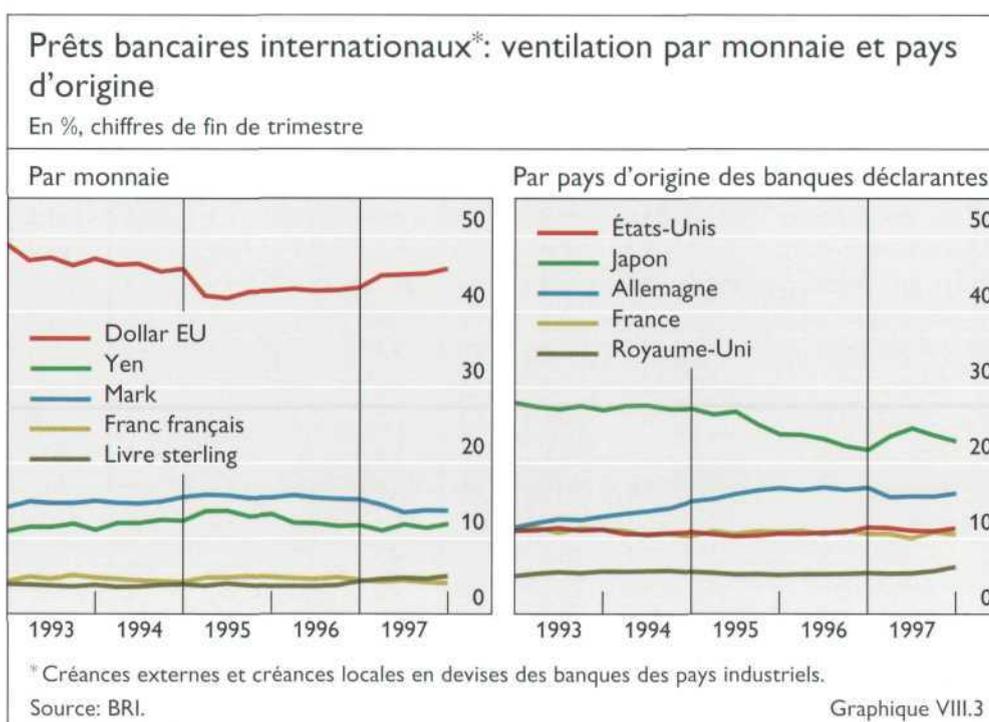
¹ Variation d'encours, hors effets de change. ² Facilités annoncées.

Sources: Euromoney; BRI.

Tableau VIII.2



internationaux des titres à l'égard des signatures de qualité inférieure. La crise asiatique a entraîné une détérioration des conditions pour ces emprunteurs, sous forme d'une hausse des primes et d'un durcissement des clauses de garantie et de sauvegarde. Enfin, les banques ont continué d'élargir la gamme de leurs techniques de gestion des risques avec le négoce des prêts sur le marché secondaire, la titrisation et les dérivés de crédit.



Les prêts bancaires bruts sont montés de \$604 milliards en 1996 à un record absolu de \$1222 milliards. Cette hausse, presque entièrement due à l'interbancaire, reflète plusieurs influences conjuguées. Premièrement, bien que les banques se soient massivement désengagées d'Asie au quatrième trimestre, la nécessité de financer ou couvrir les positions ouvertes et de répondre au revirement brutal du comportement des investisseurs et des emprunteurs a entraîné une importante redistribution des liquidités dans le monde. Deuxièmement, les difficultés de financement des banques japonaises, notamment en fin d'année, ont contraint les maisons mères à d'amples transferts de fonds vers leurs établissements à l'étranger. Troisièmement, la concentration, surtout parmi les groupes européens, a pu susciter des besoins temporaires de disponibilités. Enfin, le recours accru aux prêts garantis a élargi la gamme des acteurs sur l'interbancaire. Contrastant avec ce dynamisme, les crédits aux agents non bancaires se sont ralentis par rapport à leur maximum de 1996, peut-être en raison d'une réduction des opérations à effet de levier.

... et de transactions interbancaires ...

Activité intrazone

Parmi les centres déclarants, les États-Unis et le Royaume-Uni ont été les principaux bénéficiaires de la redistribution des flux interbancaires l'an dernier. De gros montants ont également été acheminés vers les centres des Caraïbes, sièges de nombreux fonds spéculatifs et autres organismes de placement collectif. En outre, les banques ont accru leurs acquisitions de titres, emprunts d'État libellés dans les grandes monnaies notamment, qu'elles déposent en garantie pour acheter des instruments à haut rendement. Leurs portefeuilles de titres émis sur les places franches ou dans les économies émergentes, après

Créances des banques sur les pays hors zone*								
Groupe et pays	1995	1996	1997				Encours à fin 1997	
	Année	Année	Année	T1	T2	T3		T4
en milliards de dollars EU								
Ensemble	120,8	141,4	94,9	41,6	31,0	25,1	- 2,8	1 197,7
Pays développés	24,6	22,8	24,8	4,1	8,8	7,9	4,1	211,5
Europe orientale	3,3	10,8	18,3	4,3	3,2	8,2	2,4	105,2
Pays en développement	93,0	107,9	51,8	33,2	19,0	9,1	- 9,4	880,9
Amérique latine	16,4	28,5	33,1	7,4	3,7	11,1	11,0	304,4
Argentine	1,9	5,4	7,0	1,0	0,1	2,8	3,1	46,3
Brésil	12,0	16,7	11,5	3,2	2,7	4,8	0,8	101,2
Mexique	-4,2	0,1	1,7	0,8	-0,2	- 1,3	2,4	73,9
Moyen-Orient	-7,5	-0,1	10,0	3,6	-0,6	0,3	6,7	80,1
Afrique	-2,2	-0,4	2,6	0,8	0,9	0,7	0,2	50,7
Asie	86,3	79,8	6,1	21,4	15,0	- 3,0	-27,3	445,8
Corée	22,5	26,6	- 4,2	4,3	4,0	- 2,2	-10,2	104,1
Indonésie	6,9	9,4	5,6	1,8	2,8	3,2	- 2,2	62,7
Thaïlande	38,8	9,5	-17,5	0,5	-0,3	-10,5	- 7,3	79,6

* Variation d'encours, hors effets de change.

Source: BRI.

Tableau VIII.3

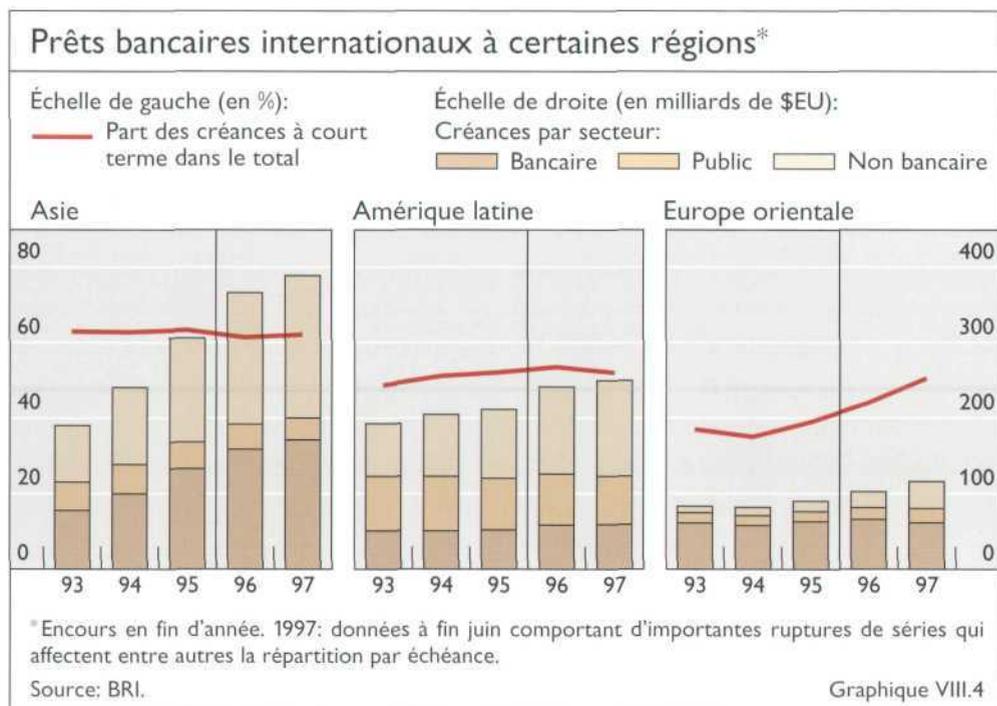
... mais léger
recul des emprunts
du secteur non
bancaire ...

avoir augmenté d'environ \$30 milliards sur les neuf premiers mois de l'année, ont diminué de \$9 milliards au quatrième trimestre, ce qui peut indiquer d'importantes opérations de négoce pour compte propre. Hors transactions sur titres, les crédits au secteur non bancaire intrazone ont reculé par rapport à leur maximum de 1996, surtout au quatrième trimestre. La recherche de la qualité déclenchée par la propagation des turbulences asiatiques semble avoir momentanément tempéré l'enthousiasme pour les stratégies d'investissement à effet de levier.

Activité avec les pays hors zone

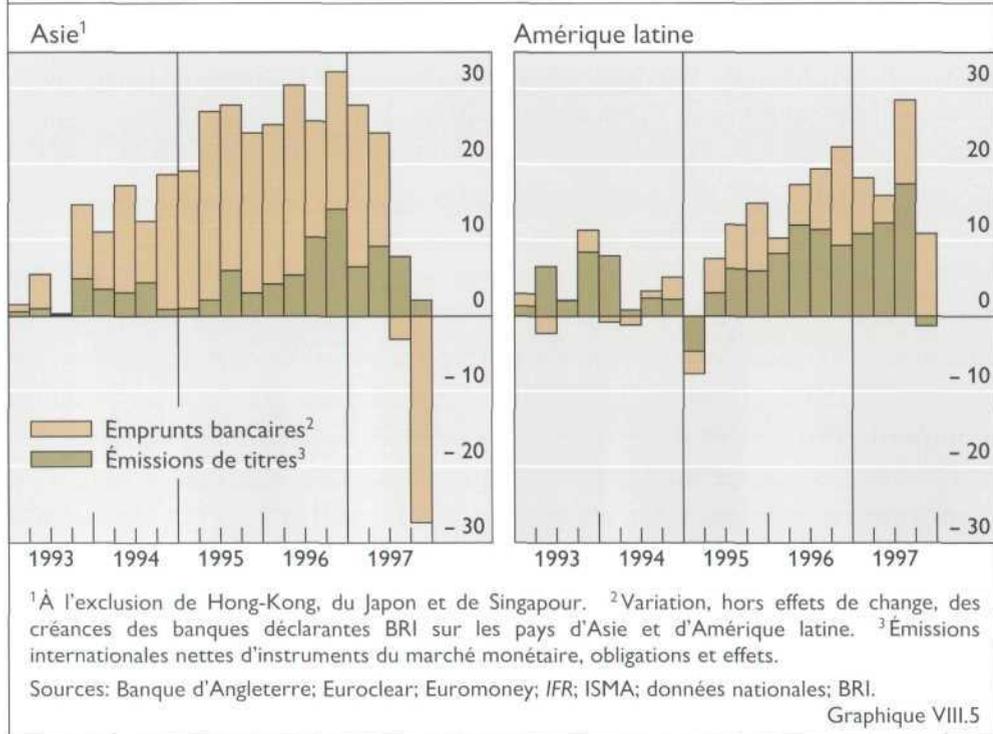
La chute des flux bancaires à destination des économies émergentes d'Asie (de \$80 milliards en 1996 à \$6 milliards) ne fournit qu'une image imparfaite de l'étendue du retournement qui s'est produit en cours d'année. Selon les statistiques trimestrielles de la BRI, le dynamisme des crédits s'est prolongé jusqu'au déclenchement de la crise. Les entrées de capitaux en Thaïlande ont commencé à s'inverser au deuxième trimestre et, dans le cas de la Corée, le changement de stratégie n'est apparu qu'au troisième. Les retraits sont devenus massifs en fin d'année, touchant la plupart des pays et entraînant une baisse de \$27 milliards de l'encours des créances sur la région. Il est intéressant de noter que le caractère excessif de la dette bancaire à court terme avait été reconnu bien avant la première grande attaque contre le baht thaïlandais, en février 1997. Les autorités nationales elles-mêmes avaient, en vain, tenté d'endiguer les entrées de capitaux. Toutefois, l'abondance des liquidités mondiales et les importantes pressions concurrentielles entre des bailleurs de fonds de plus en plus nombreux dans ce qui était considéré comme une région à forte croissance et à opportunités lucratives semblent avoir occulté aux yeux des participants la fragilité de l'infrastructure financière et la détérioration des facteurs fondamentaux

... et brutal
désengagement
d'Asie



Financements internationaux en Asie et Amérique latine: emprunts bancaires et émissions de titres de dette

En milliards de dollars EU



de l'économie. Les banques européennes ont notablement contribué à ce phénomène en augmentant nettement leurs créances sur l'Asie, ces dernières années, poussées par la faiblesse des rendements offerts par les marchés traditionnels et des perspectives d'expansion limitées en Amérique du Nord. Cette frénésie de prêts a rendu le revirement d'autant plus brutal.

En Amérique latine, les réformes structurelles en cours et un certain resserrement des conditions monétaires sont assez bien parvenus à freiner l'effet de contagion au quatrième trimestre: près d'un tiers des crédits des banques déclarantes à la région, l'an dernier, ont été accordés durant cette période. Le Brésil a constitué une exception notable, ses emprunts revenant de \$3,6 milliards en moyenne sur les trois premiers trimestres à \$0,8 milliard au quatrième. S'il a été l'une des principales victimes de la crise hors d'Asie, la détermination des autorités a nettement contribué à restaurer rapidement la confiance du marché (chapitre III). Dans le même temps, le ralentissement des concours, à la fin de 1997, n'a pas empêché l'Europe orientale de recevoir un volume record de prêts sur l'année (\$18 milliards). La crise asiatique a eu un effet inégal dans les pays de cette région au quatrième trimestre. D'amples quantités de fonds ont continué d'affluer en République tchèque et en Hongrie, tandis que les entrées se sont tariées en Pologne et en Slovaquie, malgré un relèvement des taux d'intérêt. En Russie, le recul (de \$4,2 milliards en moyenne pour les deux trimestres précédents à \$0,9 milliard) reflète des remboursements interbancaires peut-être liés à l'accord de rééchelonnement de la dette signé en octobre. Le retrait des non-résidents du marché russe des bons du Trésor au lendemain de la crise

Effet de contagion limité ailleurs

asiatique a été largement compensé par de nouvelles lignes de crédit en faveur du secteur public.

Interrogations
sur les ensei-
gnements
de la crise

On peut se demander si les participants ont tiré tous les enseignements des événements de 1997. Certes, la crise a pu modifier les pratiques de gestion des risques et amener les opérateurs à tarifier leurs crédits en se fondant moins étroitement sur les notations. Elle semble avoir également entraîné une prise de conscience: étant donné l'interdépendance croissante des marchés, les autorités chargées de préserver la stabilité systémique ne doivent pas protéger créanciers et débiteurs des conséquences néfastes de décisions de placement erronées et de politiques intérieures inappropriées. La nouvelle baisse des primes de risque exigées des débiteurs hors d'Asie en 1998, malgré l'absence d'amélioration sensible des indicateurs financiers extérieurs et alors que des incertitudes subsistent quant à la portée finale de la crise asiatique, dénote plutôt un retour à des pratiques de crédit laxistes. On peut pour le moins espérer que les engagements pris par les autorités des pays emprunteurs en faveur de politiques macroéconomiques plus rigoureuses et d'une restructuration des marchés financiers seront menés à bien, de même que les efforts des intermédiaires pour améliorer leurs systèmes et stratégies de gestion du risque de crédit.

Marchés des titres

De puissants fac-
teurs d'expansion
compensent l'effet
des turbulences:

Malgré un montant record d'annonces, la vive augmentation des remboursements a entraîné un ralentissement notable des émissions nettes en 1997. Leur progression est toutefois demeurée bien supérieure à celle des marchés nationaux. Le volume soutenu et la diversité croissante des émissions laissent penser que les facteurs d'expansion ont été suffisamment puissants pour compenser l'effet de la vague de turbulences. La recherche de rendements plus élevés a continué de jouer un rôle moteur, qui explique l'arrivée sur le marché de nouvelles catégories d'investisseurs et d'emprunteurs. La tolérance pour le risque s'est manifestée dans l'accueil positif réservé aux premières émissions de certains débiteurs souverains et dans l'élargissement de la gamme des monnaies utilisées. Enfin, les bailleurs de fonds se sont montrés plus réceptifs aux instruments à haut rendement assimilés à des fonds propres de second rang, comportant une rémunération liée aux dérivés ou reposant sur des mécanismes complexes de titrisation.

course aux
rendements ...

... restructuration
financière ...

Le dynamisme de l'activité financière internationale s'explique également par des évolutions à long terme du côté des emprunteurs. Premièrement, la libéralisation financière dans les principales économies les a encouragés à chercher des sources de financement moins coûteuses en s'adressant à de nouveaux prêteurs dans d'autres pays. Deuxièmement, la restructuration des secteurs industriel et financier a donné naissance à des groupes de plus en plus grands et complexes, dont les besoins de financement présentent des caractéristiques techniques plus aisées à satisfaire sur l'international. Troisièmement, l'innovation a facilité l'accès au marché, les intermédiaires étant en mesure de démembrer les risques pour les titriser, comme en témoigne la progression rapide des titres adossés à des actifs et des effets liés à la qualité du crédit. Quatrièmement, par suite du désintérêt des épargnants envers les

... innovation ...

Titres internationaux ¹							
Instrument, pays de résidence, monnaie et catégorie d'émetteur	1992	1993	1994	1995	1996	1997	Encours à fin 1997
	en milliards de dollars EU						
Total des émissions nettes	149,9	189,0	256,5	268,2	543,4	595,9	3 542,2
Instruments du marché monétaire ²	12,1	- 6,3	3,3	17,4	41,1	19,8	183,8
Obligations et euro-effets ²	137,9	195,2	253,3	250,9	502,3	576,0	3 358,3
Pays développés	114,0	123,0	184,7	198,7	363,3	394,1	2 604,4
Europe ³	92,6	137,9	151,9	148,2	212,0	223,7	1 531,5
Japon	-3,4	-45,8	-27,7	-29,4	-17,6	-32,7	156,5
États-Unis	16,9	10,2	37,2	62,2	144,9	185,4	614,2
Canada	10,5	19,0	16,8	9,1	9,8	9,1	187,9
Places franches	0,0	5,2	35,3	33,8	74,6	91,6	323,7
Autres pays	12,7	24,7	27,9	24,0	80,4	79,7	297,8
Institutions internationales	23,1	36,1	8,6	11,7	25,0	30,4	316,4
Dollar EU	58,1	28,9	67,3	70,2	262,8	336,5	1 569,3
Monnaies de l'UE	84,1	111,2	96,8	98,0	175,3	199,0	1 191,8
Yen	9,1	29,3	87,5	83,6	85,1	34,2	462,0
Autres monnaies	-1,4	19,6	4,9	16,4	20,2	26,2	319,1
Secteur financier ⁴	42,9	51,8	138,5	170,7	351,0	368,2	1 605,5
Secteur public ⁵	82,7	130,8	103,3	74,0	121,4	101,8	1 067,0
Entreprises	24,4	6,5	14,7	23,6	71,0	125,9	869,7
<i>Pour mémoire: obligations</i>							
Classiques	109,5	116,8	116,3	75,8	278,3	292,8	2 469,0
Émises sous programme EMTN	11,0	38,4	86,9	104,4	195,9	215,8	604,9

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

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

Tableau VIII.4

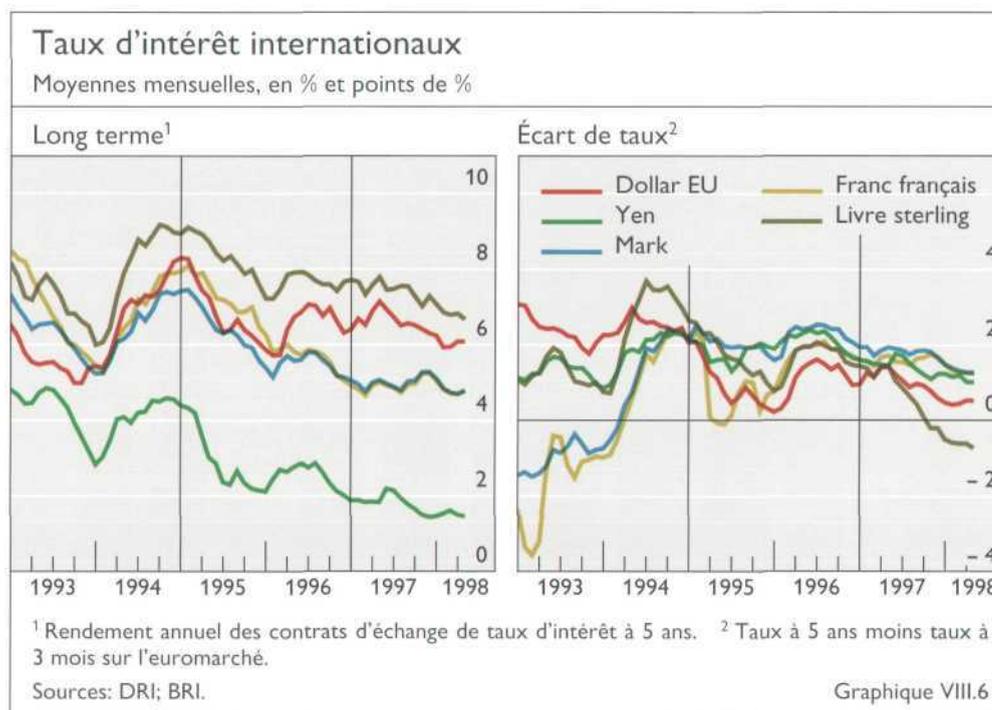
instruments traditionnels, les banques ont dû se tourner davantage vers les titres, dont le placement a été favorisé, en Amérique du Nord et, parfois, en Europe, par l'amélioration de la notation. Cinquièmement, l'intégration progressive des économies émergentes et en transition au marché mondial a élargi la gamme des emprunteurs. Enfin, l'introduction prévue de la monnaie unique européenne a agi comme catalyseur des emprunts et des investissements dans la région.

... et avènement de l'euro

Catégorie et pays d'origine des émetteurs

Les émissions des institutions financières ont représenté près des deux tiers de l'expansion des titres internationaux en 1997, ce qui souligne le rôle des capitaux transfrontières dans la gestion active des avoirs et engagements. Si les banques européennes ont souvent recouru à des emprunts subordonnés pour accroître leurs fonds propres en regard de leurs activités de négoce ou pour financer leurs acquisitions, de nombreuses institutions des États-Unis l'ont fait pour tirer parti de différences réglementaires et fiscales. Les titres adossés à des actifs émis par des structures ad hoc ont pris une large part à l'activité. Dans le même temps, l'assainissement budgétaire a ralenti les émissions souveraines des pays

Prédominance des institutions financières



industriels, permettant l'arrivée de nouveaux acteurs: entités récemment privatisées, agences de financement semi-publiques et collectivités territoriales. Les emprunts des entreprises sont demeurés supérieurs à leur niveau du début de la décennie.

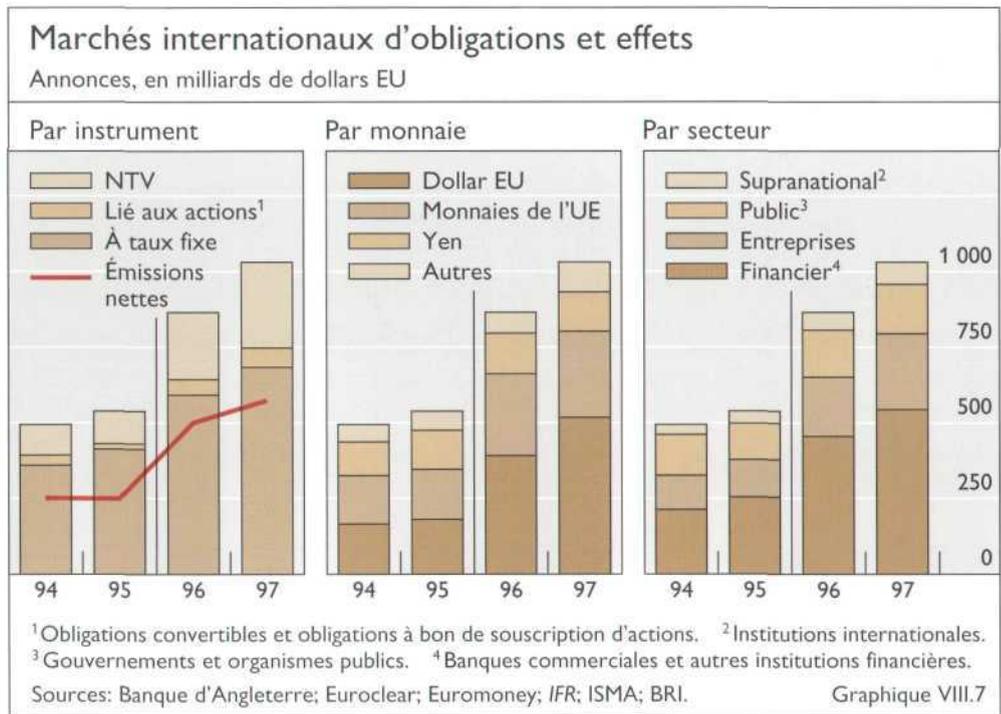
La ventilation par pays d'origine révèle que les signatures des États-Unis ont poursuivi leur retour sur le marché international, entamé en 1995, s'adjugeant 30% de la hausse de l'encours. Malgré la crise asiatique, les émissions brutes des emprunteurs d'Europe orientale et d'Amérique latine ont dépassé leur niveau record de 1996. Les débiteurs souverains, notamment en Amérique latine, ont procédé à de grosses opérations de refinancement pour allonger l'échéancier de leur dette extérieure. L'Argentine, le Brésil, le Panama et le Venezuela ont ainsi lancé d'importantes obligations planétaires non garanties à 30 ans en échange d'une partie de leurs obligations Brady. Ces transactions visaient non seulement à réduire les risques de refinancement, mais aussi à créer des références dans le compartiment à long terme pour faciliter l'accès du secteur privé. Elles illustrent l'amélioration perceptible de la cote de crédit de ces pays, qui n'a été que brièvement interrompue par la crise asiatique.

Catégories d'instruments

L'expansion des *instruments du marché monétaire* (europapier commercial – EPC – et autres effets à court terme) s'est ralentie en 1997. Au lendemain de la crise asiatique, les investisseurs ont brutalement corrigé leur évaluation des risques de liquidité et de crédit, de sorte que les émissions nettes se sont tariées au quatrième trimestre. Cette évolution a accentué le contraste avec le marché du papier commercial aux États-Unis, dont la progression est demeurée soutenue. Les différences de conditions économiques fondamentales entre l'Europe et les États-Unis ainsi que le caractère plus fragmenté et la plus petite taille des fonds

Présence marquée des émetteurs des États-Unis et des économies émergentes

La recherche de la liquidité ...



de placement monétaires européens ont continué de freiner l'expansion de l'EPC. La poursuite de la libéralisation et la perspective d'un marché paneuropéen du papier commercial pourraient toutefois accroître la compétitivité de ce segment.

... freine l'expansion du marché de l'EPC

Dans le compartiment à long terme, les *notes à taux fixe* ont encore représenté l'essentiel des émissions brutes. Malgré de très gros montages des économies émergentes et de structures ad hoc, la part croissante des petites opérations dans le cadre de programmes d'euro-effets à moyen terme négociables (EMTN) a fait baisser la taille moyenne des transactions. Toujours à la recherche de rendements élevés, les investisseurs ont acheté des titres à long terme (dont quelques émissions yankee à 100 ans), portant l'échéance moyenne à sa durée quasi record de 1993. Si les instruments à taux fixe ont continué de jouer un rôle central dans l'élargissement de l'accès au marché, les annonces de *notes à taux variable* ont atteint un sommet historique. La demande de ces instruments défensifs a été stimulée par des anticipations de relèvement des taux d'intérêt dans les principales monnaies et par l'abondance des liquidités des intermédiaires. Dans le même temps, les *émissions liées aux actions* ont suscité un regain d'intérêt, l'incertitude quant à la solidité des économies asiatiques étant largement contrebalancée par le climat favorable sur les marchés boursiers d'Amérique du Nord et d'Europe. Au Japon, des banques désireuses de renforcer leurs fonds propres ont lancé de grosses émissions convertibles, mais les entreprises du secteur non financier, premiers utilisateurs de cet instrument jusqu'au début des années 90, ont perdu leur prééminence.

La recherche de rendements élevés ...

... n'empêche pas une forte demande d'instruments défensifs

Dans le compartiment des *titres garantis par des hypothèques et adossés à d'autres actifs* (TAA), la hausse des taux d'intérêt américains et britanniques, en début d'année, a ralenti le lancement de nouvelles hypothèques, mais l'activité

Popularité croissante des TAA ...

s'est fortement redressée par la suite grâce à plusieurs grosses obligations adossées à des prêts (OAP). Ce concept, apparu aux États-Unis à la fin des années 80, gagne du terrain sur le marché international. Alors que les OAP sont traditionnellement fondées sur des portefeuilles de crédits aux entreprises assortis d'un haut rendement, les intermédiaires sont devenus plus audacieux, comme en témoignent des transactions utilisant des effets liés à la qualité du crédit. On observe également des signes de l'extension du marché international des TAA au-delà des restructurations des bilans de banques ou d'entreprises pour inclure le financement de crédits à la consommation ou d'emprunts hypothécaires: introduction de montages sur cartes de crédit et internationalisation croissante du marché des *Pfandbriefe*. Le succès récent des TAA résulte de plusieurs facteurs. D'une part, les investisseurs recherchent de nouvelles sources de titres à haut rendement et comprennent mieux les structures complexes. D'autre part, les émetteurs désirent libérer des fonds propres affectés à des crédits aux entreprises, peu rémunérateurs. En outre, la nécessité pour les banques européennes d'améliorer leur compétitivité en prévision de l'UEM les a conduites à accorder plus d'importance à une gestion efficiente de leurs bilans. Les émissions demeurent toutefois freinées par la fragmentation des marchés sous-jacents et, dans certains pays, par un cadre juridique et réglementaire inadapté.

... reflétant une gestion plus active des bilans

Ventilation par monnaie

Le compartiment du dollar EU bénéficie de son statut de monnaie refuge

La demande d'instruments en dollars EU a été soutenue pendant toute l'année 1997 par des écarts de taux d'intérêt favorables et, au premier semestre, par les incertitudes au sujet de l'UEM. Ensuite, l'aggravation de la crise asiatique et la vigueur des données fondamentales aux États-Unis ont contribué à renforcer le statut de monnaie refuge du dollar. Les devises du noyau européen ont généralement été peu sollicitées, tandis que celles à plus haut rendement (comme la livre sterling et la lire italienne) ont notablement progressé, surtout du fait de la diversification des emprunteurs des économies émergentes. L'activité en yens a moins reculé qu'on aurait pu le penser d'après la baisse de la demande d'actifs dans cette monnaie signalée par des sources de marché. Le vif succès des émissions en euro-yens (principalement EMTN) a partiellement compensé le moindre intérêt des petits investisseurs japonais pour les emprunts en double devise suite aux fluctuations du cours dollar/yen. En outre, le marché samourai a bénéficié de l'effet positif des mesures de déréglementation favorisant les émissions de signatures de qualité inférieure et de banques commerciales non résidentes. Enfin, l'engouement pour le rand a suscité un volume sans précédent d'opérations dans cette monnaie.

Incidence de la crise asiatique

La crise asiatique ...

... tarit les émissions des signatures de qualité inférieure ...

L'aggravation des problèmes financiers en Asie a eu une incidence marquée sur l'activité au quatrième trimestre. Les marges appliquées aux titres de référence à revenu fixe des économies émergentes ont inversé leur mouvement de contraction et atteint, fin octobre, leur plus haut niveau depuis la crise mexicaine, au début de 1995 (chapitre VII). Dans un contexte d'incertitudes croissantes, les émissions des pays en développement et d'autres signatures de moindre qualité

se sont pratiquement taries, au bénéfice des emprunteurs souverains bien notés et supranationaux. Ensuite, l'aversion des investisseurs pour les risques de marché s'est traduite par un raccourcissement de l'échéancier des obligations les moins bien cotées et par un plus grand intérêt pour les notes à taux variable. En outre, la nouvelle perception du risque de crédit a renforcé l'attrait des structures liant les paiements d'intérêts ou les remboursements à l'évolution de la qualité de crédit de l'emprunteur. Toutefois, l'orientation accommodante de la politique monétaire dans les principales économies a vite entraîné un redressement des marchés des obligations et des actions dans le monde industriel (sauf au Japon). Les primes de risque sur la dette des pays d'Amérique latine et d'Europe orientale ne sont pas demeurées longtemps à leurs niveaux records, l'effet de contagion sur leur monnaie a été limité et le processus de convergence en Europe n'a pas été fondamentalement affecté. Au début de 1998, les emprunteurs des économies émergentes hors d'Asie avaient recouvré l'accès au marché financier international.

... mais son effet de contagion reste limité

Influence de l'UEM

Le lancement prochain de la monnaie unique européenne a ranimé le marché de l'Écu, grâce à plusieurs émissions comprenant une clause explicite de redénomination dès l'instauration de l'UEM. Ces obligations, libellées soit directement en Écus/euros, soit dans d'autres monnaies européennes, sont assorties de coupons et d'échéances similaires et seront transformées, après conversion, en grosses émissions domestiques ou étrangères fongibles. D'abord l'apanage des Européens, elles ont ensuite été adoptées par une plus large gamme d'emprunteurs désireux d'établir des rendements de référence avant l'introduction de la monnaie unique. Elles ont renforcé la convergence des taux d'intérêt dans les grands pays européens et préfigurent le marché obligataire en euros. Les débiteurs supranationaux et les agences paragonnementales ont également tenté d'aligner leurs techniques (volume, calendrier d'émission régulier et mécanisme de pensions) sur celles des gouvernements européens. En outre, certains pays européens de moindre dimension ont pris des mesures pour élargir leur base d'investissement. La Belgique a ainsi lancé un emprunt multitranche «domestique» à 10 ans en francs belges, francs français et marks convertible en euros. Le recours accru aux titres eurofongibles pourrait toutefois entraîner une réduction de la liquidité des autres émissions obligataires européennes.

L'euro, catalyseur de l'innovation:

émissions fongibles ...

Les stratégies fondées sur la convergence des taux d'intérêt européens offrant moins de perspectives de profits, les investisseurs ont pris conscience que le risque de crédit, et non plus le risque de change, permettra d'obtenir de meilleurs résultats que les émissions de référence. C'est ainsi qu'est apparu en cours d'année un marché européen d'obligations à haut rendement (de qualité inférieure). Ces titres offrent aux emprunteurs plusieurs avantages sur les prêts bancaires: un remboursement *in fine*, qui supprime les pressions financières liées à un amortissement progressif, et des clauses contractuelles moins contraignantes. La tendance des investisseurs européens à rechercher des rendements élevés va sans doute favoriser encore les émissions de sociétés moins bien notées, qui recouraient jusqu'à présent aux financements bancaires. Si l'euromarché a toujours été le domaine exclusif des meilleures signatures, les récentes percées

... et titres à haut rendement

sur ce terrain de débiteurs moins cotés vont sans doute poser de nouveaux défis aux investisseurs.

Marchés dérivés

Environnement propice au négoce des dérivés ...

Les modifications des anticipations à l'égard de l'UEM, un regain de volatilité sur les changes et les niveaux élevés atteints par les grands indices boursiers ont été propices aux produits dérivés en 1997. De plus, en mettant en lumière la couverture inadéquate des positions prises par certains courtiers et utilisateurs, la crise asiatique a entraîné un réexamen des stratégies de gestion des risques. Dans ce contexte, le négoce a fortement redémarré sur les marchés organisés, tout en poursuivant sa progression rapide sur le gré à gré. L'expertise croissante des emprunteurs et des investisseurs, les avancées de l'informatique et le lancement prochain de la monnaie unique européenne ont intensifié les pressions en faveur d'une profonde restructuration. Les marchés organisés, soucieux de réduire leurs coûts de fonctionnement, se sont tournés résolument vers les systèmes automatisés de négociation, ce qui a relancé le débat sur les avantages respectifs de la criée et des liaisons électroniques. La concurrence, déjà vive avec le gré à gré – qui bénéficie d'une plus grande standardisation des règles et pratiques, mais aussi d'une meilleure adaptabilité à la demande –, a été accentuée par l'arrivée de nouveaux acteurs, tels que les fournisseurs de services électroniques d'information.

... mais fortes pressions en faveur d'une restructuration

Marchés organisés

Essor des marchés organisés tiré par les contrats sur actions ...

Après deux années de baisse, les marchés organisés ont renoué avec la croissance, enregistrant une progression de 11% du montant notionnel (à quelque \$357 000 milliards). Le compartiment des taux est, de loin, le plus actif, mais celui des indices boursiers a connu l'expansion la plus rapide. Les anticipations persistantes d'un resserrement monétaire aux États-Unis, des accès d'incertitudes au sujet de l'UEM et la crise asiatique ont, à plusieurs reprises, nettement dynamisé les transactions sur contrats de taux. Les besoins de couverture dans le compartiment du yen ont été moindres en raison du bas niveau des taux d'intérêt, malgré une hausse de la volatilité. S'agissant des contrats sur actions, la demande, déjà forte, a été stimulée par des périodes de faiblesse boursière en Amérique du Nord et en Europe ainsi que par un intérêt croissant des investisseurs pour les actions émises en Europe et dans certaines économies émergentes. Les options sur actions spécifiques (non comprises dans les déclarations) ont continué de progresser plus vite que les options sur les principaux indices généraux, dont le coût de négociation est élevé, ce qui montre une préférence grandissante des investisseurs institutionnels pour les instruments permettant une composition plus personnalisée des portefeuilles. Les contrats sur devises se sont beaucoup moins développés, l'influence positive d'un surcroît de volatilité sur les grands couples de monnaies ayant été en partie annulée par une réduction de l'activité sur cours croisés européens. En outre, la concurrence du gré à gré est toujours aussi vive dans ce domaine.

... surtout sur actions spécifiques

LIFFE prend la deuxième place après CBOT ...

En nombre de contrats, CBOT conserve sa suprématie, suivi par LIFFE qui, favorisé par sa large palette de produits sur instruments européens à revenu fixe,

Marchés de certains instruments financiers dérivés						
Instrument	Encours notionnel en fin d'année					
	1992	1993	1994	1995	1996	1997 ¹
	en milliards de dollars EU					
Marchés organisés	4 634,5	7 771,2	8 862,9	9 188,6	9 879,6	12 207,3
Contrats à terme de taux d'intérêt	2 913,1	4 958,8	5 777,6	5 863,4	5 931,2	7 489,2
Options de taux d'intérêt ²	1 385,4	2 362,4	2 623,6	2 741,8	3 277,8	3 639,9
Contrats à terme de devises	26,5	34,7	40,1	38,3	50,3	51,9
Options de change ²	71,1	75,6	55,6	43,5	46,5	33,2
Contrats à terme sur indices boursiers	79,8	110,0	127,7	172,4	195,9	216,6
Options sur indices boursiers ²	158,6	229,7	238,4	329,3	378,0	776,5
Gré à gré ³	5 345,7	8 474,6	11 303,2	17 712,6	25 453,1	28 733,4
Échanges de taux d'intérêt	3 850,8	6 177,3	8 815,6	12 810,7	19 170,9	22 115,5
Échanges de devises ⁴	860,4	899,6	914,8	1 197,4	1 559,6	1 584,8
Options de taux d'intérêt ⁵	634,5	1 397,6	1 572,8	3 704,5	4 722,6	5 033,1

¹ Gré à gré: fin juin 1997. ² Options d'achat et de vente. ³ Données collectées par l'ISDA uniquement; les deux volets d'un contrat entre membres de l'ISDA ne sont notifiés qu'une seule fois. ⁴ Après correction des doubles déclarations; y compris contrats d'échanges croisés de taux d'intérêt et de devises. ⁵ Taux plafonds, tunnels, taux planchers et options d'échange.
Sources: Futures Industry Association; ISDA; marchés respectifs; calculs BRI. Tableau VIII.5

a pris la place de CME. DTB a inscrit des records et consolidé sa deuxième position en Europe. Déjà prééminent dans le segment des obligations d'État allemandes à moyen terme, il s'est vite rapproché de LIFFE dans le négoce des contrats *Bund*, avec 41% du volume en 1997, contre 29% l'année précédente. Il a bénéficié de l'introduction de nouveaux produits, de l'installation de terminaux supplémentaires à l'étranger et de la suppression partielle des réserves obligatoires sur les pensions. Le lancement réussi d'un contrat sur emprunt d'État français 5 ans a soutenu le MATIF, qui a été cependant distancé par son homologue germanique. L'activité est restée modeste au Japon. Dans les économies émergentes (Brésil notamment), le nombre de contrats négociés a enregistré d'amples fluctuations, mais leur taille réduite a amorti l'impact en termes de montant notionnel.

La lutte pour les parts de marché à l'approche du lancement de l'euro s'est traduite par une multitude d'initiatives: modification des caractéristiques des contrats, création de nouveaux produits complétant les courbes de rendements, réduction des commissions et extension des séances. La rivalité dans le compartiment des taux allemands a été particulièrement vive, comme en témoigne l'introduction de plusieurs contrats voisins. Toutefois, l'activité dans le secteur des taux atteignant les limites de la rentabilité, l'innovation s'est tournée vers la réduction des coûts, les produits sur actions (qui devraient être moins affectés par l'avènement de l'euro), les services à destination du gré à gré et le partenariat. Il convient de mentionner sur ce dernier point l'annonce d'une alliance entre les places allemande, française et suisse, pour les transactions au comptant et sur dérivés, ainsi que l'apparition progressive d'une plateforme unifiée pour les deux types de négoce dans les pays nordiques.

Un recentrage s'est également opéré en Amérique du Nord, avec l'introduction de mini-contrats sur actions à l'intention de la clientèle de détail,

... mais DTB se rapproche ...

... distançant le MATIF

Lutte pour les parts de marché ...

... dans les compartiments des taux du mark ...

... et des actions, menant à des alliances

l'offre de *warrants* et de notes à structure de rendement complexe, le développement de systèmes électroniques, parfois en association avec des courtiers, et des initiatives en direction de systèmes communs de compensation.

La criée se développe moins vite que la négociation électronique

Le succès des plateformes électroniques et de la négociation automatisée hors séance a amené les plus ardents défenseurs de la criée à reconsidérer radicalement leur stratégie. Certains marchés doublent leur corbeille de systèmes réservés aux petits ordres et aux contrats les moins traités, tandis que d'autres, tels CBOT et LIFFE, ont annoncé clairement leur volonté d'utiliser davantage les nouvelles technologies. Les alliances s'en trouvent largement affectées. Comme l'a montré DTB, avec une approche essentiellement fondée sur l'accès à distance et l'allongement des séances, les systèmes électroniques permettent d'étendre la base des opérateurs de façon plus directe et moins onéreuse que les liaisons entre corbeilles. Plusieurs grandes places envisagent de suivre cette voie, notamment CBOT et LIFFE, qui ont convenu de mettre fin à des liens pourtant récents. Le développement des plateformes et des liaisons bilatérales explique peut-être le désintérêt pour l'actuelle version de Globex, système multilatéral qui avait été conçu sur une base standardisée pour les transactions internationales hors séance.

Instruments financiers dérivés négociés sur les marchés organisés							
Instrument	Montant notionnel						Encours notionnel à fin 1997
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	
en milliers de milliards de dollars EU							
Contrats à terme de taux d'intérêt	141,0	177,3	271,7	266,3	253,5	274,6	7,5
sur instruments à court terme	113,3	138,9	222,1	218,2	204,8	223,2	7,1
<i>dont: eurodollar 3 mois</i>	66,9	70,2	113,6	104,1	97,1	107,2	2,6
<i>euro-yen 3 mois</i>	14,0	24,6	44,2	46,8	34,7	29,9	1,6
<i>euromark 3 mois</i>	7,5	12,9	18,5	18,4	23,9	25,3	1,0
<i>PIBOR 3 mois</i>	5,8	10,4	12,0	15,9	13,7	12,3	0,2
sur instruments à long terme	27,7	38,5	49,6	48,2	48,7	51,4	0,4
<i>dont: obligation du Trésor américain</i>	7,1	8,0	10,1	8,7	8,5	10,1	0,1
<i>emprunt de l'État japonais</i>	9,7	14,2	13,8	16,2	12,3	10,6	0,1
<i>obligation de l'État allemand</i>	3,2	5,1	8,9	9,3	12,3	14,5	0,1
<i>emprunt de l'État français</i>	2,8	3,2	4,6	3,4	3,4	3,1	0,0
Options de taux d'intérêt ¹	25,5	32,8	46,7	43,3	41,0	48,6	3,6
Contrats à terme de devises	2,3	2,8	3,3	3,3	3,0	3,5	0,1
Options de change ¹	1,4	1,4	1,4	1,0	0,9	0,7	0,0
Contrats à terme sur indices boursiers	6,0	7,1	9,4	10,6	12,9	16,4	0,2
Options sur indices boursiers ¹	5,7	6,3	8,0	9,2	10,1	13,0	0,8
Total	181,9	227,8	340,5	333,9	321,5	356,8	12,2
<i>Amérique du Nord</i>	102,1	113,1	175,9	161,1	154,2	182,7	6,3
<i>Europe</i>	42,8	61,4	83,9	87,5	100,1	114,9	3,6
<i>Asie²</i>	36,9	53,0	77,8	81,1	63,8	56,3	2,2
<i>Divers</i>	0,1	0,4	2,9	4,2	3,4	2,9	0,1

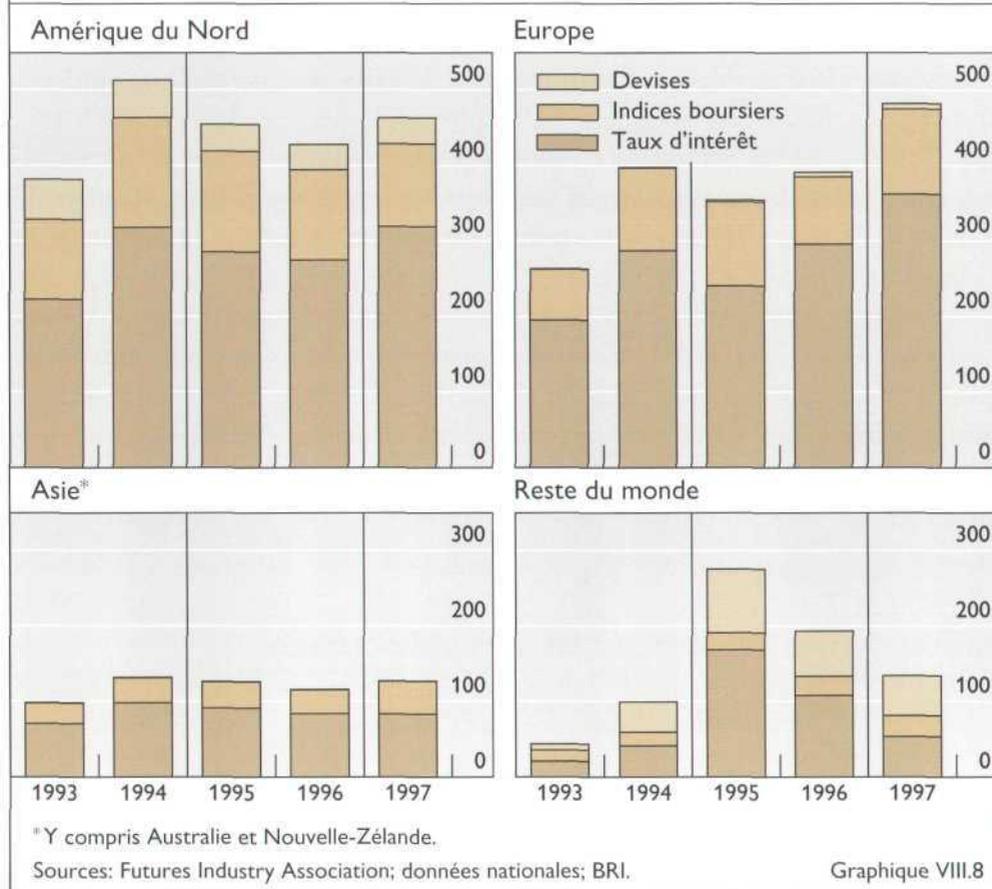
¹ Options d'achat et de vente. ² Y compris Australie et Nouvelle-Zélande.

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

Tableau VIII.6

Instruments financiers à terme et options négociés sur les marchés organisés

En millions de contrats



Graphique VIII.8

Gré à gré

Les données publiées par l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) montrent que la croissance du notionnel en contrats d'échange et produits connexes s'est ralentie au premier semestre de 1997 – ce que semblent confirmer les informations préliminaires disponibles pour la fin de l'année –, tout en conservant un rythme nettement supérieur à celui des marchés organisés. Toutes les catégories de contrats ont été touchées (échanges de taux, de devises et options connexes sur taux), mais le tassement a été plus prononcé pour les devises (avec une progression de 2%, contre 20% au second semestre de 1996).

Dans le compartiment des produits sur devises, les fortes variations des principales monnaies par rapport au dollar EU ont favorisé les outils de couverture, les courtiers ajustant leur stratégie (surtout pour les instruments à corridor) en offrant des montages à prime réduite. Des accès d'incertitudes concernant l'UEM ont engendré des poussées de volatilité, stimulant temporairement les contrats sur couples devise centrale/devise périphérique, mais la stabilité générale des cours croisés entre monnaies du noyau n'a pas permis une grande expansion. Dans le secteur des monnaies des économies émergentes, les contrats à terme non livrables, permettant d'échapper aux contrôles des changes en prévoyant un règlement dans une devise tierce (dollar EU

Expansion ralentie du gré à gré ...

... mais plus soutenue que sur les marchés organisés

Tassement du gré à gré sur devises ...

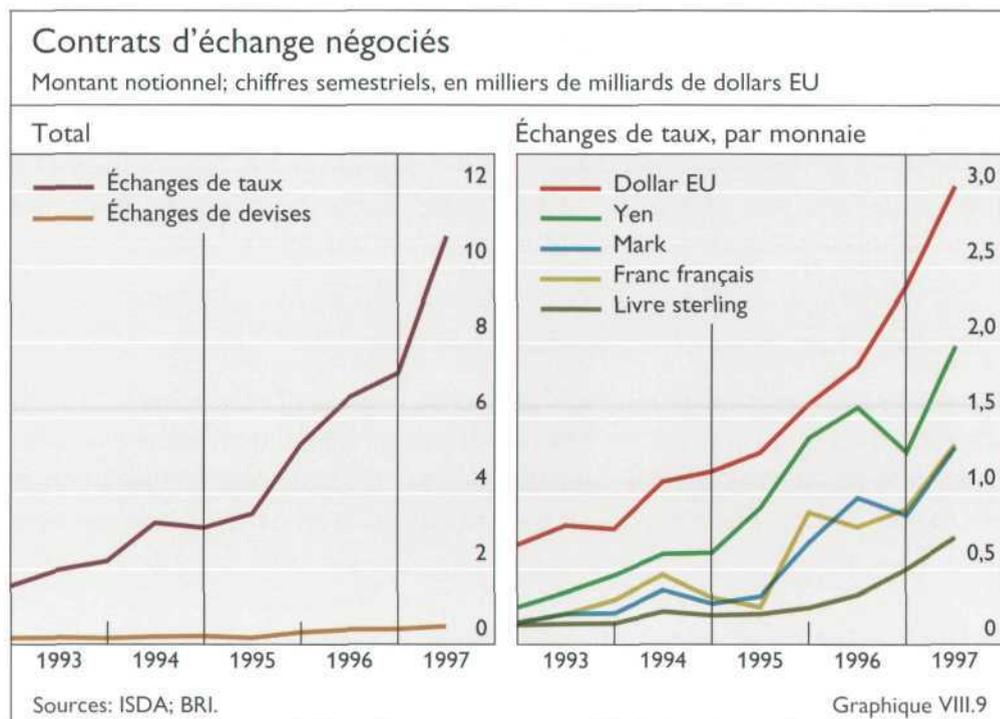
généralement), se sont développés. La crise asiatique a toutefois constitué un élément négatif, la vive hausse des taux d'intérêt et les obstacles temporaires aux mouvements de capitaux ayant exposé les intermédiaires à des pertes substantielles sur positions courtes.

... mais dynamisme persistant sur taux

Dans le compartiment des *produits de taux*, les chiffres de l'ISDA font apparaître une croissance de 14% des contrats d'échange et options connexes au premier semestre de 1997. Pour l'ensemble de l'année, le volume d'activité dans les principales monnaies semble avoir compensé un ralentissement sur les marchés moins liquides. L'offre limitée de titres du Trésor américain et l'aplatissement de la courbe des rendements du dollar EU se sont combinés pour élargir les écarts avec les taux de référence, ce qui a été propice aux émissions de titres avec contrat d'échange. En Europe, l'apparition périodique de doutes au sujet de l'UEM a stimulé les opérations misant sur la convergence avec les taux allemands, voire entre monnaies périphériques. À l'inverse, certains courtiers, estimant que l'harmonisation des taux longs ne permettait plus de différencier les risques de crédit après l'avènement de l'union, ont proposé des instruments escomptant une divergence des rendements. La perception d'une attitude plus favorable du Royaume-Uni à l'égard de l'union a également entraîné, en fin d'année, de nombreuses transactions fondées sur les taux britanniques et irlandais. Outre les options sur écarts de taux, les produits tablant sur la volatilité (taux plafonds et options de contrats d'échange à terme) ont rencontré un succès croissant. Comme dans le compartiment des devises, la crise asiatique a eu des conséquences négatives pour les intermédiaires; plusieurs banques ayant pris des positions courtes sur la volatilité d'instruments d'économies émergentes ont subi de lourdes pertes.

Progression notable sur actions ...

On a observé, l'an dernier, des signes d'expansion notable des *dérivés sur actions* (non recensés dans l'enquête de l'ISDA). Les chutes rares mais brutales



des indices boursiers ont créé une forte demande de couverture. Les turbulences sur les sous-jacents ont coïncidé avec un intérêt accru des investisseurs de détail, qui tendent à délaissier les instruments traditionnels à revenu fixe. Cette demande supplémentaire aurait intensifié la volatilité et majoré le coût de la protection. Les investisseurs ont été conduits à rechercher des produits moins chers, soit comportant une facilité de paiement différé ou un seuil, soit fondés sur les options de taux moyen ou un panier. Les *warrants* sur indices boursiers généraux ou plus étroits ont, semble-t-il, été très prisés; deux compartiments ont été particulièrement sollicités: les sociétés européennes susceptibles d'être restructurées et les indices d'entreprises d'Europe orientale. Les instruments sur panier évitent d'avoir à sélectionner un portefeuille et offrent un positionnement rapide et peu coûteux sur un segment cible. Des instruments plus complexes, comme options et contrats d'échange sur écarts d'indices entre pays et contrats d'échange sur la volatilité d'indices boursiers, ont également été émis en grande quantité.

Les incertitudes réglementaires, la diffusion insuffisante d'informations sur les défaillances et l'absence de moyens de couverture adéquats ont continué à freiner le négoce des *dérivés de crédit*, limité à un nombre assez restreint d'institutions. Ils ont néanmoins été plus fréquemment utilisés dans le montage d'émissions (titres adossés à des actifs et titres synthétiques liés à des actions, notamment) ainsi que dans des compartiments (crédit-bail et réassurance, par exemple) où il est utile de dissocier risque de crédit et position sous-jacente. Un plus grand appétit pour les rendements élevés, en Europe, les tensions financières en Asie et la taille accrue des contreparties résultant du mouvement mondial de concentration ont beaucoup sensibilisé les opérateurs à ce type de risque. Le développement de nouveaux instruments de gestion des risques favorise une modification de l'attitude des prêteurs, mettant davantage l'accent sur la gestion efficace des fonds propres et sur l'ajustement du rendement aux risques. Si, ces dernières années, les courtiers ont conçu des systèmes de modélisation de plus en plus sophistiqués pour les risques de marché, il n'en a pas été de même dans le domaine du *risque de crédit*. Cela explique l'apparition de divers progiciels permettant aux intermédiaires d'évaluer la variation de la valeur globale de leurs portefeuilles en fonction d'événements liés à la note de crédit. S'ils sont menés à bien, ces efforts devraient accroître l'efficacité du marché, affiner les méthodes de tarification et aboutir à une meilleure allocation des fonds.

... et poursuite de l'expansion des dérivés de crédit

Mondialisation et intermédiation financière

Malgré les désengagements résultant de la crise asiatique, l'intégration à l'échelle mondiale s'est poursuivie en 1997. Les tendances de fond ont continué d'exercer leur influence. Ainsi, le développement rapide des technologies de négociation et de communication a remis en cause les situations acquises dans des segments jusqu'alors protégés. Le décloisonnement a été poursuivi au Japon et aux États-Unis par le démantèlement des barrières réglementaires séparant les activités de banque et les opérations sur titres, tandis qu'en Europe l'avènement prochain de l'union monétaire a servi de catalyseur à l'harmonisation et à la concentration. Des éléments conjoncturels ont, en outre, joué un rôle important.

Intégration mondiale des marchés financiers favorisée par ...

... la déréglementation ...

L'abondance des liquidités et la recherche de rendements élevés ont intensifié les mouvements internationaux de capitaux, accélérant l'intégration des économies émergentes elles-mêmes au système financier mondial. De plus, la crise asiatique est venue cruellement rappeler que le libre jeu des forces du marché au niveau international n'est pas compatible avec le maintien de systèmes financiers locaux opaques, inefficients et contrôlés de façon laxiste. C'est ainsi que, paradoxalement, les événements récents pourraient exercer une influence bénéfique en favorisant l'ajustement précisément dans les économies où les infrastructures se sont révélées inadéquates.

... l'ajustement des infrastructures ...

L'an passé encore, c'est sur les marchés de gros que la mondialisation a été la plus sensible, avec un abaissement des barrières traditionnelles entre activités de banque commerciale, placement de titres, assurance et gestion de portefeuille. L'arrivée progressive de nouveaux acteurs – fournisseurs de services électroniques d'information, par exemple – a accentué la concurrence. De surcroît, les progrès réalisés dans le domaine du risque de crédit ont renforcé l'harmonisation des pratiques de gestion actif/passif entre les catégories d'opérateurs. Ils ont aussi contribué à élargir le champ d'action de l'intermédiation en permettant le démembrement et la négociation des diverses composantes des risques.

... et la convergence des pratiques de marché

Malgré tout, les banques commerciales sont demeurées au cœur de l'intermédiation. Premièrement, face à la stagnation de la collecte des dépôts conventionnels, elles se sont lancées dans des opérations de grande envergure sur les marchés financiers. Deuxièmement, l'importante demande de crédit émanant de la clientèle des places franches corrobore les informations selon lesquelles ces financements sont largement utilisés pour les investissements à effet de levier. Troisièmement, les banques commerciales se sont intéressées aux opérations sur titres en rachetant des sociétés de ce secteur. Elles y ont été fortement incitées par le vif essor des marchés des actions et des obligations, qui a contribué à l'apparition de nouveaux créneaux à haut rendement, et par la vague de fusions et acquisitions, source de services lucratifs. Quatrièmement, leur entrée sur le territoire des banques d'affaires, en réduisant les profits dans les activités centrales (souscription et négoce, par exemple), a poussé les deux catégories d'opérateurs à diversifier leurs sources de revenus en se tournant vers la gestion de portefeuille.

Entrée des banques commerciales sur le marché des banques d'affaires ...

... les deux catégories d'opérateurs se tournant vers la gestion de portefeuille ...

En conséquence, on a vu s'accroître la dichotomie entre deux stratégies, l'une consistant à fournir des services financiers totalement intégrés à l'échelle planétaire et l'autre à se spécialiser dans un domaine de base ou des créneaux particuliers. Or, la récente vague d'acquisitions amène à se demander si l'expansion de certains groupes dans des métiers où leur expertise est faible ou nulle n'excède pas leurs capacités. On peut redouter, en outre, que la recherche d'une dimension mondiale ne les porte à subventionner telle ou telle activité, au risque d'introduire des distorsions dans la formation des prix des titres et dérivés. De fait, le recentrage opéré par certaines banques, l'an dernier, pourrait résulter non seulement d'un manque de synergie entre produits et services, mais aussi d'une tarification inadéquate des instruments.

... ce qui pose de nouvelles questions

Le contrôle des conglomérats en particulier ...

L'apparition de grands conglomérats internationaux dans un monde qui demeure contrôlé sur des bases sectorielles et nationales soulève des questions

sur lesquelles un consensus n'est pas encore clairement apparu. Dans un environnement de plus en plus complexe, le cadre réglementaire doit s'adapter dans ses méthodes et sa perspective. Deux tendances communes semblent se dégager des initiatives récentes émanant des organismes professionnels et des autorités (voir «Activités de la Banque» en fin de Rapport). La première consiste, pour la surveillance prudentielle, à faire davantage confiance à la discipline du marché qu'à l'application de règles mécaniques. Une illustration en est fournie par l'amendement récent à l'accord de Bâle sur les fonds propres, qui autorise l'utilisation des modèles internes pour l'évaluation des risques de marché, ainsi que par les discussions en cours sur d'autres formules possibles (par exemple, l'allocation préalable des fonds propres, accompagnée de pénalités s'il s'avère *ex post* que les pertes sont supérieures aux montants préaffectés). La seconde tendance voudrait que les autorités acceptent plus volontiers la défaillance d'une institution, tout en veillant à limiter les effets de contagion résultant de difficultés financières. Les efforts entrepris pour renforcer les systèmes de paiement et de règlement sur les marchés de gros vont dans cette direction, comme ceux qui ont pour but d'améliorer l'architecture du système financier international dans des domaines tels que la transparence, les infrastructures et le partage des coûts entre secteurs public et privé. Déterminer la répartition appropriée des responsabilités de la surveillance, aux niveaux national et international, est une première étape indispensable; la seconde, qui concerne sa mise en application, est encore plus cruciale.

... présente un défi au cadre prudentiel ...

... dans ses méthodes ...

... et sa perspective

IX. Conclusion: identifier les risques et les mesures préventives

En dépit des événements traumatisants d'Asie, les perspectives économiques pour le reste du monde restent considérées, dans l'ensemble, comme positives. La période prolongée d'expansion aux États-Unis et au Royaume-Uni devrait se poursuivre, d'après les prévisions. L'union économique et monétaire européenne est en voie d'être instaurée selon le calendrier prévu avec une large participation, en présence de signes qui dénotent un renforcement de la croissance et de la confiance. De sérieux effets de contagion ont pu être évités jusqu'à maintenant hors d'Asie et divers observateurs pensent, en outre, que le pire est peut-être passé dans cette région, étant donné que les marchés des capitaux y ont recouvré une certaine stabilité. Dans la plupart des pays industriels, les marchés des actifs ont atteint de nouveaux sommets, dans le contexte d'une succession extraordinaire de fusions et d'acquisitions ainsi que des financements qu'elles génèrent. Sur un plan plus fondamental, les événements d'Asie ont même été interprétés de manière positive par certains, qui y voient une confirmation de la prédominance du modèle de croissance économique fondé sur les forces du marché, de plus en plus à la mode depuis les années 70.

À l'image de la mode, cependant, les circonstances économiques peuvent changer très rapidement, et une certaine humilité doit être observée en matière de prévisions et de jugements. Une bonne raison d'agir ainsi, clairement illustrée par la crise asiatique, est que le monde économique et financier constitue un environnement très incertain, dans lequel les perceptions des risques de liquidité, de marché et de crédit peuvent, en se conjuguant, engendrer des effets multiplicateurs et avoir des issues imprévisibles. De surcroît, si les développements économiques ont des répercussions sociales et politiques, les résultats peuvent être encore plus incertains. Une seconde raison qui incite à l'humilité vient de ce que, trop souvent, le succès semble receler des germes d'échec. En somme, le jugement des marchés comme des décideurs pêche communément par excès d'optimisme.

Le Mexique, par exemple, a été largement félicité et récompensé par les marchés au début des années 90 pour ses efforts de déréglementation et de rigueur budgétaire, tout comme l'ont été de nombreux pays d'Asie (dont le Japon) pour leurs très hauts niveaux d'épargne et d'investissement. Or, ces pays ont été soumis par la suite à de brusques revirements d'opinion des opérateurs. Pour le Mexique, il est apparu que la déréglementation, en particulier dans le secteur financier, avait engendré un essor de la consommation et une situation insoutenable des paiements courants. Pour plusieurs pays d'Asie, les marchés se sont rendu compte qu'une épargne abondante ne constituait pas un avantage inconditionnel si elle s'accompagnait d'investissements non rentables susceptibles de peser pendant des années sur les prix des actifs.

Dans ces deux cas de figure, comme dans beaucoup d'autres, l'alternance de phases d'expansion et de récession semble avoir suivi une dynamique très voisine. À partir de données fondamentales internes saines sont apparus des excès en matière de dépenses, alimentés par le crédit intérieur. Dans un tel environnement, les perspectives de profits ont d'abord attiré l'attention des prêteurs étrangers les plus avisés, que les moins avisés ont ensuite imités. Les modifications structurelles des systèmes financiers ont conféré à ces développements une impulsion supplémentaire. Dans les économies émergentes, la déréglementation a souvent facilité l'accès au crédit, tandis que, dans le monde industriel, l'intensification de la concurrence a amené de nombreuses institutions financières à se tourner vers de nouveaux marchés, dans l'espoir de compenser ainsi la baisse de la rentabilité dans leur propre pays. Finalement, lorsque cet optimisme excessif s'est dissipé chez les emprunteurs et les prêteurs, le choc a été soudain, brutal et coûteux pour toutes les parties concernées.

Un excès d'optimisme analogue peut également affecter les décisions des autorités. Que ce soit dans les économies émergentes ou dans les pays industriels, il est toujours difficile de moduler les politiques par petites touches pour éviter les crises; cela devient encore plus complexe quand l'opinion publique est convaincue que les perspectives économiques demeurent excellentes. Même un franc succès des décideurs dans la lutte contre l'inflation peut comporter des dangers s'il encourage incidemment la formation de bulles des prix des actifs et réduit simultanément la marge de manœuvre disponible pour s'y opposer. Lorsque les taux d'intérêt nominaux et même réels baissent, en raison de l'atténuation des tensions inflationnistes, les investisseurs peuvent fort bien chercher ailleurs une meilleure rémunération. Malheureusement, les actions du marché national comme les placements à l'étranger ne procurent des rendements plus élevés qu'au prix d'un accroissement correspondant des risques.

Les autorités qui se guident essentiellement sur les mesures traditionnelles de l'inflation s'accordent à penser qu'on peut en général ignorer une hausse des prix des actifs, sauf s'il se confirme qu'elle se répercute sur les prix à la consommation. Cet argument est certes fondé, mais il conviendrait, en même temps, de tenir compte des effets qui peuvent en résulter pour la solidité des systèmes financiers s'ils alimentent, à travers le crédit bancaire, une bulle des prix des actifs qui éclatera tôt ou tard. Dans une telle situation, les autorités peuvent être confrontées à un dilemme: relever les taux d'intérêt pour éviter la formation de la bulle et être légèrement en deçà de l'objectif d'inflation, ou bien ne rien faire et arriver finalement bien au-dessous. Une telle option peut être assez risquée si, comme l'expérience japonaise semble le montrer, la relance de l'économie se révèle particulièrement difficile lorsque le faible niveau de l'inflation ne permet guère de réduire les taux d'intérêt réels. Si la montée des prix de l'immobilier, qui a souvent accompagné le dynamisme des marchés des titres dans les économies industrielles occidentales, n'a atteint nulle part l'ampleur observée en Asie, l'accélération récente de l'expansion monétaire au sein des pays industriels mérite cependant une certaine attention.

À l'évidence, l'enseignement qu'on peut en retirer n'est pas qu'il faudrait renoncer à la croissance économique, à la déréglementation et à un faible niveau d'inflation, à cause des risques que de tels objectifs peuvent comporter. Trois

conclusions plus pertinentes paraissent justifiées. Premièrement, une meilleure compréhension de la dynamique des processus macroéconomiques peut aider à prévenir les problèmes, avant que leurs effets déstabilisateurs ne deviennent trop importants. Deuxièmement, la libéralisation des marchés doit être poursuivie avec détermination mais aussi avec prudence. Troisièmement, des efforts doivent être accomplis pour renforcer partout la solidité des systèmes financiers, afin qu'ils puissent résister à des chocs qui seront sans doute d'autant plus rudes que les marchés seront libéralisés.

Politiques macroéconomiques: perspectives et enseignements

La persistance d'un décalage conjoncturel entre les grands pays industriels a engendré certaines tensions. Ainsi, la vigueur relative de la demande aux États-Unis (de même qu'au Royaume-Uni) s'est traduite par une vive appréciation de la monnaie et une détérioration concomitante du solde des paiements courants. Cette évolution a été compensée par des excédents croissants au Japon et en Europe continentale. En outre, les prévisions du FMI et de l'OCDE indiquent que les États-Unis constitueront la principale contrepartie de la réduction attendue des déficits commerciaux en Asie, ce qui portera le déficit courant américain à des niveaux quasi records en termes de PIB.

Cette situation comporte deux sortes de dangers. Tout d'abord, les marchés risquent de perdre patience devant l'accumulation de la dette extérieure américaine et de faire chuter le dollar. Un tel mouvement inverserait les gains importants, en termes de désinflation, résultant de son appréciation et augmenterait la probabilité d'un resserrement monétaire aux États-Unis pour faire face à l'apparition de tensions sur les capacités. Dans cette hypothèse, on pourrait également assister à une diminution des prix des actifs, qui aurait des répercussions substantielles sur la confiance et la dépense des consommateurs américains, compte tenu de la part accrue des actifs financiers dans les portefeuilles des ménages. Le second danger inhérent à la vigueur du dollar réside dans la possibilité d'un recours à des mesures protectionnistes aux États-Unis. Si cette tentation a pu être réfrénée jusqu'à présent grâce au dynamisme de l'économie, elle pourrait facilement resurgir en cas de ralentissement marqué de la croissance.

Toute menace pesant sur la poursuite d'une croissance non inflationniste aux États-Unis pourrait également avoir des répercussions plus vastes. Si le renforcement récent de la demande en Europe est susceptible d'accroître la résistance de ces économies à une appréciation de leur monnaie, il n'en va pas de même pour le Japon. En outre, une hausse généralisée des taux d'intérêt, qu'elle ait son origine aux États-Unis ou en Europe, pourrait inciter les investisseurs à se désengager davantage des économies émergentes et à effectuer enfin une réévaluation du risque de crédit sur l'ensemble des marchés. Il est difficile de prévoir toutes les implications d'une telle démarche, dans un monde où l'expansion des dépôts interbancaires internationaux a quasiment quadruplé, pour s'inscrire à plus de \$700 milliards l'an passé, et où les émissions de titres internationaux ont atteint récemment des records absolus.

Il convient de préciser qu'il s'agit là d'un scénario et non d'une prévision. Une prévision serait, à juste titre, plus nuancée sur la question des paiements

courants des États-Unis; il importe de noter, en effet, que le ratio endettement extérieur net/PIB, bien qu'en hausse, demeure modeste (et le service de la dette encore plus) et que, pour l'instant, la position sans égale du dollar comme monnaie de réserve mondiale doit contribuer à en préserver la valeur. Mais c'est en essayant d'identifier les risques que l'on est amené à considérer les politiques qui permettraient de les éviter. En principe, cela reviendrait à stimuler la demande dans les économies industrielles à croissance lente et à faire l'inverse ailleurs. Or, dans de nombreux pays, de sérieux obstacles s'opposent à la réalisation de telles politiques. S'en remettre à l'action budgétaire pour soutenir la demande, par exemple, pourrait parfois aller à l'encontre des objectifs à moyen terme d'assainissement des finances publiques, tandis qu'un assouplissement monétaire risquerait d'alimenter la hausse des prix des actifs.

Au sein des économies émergentes d'Asie, des réactions rapides, comportant avant tout un engagement politique, aux prescriptions du Fonds monétaire international seraient le meilleur moyen d'améliorer les perspectives de croissance là où cet engagement fait encore défaut. Une telle attitude aiderait à restaurer la confiance, permettant alors une détente des taux d'intérêt et un redressement des cours de change, tombés à des niveaux excessivement bas. Comme le service de la dette, tant intérieure qu'extérieure, deviendrait plus supportable, les marges imposées aux emprunteurs ne pourraient que diminuer et l'accès au crédit étranger s'en trouverait facilité. À l'évidence, les chances de parvenir à de tels engagements politiques augmenteraient si la portée des recommandations du FMI pouvait se limiter au rétablissement de la stabilité financière et aux mesures traditionnelles nécessaires à l'équilibre de la balance des paiements.

Pour restaurer la liquidité de nombreuses économies asiatiques, il faudrait également procéder rapidement à une restructuration transparente, et politiquement neutre, des systèmes bancaires nationaux. Si l'on n'a pas enregistré pour l'instant, abstraction faite de l'Indonésie, un rationnement du crédit d'une ampleur comparable à ce qui s'était passé au Mexique, il importe de limiter le risque d'une telle éventualité dans le reste de l'Asie. D'aucuns pourraient, certes, objecter que cette restructuration contribuerait en soi à un rationnement du crédit, mais l'histoire semble prouver le contraire. Fermer les banques les plus faibles et recapitaliser les autres une fois pour toutes ne devrait pas nécessairement causer de problèmes, même si une telle entreprise est assurément délicate. En fait, le rationnement du crédit apparaît le plus souvent lorsque les autorités laissent subsister des incertitudes sur la solidité des banques, en particulier quand s'y ajoutent les incertitudes des banques elles-mêmes sur la solvabilité de leur clientèle. Enfin, force est d'admettre qu'on ne peut compter d'emblée sur des politiques optimales, auxquelles, de toute façon, il faudra du temps pour faire sentir leurs effets. Dans l'hypothèse d'une période transitoire, peut-être longue, de croissance lente, la Banque mondiale et d'autres instances ont eu parfaitement raison de souligner la nécessité d'alléger le fardeau des plus défavorisés qui supportent le poids le plus lourd de la crise asiatique.

Relancer la croissance au Japon ne sera pas chose facile, après pratiquement une décennie d'atermoiements face à des problèmes fondamentaux du même

ordre que ceux qui viennent tout juste d'apparaître dans d'autres pays d'Asie. Durant cette période, la confiance des consommateurs ainsi que la situation financière des entreprises et du secteur bancaire se sont fortement détériorées. En fait, l'expérience japonaise devrait constituer un cas d'école illustrant la nécessité d'agir avec détermination pour restaurer rapidement la stabilité après l'éclatement d'une bulle. Il n'est pas encore trop tard, cependant, pour restructurer le système bancaire, sur la base des suggestions faites précédemment, et pour stimuler davantage l'économie, grâce à des allègements fiscaux permanents en faveur de ceux qui paraissent le plus en mesure de dépenser ce surcroît de revenu dans les conditions actuelles. C'est d'autant plus nécessaire que l'assouplissement monétaire semble de plus en plus entravé par l'augmentation marquée de la préférence des résidents pour la liquidité (en raison notamment des préoccupations sur la solidité des banques) et par les craintes d'une aggravation des tensions commerciales avec les États-Unis, par suite de l'affaiblissement du yen. Cette appréhension peut très bien être infondée, étant donné que le déficit courant des États-Unis est essentiellement d'origine interne, puisqu'il résulte d'une situation de plein emploi et d'un taux d'épargne relativement bas, mais elle paraît être néanmoins une réalité politique.

Un développement récent, lié à la crise asiatique, contribuera à soutenir la demande au Japon et dans de nombreux pays. La chute des prix du pétrole et d'autres matières premières constitue, en effet, un choc positif des termes de l'échange pour tous les grands pays industriels, et pour beaucoup d'économies émergentes, qui permet d'accroître le revenu disponible. Elle aidera, en outre, à réduire le déficit commercial des États-Unis en valeur absolue, même si elle continue de renforcer les excédents au Japon et en Europe. En contrepartie, son coût sera supporté par un nombre limité de pays, en particulier les principaux exportateurs de pétrole, qui pourront avoir du mal à s'adapter. Au Mexique comme en Russie, les exportations pétrolières représentent encore un tiers environ des recettes de l'État, de sorte que la modération budgétaire passera nécessairement par d'importantes compressions des dépenses publiques. En Arabie Saoudite, au Venezuela, au Nigeria et en Indonésie, des problèmes analogues se poseront. Dans l'ensemble, comme les perdants sont contraints de s'adapter, et non les gagnants, le recul des prix des matières premières risque fort de freiner la demande mondiale.

L'union monétaire étant en bonne voie, les perspectives de croissance économique non inflationniste en Europe, et les implications qui en résultent pour la politique monétaire, doivent être appréciées de plus en plus en termes agrégés. Si les taux d'intérêt sont actuellement fixés, en Allemagne et en France, à des niveaux qui conviennent à chacun de ces deux pays, les taux appropriés pour l'ensemble de la zone UEM pourraient être légèrement supérieurs, compte tenu de la situation conjoncturelle plus avancée de certains autres pays membres. Cette conclusion appelle toutefois trois réserves importantes. Premièrement, le processus actuel d'assainissement budgétaire et d'ajustement structurel en Europe atténuerait la nécessité d'un tel resserrement monétaire. Deuxièmement, un affaiblissement du dollar par rapport aux monnaies européennes aurait de nouveaux effets désinflationnistes. Enfin, l'incidence globale de la crise asiatique sur l'Europe reste à évaluer. La seule chose, peut-être, qui soit parfaitement claire, c'est

que la Banque centrale européenne devra suivre avec beaucoup de soin l'évolution de la situation conjoncturelle, tant avant le 1^{er} janvier 1999 que par la suite.

Aux États-Unis comme au Royaume-Uni, la conjonction de tensions sur le marché du travail, d'une détérioration du solde commercial et d'une flambée des prix des actifs financiers porterait à croire que les risques d'inflation augmentent. Un nouveau durcissement monétaire pourrait donc paraître recommandé, même si cela comporte d'autres risques. Un relèvement des taux d'intérêt, en particulier aux États-Unis, accentuerait les difficultés auxquelles sont confrontées les économies émergentes lourdement endettées et pourrait avoir des effets d'une ampleur imprévisible sur le marché des actions ainsi que sur le cours de change. En l'occurrence, un degré supplémentaire de rigueur budgétaire aiderait à répondre aux exigences conjoncturelles à court terme ainsi qu'aux préoccupations à long terme sur le caractère soutenable de la situation des finances publiques. Dans aucun de ces deux pays, cependant, une telle éventualité n'apparaît très probable.

Libéralisation financière et changements structurels

Comme si la conduite de la politique macroéconomique n'était pas suffisamment difficile, les décideurs doivent de plus en plus former leurs jugements dans un contexte de libéralisation et de changements structurels des marchés des capitaux. Trois évolutions importantes appellent l'attention. Premièrement, la concurrence s'intensifie dans le monde pour la prestation de services financiers, alors que les établissements bancaires traditionnels se trouvent déjà soumis à des pressions particulièrement intenses. Cette situation pourrait fort bien avoir des implications pour le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Deuxièmement, les variations brutales des flux de capitaux internationaux vers les économies émergentes compliquent sérieusement la formulation de leurs politiques internes. Troisièmement, l'instauration de l'UEM offrira un cadre nouveau pour la conduite de la politique macroéconomique en Europe. Ces trois évolutions ont également des implications pour les politiques prudentielles, qui sont examinées ci-après.

Les intermédiaires financiers non bancaires reçoivent une proportion de plus en plus importante de l'épargne du monde industriel. Or, comme il apparaît que les régimes de retraite par répartition, en Europe et ailleurs, ne disposeront vraisemblablement pas des ressources adéquates pour répondre aux besoins futurs, cette tendance risque fort de s'accroître. On peut raisonnablement penser que les gestionnaires de tels fonds auront un comportement différent de celui des banquiers traditionnels, sans qu'il soit nécessairement meilleur ou pire. Ainsi, la tendance croissante des épargnants privés à investir à long terme dans des fonds en actions peut avoir contribué à l'essor récent des marchés de ces titres dans le monde. Au surplus, il n'est pas facile de prévoir quelle pourrait être l'attitude de ces épargnants en cas de correction prononcée des cours boursiers.

Il est vrai également que l'intermédiation bancaire traditionnelle est de plus en plus menacée par les marchés des titres et que, pour tenter de se protéger, les banques y renforcent leur présence. Le rétrécissement généralisé des marges, que la crise asiatique n'a que momentanément interrompu, témoigne de l'ampleur

de ces forces concurrentielles et permet de comprendre pourquoi l'expansion du crédit a été aussi rapide dans certains pays. En outre, la suppression de fait des restrictions de la loi Glass-Steagall aux États-Unis, la mise en œuvre du «Big Bang» au Japon à compter du 1^{er} avril 1998 et le nouvel élan que l'avènement de l'euro va probablement conférer à la concurrence internationale laissent encore présager une accentuation de ce processus de changements structurels et d'intensification de la concurrence.

Les marchés émergents ont peut-être déjà été touchés par ces tendances et par la course aux rendements qui en résulte. Les entrées de capitaux internationaux, sous forme essentiellement de crédits bancaires à court terme, sont passées d'un niveau quasiment égal à zéro, en 1989, à un record de près de \$170 milliards, en 1996, et ont été suivies, plus récemment, d'importantes sorties. Faire face à ces renversements a été extrêmement difficile, car les afflux ont généralement contribué à l'explosion des dépenses alors que les retraits ont précipité la crise. Une plus grande flexibilité à la hausse des cours de change aurait certainement aidé à atténuer ces mouvements, en équilibrant davantage les possibilités de gain ou de perte sur les marchés des changes, mais l'expérience mexicaine du début des années 90 nous a montré que ce n'est pas forcément la solution. Les récents développements en Asie ont relancé le débat sur les avantages et inconvénients des contrôles sur les mouvements de capitaux, débat alimenté en outre par la proposition, faite parallèlement, d'amender les statuts du Fonds monétaire international, afin de lui conférer un mandat explicite visant à encourager la libéralisation de ces mouvements.

Les partisans d'une intensification des contrôles font valoir que, bien souvent, les pays qui enregistrent un taux d'épargne élevé rencontrent déjà des problèmes pour effectuer une allocation correcte de leurs propres ressources. Ils soulignent également les difficultés à court terme liées à l'instabilité macroéconomique et partent généralement du principe que les marchés internationaux sont enclins à des comportements déstabilisants. En revanche, l'approche du FMI porte essentiellement sur l'objectif à long terme d'efficacité microéconomique dans l'allocation du capital et se fonde sur la conviction qu'il existe des moyens moins perturbateurs de faire face aux problèmes macroéconomiques qui peuvent se poser dans l'immédiat. Dans la mesure où ces problèmes résultent d'un comportement grégaire des banques, comme cela semble avoir été le cas récemment, les remèdes possibles sont examinés ci-après dans le cadre de la prévention et de la gestion des crises. Il n'y a certainement pas de réponse simple à ce problème récurrent, qui requiert un compromis sur le long terme entre efficacité et stabilité. Cependant, un consensus paraît s'établir sur le fait que l'abandon des contrôles, certes souhaitable, doit être effectué avec la plus grande prudence et que les entrées de capitaux d'échéance longue sont préférables aux apports à court terme. Si la proposition d'amendement des statuts du FMI était acceptée, il est probable qu'elle aurait pour effet immédiat d'accroître la pression exercée sur les économies émergentes pour qu'elles renforcent leur système financier, condition préalable à toute libéralisation ultérieure des mouvements de capitaux. Ce ne serait pas une mauvaise chose.

Le troisième changement structurel important affectant les marchés des capitaux est l'introduction de l'euro, dont le processus est bien engagé. La Banque

centrale européenne devra prendre en compte, dès son instauration, un certain nombre d'éléments de caractère transitoire pour la conduite de la politique monétaire. Il faudra du temps pour en comprendre parfaitement le mécanisme de transmission dans le marché intégré, et l'intensification espérée de la concurrence risque fort de provoquer de nouvelles modifications des structures financières. Il est probable que le comportement des agrégats monétaires s'en trouvera rapidement affecté et qu'il sera alors nécessaire d'adopter un dosage plutôt éclectique d'objectifs monétaire et d'inflation, au moins pendant quelque temps. À mesure que la crédibilité de la BCE se renforcera, les effets qui en résulteront pour le processus de formation des salaires et des prix évolueront, eux aussi, mais dans un sens favorable.

La conduite à plus long terme de la politique macroéconomique dans la zone euro sera influencée, de toute évidence, par l'introduction de la monnaie unique. Les pays où les salaires et les prix s'écartent de ceux de leurs concurrents ne pourront plus recourir à une dépréciation de leur monnaie. En conséquence, les ajustements indispensables devront provenir de modifications appropriées des salaires et des prix internes pour empêcher une montée du chômage. Le rôle d'ancrage joué par un objectif d'inflation transparent pour l'ensemble de la zone monétaire facilitera sans doute un tel ajustement, mais des réformes beaucoup plus vastes des marchés du travail et des produits seront aussi nécessaires. Malheureusement, si des progrès significatifs ont été réalisés dans quelques pays, les résultats enregistrés à ce jour en Europe sont très mitigés. Il faut espérer que l'introduction de l'euro servira également de catalyseur pour stimuler les changements structurels requis à une échelle européenne plus large.

Prévention et gestion des crises

Les crises mexicaine et asiatique ont présenté des similitudes, au sens où les difficultés de balance des paiements, conjuguées à la faiblesse des systèmes financiers internes, ont eu des effets catastrophiques. Elles ont été différentes, cependant, car la première a été caractérisée par une consommation excessive et la seconde par un investissement excessif. En outre, la crise mexicaine a eu pour protagonistes un débiteur souverain et des créanciers non bancaires, tandis qu'en Asie il s'agissait essentiellement de débiteurs du secteur privé et de créanciers bancaires. S'il est vrai que deux crises ne sont jamais identiques, ce qui complique la recherche de mesures destinées à la fois à les prévenir et à les résoudre, certaines initiatives positives peuvent être néanmoins recommandées.

La prévention des crises exige, avant tout, des systèmes financiers internes sains. Si les Principes fondamentaux de Bâle pour un contrôle bancaire efficace constituent des éléments essentiels pour apporter des améliorations dans ce domaine, leur mise en œuvre sera cependant difficile. Il existe actuellement, tant dans les banques qu'au niveau des autorités de contrôle, une forte pénurie de personnel qualifié, ce qui nécessitera un effort de formation considérable et des ressources importantes pendant de nombreuses années. Un autre problème, peut-être encore plus délicat, réside dans la résistance politique aux réformes, de la part de ceux qui bénéficient du système existant. Si la discipline de marché ainsi que les pressions collégiales des autorités prudentielles et des responsables

politiques des pays plus avancés en la matière ne sont pas suffisantes pour surmonter de tels obstacles, des retraits d'agrément pourraient alors être envisagés pour les banques relevant de juridictions dotées de normes prudentielles inadéquates.

Il est possible, également, que des normes internationales soient nécessaires dans d'autres domaines pour assurer la solidité des systèmes financiers. Les comités qui, dans le cadre de la BRI, rendent compte aux gouverneurs des pays du Groupe des Dix s'emploient actuellement à évaluer la nécessité et la faisabilité de l'élaboration de lignes directrices ou de principes dans certains secteurs. Ce qui est indéniable, par exemple, c'est le besoin de normes comptables claires, comparables à l'échelle internationale et transparentes. Si la signification des données comptables des entreprises n'apparaît pas nettement, il est impossible d'évaluer la qualité des crédits ou la solidité des banques qui les ont accordés. Des doutes dans l'interprétation des comptes des banques elles-mêmes ne peuvent qu'accentuer l'opacité, indésirable, dans de nombreuses économies émergentes, voire dans quelques pays industriels. Ces deux problèmes doivent être traités en urgence. D'une manière plus générale, il importe instamment d'améliorer, dans tous les pays, la transparence et la communication financière dans le secteur privé comme dans le secteur public.

La prévention des crises demande davantage, cependant, que l'existence, au départ, d'un système financier sain. Elle requiert également des indicateurs adéquats signalant toute atteinte à la stabilité macroéconomique, qu'elle résulte d'évolutions nouvelles au sein du système bancaire ou qu'elle ait d'autres origines, ainsi qu'un ensemble d'incitations pour garantir que ceux qui sont chargés d'agir le font avant que la crise n'éclate. Le problème des indicateurs est cependant délicat, pour les raisons déjà mentionnées. De dangereux excès se produisent généralement à partir de données fondamentales saines, et il n'est pas facile de savoir à quel moment on est allé trop loin. Si un certain nombre de modèles empiriques ont été élaborés pour prévoir aussi bien les crises de balance des paiements que celles du système bancaire, leur défaut commun est d'annoncer bien souvent des crises qui n'arrivent jamais. Ce genre d'incertitudes peut expliquer la réticence des pouvoirs publics à effectuer des prévisions dans ce domaine ainsi que le peu d'empressement des agences de notation à réagir rapidement aux premiers signes de difficultés.

La question des incitations à agir préventivement est tout aussi délicate. Il suffit de voir comment la discipline de marché a fonctionné lors des crises mexicaine et asiatique. En effet, les capitaux ont continué d'affluer, en dépit de statistiques largement diffusées montrant clairement l'augmentation spectaculaire du volume des tesobonos et d'autres titres de dette à court terme, pour le Mexique, et des prêts bancaires internationaux à court terme, pour l'Asie. Ces données ont été généralement ignorées, bien que, dans le cas de l'Asie, certaines indications montrent que des institutions financières non bancaires ont retiré des fonds avant l'éclatement de la crise. Des études doivent être entreprises d'urgence pour comprendre les mécanismes qui ont conduit les banques à accroître encore leur exposition envers des pays d'où émanaient pourtant des signaux d'alerte, émis d'ailleurs parfois à l'intérieur même des banques. La réponse tient peut-être au fait que les montants en jeu étaient relativement faibles

sous l'angle du prêteur, alors que, sous celui du bénéficiaire, leur ampleur était inquiétante. Si l'existence de tels effets externes était avérée, elle plaiderait en faveur d'une certaine forme d'intervention des autorités.

Le secteur public doit également reconsidérer ses propres structures d'incitation, pour voir s'il y a lieu de les améliorer au moins dans trois domaines. L'une des causes possibles de l'ampleur des prêts bancaires internationaux à l'Asie a été l'existence de filets de sécurité officiels, tant pour les débiteurs que pour les créanciers, qui semblaient atténuer pratiquement toute forme de risque. La plupart des emprunts extérieurs étant effectués par des banques résidentes, le risque de crédit habituel était réduit, un soutien officiel étant escompté en cas de difficulté. Les préoccupations concernant le risque de liquidité peuvent avoir été apaisées par les diverses mesures de soutien de liquidité mises en place auparavant par la communauté financière internationale, même si elles étaient nécessaires à ce moment-là. Enfin, le fait que la plupart de ces prêts à l'Asie étaient à court terme et libellés en devises a affaibli également la perception des risques de marché.

Une deuxième question concernant le secteur public est de savoir si les spécifications précises des ratios prudentiels de fonds propres ont rendu les prêts interbancaires à court terme particulièrement attrayants. En ce cas, les divers arguments en faveur de telles spécifications doivent être reconsidérés. Troisièmement, il convient de se demander si des incitations adéquates existent, tant dans les pays prêteurs qu'emprunteurs, pour amener les autorités de contrôle elles-mêmes à intervenir rapidement avant que la crise n'éclate. Dans le monde moderne, les autorités prudentielles doivent disposer, comme c'est le cas pour les autorités monétaires, d'un mandat clair et cohérent ainsi que des pouvoirs nécessaires à la réalisation de leurs objectifs, en assumant la responsabilité de leurs actions. Si ces conditions ne sont pas remplies, et elles sont loin de l'être partout, les autorités de contrôle peuvent être amenées, elles aussi, à faire preuve de passivité.

Bien que la crise asiatique ne soit pas encore définitivement terminée, certaines observations concernant la gestion des crises s'imposent déjà. Tout d'abord, les prêteurs du secteur privé doivent assumer leur part de responsabilité en maintenant leurs concours à des clients auxquels ils ont auparavant consenti beaucoup trop facilement des crédits. Il ne s'agit pas uniquement d'éviter des problèmes de risque subjectif mais d'admettre une simple réalité. Les flux de capitaux sont actuellement si importants que les ressources du secteur public sont tout simplement insuffisantes pour colmater toutes les brèches qui pourraient apparaître avec leur reflux. Il importe donc que la charge soit mieux répartie. Deuxièmement, force est de reconnaître que la menace d'un gel unilatéral des paiements pourrait amener les banques plus rapidement autour de la table de négociation. Une telle menace serait plus crédible si les institutions financières internationales faisaient savoir à l'avance qu'elles sont disposées à fournir les nouveaux financements nécessaires sous forme de «prêts sur arriérés» aux pays dont les politiques internes paraîtraient acceptables. Les ministres et gouverneurs des banques centrales du Groupe des Dix ont souscrit à la proposition appelant le FMI à reconsidérer ses politiques dans ce domaine. Enfin, après la crise mexicaine, les suppléants du G 10 avaient formulé diverses

recommandations visant à faciliter la gestion des crises. Comme aucune d'elles n'a encore été mise en application, il convient de se demander ce qui pourrait et devrait être fait maintenant à cet égard.

Les questions liées à la gestion des crises continueront d'exiger une grande attention, étant donné que les mesures de prévention ne s'avéreront jamais totalement fiables. Il ne s'agit pas là d'un aveu d'impuissance mais d'un constat réaliste. Il est à espérer qu'il encouragera les décideurs à redoubler d'efforts pour favoriser la stabilité des prix et la stabilité financière, en les incitant aussi à prévoir des solutions pour le cas où les événements ne prendraient pas la tournure souhaitée. Compte tenu des interactions parfois déconcertantes entre les facteurs économiques, politiques et sociaux, il ne serait vraiment pas prudent de supposer que tout ira pour le mieux.

Activités de la Banque

1. Coopération monétaire et financière internationale

Au cours de l'exercice écoulé, la BRI a continué de jouer son rôle traditionnel de promoteur de la coopération monétaire internationale. Elle a organisé des rencontres périodiques sur divers aspects liés à la stabilité monétaire et financière. La crise financière dans l'Est asiatique a dominé ces réunions, comme il apparaît ci-après. Les autres grands thèmes abordés dans le domaine monétaire ont concerné les problèmes de mise en œuvre et de stratégie des politiques, la relation avec les prix des actifs et la conduite de la politique dans un environnement de faible inflation. Des réunions ont également été consacrées à la gestion des réserves de change et aux réactions des banques centrales aux attaques contre leur monnaie. L'analyse des moyens permettant de renforcer les systèmes financiers s'est notamment concentrée sur le rôle de la réglementation et de la communication financière dans l'exercice de la discipline des institutions et marchés ainsi que sur les implications des mutations structurelles des systèmes financiers pour la nature du risque systémique. À cet égard, les discussions, reflétant les changements institutionnels dans certains pays, se sont également attachées au rôle des banques centrales dans la réglementation et le contrôle des institutions et marchés financiers. Enfin, la Banque a continué d'accueillir et d'organiser des réunions régulières des gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix sur la conjoncture économique et financière mondiale.

Le rythme rapide du processus d'intégration financière et la nécessité qui en résulte d'étendre la coopération internationale à un plus grand nombre de pays se sont reflétés dans la participation élargie aux réunions de la BRI de responsables des banques centrales et d'autres autorités de contrôle des marchés émergents. À cet égard, la crise financière asiatique a rendu plus impérieuse l'application d'initiatives antérieures. Elle en a également suscité de nouvelles, comme la création d'un Institut de la BRI pour la stabilité financière, qui répond aux demandes croissantes de recommandations et de formation pour la mise en œuvre de principes sains dans tous les domaines affectant la stabilité financière. L'intérêt grandissant de la Banque pour les économies émergentes a eu d'autres manifestations tangibles. À l'extérieur, des négociations ont été conclues avec le Gouvernement de la République populaire de Chine sur l'établissement, à Hong-Kong, d'un bureau de représentation pour l'Asie et le Pacifique. Ce bureau, qui facilitera l'extension des activités de la Banque dans la région, devrait permettre de renforcer les relations et échanges d'informations entre banques centrales et autorités monétaires. Sur le plan interne, la réorganisation et la rationalisation du Secrétariat général ont libéré des ressources qui vont accroître la capacité du Département bancaire et du Département monétaire et économique pour répondre à l'élargissement de l'actionnariat de la Banque.

Comme à l'accoutumée, la Banque a participé, en qualité d'observateur, aux séances du Comité intérimaire du Conseil des gouverneurs du Fonds monétaire international, de même qu'à celles des ministres des Finances et gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix. Elle a également contribué aux travaux, mentionnés ci-après, des suppléants des ministres et gouverneurs du G 10 et a assuré le secrétariat de différents comités et groupes d'experts s'intéressant à la stabilité monétaire et financière internationale.

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a continué de concentrer ses efforts sur son principal domaine d'activité, à savoir le développement de la politique prudentielle. Comme les marchés des capitaux ont atteint un haut degré de technicité et que les barrières traditionnelles se sont estompées, le processus du contrôle prudentiel est devenu beaucoup plus complexe. Face à cette situation, les autorités de contrôle du G 10 ont cherché à raffermir la discipline de marché et à créer un environnement qui incite les banques à conduire leur activité de manière sûre et prudente. Le Comité a donc accordé davantage d'importance à la nécessité d'accroître la transparence des marchés et d'instituer des principes de saine gestion des risques. Des initiatives ont été prises pour améliorer la communication financière par des enquêtes régulières sur les activités de négoce et sur dérivés, et des travaux préparatoires ont été effectués pour renforcer la cohérence des procédures des banques en matière d'évaluation de prêts et de pertes sur prêts. En ce qui concerne la gestion des risques, le Comité a publié, l'an dernier, une série de documents contenant des recommandations portant sur la gestion du risque de taux d'intérêt, les systèmes de contrôle interne ainsi que la monnaie et la banque électroniques.

Ces derniers mois, le Comité a accordé une grande attention aux mesures à prendre par la communauté financière pour préparer ses systèmes informatiques au changement de siècle. Après une mise en garde, en juillet 1997, il a publié, en septembre, un document détaillé sur les risques liés à l'an 2000 puis conduit, début 1998, une enquête sur les préparatifs des autorités de contrôle et des banques; enfin, en avril 1998, il a parrainé avec d'autres organisations une table ronde sur ce sujet (voir plus loin). Le Comité sera membre du Joint Year 2000 Council, dont la création a été décidée lors de ces réunions. Actuellement, il s'emploie à formuler des lignes directrices à l'intention des autorités prudentielles qui contrôlent la conformité des établissements aux exigences de l'an 2000 et a établi une liste de celles qui travaillent sur ces questions pour favoriser la coordination et l'élaboration de plans de secours.

Le Comité a continué, par ailleurs, à préciser certains aspects de l'accord de Bâle sur les fonds propres. Ces dernières années, l'attention s'est concentrée principalement sur le traitement des risques de marché, en regard desquels des normes de fonds propres ont été instaurées au début de 1998. Il continue également à suivre l'évolution du dispositif de mesure du risque de crédit et surveille actuellement l'utilisation des modèles internes des banques à cet égard. En avril, il a annoncé une réduction de la pondération pour risque de crédit applicable aux entreprises d'investissement (qui ne concerne ni celles qui ne sont

pas contrôlées ni les sociétés holding) et diffusé, aux fins de consultation, un document sur la compensation des opérations de bilan.

Le Rapport annuel de l'année dernière expliquait comment le Comité avait étendu le cadre de ses activités au-delà des pays du G 10. Les initiatives mises en œuvre, en étroite collaboration avec des autorités prudentielles hors G 10, ont abouti à la publication, aux fins de consultation, des *Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace*. À l'issue du processus de consultation, la version définitive du document a été soumise aux ministres et gouverneurs, lors de l'Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale à Hong-Kong.

Les principes ayant été approuvés, l'attention se porte maintenant sur leur application. Comme l'expliquent en détail d'autres sections de ce Rapport annuel, les événements d'Asie ont révélé des faiblesses caractérisées dans les dispositifs prudents de nombreuses économies émergentes, soulignant ainsi l'intérêt de ces principes pour tous les systèmes bancaires. En Asie comme dans beaucoup d'autres régions, les autorités sont aujourd'hui pleinement conscientes de la nécessité non seulement de les suivre à la lettre, mais aussi d'en respecter l'esprit. Pour permettre d'analyser les problèmes rencontrés par les différents pays, le Comité a créé un Groupe de liaison, de même qu'un Groupe de consultation plus large réunissant pays du G 10 et hors G 10. Le Groupe de liaison est constitué de représentants d'environ vingt pays, et le FMI, la Banque mondiale et la Commission européenne y prennent part à titre informel. Il a déjà préparé une enquête détaillée, qui sera effectuée au cours des mois à venir, pour connaître les mesures prises par les autorités pour la mise en œuvre des principes, les obstacles rencontrés et l'assistance éventuellement requise. Les résultats de cette enquête constitueront l'un des deux grands thèmes (l'autre étant le risque opérationnel) de la prochaine Conférence internationale des autorités de contrôle bancaire, qui se tiendra en Australie en octobre 1998, sous l'égide du Comité et des autorités prudentielles australiennes.

Le Comité a continué d'œuvrer activement au développement de la coopération internationale entre responsables du contrôle bancaire à travers des réunions et des contacts personnels. La collaboration avec les homologues du secteur financier a été renforcée par le biais de l'Instance conjointe sur les conglomérats financiers. Cette instance, constituée d'autorités de contrôle des banques, des entreprises d'investissement et des compagnies d'assurances, a soumis à consultation, en février 1998, un ensemble de documents sur différents aspects de la surveillance des conglomérats financiers. En outre, le Comité prend une part croissante à des débats plus larges avec d'autres organismes représentant notamment la banque, les spécialistes de la finance, les comptables et les groupements professionnels. Dans le cadre de ce rôle élargi, le Comité a préparé un rapport pour le Sommet de Birmingham des ministres des Finances du G 7, qui fait part de ses efforts d'amélioration de la collaboration prudentielle et de renforcement de la stabilité financière dans le monde.

Comité permanent des euromonnaies

À la fin de 1997 et dans les premiers mois de 1998, les travaux du Comité permanent des euromonnaies ont été dominés par l'évolution de la crise financière dans l'Est asiatique et les enseignements à en tirer. Outre le suivi de la

situation générale, ils se sont concentrés sur trois aspects spécifiques de la crise: ses implications pour l'amélioration possible de la diffusion et de l'exploitation de l'information; l'interaction entre institutions nationales et système financier international; l'efficacité des efforts de soutien internationaux. Face à cette crise, le Comité a décidé de jouer un rôle plus actif dans le contrôle de la vulnérabilité au risque systémique et d'élargir la participation à ses réunions au-delà des banques centrales du G 10.

Suite notamment à la crise asiatique, le Comité a élaboré plusieurs propositions visant à améliorer les statistiques bancaires internationales de la BRI, qui constituent une source essentielle d'informations sur l'exposition des créanciers et la dette extérieure des pays. En étroite collaboration avec les experts statisticiens de la BRI et des banques centrales membres, il a étudié ce qui pouvait être fait en termes de couverture, qualité et date de publication. Quatre grandes décisions ont été prises: réduction des délais de communication des données à la BRI et de diffusion au public; production de statistiques trimestrielles, dans toute la mesure du possible; notification du degré d'exposition sur la base du «risque final»; intensification des efforts d'intégration de nouveaux pays déclarants. Ces modifications devraient accroître l'utilité des statistiques, pour les décideurs et les opérateurs de marché, dans leur analyse des créances transfrontières de pays précis ainsi que de l'ampleur et de la structure de la dette dans les économies emprunteuses.

Parallèlement, le Comité a poursuivi ses activités dans d'autres directions. Dans le cadre d'une stratégie concertée visant à promouvoir la stabilité financière, il a examiné, avec les autres groupes établis à Bâle, l'opportunité et la faisabilité de l'élaboration de lignes directrices, normes ou références internationales optimales dans quatre domaines: amélioration de la transparence; meilleure exploitation de l'information; conception et mise en œuvre des filets de sécurité; action en faveur de marchés profonds et liquides. Les conclusions de ces travaux seront soumises aux gouverneurs du G 10 en juillet 1998.

Des analyses à plus long terme des évolutions structurelles ayant une influence sur la stabilité financière ont été poursuivies. Une série d'études sur la mesure du risque de marché, en termes agrégés, ont été publiées en novembre 1997. Deux groupes de travail, l'un chargé d'examiner les implications des changements structurels pour le risque systémique, l'autre les mouvements de capitaux et les activités de gestion de portefeuille, ont présenté leurs rapports au Comité en décembre. Un groupe constitué conjointement avec le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement a soumis aux deux comités, en mai 1998, un rapport préliminaire consacré aux systèmes de compensation et de nantissement sur les marchés dérivés de gré à gré. Début 1998, deux enquêtes ont été lancées avec la participation des banques centrales intéressées: la première portait sur la structure et le fonctionnement des marchés des pensions dans divers pays; la seconde concernait les éléments clés de la liquidité des marchés, sur un plan théorique et empirique, en s'attachant plus spécialement au marché des obligations d'État. Leurs résultats devraient être communiqués en décembre 1998.

En avril 1998, les gouverneurs des banques centrales du G 10 ont nommé M. Yutaka Yamaguchi, Sous-Gouverneur de la Banque du Japon, à la présidence du Comité permanent des euromonnaies pour une durée de trois ans à compter

du 1^{er} mai. M. Yamaguchi succède à M. Toshihiko Fukui, qui a exercé cette fonction de janvier 1997 jusqu'à son départ en retraite du poste de Premier Sous-Gouverneur de la Banque du Japon, en mars 1998.

Comité sur les systèmes de paiement et de règlement

Le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) a poursuivi son action en vue de renforcer l'infrastructure des marchés des capitaux. À cet égard, la mise en œuvre de la stratégie définie par les banques centrales du G 10 pour maîtriser le risque de règlement dans les opérations de change est demeurée une priorité au cours de l'exercice. Entérinée par les gouverneurs du G 10 au début de 1996, elle s'oriente selon trois axes: améliorer la gestion interne des risques par les banques; encourager les initiatives du secteur privé visant à réduire le risque dans les dispositifs de règlement multidevises; accroître l'efficacité des systèmes de paiement nationaux. Le CSPR entretient un dialogue permanent avec divers groupements professionnels du secteur privé concernés par l'élaboration et l'amélioration des mécanismes transfrontières. Il prépare actuellement une évaluation des résultats obtenus jusqu'à présent, afin de décider de l'opportunité d'une action ultérieure.

La publication, en mars 1997, du rapport du Comité sur les systèmes de règlement brut en temps réel (RBTR) a permis aux participants et aux gestionnaires des systèmes de comprendre beaucoup mieux ces procédures dans les systèmes de transfert de paiements de gros montant. Des conférences sont maintenant organisées dans le monde entier, à l'intention des opérateurs de marché et des prestataires de services, pour examiner les questions de fond identifiées dans le rapport et les implications de l'introduction et de l'amélioration de ces mécanismes de paiement interbancaires pour les opérateurs. Comme de plus en plus de pays hors G 10 projettent d'adopter des systèmes RBTR, le rapport a permis de veiller à ce que la conception des systèmes tienne compte des besoins des participants, des préoccupations des banques centrales et des exigences d'autres systèmes de paiement de gros montant, en matière de règlement sur titres, par exemple, qui peuvent y être reliés.

En coopération avec l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), le CSPR continue de promouvoir une plus grande transparence dans les dispositifs de règlement sur titres par la mise en œuvre du cadre d'information applicable aux systèmes de règlement sur titres défini dans un document publié en février 1997 (*Disclosure Framework for Securities Settlement Systems*). De nombreux gestionnaires de systèmes ont fourni des renseignements sur la structure de propriété, les activités de garde, compensation et règlement ainsi que les procédures de gestion des risques. Ces informations peuvent être consultées sur le site Internet BRI (<http://www.bis.org>).

Après la parution, en mars 1997, d'une analyse sur les systèmes de compensation des contrats dérivés négociés sur les marchés organisés (*Clearing Arrangements for Exchange-Traded Derivatives*), de nombreux organismes de compensation ont entrepris de réexaminer leurs procédures de contrôle interne des risques. En coopération avec le Comité permanent des euromonnaies, le CSPR élargit son analyse aux dispositifs de compensation des instruments de gré à gré, afin de mettre en évidence certaines questions stratégiques.

Un groupe de travail conjoint CSPR/OICV, composé de représentants des pays du G 10 et des économies émergentes, a récemment effectué une enquête sur les avantages des prêts de titres et les procédures de gestion des risques utilisées à cet égard. L'analyse des résultats se concentrera sur les méthodes auxquelles recourent les opérateurs de marché, l'incidence de l'environnement économique, juridique et réglementaire, les risques qui peuvent apparaître en cours de règlement et les implications potentielles pour les autorités de contrôle des entreprises d'investissement et les banques centrales.

Le Comité a constitué un sous-groupe chargé d'examiner les systèmes de paiement de faible montant et les questions plus générales qui s'y rattachent. Celui-ci s'emploie actuellement à déterminer et à analyser les tendances récentes et futures dans l'utilisation des instruments de paiement et dans les dispositifs correspondants de compensation et de règlement. Une meilleure connaissance de cette activité devrait permettre aux banques centrales du G 10 d'évaluer les enjeux que comportent les dernières innovations et celles qui sont attendues. Dans le domaine de la monnaie électronique, le Comité, par l'intermédiaire de son secrétariat à la BRI, suit attentivement l'évolution mondiale des produits à carte et à logiciel.

Comme d'autres groupes internationaux, le CSPR a pris diverses mesures pour attirer l'attention sur les sérieuses questions stratégiques posées par le passage à l'an 2000, en incitant notamment les gestionnaires de systèmes de paiement du monde entier à publier des informations sur l'état d'avancement des préparatifs à cet égard dans leur pays.

Avec le Comité de Bâle, l'OICV et l'Association internationale des contrôleurs d'assurance (AICA), le Comité a organisé, en avril 1998, une table ronde sur l'an 2000, à laquelle ont pris part de hauts responsables de diverses organisations publiques et privées des secteurs de la finance, de l'informatique, des télécommunications et des entreprises à l'échelle mondiale. Les discussions ont confirmé que le problème de l'an 2000 doit rester une priorité de premier ordre pour la direction générale des établissements. Elles ont montré, en outre, que les organismes des secteurs privé et public devraient coordonner leurs efforts sur plusieurs aspects importants: nécessité d'élargir les programmes de tests externes; amélioration des échanges d'informations entre opérateurs de marché, fournisseurs et prestataires de services; renforcement de la diffusion d'informations des sociétés financières et non financières sur l'état d'avancement de leurs préparatifs et les résultats de leurs tests; élaboration de conventions et procédures de marché pour aléas; extension du rôle des instances de surveillance telles que contrôleurs prudeniels et auditeurs. Les travaux ont révélé que des contrôles approfondis, aussi bien internes qu'externes, avec les contreparties constituent le meilleur moyen d'atténuer le plus possible les problèmes de transition vers le nouveau millénaire.

Les discussions ont permis d'identifier plusieurs initiatives privées visant à promouvoir la coordination et la coopération internationales des programmes de tests relatifs à l'an 2000. Pour que les autorités prudentielles restent sensibilisées, et afin d'encourager les efforts du secteur privé, les organismes de parrainage de la table ronde sont convenus de constituer une instance composée de hauts responsables nommés par chacun d'entre eux et bénéficiant du soutien du

secrétariat du CSPR, le Joint Year 2000 Council. De plus amples informations sur cette table ronde peuvent être obtenues sur le site Internet BRI, où paraîtront régulièrement des mises à jour des activités des organisations de parrainage et du Joint Year 2000 Council.

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

En décembre 1997, le Comité a parrainé à la BRI une conférence sur les systèmes de paiement destinée aux banques centrales du monde entier. Plus de quatre-vingts institutions ont participé à ces rencontres, qui ont permis des échanges de vues sur les manières de gérer le changement dans les systèmes de paiement. Un compte rendu de cette conférence a été publié par la BRI.

Contributions de la BRI aux travaux des banques centrales des économies émergentes

Comme indiqué précédemment, la Banque a intensifié ses efforts pour promouvoir des contacts plus étroits entre les banques centrales des grandes économies émergentes et pour renforcer la coopération entre ces institutions et leurs homologues du monde industriel. Une importante initiative dans ce sens a été l'organisation de deux rencontres régionales sur des questions de stratégie de politique monétaire. La première, centrée sur l'Amérique latine et parrainée conjointement par le Banco de México, s'est tenue à Mexico en novembre 1997; la seconde s'est déroulée à Singapour, en mars 1998, sous l'égide de The Monetary Authority of Singapore. Elles ont rassemblé de hauts responsables de banques centrales d'économies émergentes ainsi que de pays industriels.

La Banque organise également depuis quelque temps une réunion annuelle des sous-gouverneurs des banques centrales des principales économies émergentes sur des sujets spécifiques d'intérêt commun. Celle de 1997 a porté sur les canaux de transmission de la politique monétaire dans ces pays, thème qui a été repris par les gouverneurs des banques centrales participantes et de plusieurs pays industriels lors d'une réunion spéciale tenue au moment de l'Assemblée générale ordinaire. Certains des documents préparés à cette occasion ont été publiés par la BRI au début de 1998 dans la série *Policy Papers*. Cette année, la réunion des sous-gouverneurs était consacrée aux procédures opérationnelles de la politique monétaire dans les économies émergentes. Enfin, dans le contexte de la contagion des turbulences financières en Asie, de hauts responsables de banques centrales du monde industriel et des économies émergentes se sont retrouvés à la BRI, à la mi-juillet 1997, pour étudier les réactions de leurs institutions aux crises monétaires.

Service de coordination banques centrales et organisations internationales

La demande d'assistance pour la mise en œuvre de politiques saines dans les domaines affectant la stabilité financière s'est reflétée dans l'extension de la coopération entre la BRI, les comités qu'elle abrite et les divers groupes

régionaux de banques centrales, pour organiser des séminaires et activités de formation. Les groupes régionaux – en particulier, CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos), EMEAP (Executive Meeting of East Asian and Pacific Central Banks), SEACEN (South-East Asian Central Banks), SAARC (South Asian Association for Regional Cooperation), GCC (Gulf Cooperation Council), SADC (Southern African Development Community) – ont aidé la BRI et les comités établis à Bâle à diffuser des normes et pratiques optimales aux banques centrales de leur région. Comme les années précédentes, la BRI et les principaux comités établis à Bâle ont tenu des séminaires conjoints avec certains groupes régionaux. L'Institut multilatéral de Vienne a poursuivi ses activités d'assistance technique aux pays en transition. Les rencontres, mises sur pied par la BRI avec le concours de banques centrales et d'organes pruden-tiels, ont porté sur la politique monétaire, le contrôle bancaire, les systèmes de paiement et de règlement, les questions juridiques et la gestion des réserves.

Pour répondre aux demandes croissantes dans ces divers domaines et améliorer l'efficacité dans la planification, la coordination et l'octroi de cette formation, la BRI a décidé, conjointement avec le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, d'instaurer un Institut de la BRI pour la stabilité financière. Cette instance commencera à fonctionner au second semestre de 1998 et exercera trois grandes activités: organisation de séminaires destinés aux principaux décideurs des banques centrales et organes pruden-tiels; formation, au niveau régional, pour les responsables de la mise en œuvre des politiques; centralisation des informations concernant l'assistance technique fournie par les banques centrales et les autorités de contrôle.

Groupe des experts informaticiens

La question de l'an 2000 a été au centre des discussions du Groupe des experts informaticiens, dans le cadre notamment d'une réunion spéciale entre banques centrales des pays du G 10 et hors G 10. La plupart des institutions avaient entrepris d'évaluer, dès 1996, l'incidence du changement de siècle sur leurs systèmes d'information. Elles disposent aujourd'hui d'une estimation détaillée des adaptations nécessaires et ont, en outre, contacté des fournisseurs de matériels et de logiciels et commencé les travaux.

Dans les banques centrales de l'Union européenne, les préparatifs en vue de l'introduction de l'euro nécessitent également d'importantes ressources informatiques. En raison de la pénurie de main-d'œuvre qualifiée résultant des demandes liées au passage à l'an 2000 et à l'avènement de l'euro, plusieurs banques centrales ont des difficultés à recruter et à garder le personnel compétent. Un autre événement clé pour de nombreuses banques centrales est la mise en service des technologies ouvrant l'accès à Internet, qui permettent à la fois de diffuser des informations au sein de l'institution ainsi qu'à l'extérieur et de fournir des services à la clientèle.

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

Le Groupe d'experts sur les questions relatives à la banque de données monétaires et économiques a concentré son attention sur les défis posés dans

trois domaines: l'an 2000, l'union économique et monétaire et la possibilité d'élargir les échanges électroniques d'informations sécurisés entre banques centrales à la transmission de données, de documents, de la voix et d'images vidéo. Il a examiné, en outre, plusieurs aspects liés à l'élaboration d'une nouvelle norme internationale pour l'échange numérique de données statistiques, et les banques centrales membres ont encouragé la coordination des évolutions à cet égard avec d'autres organisations internationales. Il a été décidé de préparer l'extension de la participation des banques centrales aux accords avec le Service de la banque de données de la BRI, tant pour répondre aux demandes croissantes d'une couverture plus vaste à l'échelle mondiale que pour en faire bénéficier davantage d'institutions. Le Groupe a également passé en revue les changements dans l'utilisation de l'informatique par les économistes et statisticiens des banques centrales, notamment pour améliorer l'efficacité dans la gestion des bases de données et les techniques d'analyse.

Contributions de la BRI aux travaux du Groupe des Dix

Comme par le passé, la BRI a participé aux travaux des ministres et gouverneurs des banques centrales des pays membres du G 10, de leurs suppléants et des groupes de travail constitués sous leur égide. Trois grands thèmes ont été étudiés durant la période sous revue. Premièrement, la prise de conscience des profondes répercussions du vieillissement de la population sur la prospérité économique dans les prochaines années a conduit à en évaluer minutieusement les implications macroéconomiques et financières. Il est d'autant plus urgent de prendre des mesures que, plus on retarde l'ajustement, plus il est coûteux pour les gouvernements comme pour les individus. Les ministres et gouverneurs ont souligné qu'il importait d'opérer en temps opportun un assainissement budgétaire, de capitaliser davantage les retraites publiques et de favoriser les régimes de retraite privés par capitalisation, qui permettent d'augmenter l'épargne nationale. Dans le domaine financier, ils ont également insisté sur le renforcement des infrastructures, la promotion de la transparence, le développement du contrôle prudentiel et l'élimination des obstacles aux mouvements internationaux de capitaux, afin de garantir un placement efficient et sûr de l'épargne constituée en vue de la retraite.

Un deuxième thème est demeuré au centre des préoccupations: l'amélioration de la prévention et de la gestion des crises. Les ministres et gouverneurs ont indiqué qu'il était urgent de trouver des approches novatrices permettant d'associer plus profondément et plus rapidement le secteur privé à la gestion et à la résolution des crises, et de maîtriser le risque subjectif. Il est également essentiel d'accroître la transparence et la communication financière, à la fois pour prévenir les crises et pour être en mesure de les résoudre rapidement lorsqu'elles apparaissent.

Enfin, la crise asiatique a également démontré qu'il convenait de renforcer les systèmes financiers des économies émergentes. Avant même son déclenchement, les représentants de ces économies et des pays du G 10 avaient élaboré conjointement une stratégie reposant sur trois éléments clés: des politiques macroéconomiques et structurelles saines; une discipline de marché efficace grâce à une bonne information de toutes les parties concernées; un

contrôle prudentiel et réglementaire fort permettant l'exercice de cette discipline. Cette stratégie prévoit, en outre, une répartition des tâches entre autorités nationales, institutions financières internationales et groupes d'experts internationaux. Pour le futur immédiat, la priorité est de veiller à sa mise en œuvre: il faut s'assurer que les incitations au changement existent, accorder plus d'importance à la stabilité financière dans la surveillance multilatérale et régionale, enfin fournir assistance et formation techniques.

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

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

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

Depuis octobre 1986, la Banque exerce les fonctions d'Agent du Système de compensation et de règlement de l'Écu privé, conformément aux dispositions des conventions successives conclues entre l'Association bancaire pour l'euro (ABE), précédemment l'Association bancaire pour l'Écu, Paris, et la BRI, la dernière en date étant entrée en vigueur le 16 septembre 1996, jour de sa signature. Le 56^e Rapport annuel (juin 1986) contient une description de la structure et du fonctionnement du système. Durant la période sous revue, huit nouvelles banques ont obtenu de l'ABE la qualité de banque de compensation, tandis qu'un établissement s'est retiré du système, suite à sa fusion avec une autre banque de compensation. Le nombre total des banques de compensation a ainsi été porté à cinquante-six, fin mai 1998. Onze banques devraient rejoindre le système durant l'été.

Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux

En ce qui concerne les obligations de consolidation 1990–2010 des Emprunts Dawes et Young, la Deutsche Bundesbank, en tant qu'agent payeur de toutes les obligations dématérialisées de l'ensemble des émissions relatives à ces deux emprunts, a notifié à la Banque qu'elle avait versé aux détenteurs d'obligations approximativement DM 2,8 millions à titre de remboursement du principal à la date d'échéance du 3 octobre 1997 et DM 6,6 millions en paiements d'intérêts aux échéances du 3 avril et du 3 octobre 1997 ainsi que des arriérés d'intérêts. Les valeurs d'encaissement et facteurs de conversion nouvellement calculés et applicables à ces dates d'échéance d'intérêts ont été publiés par l'Administration fédérale allemande de la dette publique (Bundesschuldenverwaltung, BSV) dans le *Bundesanzeiger*.

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

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

Agent détenteur des sûretés garantissant les obligations brésiliennes

En vertu de deux Contrats de nantissement signés le 15 avril 1994, la BRI agit en qualité d'Agent détenteur de sûretés, se chargeant de leur garde et de leur placement pour le compte des porteurs de certaines obligations à quinze ou trente ans libellées en dollars EU que le Brésil a émises dans le cadre des accords de restructuration de sa dette extérieure conclus en novembre 1993.

Agent détenteur des sûretés garantissant les obligations péruviennes

En vertu de Contrats signés le 7 mars 1997, la BRI agit en qualité d'Agent détenteur de sûretés, se chargeant de leur garde et de leur placement pour le compte des porteurs de certaines obligations à vingt ou trente ans libellées en dollars EU que le Pérou a émises dans le cadre des accords de restructuration de sa dette extérieure conclus en novembre 1996.

Agent détenteur des sûretés garantissant les obligations de la Côte-d'Ivoire

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

3. Assistance financière aux banques centrales

Outre divers crédits bilatéraux à court terme octroyés à sa clientèle de banques centrales, la BRI a participé, durant la période sous revue, à une initiative multilatérale des membres du G 10 et de certains autres pays d'Asie et d'Europe, en vue de fournir, en cas de besoin, des liquidités à la Banque de Thaïlande sous la forme d'un financement-relais à court terme. Cette facilité est venue à expiration sans qu'il en ait été fait usage.

4. Coopération avec des commissions officielles en matière de recherche sur les activités durant la guerre – Ouverture des archives BRI

En liaison avec l'intérêt constant que suscite la question des avoirs spoliés durant la Seconde Guerre mondiale, la BRI a continué de coopérer pleinement avec toutes les instances officielles menant des recherches, notamment la Commission indépendante d'experts: «Suisse – Seconde Guerre mondiale» (Commission Bergier) et la mission d'enquête du gouvernement américain «U.S. and Allied Efforts to recover and restore Gold and other Assets stolen or hidden by Germany during World War II», coordonnée par Stuart E. Eizenstat, Secrétaire d'État au Commerce international des États-Unis. La BRI a fourni des informations détaillées sur cette période concernant ses opérations sur or avec la Reichsbank ainsi que les transports et transferts d'or entre places dans deux rapports vérifiés par Coopers & Lybrand. Ces rapports ont été mis à la disposition du public et peuvent être consultés sur le site Internet BRI

(<http://www.bis.org>). La BRI a également présenté un rapport lors de la Conférence de Londres sur l'or nazi, tenue du 2 au 4 décembre 1997.

L'ouverture des archives BRI, décidée par le Conseil d'administration en avril 1997, s'est effectuée en deux étapes. En juillet, un certain nombre de documents essentiels sur les activités de la Banque durant la guerre ont été rendus accessibles aux personnes intéressées. Depuis le 1^{er} mars 1998, tous les documents de plus de trente ans peuvent être consultés, sur rendez-vous, dans les locaux de la BRI.

5. Opérations du Département bancaire

Au 31 mars 1998, le bilan s'établissait à 62 450 millions de francs or, en retrait de 4 343 millions de francs or, soit 6,5%, par rapport au montant de 66 793 millions enregistré un an auparavant. Pour plus de 40%, cette baisse est due aux variations de change durant l'exercice, l'appréciation du dollar EU ayant minoré la valeur en francs or des autres monnaies. À cours de change constants à fin mars 1997, le bilan de l'exercice 1997/98 se serait élevé à quelque 64 milliards de francs or.

Passif

Au 31 mars 1998, les fonds empruntés en or et en monnaies s'élevaient à 57 497 millions de francs or, contre 61 422 millions un an auparavant. Les dépôts en or, qui se sont contractés de 362 millions de francs or, à 3 474 millions, représentent 6% du total des ressources empruntées, contre 6,2% un an auparavant. Dans le même temps, les dépôts en monnaies se sont repliés d'environ 3,6 milliards de francs or, pour s'inscrire à 54 024 millions en fin d'exercice. Le volume de ces dépôts tend à varier, dans la mesure où de nombreuses banques centrales utilisent activement les facilités bancaires de la BRI pour gérer leur liquidité. Si la situation mensuelle de fin mars 1998 a été la plus basse de tout l'exercice, le volume journalier moyen des monnaies empruntées a été supérieur de 4% à celui de 1996/97.

Le repli du montant des monnaies empruntées résulte essentiellement de retraits en dollars EU (quelque 2,3 milliards de francs or) et, dans une moindre mesure, en livres sterling. La composition globale par monnaie a cependant peu varié: au 31 mars 1998, le dollar EU représentait 62,1% du total (exprimé en francs or), contre 61,6% un an auparavant. De même, la part du mark allemand est restée stable, à 20,7%, alors qu'elle se situait à 20,5% à la clôture de l'exercice précédent.

Les dépôts des banques centrales se montent à 50 468 millions de francs or à fin mars 1998, soit 93,4% du total des fonds empruntés, contre 94% un an auparavant. Les apports des autres déposants (essentiellement des institutions financières internationales) s'élèvent à 3 555 millions de francs or (6,6% du total), contre 3 425 millions (6%) au 31 mars 1997.

Actif

La Banque conduit ses opérations d'une manière particulièrement prudente pour assurer la sécurité et la liquidité des dépôts qui lui sont confiés; risque de

crédit, risque de transformation et risque de change sont étroitement suivis et contrôlés.

Avec une baisse de 4 056 millions de francs or par rapport à l'exercice précédent, les avoirs en monnaies s'inscrivaient à 58 032 millions au 31 mars 1998, contre 62 088 millions à fin mars 1997. Ces avoirs représentent des dépôts auprès d'institutions internationales de premier ordre sur le plan mondial ainsi que des titres négociables à court terme, bons du Trésor notamment. La Banque octroie également des avances à court terme, garanties ou non, aux banques centrales; cependant, fin mars 1998, leur encours total ne s'élevait qu'à 52 millions de francs or. Les fonds propres de la Banque sont détenus dans une large mesure en or et sous forme de titres d'émetteurs souverains des grands pays industriels.

Les avoirs en or de la Banque ont régressé de 4 504 millions de francs or à 4 159 millions au cours de l'exercice 1997/98, sous l'effet essentiellement de la contraction des dépôts reçus en or.

La Banque a également utilisé certains produits dérivés, essentiellement à des fins de meilleure gestion de ses fonds propres et de couverture de risques sur ses fonds empruntés (voir note 7a afférente au bilan).

6. Bénéfice net et répartition

Les comptes du 68^e exercice clos le 31 mars 1998 font ressortir un excédent net d'exploitation de 259 160 599 francs or, contre 203 289 449 francs or pour l'exercice précédent. L'augmentation des revenus dans le cadre des opérations sur ressources empruntées et du placement des fonds propres a contribué à la progression des bénéfices. Pour cette dernière composante, la hausse est due en totalité à l'expansion du volume moyen des fonds propres, suite à l'émission d'actions nouvelles au cours de la seconde moitié de l'exercice précédent. Dans le cas des ressources empruntées, la majoration des revenus résulte d'une élévation modeste du niveau moyen tout au long de l'exercice et d'une amélioration de la marge totale réalisée sur l'intermédiation des dépôts. L'accroissement de l'excédent d'exploitation s'explique également par la décision du Conseil d'administration de réduire encore le montant affecté à la Provision pour risques bancaires et autres éventualités.

Le résultat du présent exercice est indiqué après déduction de 55 701 805 francs or au titre des frais d'administration, en repli de 8% sur le montant de 60 530 595 francs or de l'exercice précédent. Cette contraction est attribuable en totalité aux fluctuations de change liées à la dépréciation notable du franc suisse par rapport au franc or durant l'exercice. 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 au total de 3%.

En vue du prochain changement de méthodologie comptable qui prévoit, à partir de l'exercice 1998/99, une comptabilisation des dépenses en capital et des amortissements pour les terrains, immeubles et installations de la Banque, le Conseil d'administration a décidé de cesser d'effectuer des dotations à la Provision pour immeubles et à la Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement. Les soldes non utilisés sur ces provisions

seront crédités, lors du prochain exercice, à la Provision pour frais d'administration exceptionnels. Pour cette raison, aucun transfert n'a été fait, par prélèvement sur l'exercice 1997/98, à cette dernière provision.

En application de l'article 51 des Statuts, le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale de répartir le bénéfice net de 259 160 599 francs or de la façon suivante:

- i) affectation d'un montant de 52 549 459 francs or au paiement d'un dividende de 300 francs suisses par action (le dividende payable au titre des 40 actions nouvelles émises au cours de l'exercice 1997/98 étant réglé au prorata en fonction de la date de souscription);
- ii) transfert d'un montant de 41 322 228 francs or au Fonds de réserve générale;
- iii) transfert d'un montant de 3 000 000 de francs or au Fonds spécial de réserve de dividendes;
- iv) transfert d'un montant de 162 288 912 francs or, représentant le solde du bénéfice net disponible, au Fonds de réserve libre que le Conseil peut utiliser pour tout objet conforme aux dispositions des Statuts.

Si ces propositions sont acceptées, le dividende sera payé le 1^{er} juillet 1998 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 20 juin 1998.

On trouvera à la fin du présent Rapport le bilan, le compte de profits et pertes et une synthèse montrant l'évolution du capital et des réserves de la Banque au cours de l'exercice. Les comptes de la Banque ont été vérifiés par les services de Price Waterhouse, qui ont confirmé que le bilan, le compte de profits et pertes, ainsi que les notes des pages 206–212, donnent une présentation sincère et régulière de la situation financière de la Banque au 31 mars 1998 et des résultats de ses opérations pour l'exercice clos à cette date. Ce rapport des commissaires-vérificateurs figure immédiatement après les comptes.

7. Augmentation du nombre des banques centrales actionnaires

Suite à l'invitation faite à neuf banques centrales de devenir membres de la BRI durant le précédent exercice, quatre banques centrales – la Banque centrale de Bosnie-Herzégovine, la Banque nationale de Croatie (qui s'appelle à présent Banque nationale croate), la Banque nationale de la République de Macédoine et la Banque de Slovénie – ont été invitées par le Conseil d'administration, en mai 1997, à souscrire des actions de la troisième tranche du capital de la BRI. Fin 1997, elles avaient toutes accepté l'offre du Conseil d'administration et étaient ainsi devenues membres de la BRI.

8. Modifications dans la composition du Conseil d'administration

En juin 1997, le Conseil a élu Nout H.E.M. Wellink, Président de la Nederlandsche Bank, comme membre du Conseil aux termes de l'article 27(3) des Statuts. En septembre 1997, le Conseil a renouvelé pour trois ans les mandats de Gordon G. Thiessen, Gouverneur de la Banque du Canada, et Yasuo Matsushita, Gouverneur de la Banque du Japon, comme membres du Conseil, également en vertu de l'article 27(3) des Statuts. Lors de la même séance, Alan

Greenspan, Président du Conseil des Gouverneurs du Système de Réserve fédérale, a reconduit dans ses fonctions de membre du Conseil William J. McDonough, au titre de l'article 27(2) des Statuts. La nomination d'Hervé Hannoun a été renouvelée par Jean-Claude Trichet, Gouverneur de la Banque de France, en novembre 1997. Le mandat d'Hans Meyer, conformément à l'article 27(3) des Statuts, arrivé à expiration en mars 1998, a été reconduit pour trois ans. Yasuo Matsushita s'est démis de son poste de Gouverneur de la Banque du Japon, le 20 mars 1998, et, en avril, le Conseil a élu son successeur, Masaru Hayami, comme administrateur pour la période non écoulée de son mandat. Parmi les seconds Suppléants des membres d'office, trois changements sont à signaler. En juillet 1997, Alfons Verplaetse, Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, a nommé Marcia De Wachter; en novembre, Jean-Claude Trichet a remplacé Armand Pujal par Marc-Olivier Strauss-Kahn et, en avril 1998, Eddie George, Gouverneur de la Banque d'Angleterre, a nommé Clifford Smout en remplacement de Terry Smeeton.

La Banque a appris avec un profond regret le décès de deux anciens membres du Conseil d'administration. Robert Vandeputte, décédé le 18 novembre 1997 à l'âge de 89 ans, avait été Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique de 1971 à 1975 et avait siégé au Conseil d'administration de janvier 1971 à février 1975. Markus Lusser, Président du Directoire de la Banque nationale suisse et membre du Conseil d'administration de mai 1988 à avril 1996, est décédé le 21 avril 1998 à l'âge de 67 ans.

La Banque a également appris avec tristesse le décès d'Horst Bockelmann, survenu le 12 avril 1998, à 67 ans. M. Bockelmann avait pris sa retraite de la BRI, fin avril 1995, après avoir exercé pendant dix ans les fonctions de Conseiller économique et de Chef du Département monétaire et économique.

Bilan et compte de profits et pertes

au 31 mars 1998

Bilan au 31 mars 1998

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

1997	Actif	1998
	Or	
3 547 261 289	Détenu en barres	3 037 168 543
956 662 444	Dépôts à terme et avances	1 122 386 712
4 503 923 733		4 159 555 255
384 413 644	Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	7 776 756
2 813 409 132	Bons du Trésor	1 863 872 732
	Dépôts à terme et avances en monnaies	
34 201 692 134	À 3 mois au maximum	25 267 793 274
8 153 458 323	À plus de 3 mois	9 594 385 217
42 355 150 457		34 862 178 491
	Titres acquis dans le cadre de pensions	
884 172 425	À 3 mois au maximum	2 696 998 195
–	À plus de 3 mois	83 973 665
884 172 425		2 780 971 860
	Titres du secteur public et autres titres à terme	
2 557 365 140	À 3 mois au maximum	3 024 906 378
13 093 749 660	À plus de 3 mois	15 492 166 080
15 651 114 800		18 517 072 458
200 780 130	Divers	258 747 077
1	Terrains, immeubles et installations	1
66 792 964 322		62 450 174 630

Après
répartition du bénéfice
net de l'exercice

Avant
répartition du bénéfice
net de l'exercice

1997	Passif	1998	
323 203 125	Capital libéré	323 228 125	323 228 125
2 061 783 924	Réserves	2 061 913 884	2 268 525 024
351 129 995	Compte des différences d'évaluation	247 188 455	247 188 455
	Dépôts (or)		
3 471 145 991	À vue	3 010 120 795	3 010 120 795
186 971 696	À 3 mois au maximum	309 454 649	309 454 649
178 283 536	À plus de 3 mois	154 169 729	154 169 729
3 836 401 223		3 473 745 173	3 473 745 173
	Dépôts (monnaies)		
2 166 693 892	À vue	3 388 447 478	3 388 447 478
54 399 781 897	À 3 mois au maximum	48 774 372 346	48 774 372 346
1 019 098 838	À plus de 3 mois	1 860 721 733	1 860 721 733
57 585 574 627		54 023 541 557	54 023 541 557
	Titres cédés dans le cadre de pensions		
674 774 848	À 3 mois au maximum	30 730 705	30 730 705
252 630 204	Système de pensions du personnel	256 984 348	256 984 348
1 658 685 453	Divers	1 773 681 784	1 773 681 784
	Compte de profits et pertes	259 160 599	
48 780 923	Dividende payable le 1 ^{er} juillet		52 549 459
66 792 964 322		62 450 174 630	62 450 174 630

Compte de profits et pertes

pour l'exercice clos le 31 mars 1998
(en francs or)

	1997	1998
Intérêts, escomptes et autres produits d'exploitation	3 524 961 970	3 823 693 826
Moins: charges d'intérêts et d'escomptes	3 261 141 926	3 508 831 422
Intérêts nets et autres produits d'exploitation	263 820 044	314 862 404
Moins: frais d'administration		
Conseil d'administration	1 328 950	1 244 034
Direction et personnel	42 944 303	39 425 067
Dépenses de bureau et dépenses diverses	16 257 342	15 032 704
	60 530 595	55 701 805
Excédent net d'exploitation	203 289 449	259 160 599
Moins: montants transférés à la		
Provision pour frais d'administration exceptionnels	3 000 000	—
Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement	6 000 000	—
	9 000 000	—
Bénéfice net de l'exercice	194 289 449	259 160 599
Le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale ordinaire de répartir le bénéfice net de l'exercice clos le 31 mars 1998 comme suit, en application de l'article 51 des Statuts:		
Dividende: 300 francs suisses par action sur 517 125 actions (1997: 280 francs suisses)	48 780 923	52 546 623
sur 40 actions nouvellement émises (au prorata à compter de la date de valeur de la souscription)	—	2 836
	48 780 923	52 549 459
	145 508 526	206 611 140
Transfert au Fonds de réserve générale	41 018 778	41 322 228
	104 489 748	165 288 912
Transfert au Fonds spécial de réserve de dividendes	3 000 000	3 000 000
	101 489 748	162 288 912
Transfert au Fonds de réserve libre	101 489 748	162 288 912
	—	—

Évolution du capital libéré et des réserves de la Banque

au cours de l'exercice clos le 31 mars 1998
(en francs or)

I. Capital libéré

	Nombre d'actions	Francs or
Actions de 2 500 francs or, libérées de 25%:		
Solde au 1 ^{er} avril 1997	517 125	323 203 125
Actions émises au cours de l'exercice 1997/98	40	25 000
Solde au 31 mars 1998 tel qu'il apparaît au bilan	517 165	323 228 125

II. Évolution des fonds de réserve

	Fonds de réserve légale	Fonds de réserve générale	Fonds spécial de réserve de dividendes	Fonds de réserve libre	Total des fonds de réserve
Soldes au 1 ^{er} avril 1997, après répartition du bénéfice net de l'exercice 1996/97	32 320 313	974 876 936	59 530 055	995 056 620	2 061 783 924
À ajouter: affectations de la prime reçue sur l'émission de 40 actions nouvelles	2 500	127 460	—	—	129 960
Soldes au 31 mars 1998 avant répartition du bénéfice net	32 322 813	975 004 396	59 530 055	995 056 620	2 061 913 884
À ajouter: affectations du bénéfice net au titre de l'exercice 1997/98	—	41 322 228	3 000 000	162 288 912	206 611 140
Soldes au 31 mars 1998 tels qu'ils apparaissent au bilan	32 322 813	1 016 326 624	62 530 055	1 157 345 532	2 268 525 024

III. Capital libéré et fonds de réserve au 31 mars 1998 (après affectations) représentés par des:

	Capital libéré	Fonds de réserve	Total capital et réserves
Avoirs nets en			
Or	323 228 125	338 732 750	661 960 875
Monnaies	—	1 929 792 274	1 929 792 274
Soldes au 31 mars 1998 tels qu'ils apparaissent au bilan	323 228 125	2 268 525 024	2 591 753 149

Notes afférentes aux comptes

pour l'exercice clos le 31 mars 1998

1. Introduction

La Banque des Règlements Internationaux (BRI) est une institution financière internationale constituée en application des accords de La Haye du 20 janvier 1930. Le siège social de la Banque est situé à Bâle, Suisse. Comme le précise l'article 3 de ses Statuts, la Banque a pour objet de favoriser la coopération des banques centrales, de fournir des facilités additionnelles pour les opérations financières internationales et d'agir comme mandataire (trustee) ou comme agent en ce qui concerne les règlements financiers internationaux. Quarante-cinq banques centrales sont actuellement membres de la Banque et exercent les droits de représentation et de vote aux Assemblées générales en proportion du nombre d'actions de la BRI émises dans leur pays respectif. Le Conseil d'administration de la Banque est composé des gouverneurs des banques centrales d'Allemagne, de Belgique, du Canada, des États-Unis d'Amérique, de France, d'Italie, du Japon, des Pays-Bas, du Royaume-Uni, de Suède et de Suisse ainsi que d'administrateurs nommés de six de ces pays.

Les comptes de l'exercice 1997/98 sont présentés sous une forme approuvée par le Conseil d'administration, conformément à l'article 49 des Statuts de la Banque.

2. Principales conventions comptables

a) *Unité de compte et conversion des positions en monnaies*

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

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

Le solde net résultant des différences de change au titre de la conversion des contrats à terme et contrats d'échange est inclus sous actif ou passif 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 de ventes de titres, inclus sous passif divers. Les soldes créditeurs cumulés sous ce compte sont amortis au compte de profits et pertes sur une période correspondant à l'échéance moyenne résiduelle du portefeuille-titres de la Banque; un solde débiteur net en fin d'année serait immédiatement imputé au compte de profits et pertes.

c) *Or*

Les éléments d'actif et de passif en or sont indiqués sur la base de leur poids d'or fin.

d) *Bons du Trésor; titres du secteur public et autres titres à terme*

Les bons du Trésor et titres du secteur public et autres titres à terme sont indiqués à leur coût d'acquisition, augmenté des intérêts courus le cas échéant et ajusté pour tenir compte de l'amortissement de la prime ou de l'escompte sur la durée de vie résiduelle; les produits d'intérêts et d'escomptes incluent cet amortissement.

e) *Dépôts à terme et avances en monnaies*

Les dépôts à terme et avances sont indiqués à leur valeur de principal, augmentée des intérêts courus.

f) *Titres acquis dans le cadre de pensions*

Les titres acquis dans le cadre de pensions sont indiqués au montant avancé à la contrepartie, augmenté des intérêts courus. Les années précédentes, ces titres figuraient sous la rubrique Bons du Trésor; titres du secteur public et autres titres à terme. Les chiffres de 1997 ont été recalculés en conséquence.

g) *Terrains, immeubles et installations*

Ces éléments sont indiqués à la valeur de 1 franc or. Les dépenses en capital au titre de terrains, d'immeubles ou d'installations étaient imputées jusqu'à présent à la Provision pour immeubles ou à la Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement. À compter de l'exercice 1998/99, les éléments de la présente rubrique figureront à leur coût d'acquisition moins dépréciation. Cette prochaine modification est explicitée à la rubrique m) ci-après.

h) Compte des différences d'évaluation

Le compte des différences d'évaluation recense l'incidence des différences de change telles qu'elles sont décrites sous a); ces variations d'évaluation concernent essentiellement la partie des fonds propres de la Banque détenue en monnaies autres que le dollar EU.

i) Dépôts

Les dépôts sont des créances comptables sur la Banque et sont indiqués à leur valeur de principal, augmentée des intérêts courus. Certaines créances sont émises avec escompte par rapport à la valeur payable à l'échéance du dépôt; dans ce cas, le traitement comptable est analogue à celui qui s'applique aux titres à échéance fixe détenus par la Banque (voir ci-dessus, point d).

j) Titres cédés dans le cadre de pensions

Les titres cédés dans le cadre de pensions sont indiqués au montant reçu de la contrepartie, augmenté des intérêts courus. Les années précédentes, ces titres figuraient sous la rubrique Dépôts (monnaies). Les chiffres de 1997 ont été recalculés en conséquence.

k) Système de pensions du personnel

Le système de pensions du personnel représente l'engagement de la Banque envers les membres du personnel et retraités actuels, sur la base des recommandations annuelles de l'actuaire.

l) Provisions

i) Générales

Le Conseil d'administration affecte chaque année un montant à une provision pour risques bancaires et autres éventualités; cette provision est incluse sous passif divers.

ii) Spécifiques

Les années précédentes, des montants ont été affectés par le Conseil d'administration, par prélèvement sur l'excédent d'exploitation net de la Banque, aux comptes suivants:

1. Provision pour frais d'administration exceptionnels
2. Provision pour immeubles
3. Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement.

Aucun transfert à ces provisions spécifiques n'a été effectué au titre de l'exercice 1997/98, en raison de la modification prochaine du mode de comptabilisation pour les terrains, immeubles et installations (voir ci-après, point m).

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

Lors du prochain exercice, les terrains, immeubles et installations de la Banque seront inscrits au bilan à leur coût historique moins la dépréciation cumulée

durant les années de détention des actifs. Ce changement aura pour effet d'accroître la valeur des terrains, immeubles et installations dans le bilan de la Banque de quelque 90 millions de francs or, montant qui sera ajouté aux réserves de la Banque. En outre, à compter de l'exercice 1998/99, le compte de profits et pertes comportera une dotation aux amortissements, au lieu des transferts aux provisions spécifiques.

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

Notes afférentes au bilan

pour l'exercice clos le 31 mars 1998

1. Encaisse-or

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

Actif	1997	1998
Barres détenues auprès de banques centrales	3 547 261 289	3 037 168 543
Dépôts à terme en or		
À 3 mois au maximum	450 480 089	438 825 618
À plus de 3 mois	506 182 355	683 561 094
	<u>4 503 923 733</u>	<u>4 159 555 255</u>

Au 31 mars 1998, l'encaisse-or appartenant en propre à la Banque s'élève à F or 662,0 millions, équivalant à 192 tonnes d'or fin (1997: F or 661,9 millions; 192 tonnes).

2. Bons du Trésor

La valeur du portefeuille de la Banque est la suivante:

	1997	1998
Valeur comptable	<u>2 813 409 132</u>	<u>1 863 872 732</u>

La valeur de marché, au 31 mars 1998, est de F or 1863,6 millions (1997: F or 2 812,7 millions).

3. Titres du secteur public et autres titres à terme

La valeur du portefeuille de la Banque est la suivante:

	1997	1998
Valeur comptable	<u>15 651 114 800</u>	<u>18 517 072 458</u>

La valeur de marché, au 31 mars 1998, des titres du secteur public et autres titres à terme est de F or 18 623,8 millions (1997: F or 15 720,1 millions).

4. Capital

Le capital de la Banque est constitué ainsi:

	1997	1998
Capital autorisé:		
600 000 actions,		
de 2 500 francs or chacune	1 500 000 000	1 500 000 000
Capital émis: 517 125 actions	1 292 812 500	
517 165 actions		1 292 912 500
libérées de 25%	323 203 125	323 228 125

Durant l'exercice 1997/98, 40 actions ont été émises au prix de souscription de F or 3 874 par action. La part libérée, de F or 625 par action, a été créditée au capital émis et le solde – représentant la prime de F or 3 249 par action – aux réserves (voir tableaux intitulés «Évolution du capital libéré et des réserves de la Banque»).

5. Réserves

Les réserves de la Banque sont constituées ainsi:

	1997	1998
Fonds de réserve légale	32 320 313	32 322 813
Fonds de réserve générale	974 876 936	1 016 326 624
Fonds spécial de réserve de dividendes	59 530 055	62 530 055
Fonds de réserve libre	995 056 620	1 157 345 532
	<u>2 061 783 924</u>	<u>2 268 525 024</u>

Les dotations annuelles aux divers fonds de réserve sont régies par l'article 51 des Statuts de la Banque. Les montants transférés sont également indiqués dans le tableau intitulé «Évolution des fonds de réserve».

6. Dépôts

Les dépôts en or placés auprès de la Banque proviennent entièrement de banques centrales. La composition des dépôts en monnaies placés auprès de la Banque est la suivante:

	1997	1998
Banques centrales		
À vue	2 107 217 697	3 323 820 195
À 3 mois au maximum	51 394 694 652	45 283 968 982
À plus de 3 mois	658 294 838	1 860 469 306
Autres déposants		
À vue	59 476 195	64 627 283
À 3 mois au maximum	3 005 087 245	3 490 403 364
À plus de 3 mois	360 804 000	252 427
	<u>57 585 574 627</u>	<u>54 023 541 557</u>

7. Éléments de hors-bilan

a) Instruments dérivés

Dans le cadre normal de ses activités, la Banque participe à des transactions financières de hors-bilan portant sur contrats de change à terme, contrats d'échange de devises et de taux d'intérêt, contrats de taux à terme, instruments financiers à terme et options. Ces instruments sont utilisés pour couvrir les risques de taux d'intérêt et de change de la Banque sur ses actifs et passifs et pour gérer la durée de ses actifs liquides. Dans l'analyse de ses engagements de hors-bilan, la Banque applique les mêmes critères de crédit que pour tous les autres placements.

Montant du principal notionnel

	1997	1998
(en millions de francs or)		
Contrats de change:		
Terme et swaps cambistes	9 917,3	12 040,5
Contrats d'échange	1 263,7	2 054,4
Contrats de taux:		
Contrats d'échange	8 338,2	5 689,5
Terme et instruments financiers à terme	3 391,8	4 928,4

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 1998 s'inscrivait à F or 499,7 millions (1997: F or 565,0 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.

	1997	1998
(en millions de francs or)		
Valeur nominale des titres conservés en dépôt	12 281,4	7 660,2
Or détenu sous dossier	972,0	930,8

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 1998 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.

Price Waterhouse AG

Ralph R. Reinertsen

John K. Fletcher

Réviseurs responsables

Bâle, le 24 avril 1998

Synthèse du bilan sur les cinq derniers exercices

(en millions de francs or)

	Exercice clos le 31 mars				
	1994	1995	1996	1997	1998
Or					
<i>Détenu en barres</i>	4 338,3	4 373,4	4 364,2	3 547,3	3 037,1
<i>Dépôts à terme et avances</i>	579,8	541,8	637,3	956,7	1 122,4
	4 918,1	4 915,2	5 001,5	4 504,0	4 159,5
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	12,0	9,8	9,8	384,4	7,8
Bons du Trésor	2 891,7	5 483,1	4 105,7	2 813,4	1 863,9
Dépôts à terme et avances en monnaies	41 370,4	42 478,7	37 328,1	42 355,1	34 862,2
Titres acquis dans le cadre de pensions	7 457,0	2 988,7	1 652,2	884,2	2 781,0
Titres du secteur public et autres titres à terme	8 249,9	9 332,8	10 488,1	15 651,1	18 517,1
Actif divers	76,6	19,2	32,8	200,8	258,7
Terrains, immeubles et installations	–	–	–	–	–
Actif total	64 975,7	65 227,5	58 618,2	66 793,0	62 450,2
Capital libéré	295,7	295,7	295,7	323,2	323,2
Réserves (après répartition du bénéfice net de l'exercice)					
<i>Fonds de réserve légale</i>	30,1	30,1	30,1	32,3	32,3
<i>Fonds de réserve générale</i>	732,2	764,9	803,3	974,9	1 016,3
<i>Fonds spécial de réserve de dividendes</i>	50,5	53,5	56,5	59,5	62,5
<i>Fonds de réserve libre</i>	733,7	807,0	893,6	995,1	1 157,4
	1 546,5	1 655,5	1 783,5	2 061,8	2 268,5
Compte des différences d'évaluation	273,1	449,5	373,5	351,1	247,2
Dépôts					
<i>Or</i>	4 061,1	4 157,0	4 245,0	3 836,4	3 473,7
<i>Monnaies</i>	57 164,9	56 549,0	49 649,2	57 585,6	54 023,6
	61 226,0	60 706,0	53 894,2	61 422,0	57 497,3
Titres cédés dans le cadre de pensions	–	385,4	376,6	674,8	30,7
Système de pensions du personnel	200,2	271,0	283,1	252,6	257,0
Passif divers	1 393,1	1 411,0	1 558,3	1 658,7	1 773,7
Dividende	41,1	53,4	53,3	48,8	52,6
Passif total	64 975,7	65 227,5	58 618,2	66 793,0	62 450,2

Synthèse du compte de profits et pertes sur les cinq derniers exercices

(en millions de francs or)

Exercice clos le 31 mars	1994	1995	1996	1997	1998
Intérêts nets et autres produits d'exploitation	195,7	229,3	254,3	263,8	314,9
Moins: frais d'administration					
<i>Conseil d'administration</i>	0,8	1,2	1,5	1,3	1,3
<i>Direction et personnel</i>	34,1	40,2	46,6	42,9	39,4
<i>Dépenses de bureau et dépenses diverses</i>	15,5	17,4	18,3	16,3	15,0
	50,4	58,8	66,4	60,5	55,7
Excédent net d'exploitation	145,3	170,5	187,9	203,3	259,2
Moins: montants transférés à la					
<i>Provision pour frais d'administration exceptionnels</i>	3,3	3,4	3,5	3,0	–
<i>Provision pour immeubles</i>	–	–	–	–	–
<i>Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement</i>	3,9	4,7	3,1	6,0	–
	7,2	8,1	6,6	9,0	–
Bénéfice net de l'exercice	138,1	162,4	181,3	194,3	259,2
Dividende	41,1	53,4	53,3	48,8	52,6
	97,0	109,0	128,0	145,5	206,6
Transfert au Fonds de réserve générale	29,1	32,7	38,4	41,0	41,3
	67,9	76,3	89,6	104,5	165,3
Transfert au Fonds spécial de réserve de dividendes	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
	64,9	73,3	86,6	101,5	162,3
Transfert au Fonds de réserve libre	64,9	73,3	86,6	101,5	162,3
	–	–	–	–	–

Conseil d'administration

Alfons Verplaetse, Bruxelles
Président du Conseil d'administration,
Président de la Banque

Lord Kingsdown, Londres
Vice-Président

Urban Bäckström, Stockholm
Vincenzo Desario, Rome
Antonio Fazio, Rome
Edward A. J. George, Londres
Alan Greenspan, Washington
Hervé Hannoun, Paris
Masaru Hayami, Tokyo
William J. McDonough, New York
Hans Meyer, Zurich
Helmut Schlesinger, Francfort-sur-le-Main
Gordon G. Thiessen, Ottawa
Hans Tietmeyer, Francfort-sur-le-Main
Jean-Claude Trichet, Paris
Nout H. E. M. Wellink, Amsterdam
Philippe Wilmès, Bruxelles

Suppléants

Jean-Pierre Patat ou
Marc-Olivier Strauss-Kahn, Paris
Ian Plenderleith ou
Clifford Smout, Londres
Jean-Jacques Rey ou
Marcia De Wachter, Bruxelles
Alice M. Rivlin ou
Edwin M. Truman, Washington
Carlo Santini ou
Stefano Lo Faso, Rome
Helmut Schieber ou
Bernd Goos, Francfort-sur-le-Main

Haute Direction de la Banque

Andrew Crockett	Directeur Général
André Icard	Directeur Général Adjoint
Gunter D. Baer	Secrétaire Général, Chef de Département
Malcolm Gill	Chef du Département bancaire
William R. White	Conseiller économique, Chef du Département monétaire et économique
Marten de Boer	Directeur, Comptabilité, Budget et Compensation de l'Écu
Renato Filosa	Directeur, Département monétaire et économique
Mario Giovanoli	Conseiller juridique, Directeur
Guy Noppen	Directeur, Secrétariat général
Günter Pleines	Chef Adjoint du Département bancaire

