Eli M. Remolona
+41 61 280 8414
eli.remolona@bis.org

Philip D. Wooldridge
+41 61 280 8819
philip.wooldridge@bis.org

1. Vue d'ensemble : l'optimisme mis à mal par les incertitudes

La menace persistante de guerre en Irak a rejeté au second plan les données concernant l'évolution de l'économie mondiale ces derniers mois. En octobre et novembre 2002, l'optimisme des investisseurs avait dynamisé les marchés des actions et des obligations d'entreprises et accentué la pente des courbes des rendements. À partir de décembre, cependant, les incertitudes liées aux conséquences économiques d'un possible conflit armé ont commencé à se faire davantage sentir. Une fois cet optimisme dissipé, les investisseurs ont semblé peu sensibles aux principales nouvelles économiques. La deuxième semaine de février, la prime de guerre avait déjà annulé l'essentiel des plus-values sur actions réalisées fin 2002 ; les courbes des rendements présentaient, pour leur part, un profil un peu plus plat qu'à fin novembre mais continuaient à anticiper une reprise économique, plus modeste toutefois.

Le marché obligataire international offrait alors des conditions plus favorables, qui n'ont cependant pas généré un gros volume d'émissions nettes. La faiblesse de la demande a reflété la réticence des entreprises à emprunter davantage dans un contexte de perspectives économiques incertaines. La nécessité de réduire l'endettement a été particulièrement pressante pour les sociétés qui avaient subi un déclassement de crédit. Des plans de restructuration, qui avaient favorisé les prêteurs au détriment des actionnaires, ont permis aux obligations d'entreprises de se démarquer des actions début 2003 : les primes de risque sont restées stables, alors même que les cours chutaient.

Les emprunteurs des marchés émergents, eux aussi, ont été bien accueillis par les marchés financiers en fin d'année. Après les élections présidentielles, le Brésil a bénéficié d'une amélioration spectaculaire du sentiment des investisseurs. Si la prime de risque sur la dette souveraine est restée élevée, les résidents brésiliens sont vite revenus sur les marchés internationaux pour refinancer leurs emprunts arrivant à échéance. Le Venezuela a connu un sort tout autre : la prolongation de la grève générale contre le gouvernement, conjuguée à la perspective d'une guerre en Irak, a conduit à un vif renchérissement du pétrole ; les anticipations concernant la vigueur de la reprise économique s'en sont encore ressenties.

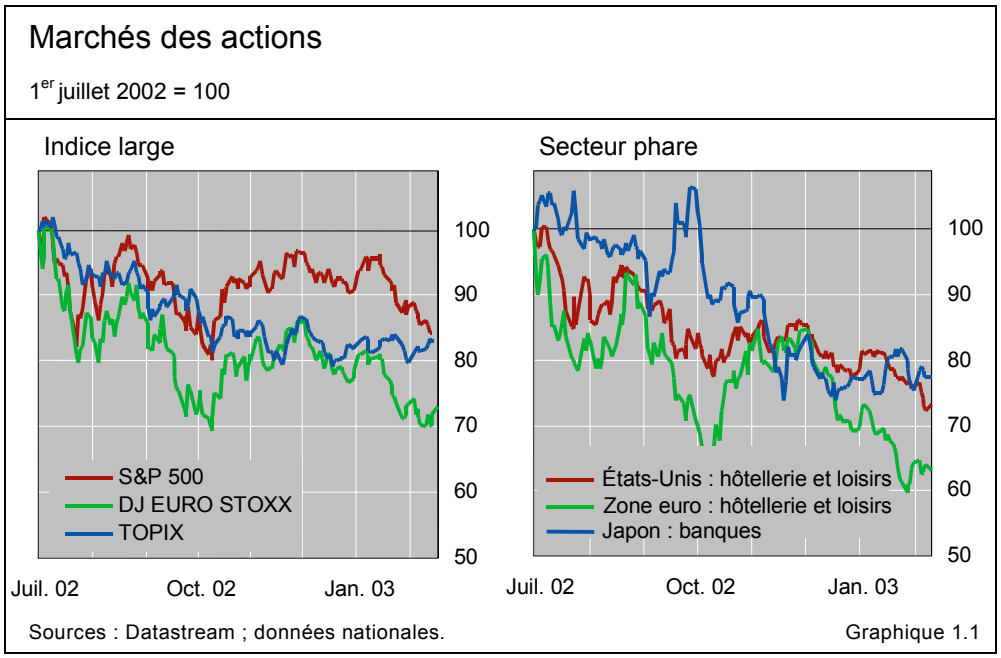
Le risque de guerre pèse sur les actions

En octobre et novembre 2002, les bons résultats et rapports d'analystes concernant quelques entreprises références avaient engendré un redressement de sept semaines sur les marchés des actions aux États-Unis et en Europe. L'optimisme des investisseurs était remonté, en dépit de données macroéconomiques médiocres ; même les nouvelles sur l'Irak étaient apparues positives. Le 14 novembre, l'annonce de l'acceptation par ce pays d'une résolution de l'ONU sur le désarmement avait été accueillie par des hausses significatives des cours des actions aux États-Unis et en Europe. Entre le 9 octobre et le 22 novembre, la vague d'optimisme avait propulsé le S&P 500 de 20 % et le DJ EURO STOXX de 22 % (graphique 1.1). En fin de compte, les indicateurs économiques clés de décembre et début janvier (graphique 1.2), loin de valider l'optimisme, ont sapé les gains antérieurs.

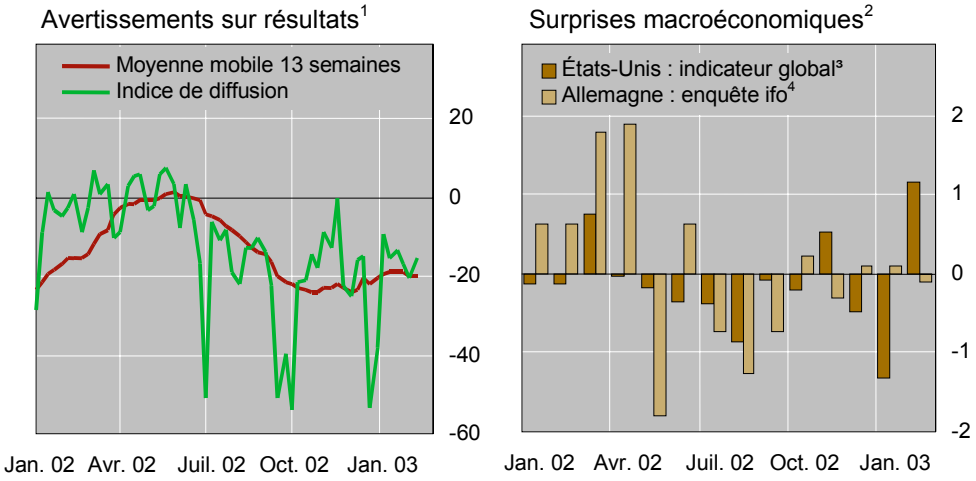
Coups portés à la confiance en janvier et février

À partir de décembre, les développements liés à l'Irak ont semblé éroder peu à peu la confiance des investisseurs, surtout à compter de la mi-janvier. Leur impact immédiat sur le marché était sans ambiguïté ; en effet, les prix des actifs ont souvent varié fortement dans le même sens pendant une brève période dès la communication d'un événement. Ainsi, le 16 janvier, dans les trente minutes qui ont suivi l'annonce que les inspecteurs de l'ONU avaient trouvé des ogives irakiennes vides, le S&P 500 a chuté de 0,5 % et le DJ EURO STOXX de 1,7 %, tandis que le franc suisse s'est apprécié d'environ un demi cent par rapport au dollar, mouvements exceptionnellement marqués pour un laps de temps aussi court. Si le climat général d'incertitude peut l'avoir emporté sur l'effet immédiat des nouvelles, la difficulté a été d'en dissocier l'incidence de celle des autres facteurs. Un changement s'est semble-t-il produit, toutefois, dans la façon dont les investisseurs ont réagi aux annonces économiques. Le 7 février, par exemple, le rapport sur l'emploi aux États-Unis révélait un bond surprenant des emplois non agricoles, qui d'ordinaire aurait

Modification des réactions aux nouvelles économiques



Informations économiques et financières étroitement suivies



[1] Surprises positives moins surprises négatives, en % du nombre d'avertissements positifs et négatifs. [2] Différence normalisée (centrée réduite) entre prévisions consensuelles et chiffres publiés. [3] Moyenne pondérée des surprises normalisées concernant les indicateurs suivants : enquête ISM, emplois non agricoles, ventes de détail, prix à la production et à la consommation. [4] Indicateur du climat des affaires, calculé par l'Institut für Wirtschaftsforschung à partir d'enquêtes auprès des chefs d'entreprise.

Sources : Bloomberg ; calculs BRI. Graphique 1.2

fait monter les cours des actions ; au lieu de cela, le S&P 500 a perdu ce jour-là 1 %.

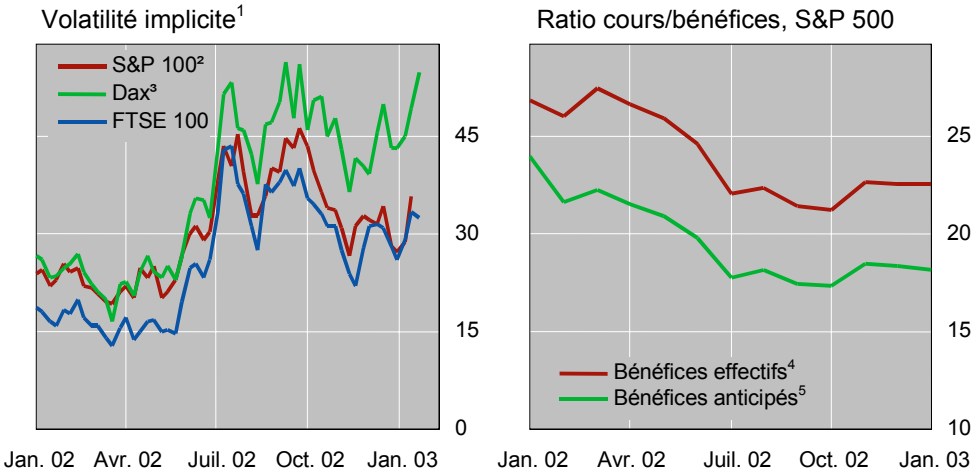
La menace d'un conflit armé a eu apparemment une double répercussion : des révisions en baisse des résultats attendus des entreprises et l'apparition d'une prime de risque liée aux incertitudes sur les conséquences économiques d'une guerre. Les différences des performances de marché entre secteurs industriels indiquaient des corrections des résultats attendus. Le secteur de l'hôtellerie et des loisirs, en particulier, a été parmi les plus touchés, tant sur les marchés américains qu'européens (graphique 1.1). L'émergence d'une prime de risque généralisée s'est reflétée dans les volatilités implicites des prix des options sur indice boursier. Ces volatilités ont commencé à s'accroître en janvier, tout en restant en deçà de leurs niveaux élevés de septembre 2002 (graphique 1.3). Il se peut que les incertitudes aient été alimentées par le fait que plusieurs entreprises références se sont abstenues de communiquer leurs perspectives habituelles de résultats, arguant de la difficulté d'anticiper les effets d'une guerre. En raison de la prime de guerre et des révisions des attentes de résultats, sur les cinq semaines qui ont précédé le 13 février, le marché des actions américain a cédé 12 % de sa valeur en termes de monnaie locale et le marché européen 14 %. La dépréciation du dollar EU vis-à-vis de l'euro sur la même période impliquait que les deux marchés s'étaient comportés de manière aussi médiocre en termes de monnaie commune.

La prime de guerre pèse sur les cours des actions …

En dépit de la prime de guerre, les évaluations de marché globales, exprimées en ratios cours/bénéfices, sont demeurées au-dessus des normes historiques. Il est vrai que, si ces ratios étaient calculés en termes d'estimation des bénéfices sur l'année à venir, les évaluations seraient plus basses

… mais les évaluations tablent toujours sur une forte reprise

Volatilité et évaluations



[1] Données de fin de semaine. [2] Options S&P 100 (VIX). [3] Options d'achat sur indice. [4] Moyenne mobile sur cinq ans. [5] Estimation sur l'année à venir.

Sources : Chicago Board Options Exchange ; Bloomberg ; données nationales. Graphique 1.3

(graphique 1.3). Toutefois, les prévisions de ce type sont toujours supérieures aux bénéfices réalisés, et l'estimation courante serait par trop optimiste si une forte reprise économique ne se matérialisait pas. Pour éliminer les effets du cycle conjoncturel, le multiple cours/bénéfices pourrait être calculé en termes de moyenne mobile sur cinq ans des bénéfices des douze derniers mois. Sur cette base, des ratios exceptionnellement élevés dans le passé ont généralement été suivis de baisses des cours pendant cinq ans. Dans le cas du S&P 500, le multiple fondé sur une telle moyenne mobile était d'environ 23 en janvier 2003, ce qui reste supérieur à la moyenne de 17 pour 1961-95.

Le marché de Tokyo a été moins soumis dans l'ensemble à de telles turbulences. S'il a souvent évolué de pair avec ses homologues américains et européens en décembre, il a commencé à se démarquer en janvier. À un moment où les principaux marchés étrangers baissaient fortement, les investisseurs japonais sur actions ont porté leur attention sur les grandes banques du pays. Celles-ci semblaient chercher à renforcer leurs fonds propres en vue des inspections de la Japanese Financial Services Authority avant la fin de l'exercice en mars. Le 14 janvier, Goldman Sachs a annoncé qu'il achèterait ¥150 milliards d'actions préférentielles convertibles de Sumitomo Mitsui. Les titres de la banque ont alors gagné 8 %, tandis que le marché s'adjugeait 1 %. Mizuho a fait de même, le 21 janvier, en annonçant une annulation de ¥2 000 milliards de créances douteuses, soit 2,5 % de son portefeuille de prêts. En dépit de cette mesure, les actions de la banque ont progressé de 4 % et le TOPIX de 2 %. Malgré ces efforts, Fitch déclassait, le 30 janvier, la note de crédit des quatre plus grandes banques du Japon ; néanmoins, sur la période allant de mi-janvier à mi-février, le marché de Tokyo a fait mieux que les marchés américains et européens, avec une hausse de 1,4 %.

Les banques japonaises essayent de renforcer leurs fonds propres

Les marchés à revenu fixe continuent de miser sur une reprise

Les mesures de détente des grandes banques centrales ont semblé rasséréner les opérateurs des marchés à revenu fixe. Aux États-Unis et en Europe, la pente des courbes des rendements s'est atténuée, reflétant des perspectives de reprise économique révisées en baisse, tout en restant très prononcée, dénotant ainsi, pour la croissance, des attentes plus optimistes que les prévisions consensuelles. L'abaissement des taux directeurs y a peut-être contribué, en apparaissant comme le signal que les banques centrales reprenaient leur politique de détente après une longue interruption. En effet, la Réserve fédérale, la BCE et la Banque d'Angleterre ont respectivement réduit leurs taux officiels en novembre, décembre et janvier (graphique 1.4). Dans ce nouveau contexte, les taux d'intérêt à long terme n'ont que peu diminué de mi-janvier à mi-février, malgré la chute des cours des actions.

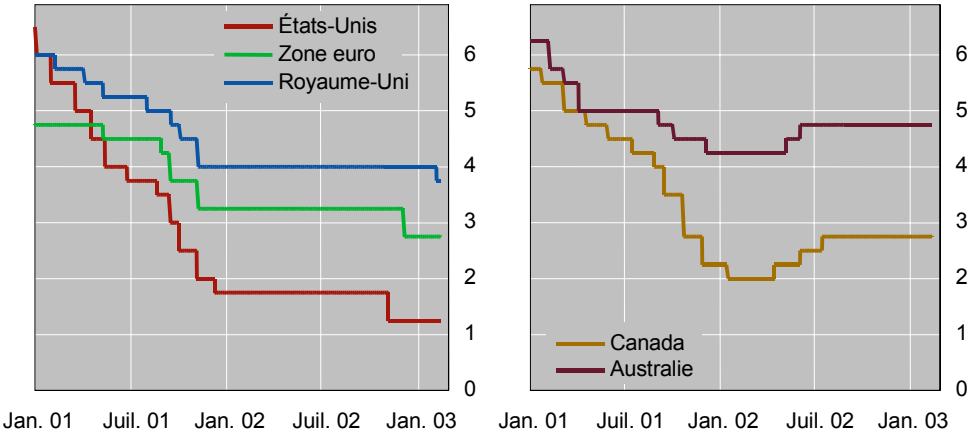
Signal de la volonté d'action des banques centrales

Le signal émis par la Réserve fédérale est instructif à cet égard. Le 6 novembre, après onze mois de statu quo, elle a abaissé son taux directeur de 50 points de base, mesure d'une ampleur exceptionnelle qui signifiait sa volonté d'intervenir pour défendre ses objectifs, même avec un taux officiel déjà à 1,75 %. Dans un discours du 21 novembre, un membre du Conseil des gouverneurs a laissé entendre que la Fed n'hésiterait pas à utiliser d'autres instruments à sa disposition pour stimuler l'économie si le taux directeur devenait inefficace. Par son action énergique, la Fed s'est démarquée des autres banques centrales. La Banque d'Angleterre a agi plus modérément et plus tard, apparemment en raison de préoccupations concernant la vigueur excessive de l'immobilier au Royaume-Uni. C'est cette même considération qui semble avoir incité la Banque de Réserve d'Australie à relever son taux

La Fed pourrait utiliser d'autres instruments

Taux directeur[1]

En %

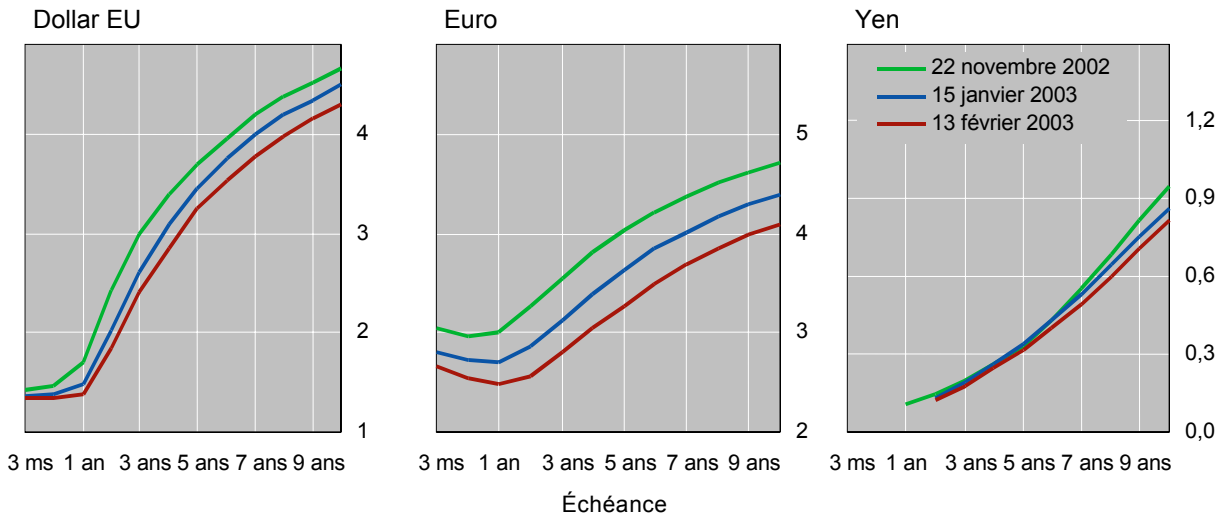


[1] États-Unis : taux-objectif des fonds fédéraux ; zone euro : taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement de la BCE (à 14 jours) ; Royaume-Uni : taux des prises en pension ; Canada : taux au jour le jour ; Australie : taux-objectif des liquidités.

Source : Bloomberg. Graphique 1.4

Courbes des rendements, contrats d'échange de taux d'intérêt

En %



Échéances 3, 6 et 12 mois : Libor.

Source : Bloomberg. Graphique 1.5

directeur dans le courant de l'année (graphique 1.4). La Banque du Canada, qui a également augmenté ses taux vers la même époque, l'a fait, pour sa part, dans le but de tempérer une reprise économique trop vigoureuse.

Les opérateurs sur titres à revenu fixe semblent avoir conservé un plus grand optimisme que ceux sur actions. Ces derniers mois, les contrats d'échange ont été plus révélateurs des anticipations de croissance que les titres d'État, car ils sont moins exposés aux mouvements de repli vers les valeurs refuges et aux préoccupations liées aux déficits budgétaires. Sur les sept semaines qu'a duré le redressement des actions en octobre-novembre, l'écart de rendement 10 ans-3 mois sur contrat d'échange en dollars EU s'était élargi d'environ 75 points de base (graphique 1.5), soit une moyenne de 3,8 points de base par point de pourcentage de progression du S&P 500. En revanche, au moment de la chute des actions de mi-janvier à mi-février, cet écart ne s'est réduit que de 17 points de base, soit une moyenne de 1,2 point de base par point de pourcentage de baisse du S&P 500. On peut en conclure que, si la courbe légèrement plus plate en fin de période traduit l'attente d'un rebond plus modéré aux États-Unis, l'optimisme n'a guère été entamé. Pour les contrats d'échange en euros, l'écart correspondant a encore moins diminué pendant la chute des actions en janvier-février, signe que les marchés misent toujours sur une reprise, quoique moins vigoureuse, en Europe.

La pente des courbes des rendements diminue peu

Les entreprises commencent à se désendetter

L'aversion pour le risque perceptible début 2003 sur les marchés des actions a semblé épargner les obligations d'entreprises. Les marchés du crédit s'étaient redressés de pair avec ceux des actions, fin 2002, grâce à un regain de confiance des investisseurs dans les perspectives économiques mondiales à

Dissociation des marchés du crédit et des actions début 2003 …

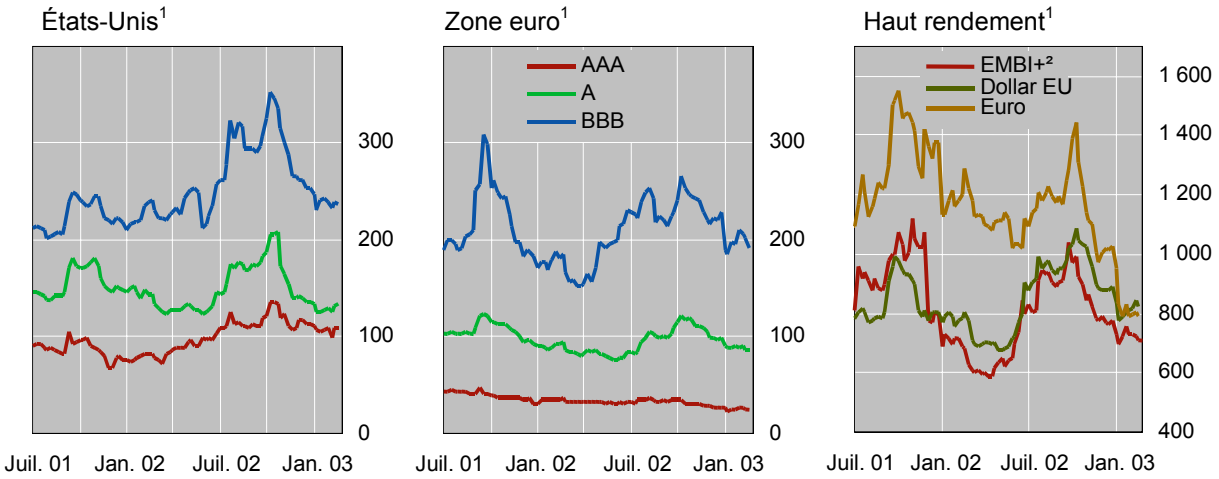
court terme. Fin décembre, l'écart entre titres d'entreprises 7-10 ans BBB et valeurs du Trésor correspondantes avait perdu 110 points de base, à environ 240 points de base, par rapport au maximum de début octobre (graphique 1.6). Puis, à partir de mi-janvier, les marges de crédit ont commencé à se démarquer. Malgré la chute des actions, fin janvier, elles sont restées quasiment inchangées pour les obligations de qualité et à haut rendement.

En dépit de l'amélioration générale des conditions de crédit, les préoccupations concernant la sous-capitalisation des fonds de pension aux États-Unis - c'est en partie pour cela que, en octobre 2002, Standard & Poor's avait déclassé plusieurs groupes parmi les plus actifs sur l'obligataire (Ford, General Motors et leurs unités de financement) - ont gagné l'Europe début 2003, alourdissant les coûts de financement pour certaines sociétés de premier plan. En février 2003, l'agence de notation a mis en garde diverses entreprises européennes en situation semblable. Immédiatement, les écarts de rendement entre obligations et contrats d'échange se sont élargis de 60 points de base pour ThyssenKrupp, groupe allemand de sidérurgie et ingénierie, d'un peu moins pour les autres.

... les investisseurs reconnaissant les efforts de désendettement des entreprises

L'affaiblissement apparent, début 2003, de la relation entre primes sur obligations d'entreprises et cours des actions, évidente pendant une bonne partie de 2002, est notamment dû à la reconnaissance par les investisseurs des efforts de désendettement de certaines entreprises. Les mesures d'allégement de la dette (émissions d'actions et ventes d'actifs, par exemple) bénéficient généralement plus aux détenteurs d'obligations qu'aux actionnaires et conduisent donc à un rétrécissement des marges et/ou à une baisse des cours. Le désendettement est un processus de longue haleine ; en 2001-02, il a surtout pris la forme d'une réduction des investissements en capital fixe. Si

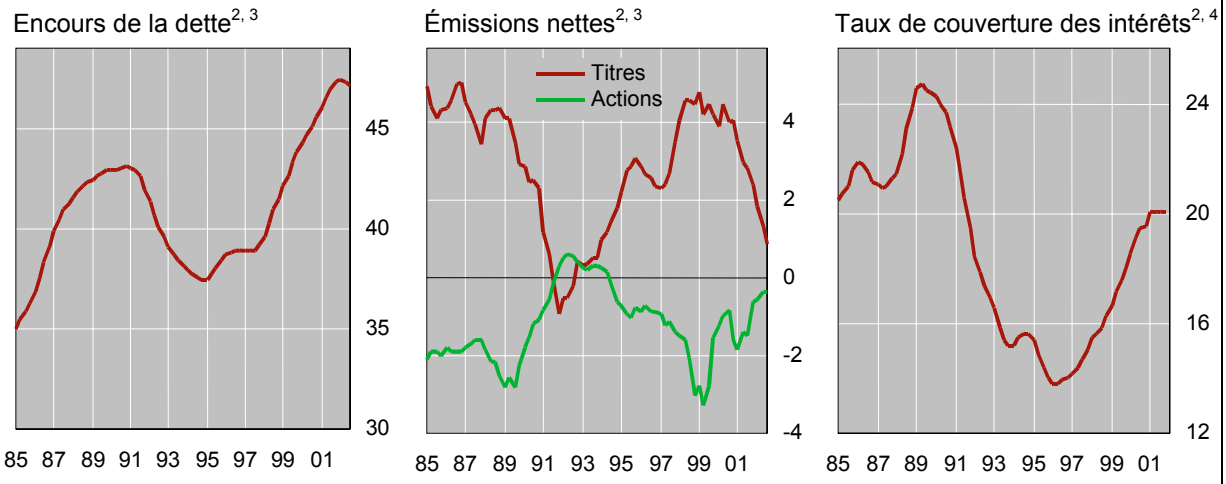
Obligations d'entreprises : primes



[1] Écart de rendement entre indices d'obligations d'entreprises (7-10 ans) et obligations d'État, ajusté en fonction des options ; calculs Merrill Lynch ; données de fin de semaine, en points de base. Haut rendement : indices comprenant des titres d'échéance différente. [2] Prime pondérée des instruments de dette souveraine par rapport aux titres du Trésor EU ; calculs JPMorgan Chase.

Sources : Bloomberg ; JPMorgan Chase ; Merrill Lynch ; données nationales ; calculs BRI. Graphique 1.6

Désendettement des entreprises[1] aux États-Unis



[1] Entreprises non financières. [2] Moyenne mobile sur quatre semaines. [3] En % du PIB nominal. [4] Paiements d'intérêts nets, hors intérêts implicites, en % du flux de trésorerie lié à l'exploitation (bénéfice avant impôt, taxes et amortissement, corrigé de l'incidence de l'inflation sur les stocks).

Sources : Réserve fédérale ; Bureau of Economic Analysis ; calculs BRI. Graphique 1.7

cela a permis de stabiliser le niveau d'endettement, des mesures plus radicales s'imposent souvent pour une restructuration en profondeur des bilans.

Des sociétés déclassées amorcent une restructuration

Un certain nombre d'entreprises déchues de leur bonne note et déclassées en deçà de BBB- ont commencé à prendre des mesures plus énergiques. Quelque $200 milliards de titres de qualité sont tombés au niveau de haut rendement en 2002 : les émetteurs concernés ont ainsi des difficultés à refinancer leur dette arrivant à échéance. Des groupes américains et européens ont cédé des actifs ; la faiblesse des marchés des actions les a souvent amenés à renoncer aux offres publiques et à procéder à des ventes privées auprès des professionnels du capital-risque. De fait, les montages de crédits consortiaux liés aux rachats à effet de levier ont grimpé à $18 milliards au quatrième trimestre (encadré « Crédits consortiaux internationaux au quatrième trimestre 2002 »). Certaines sociétés ont émis des bons d'acquisition d'actions ou des obligations convertibles en actions ; d'autres ont négocié des conversions de dette en participations ou des échanges de créances.

Le Japon, pour sa part, a poursuivi la restructuration de son secteur financier. Comme mentionné précédemment, les quatre plus grosses banques ont programmé une augmentation de leurs fonds propres. Mitsubishi Tokyo Financial Group a annoncé le lancement de ¥360 milliards d'actions ordinaires, la plus importante opération de cette nature par le secteur privé au Japon et la première émanant d'une banque depuis les années 80. Mizuho, Sumitomo Mitsui et UFJ ont placé au total quelque ¥1 600 milliards d'actions privilégiées. Si ces instruments améliorent les ratios de solvabilité, leur similitude avec les titres de dette les rend onéreux : certains ont été assortis d'un dividende notablement supérieur au coupon des obligations récentes du même émetteur. Il convient toutefois de noter que les montants collectés par les quatre groupes

représentent moins de 5 % des prêts non productifs (selon l'estimation officielle, d'ailleurs inférieure aux estimations de nombreux économistes).

Les rendements bas rendent les charges d'intérêts acceptables, malgré un endettement élevé

La restructuration d'entreprises qui paraît en cours aux États-Unis et dans d'autres grandes économies n'est pas encore aussi profonde que durant la précédente période de désendettement. Entre 1991 et 1993, les sociétés américaines avaient émis des actions pour alléger leur dette (graphique 1.7). Les taux ayant en outre fortement baissé, leur charge d'intérêts avait beaucoup diminué[1]. Aujourd'hui, le niveau d'endettement du secteur privé aux États-Unis a atteint un record en termes de PIB. Cependant, les entreprises américaines sont moins incitées à se désendetter qu'à la fin des années 80, car les rendements nominaux sont si bas que les charges d'intérêts restent acceptables : elles représentent actuellement un pourcentage inférieur de leur trésorerie, malgré un endettement plus élevé.

Vif ralentissement des émissions nettes sur les marchés obligataires domestiques et internationaux

Néanmoins, un grand nombre de sociétés, à l'exemple des entreprises déclassées, paraissent procéder à une restructuration de bilan. Ces dernières années, les retraits d'actions se sont vivement réduits aux États-Unis, les émissions nettes demeurant toutefois négatives. En 2001, les entreprises ont refinancé leur dette à court terme en allongeant leur échéance moyenne, avec une chute de l'encours de papier commercial et des prêts bancaires. Au second semestre 2002, elles ont réduit leurs emprunts de longue durée, les émissions nettes sur les marchés obligataires domestiques et internationaux diminuant fortement (« Marché des titres de dette »).

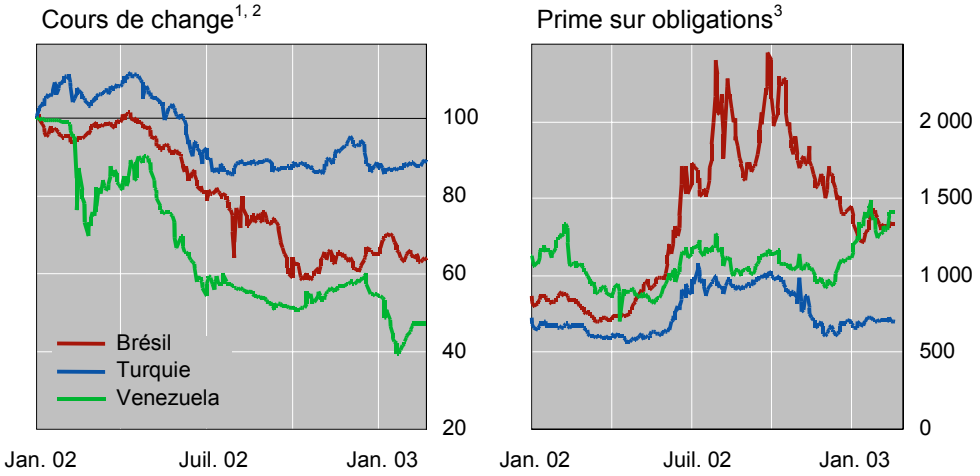
Les économies émergentes marquent le pas

Début 2003, les conditions financières sont restées stables pour les économies émergentes également, malgré la volatilité des marchés mondiaux des actions. Le sentiment à l'égard du Brésil et de la Turquie s'est amélioré après les élections, sous l'effet de deux facteurs : engagement du gouvernement à poursuivre les réformes budgétaires et économiques ; assouplissement général des conditions de crédit. Toutefois, cette amélioration a marqué le pas en janvier, avec la détérioration de la situation au Venezuela.

Le Venezuela a retenu l'attention des investisseurs une grande partie du mois de janvier. Début décembre, l'opposition avait déclenché une grève nationale appelée à durer jusqu'à ce que le président organise de nouvelles élections. Au fil des jours, les pressions sur la monnaie et la prime sur la dette souveraine se sont amplifiées (graphique 1.8). Le bolívar a perdu 32 % de sa valeur par rapport au dollar EU entre le 2 décembre et le 22 janvier, date à laquelle le gouvernement a interrompu les transactions sur la monnaie. Le négoce a repris deux semaines plus tard, après l'adoption d'une parité fixe et d'un contrôle des changes. Paradoxalement, cette seconde mesure a permis de stopper l'élargissement des primes sur la dette souveraine, les détenteurs d'obligations espérant qu'elle préserverait les réserves en devises et

[1] E. M. Remolona, R. N. McCauley, J. S. Ruud et R. Iacono (1992-93) : « Corporate refinancing in the 1990s », *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, hiver, pp. 1-27.

Économies émergentes



[1] 1er janvier 2002 = 100. [2] Une baisse représente une dépréciation par rapport au dollar EU. [3] En points de base ; prime hors garanties, par rapport aux titres du Trésor EU, de l'indice obligataire ; calculs JPMorgan Chase.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; JPMorgan Chase ; calculs BRI. Graphique 1.8

permettrait les paiements de dette extérieure. Une reprise progressive du travail à partir de fin janvier a contribué, elle aussi, à stabiliser le marché.

La grève au Venezuela renchérit le pétrole et accroît les incertitudes

La grève a eu des répercussions mondiales du fait de son incidence sur le prix du pétrole. Neuvième producteur, le Venezuela est aussi le quatrième exportateur, et de nombreux salariés de l'entreprise d'État PDVSA ont participé à la grève. Le Brent s'est apprécié de plus de 20 % entre début décembre et fin janvier, en réaction aux débrayages et à la perspective d'une guerre en Irak.

Cette grève a parfois contribué au climat d'incertitude dans d'autres pays d'Amérique latine. Des informations qui auraient dû stimuler la confiance des investisseurs, début 2003, comme l'annonce du relèvement de l'objectif pour l'excédent primaire au Brésil et la conclusion d'un nouveau programme de sept mois entre l'Argentine et le FMI, ont été occultées par la dégradation de la situation au Venezuela. En outre, le sentiment s'est ressenti des conséquences économiques d'une guerre possible en Irak. Par conséquent, le resserrement des primes sur la dette souveraine observé au dernier trimestre 2002 ne s'est pas poursuivi en 2003.

Les emprunteurs brésiliens sont revenus sur les marchés des titres, fin 2002-début 2003, pour refinancer leurs emprunts arrivant à échéance, sans toutefois collecter de nouveaux financements nets (« Marché des titres de dette »). Bien qu'en repli par rapport à son sommet de début octobre, la prime sur obligations internationales de l'État brésilien était encore supérieure de 500 points de base, mi-février, à son niveau d'un an auparavant ; la monnaie s'est dépréciée de 33 % vis-à-vis du dollar EU sur la même période.

L'Asie importe des capitaux placés en actifs à risque ...

Alors que, en termes nets, les résidents latino-américains ont remboursé $5 milliards de titres sur le marché international en 2002, les signatures asiatiques ont collecté $21 milliards, leur ravissant la place de plus gros emprunteurs parmi les économies émergentes. Elles ont aussi obtenu, au troisième trimestre 2002, des montants substantiels des banques étrangères

(« Marché des titres de dette »), supérieurs même aux volumes d'avant la crise asiatique de 1997-98.

Ces récentes entrées de capitaux en Asie ont été attirées par des perspectives économiques favorables et une forte demande. Les données fondamentales, bonnes ou en amélioration dans une grande partie de la région, ont suscité l'intérêt des investisseurs mondiaux. Si les questions de sécurité dans la péninsule ont pesé sur la prime de la Corée début 2003, les économies émergentes d'Asie ont, pour la plupart, conservé un accès très favorable aux marchés internationaux. Dans le même temps, la croissance économique a alimenté la demande de fonds des ménages et des entreprises ; les débiteurs ont souvent eu des difficultés à placer sur le marché interne leurs emprunts de qualité inférieure (dette subordonnée notamment) et se sont donc tournés vers l'étranger.

... et exporte des capitaux investis en actifs sûrs

Malgré ces entrées, les économies émergentes d'Asie restent en situation d'exportateurs nets de capitaux. Celles de l'Est et du Sud-Est asiatique continuent à afficher d'importants excédents des transactions courantes - près de $90 milliards au total en 2002. Les capitaux attirés acceptent un plus haut risque (actions et emprunts subordonnés), tandis que la région réduit sa dette extérieure et accumule des actifs liquides sûrs. Les banques centrales, en particulier, ont acheté une grande quantité de titres des agences fédérales américaines et d'autres actifs à faible risque (étude « Choix des instruments dans la gestion des réserves de change en dollars »). Ce schéma de flux financiers a permis à l'Asie de renforcer notablement sa position extérieure globale.