

L'économie mondiale en 1998/99

En 1998/99, les marchés financiers se sont stabilisés et l'activité a redémarré dans les économies de marché émergentes d'Asie, les signes d'un retournement étant déjà apparus dans certains cas au début de 1999. Pendant l'exercice, les conditions du financement extérieur se sont nettement dégradées pour les économies de marché émergentes après la crise russe d'août qui, en outre, a fait craindre pendant un certain temps une raréfaction quasi générale du crédit. Malgré les difficultés temporaires causées par la crise brésilienne de janvier 1999, la situation s'est améliorée après un assouplissement généralisé des conditions monétaires dans les pays industrialisés.

L'activité dans les économies de marché émergentes a dans l'ensemble pâti des difficultés de financement extérieur, mais a aussi subi le contrecoup de la faiblesse de la demande extérieure et de la chute des prix des exportations de produits de base. Dans les pays industrialisés, la récession au Japon s'est aggravée en 1998, puis un vif rebond s'est produit au début de 1999, cependant que l'activité dans l'Union européenne (UE) a faibli durant la période, et que l'expansion est par contre demeurée très vigoureuse aux États-Unis. La croissance de la production mondiale, qui était tombée de 4¼ % en 1997 à 2½ % en 1998, a donné des signes avant-coureurs d'un certain redressement au début de 1999, encore qu'elle semblait rester nettement plus faible que pendant la période 1994-97 (tableau 1 et graphique 1). Ce quatrième ralentissement économique mondial en un quart de siècle tient essentiellement aux crises qui ont éclaté dans les pays émergents et à la récession japonaise.

Les cours des produits de base ont accusé une baisse généralisée, dans des proportions qui n'avaient pas été observées depuis le milieu des années 80. Après quelques accès de baisse sensible au début de 1998, les prix du pétrole se sont encore repliés vers la fin de l'année, perdant au total plus de 30 % sur l'ensemble de 1998; cependant, ils ont regagné l'essentiel du terrain perdu après l'annonce en mars 1999 de compressions de la production et la confirmation d'un regain de l'activité en Asie. Les prix des produits non pétroliers n'ont cessé

de diminuer pendant l'exercice et, en mars 1999, ils avaient perdu plus de 15 % par rapport à l'année précédente. Cette baisse, tout en contribuant à freiner l'inflation mondiale, a aussi réduit les revenus réels et la demande intérieure dans de nombreux pays en développement exportateurs de produits de base avec, parfois, d'importants effets négatifs sur le solde courant et la situation budgétaire. En raison notamment du faible coût des importations en provenance des marchés émergents d'Asie et de la chute des prix des produits de base, la hausse des prix à la consommation dans les économies avancées a encore ralenti, pour s'établir à 1½ %, en 1998. Dans un certain nombre d'économies de marché émergentes, dont l'Indonésie et la Russie, l'inflation s'est par contre vivement accélérée à la suite de la dépréciation de la monnaie.

Les turbulences financières sur les marchés émergents se sont accompagnées d'une chute brutale des apports de capitaux privés. À la suite de la crise russe, les emprunteurs de la plupart des pays émergents (surtout en Amérique latine) n'ont plus été en mesure d'accéder au financement privé, l'écart de taux d'intérêt atteignant des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis la crise mexicaine de 1995. Un report massif des investisseurs sur des placements de qualité et liquides a aussi provoqué un durcissement prononcé des conditions du crédit et une forte chute des cours des actions sur les marchés financiers développés avant que les tensions ne s'atténuent à la fin de 1998. Les flux de capitaux privés à destination des économies de marché émergentes sont tombés à 65 milliards de dollars en 1998, soit moins d'un tiers du chiffre record de 1996 et le montant annuel le plus faible pour la décennie (tableau 2). La crise brésilienne a retardé le retour des écarts de taux d'intérêt et des flux de capitaux aux niveaux observés avant la crise russe, mais, en mars et avril 1999, les emprunteurs des économies de marché émergentes commençaient à revenir sur le marché.

Le ralentissement de la croissance de la production dans tous les grands groupes de pays en 1998 a freiné sensiblement la progression du commerce mondial en volume, qui est tombée à 3¼ % selon les estimations,

Tableau 1
Aperçu général de l'économie mondiale
(Variation annuelle en pourcentage, sauf indication contraire)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Production mondiale	1,8	2,7	2,7	4,0	3,7	4,3	4,2	2,5
Économies avancées	1,2	1,9	1,2	3,2	2,6	3,2	3,2	2,2
Principaux pays industrialisés	0,8	1,8	1,1	2,9	2,1	3,0	3,0	2,2
États-Unis	-0,9	2,7	2,3	3,5	2,3	3,4	3,9	3,9
Japon	3,8	1,0	0,3	0,6	1,5	5,0	1,4	-2,8
Allemagne	5,0	2,2	-1,2	2,7	1,2	1,3	2,2	2,8
France	0,8	1,2	-1,3	2,8	2,1	1,6	2,3	3,1
Italie	1,1	0,6	-1,2	2,2	2,9	0,9	1,5	1,4
Royaume-Uni	-1,5	0,1	2,3	4,4	2,8	2,6	3,5	2,1
Canada	-1,9	0,9	2,3	4,7	2,6	1,2	3,8	3,0
Autres économies avancées	2,9	2,5	2,0	4,6	4,4	3,8	4,2	2,1
<i>Pour mémoire</i>								
Pays industrialisés	0,8	1,7	0,9	2,9	2,3	3,0	3,0	2,5
Zone euro	2,4	1,3	-1,0	2,7	2,3	1,7	2,5	2,9
Nouvelle économies industrielles d'Asie	7,9	5,8	6,3	7,6	7,3	6,3	6,0	-1,5
Pays en développement	4,9	6,7	6,5	6,8	6,1	6,5	5,7	3,3
Afrique	1,8	0,2	0,7	2,2	3,1	5,8	3,1	3,4
Asie	6,6	9,5	9,3	9,6	9,1	8,2	6,6	3,8
Chine	9,2	14,2	13,5	12,6	10,5	9,6	8,8	7,8
Inde	1,7	4,2	5,1	7,2	8,0	7,4	5,5	5,6
ASEAN-4 ¹	7,4	6,7	7,1	7,7	8,1	7,1	3,8	-9,4
Moyen-Orient et Europe	2,7	7,0	4,0	0,6	3,7	4,7	4,4	2,9
Hémisphère occidental	3,9	3,3	3,9	5,2	1,3	3,6	5,2	2,3
Brésil	1,0	-0,5	4,9	5,9	4,2	2,8	3,5	0,2
Pays en transition	-7,4	-11,7	-6,4	-7,5	-1,1	-0,3	2,2	-0,2
Europe centrale et orientale	-9,9	-8,5	-3,7	-2,9	1,6	1,6	3,1	2,4
Biélorus et Ukraine non compris	-10,7	-5,0	0,3	3,2	5,6	3,7	3,5	2,6
Russie	-5,0	-14,5	-8,7	-12,6	-4,1	-3,5	0,8	-4,8
Transcaucasie et Asie centrale	-7,0	-14,4	-9,6	-10,4	-4,4	1,6	2,4	2,0
Volume du commerce mondial (biens et services)	4,6	4,7	3,7	9,1	9,6	6,9	9,9	3,3
Importations								
Économies avancées	3,4	4,8	1,7	9,7	9,1	6,5	9,1	4,7
Pays en développement	9,7	11,1	8,7	7,2	11,5	8,2	11,2	-0,7
Pays en transition	-12,7	-25,7	8,9	5,5	15,3	9,6	9,3	1,2
Exportations								
Économies avancées	5,8	5,2	3,4	8,7	9,1	6,3	10,3	3,2
Pays en développement	6,2	10,7	8,2	13,1	10,5	9,2	11,4	2,2
Pays en transition	3,6	-21,3	8,0	2,8	11,5	6,6	6,2	4,1
Prix des produits de base								
Pétrole ²								
En DTS	-16,4	-4,5	-11,1	-7,3	1,8	23,7	-0,2	-31,2
En dollars	-15,7	-1,7	-11,8	-5,0	7,9	18,4	-5,4	-32,1
Produits de base hors combustibles ³								
En DTS	-6,5	-2,8	2,7	10,6	2,3	3,3	2,0	-13,5
En dollars	-5,7	0,1	1,8	13,4	8,4	-1,2	-3,3	-14,8
Prix à la consommation								
Économies avancées	4,7	3,5	3,1	2,6	2,5	2,4	2,1	1,6
Pays en développement	36,5	38,9	47,2	51,8	22,2	14,3	9,4	10,4
Pays en transition	94,1	646,4	602,0	266,9	126,9	40,6	28,2	20,8
LIBOR à six mois (en pourcentage)⁴								
Dépôts en dollars	6,1	3,9	3,4	5,1	6,1	5,6	5,9	5,6
Dépôts en yen	7,2	4,3	3,0	2,4	1,3	0,7	0,7	0,7
Dépôts en euros	9,5	9,8	7,4	5,7	5,7	3,7	3,5	3,7

Source: FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* (mai 1999)

¹Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande.

²Moyenne non pondérée des prix du marché du disponible des bruts Brent, Dubaï et West Texas Intermediate.

³Moyenne fondée sur la pondération des exportations mondiales de produits de base.

⁴Taux interbancaire offert à Londres.

soit le plus faible taux annuel depuis 1985. En outre, l'ajustement dans les économies de marché émergentes touchées par la crise, les difficultés plus grandes à obtenir des concours extérieurs, la chute des prix des exportations de produits de base et l'asymétrie de la croissance dans les pays industrialisés ont été en partie à l'origine des fortes fluctuations des balances commerciales et des balances des paiements nationales et régionales. La compression sensible des importations amorcée au second semestre de 1997 se poursuivant, les balances commerciales des économies de l'Asie de l'Est touchées par la crise sont devenues très positives en 1998 (de près de 100 milliards de dollars). Sous l'effet de la reprise naissante dans ces pays, leur excédent commercial global a commencé à diminuer à la fin de 1998 et au début de 1999. L'effort d'ajustement devait désormais être dirigé surtout vers les pays d'Amérique latine qui étaient confrontés à un environnement extérieur plus défavorable et les principaux pays en développement exportateurs de produits de base qui comptaient tout d'abord sur leurs réserves et l'emprunt extérieur pour compenser le manque à gagner imputable à la baisse des cours. La balance commerciale globale des économies de marché émergentes s'améliorait alors que la demande intérieure croissait plus vite que la production dans un certain nombre de pays industrialisés — les États-Unis principalement, qui ont compté pour près de la moitié de la croissance de la demande mondiale en 1998. Cette même année, la balance commerciale globale des pays industrialisés a diminué de près de 80 millions de dollars.

Économies de marché émergentes

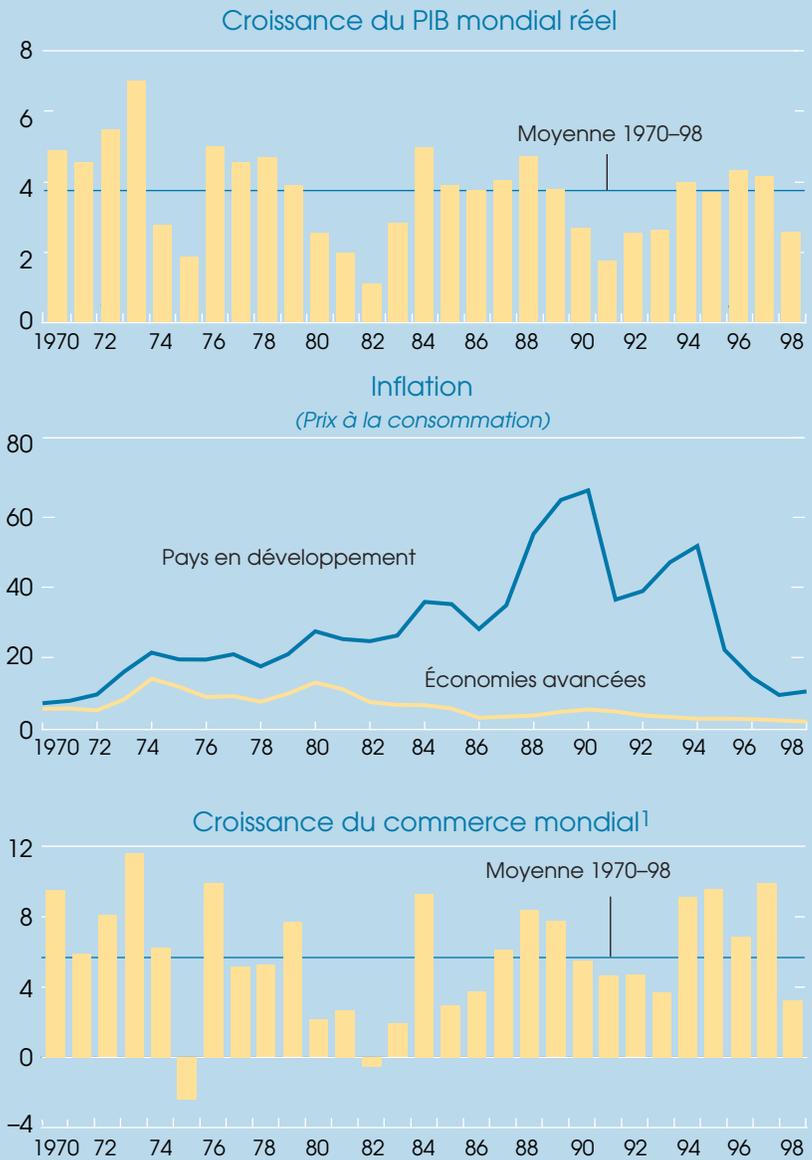
La croissance dans les pays en développement est revenue de 5¼ % en 1997 à 3¼ % en 1998, l'Afrique étant la seule région où elle s'est accélérée, dans des proportions toutefois limitées (graphique 2). Dans les pays d'Asie de l'Est touchés par la crise, sauf aux Philippines, la production a nettement reculé.

En Corée et en Thaïlande, deux pays victimes de la crise asiatique, les marchés financiers ont commencé à se stabiliser au deuxième trimestre de 1998 et des signes de regain de l'activité sont apparus ultérieurement pendant l'année, mais sur l'ensemble de l'année, la croissance de la production a été négative. Dans ces deux pays, la confiance des investisseurs s'est nettement

Graphique 1

Indicateurs mondiaux

(Variation annuelle en pourcentage)



¹Biens et services, en volume.

Tableau 2
Économies de marché émergentes : flux nets de capitaux¹
 (Milliards de dollars)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Total								
Flux nets de capitaux privés ²	123,8	119,3	181,9	152,6	193,3	212,1	149,1	64,3
Investissements directs nets	31,3	35,5	56,8	82,7	97,0	115,9	142,7	131,0
Investissements de portefeuille nets	36,9	51,1	113,6	105,6	41,2	80,8	66,8	36,7
Autres investissements nets	55,6	32,7	11,5	-35,8	55,0	15,4	-60,4	-103,4
Flux nets de capitaux publics	36,5	22,3	20,1	1,8	26,1	-0,8	24,4	41,7
Variation des réserves ³	-61,5	-51,9	-75,9	-66,7	-120,2	-109,1	-61,2	-34,7
<i>Pour mémoire</i>								
Compte des transactions courantes ⁴	-85,1	-75,6	-116,0	-72,0	-91,0	-91,8	-87,1	-59,1
Afrique								
Flux nets de capitaux privés ²	8,9	6,9	8,7	4,8	6,8	7,6	16,3	10,3
Investissements directs nets	2,0	1,7	1,9	3,4	4,2	5,5	7,6	6,8
Investissements de portefeuille nets	-1,5	-0,6	1,0	0,8	1,5	-0,2	2,9	3,5
Autres investissements nets	8,4	5,8	5,8	0,7	1,2	2,3	5,8	0,0
Flux nets de capitaux publics	7,8	10,5	7,8	14,0	10,8	3,7	-4,5	1,5
Variation des réserves ³	-2,5	0,8	0,8	-4,7	-1,7	-7,4	-12,3	2,9
<i>Pour mémoire</i>								
Compte des transactions courantes ⁴	-7,4	-10,4	-11,0	-11,8	-16,4	-5,7	-6,1	-18,1
Asie⁵								
Pays en crise⁶								
Flux nets de capitaux privés ²	26,8	26,6	31,9	33,2	62,5	62,4	-19,7	-45,3
Investissements directs nets	6,1	6,3	6,7	6,5	8,7	9,5	12,1	4,9
Investissements de portefeuille nets	3,4	5,3	16,5	8,3	17,0	20,0	12,6	-6,5
Autres investissements nets	17,3	15,0	8,7	18,4	36,9	32,9	-44,5	-43,6
Flux nets de capitaux publics	4,4	2,0	0,6	0,3	0,7	4,8	25,0	22,7
Variation des réserves ³	-8,3	-18,1	-20,6	-6,1	-18,3	-13,6	37,7	-39,1
<i>Pour mémoire</i>								
Compte des transactions courantes ⁴	-25,2	-16,1	-13,5	-23,2	-40,5	-53,4	-27,0	66,6
Autres marchés émergents d'Asie								
Flux nets de capitaux privés ²	7,2	-8,7	25,5	33,2	32,6	38,1	22,8	-9,6
Investissements directs nets	8,3	8,5	26,3	38,7	41,1	45,6	50,5	45,1
Investissements de portefeuille nets	-2,0	2,6	4,5	1,1	-6,1	-7,5	-11,8	-8,8
Autres investissements nets	0,9	-19,7	-5,4	-6,6	-2,4	0,1	-15,8	-45,9
Flux nets de capitaux publics	6,5	8,3	7,9	5,1	3,8	5,3	3,3	5,9
Variation des réserves ³	-31,4	-7,6	-17,2	-47,7	-26,2	-42,5	-46,3	-9,7
<i>Pour mémoire</i>								
Compte des transactions courantes ⁴	23,7	14,0	-8,5	17,1	9,4	17,0	37,5	30,5
Moyen-Orient et Europe⁷								
Flux nets de capitaux privés ²	68,6	35,1	33,7	15,4	10,1	6,8	16,7	26,5
Investissements directs nets	1,2	0,9	3,9	3,8	3,7	2,4	3,3	2,9
Investissements de portefeuille nets	22,3	13,5	21,8	13,6	9,4	4,1	4,3	8,8
Autres investissements nets	45,1	20,7	8,0	-2,0	-3,0	0,4	9,1	14,7
Flux nets de capitaux publics	3,9	-1,3	2,3	-1,3	-1,4	-0,7	-1,0	-2,2
Variation des réserves ³	-3,3	1,2	-4,8	-3,6	-12,7	-16,2	-20,4	-5,3
<i>Pour mémoire</i>								
Compte des transactions courantes ⁴	-64,2	-26,7	-31,1	-7,2	-5,2	5,4	2,9	-22,7
Hémisphère occidental								
Flux nets de capitaux privés ²	24,1	55,9	62,6	47,5	38,3	82,0	87,3	69,0
Investissements directs nets	11,3	13,9	12,0	24,9	26,1	39,3	50,7	54,0
Investissements de portefeuille nets	14,7	30,3	61,1	60,8	1,7	40,0	39,7	33,0
Autres investissements nets	-2,0	11,7	-10,6	-38,2	10,6	2,7	-3,1	-18,1
Flux nets de capitaux publics	2,7	-1,7	0,6	-4,1	20,6	-13,7	-7,8	1,6
Variation des réserves ³	-17,4	-22,6	-21,3	4,2	-25,5	-28,3	-14,6	17,7
<i>Pour mémoire</i>								
Compte des transactions courantes ⁴	-16,9	-34,5	-45,7	-50,9	-35,9	-38,9	-65,1	-89,6

Tableau 2 (*fin*)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Pays en transition								
Flux nets de capitaux privés ²	-11,7	3,5	19,6	18,5	42,9	15,1	25,7	13,6
Investissements directs nets	2,4	4,2	6,0	5,4	13,4	13,5	18,5	17,4
Investissements de portefeuille nets	0,0	0,1	8,8	21,0	17,8	24,4	19,0	6,7
Autres investissements nets	-14,1	-0,7	4,8	-8,0	11,7	-22,8	-11,9	-10,6
Flux nets de capitaux publics	11,1	4,5	0,9	-12,2	-8,5	-0,2	9,3	12,2
Variation des réserves ³	1,3	-5,6	-12,8	-8,7	-35,8	-1,0	-5,3	-1,2
<i>Pour mémoire</i>								
Compte des transactions courantes ⁴	4,8	-1,7	-6,3	3,9	-2,4	-16,2	-29,3	-25,8

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* (mai 1999)

¹Les flux nets de capitaux se composent des investissements directs nets, des investissements de portefeuille nets et d'autres flux d'investissement nets à court et à long terme, y compris les emprunts publics et privés. Les marchés émergents sont les pays en développement ou en transition, la Corée, Singapour, la province chinoise de Taiwan et Israël. Les données pour Hong Kong ne sont pas disponibles.

²En raison des lacunes présentées par ces données, les « autres investissements nets » peuvent comprendre certains flux de capitaux publics.

³Le signe moins indique une augmentation.

⁴La différence entre le compte des transactions courantes et le total des flux nets de capitaux privés, des flux nets de capitaux publics et de la variation des réserves correspond au compte de capital plus les erreurs et omissions.

⁵Y compris Corée, Singapour et province chinoise de Taiwan. Les données pour la RAS de Hong Kong ne sont pas disponibles.

⁶Corée, Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande.

⁷Y compris Israël.

raffermie, moyennant quoi les monnaies ont regagné une partie du terrain perdu, les taux d'intérêt ont baissé et le marché des actions s'est ressaisi. Une politique budgétaire expansionniste a en outre soutenu la demande. Le taux de croissance est redevenu positif en Corée à la fin de 1998. En Thaïlande, la production s'est stabilisée pendant les derniers mois de 1998 avant de repartir au début de 1999. Dans ces deux pays, la balance des transactions courantes s'est sensiblement améliorée en 1998, passant à un excédent de 12-13 % du PIB, sous l'effet en grande partie de la forte compression des importations. En *Indonésie*, où de nouvelles tensions se sont exercées sur la monnaie au milieu de 1998 dans un climat marqué par des incertitudes et des troubles politiques, la confiance a mis du temps à revenir et, pour stabiliser le taux de change, il a fallu maintenir plus longtemps les taux d'intérêt à un niveau élevé; en outre, la production a continué de diminuer jusqu'à la fin de 1998 avant de donner des signes de reprise au début de 1999. En *Malaisie*, après avoir d'abord répondu aux pressions du marché financier en durcissant la politique macroéconomique, les autorités ont appliqué à partir d'août 1998 une politique monétaire expansionniste et mis en place en septembre un régime de taux de change fixe et des mesures de contrôle des changes, dont certaines ont été assouplies au début de 1999. À la fin d'avril 1999, l'activité a cessé de régresser et des signes de redressement sont apparus. Les *Philippines* ont été le pays le moins touché par la crise, mais la production a néanmoins diminué légèrement en 1998, à cause essentiellement d'une chute de la production agricole imputable aux intempéries.

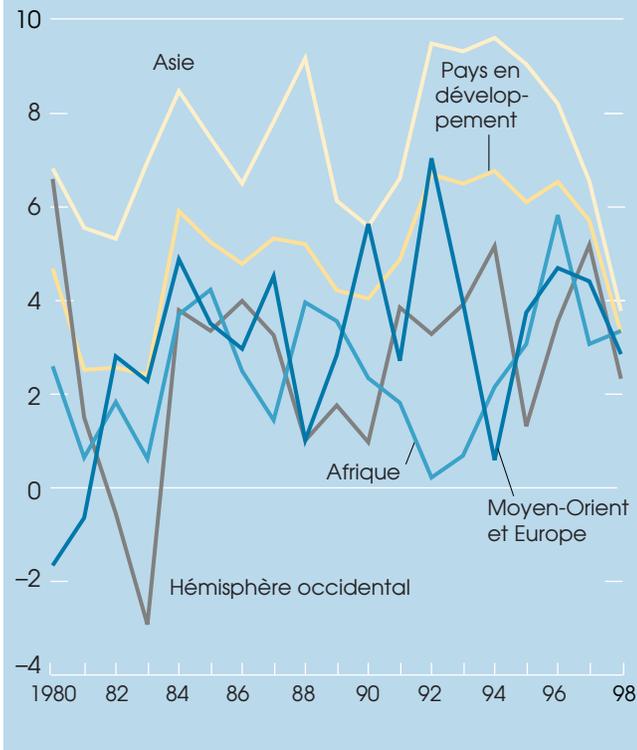
Parmi les autres économies de marché émergentes d'Asie, la *Chine* a vu son PIB réel progresser de 7¾ % en 1998, soit un taux proche de l'objectif officiel (8 %), grâce à une forte augmentation des dépenses d'investissement de l'État. En raison notamment du faible niveau d'utilisation des capacités et de la baisse des prix des importations, les prix à la consommation ont diminué de 1 % environ. L'activité de la *Région administrative spéciale de Hong Kong* a toutefois été durement pénalisée par la crise asiatique, la production ayant régressé de 5 % approximativement en 1998. Jusqu'au début de 1999, elle est restée faible, à cause en partie du niveau élevé des taux d'intérêt dans un contexte d'inflation négative et de la fragilité de la demande intérieure. La crise régionale a aussi touché *Singapour*, malgré la vigueur des fondamentaux économiques de ce pays. Bien qu'une politique monétaire accommodante et des ajustements à la baisse du taux de change aient limité les effets de la crise sur l'économie, l'activité a néanmoins ralenti au second semestre de 1998 avant que le taux de croissance ne redevenue positif au début de 1999. Les autres économies de marché émergentes d'Asie ont mieux résisté aux turbulences financières régionales, l'Inde en particulier, dont l'économie est assez fermée, encore que la croissance ne se soit pas redressée après son ralentissement de 1997 à cause notamment de l'essoufflement des réformes structurelles et de la dégradation des finances publiques.

La crise asiatique explique en partie la hausse des frais financiers et la baisse des prix du pétrole et des autres produits de base, deux facteurs qui ont lourdement pesé sur les économies de marché émergentes

Graphique 2

Pays en développement : PIB réel

(Variation annuelle en pourcentage)



dans les autres régions. En *Russie*, les faiblesses structurelles du secteur bancaire et de celui des entreprises, les déséquilibres budgétaires persistants et l'accumulation de dettes à court terme par l'État (y compris envers les investisseurs étrangers) ont laissé l'économie particulièrement vulnérable et les tensions croissantes sur les marchés des changes et des bons du Trésor ont conduit en août 1998 à une dévaluation de fait et à la restructuration unilatérale de la dette intérieure. Sous l'effet des fortes pressions financières qui ont sévi à l'approche de la crise et de l'aggravation de la situation économique globale après la crise, la production a diminué de 4½ % en 1998 et l'inflation est passée à plus de 100 % (sur douze mois) au début de 1999, des tensions continuant de s'exercer sur la monnaie. L'impossibilité d'accéder au financement privé après la crise a provoqué une compression sensible des importations et de l'excédent courant. Néanmoins, les autorités ont été forcées de rééchelonner les obligations de paiement au titre de la dette héritée de l'ex-URSS. (Voir le chapitre 4 pour un examen approfondi de l'évolution de la situation en Russie en 1998/99.)

La crise russe a eu de vives répercussions sur l'activité des *pays en transition* voisins et a fortement concouru à la dépréciation de la monnaie dans nombre d'entre eux,

l'Ukraine par exemple, ainsi qu'à une accélération de l'inflation. Les *États baltes* ont été les moins touchés; ils ont pu préserver leur régime de taux de change fixe, ainsi que leur accès aux marchés internationaux des capitaux, mais ont enregistré un ralentissement de la croissance imputable en partie à la réduction de leurs échanges avec la Russie et à l'exposition de leur secteur bancaire dans ce pays. Dans les pays en transition d'*Europe centrale et orientale*, l'impact de la crise russe a été essentiellement temporaire, les effets négatifs sur la croissance du fléchissement de la demande sur les marchés d'exportation d'Europe occidentale ayant été plus profonds à la fin de 1998 et au début de 1999. En République tchèque, du fait en partie du durcissement des politiques qui a été effectué en 1997 et au début de 1998 pour réduire les déséquilibres extérieurs, la production a diminué de 2¼ % en 1998. En Hongrie et en Pologne, la croissance a été assez robuste, de l'ordre de 5 % en 1998, malgré un ralentissement en fin d'année. Dans ces trois pays, la hausse des prix à la consommation s'est sensiblement ralentie à la fin de 1998 et au début de 1999 pour s'établir en deçà de 10 % (sur douze mois) sous l'effet de la chute des prix des produits de base, du durcissement antérieur de la politique monétaire et du fléchissement de la croissance.

En Amérique latine, la plupart des pays ont pu venir à bout des pressions financières occasionnées par la crise asiatique, grâce en partie aux actions engagées pour durcir les politiques macroéconomiques. Cependant, ils ont été rudement éprouvés par la crise russe : les écarts de taux d'intérêt sur leur dette extérieure ont considérablement augmenté et les apports de capitaux privés ont pour ainsi dire cessé. Des pressions particulièrement intenses se sont exercées sur le *B Brésil* à cause des inquiétudes qu'inspirait le déficit budgétaire élevé de ce pays et des doutes quant à la viabilité de son régime de parité fixe. Les autorités ont alors relevé les taux d'intérêt directs et, en octobre 1998, annoncé la mise en place, dans le cadre d'un programme appuyé par le FMI, d'un ensemble de mesures budgétaires qui devaient permettre de dégager un excédent primaire élevé. Toutefois, la crainte des investisseurs que les autorités n'aient pas les moyens d'appliquer ces mesures et que les taux d'intérêt ne soient pas suffisamment élevés pour faire cesser les sorties continues de capitaux a de nouveau pesé sur la monnaie, ce qui a amené la banque centrale à abandonner le régime de bandes de fluctuation mobiles en janvier et à laisser le real flotter. Dans un premier temps, la monnaie s'est dépréciée de plus de 40 % par rapport au dollar et, en raison de l'instabilité généralisée du marché financier intérieur, elle a continué de faire l'objet de pressions jusqu'au début de mars, les initiatives alors lancées pour renforcer le programme d'ajustement budgétaire ayant commencé à rétablir la confiance dans l'ensemble des pays d'Amérique latine. (Voir également le chapitre 4 pour un

examen approfondi de l'évolution de la situation au Brésil en 1998/99.)

Si son impact sur les marchés financiers des *autres pays d'Amérique latine* a été assez limité et essentiellement temporaire, la dévaluation du real a eu des répercussions plus importantes sur les échanges avec les partenaires du Brésil dans le cadre du MERCOSUR (Argentine, Paraguay et Uruguay). La croissance en Amérique latine avait déjà fortement ralenti au second semestre de 1998, sous l'effet en partie de l'aggravation de la situation du financement extérieur après la crise russe, mais aussi de la baisse sensible des prix des produits de base et, le plus souvent, de politiques monétaires et budgétaires plus rigoureuses. En Argentine, après trois années de forte reprise à la suite de la crise mexicaine, le taux de croissance est devenu négatif au second semestre de 1998, retournement qu'ont aggravé les conséquences commerciales de la récession brésilienne. Au Venezuela, qui a été durement touché par le recul des prix du pétrole, la situation budgétaire n'était pas viable et la récession s'est intensifiée à compter du quatrième trimestre de 1998. En Équateur, pays également très tributaire des recettes d'exportation du pétrole, une grave crise bancaire et des changes a éclaté en février 1999. La croissance a été plus soutenue au Mexique que dans les autres pays d'Amérique du Sud, grâce en partie à ses liens plus étroit avec les États-Unis où la croissance était forte. En ce qui concerne les autres pays de l'hémisphère occidental, l'économie de plusieurs pays d'Amérique centrale, le Honduras et le Nicaragua en particulier, a été éprouvée par le cyclone Mitch en octobre 1998.

En *Afrique*, le taux de croissance est resté peu élevé en 1998, de l'ordre de 3½ %, en raison d'un nouveau fléchissement des prix des produits de base et, dans le cas de l'Afrique du Sud (où la croissance a été médiocre), des conditions défavorables qui régnaient sur les marchés financiers internationaux. Bien que la baisse des produits de base, pétrole inclus, ait eu relativement peu d'impact sur les termes de l'échange et la croissance en Afrique, elle a souvent pesé sur la situation budgétaire et le solde extérieur, et une grave détérioration des termes de l'échange a provoqué une réduction importante du revenu réel. En particulier, la baisse des prix du pétrole a été à l'origine d'un ralentissement de la croissance dans les pays producteurs d'Afrique et du *Moyen-Orient*. L'activité a également ralenti en Turquie, où la production a progressé de 2¼ % en 1998, contre 7½ % en 1997, la crise russe ayant provoqué une hausse des taux d'intérêt réels et réduit l'accès aux marchés financiers internationaux. Dans le groupe des pays en développement du Moyen-Orient et d'Europe, la croissance est revenue de 4½ % en 1997 à 3 % en 1998 sous l'effet essentiellement de l'évolution de la situation dans les pays producteurs de pétrole et en Turquie.

Économies avancées

Les divergences entre les résultats des économies avancées se sont accentuées en 1998 : la récession s'est aggravée au Japon et la croissance a ralenti vers la fin de l'année dans la zone euro, alors qu'elle est demeurée vigoureuse aux États-Unis.

En 1998, l'économie *japonaise* s'est contractée de 2¾ %, mais, au début de 1999, la production s'est fortement redressée pour dépasser légèrement son niveau du début de 1998, qui était néanmoins inférieur à celui de 1997. Les prix à la consommation sont demeurés dans l'ensemble stables tout au long de la période, alors que les prix de gros ont diminué, alimentant ainsi les craintes d'une déflation. L'aggravation de la récession en 1998 était essentiellement imputable à la faiblesse de la demande du secteur privé, due elle-même à un recul de la confiance et aux déficiences du secteur financier, mais aussi au fléchissement de la demande dans les économies de marché émergentes d'Asie de l'Est. Les autorités ont alors pris des mesures budgétaires de relance et assoupli davantage la politique monétaire, abaissant l'un des taux directeurs (celui de l'argent au jour le jour) à pour ainsi dire zéro en mars 1999. En outre, afin de remédier aux déficiences du secteur financier, une loi mettant en place un vaste dispositif pour régler les problèmes bancaires a été approuvée en octobre 1998. Ces mesures ont aidé à stimuler l'activité et à améliorer le climat sur le marché financier au début de 1999.

En Europe, la phase 3 de l'Union économique et monétaire a été lancée avec succès le 1^{er} janvier 1999 : 11 pays membres de l'UE ont adopté l'euro comme monnaie et la Banque centrale européenne (BCE) a assumé la responsabilité de la politique monétaire dans la *zone euro*. Tout au long de 1998, les taux d'intérêt directeurs à court et à long terme de la zone ont continué de converger vers les niveaux en vigueur en Allemagne, en France et dans les autres grands pays de l'Union; dans le cadre d'une opération coordonnée effectuée au début de décembre, les taux d'intérêt directeurs à court terme ont été abaissés à 3 %. La BCE a maintenu son taux de pension à ce niveau jusqu'au début d'avril 1999, date à laquelle il a été ramené à 2½ %. La croissance dans la zone, qui s'était accélérée en 1997 et était demeurée forte jusqu'au milieu de 1998, a nettement ralenti à la fin de 1998 sous l'effet du fléchissement de la demande extérieure et d'une dégradation parallèle de la confiance des entreprises, avant de regagner une partie du terrain perdu au début de 1999. L'inflation a continué d'être bien maîtrisée dans l'ensemble de la zone, la hausse des prix à la consommation étant chiffrée à 1,1 % à la fin de la période, grâce en partie au faible niveau des prix des produits de base. Le chômage est resté élevé : 10½ % en avril 1999, contre 11 % un an plus tôt.

S'agissant des principaux pays de la zone euro, le ralentissement de la croissance à la fin de 1998 a été particulièrement manifeste en *Allemagne* et en *Italie* et

moins prononcé en *France*. Dans ce dernier pays, la croissance a dépassé son niveau potentiel pour l'ensemble de l'année, alors qu'en Italie, la production n'a augmenté que de 1½ % pour la deuxième année consécutive. Parmi les autres pays de la zone, l'Espagne, l'Irlande (une fois encore le pays européen où la croissance a été la plus forte), les Pays-Bas et le Portugal ont continué d'enregistrer une croissance robuste en 1998, malgré un certain ralentissement à la fin de l'année. Dans ces pays, l'inflation est demeurée légèrement au delà de la moyenne de la zone, à cause des fortes pressions exercées par la demande.

En dehors de la zone euro, la croissance a de nouveau ralenti au *Royaume-Uni* en 1998 et au début de 1999 à cause du fléchissement de la demande extérieure, de la vigueur de la livre et du durcissement antérieur des politiques budgétaire et monétaire. La surchauffe de l'économie a ainsi pu être prévenue. L'inflation a été maintenue à un niveau proche de l'objectif de 2½ % pendant le second semestre de 1998 et au début de 1999 et les taux d'intérêt directeurs (pensions) ont été ramenés de 7½ à 5¼ % entre octobre et avril. La dégradation de l'environnement extérieur a en outre freiné la croissance dans certains *petits pays européens* : Danemark, Norvège (particulièrement éprouvée par la chute des prix du pétrole) et Suisse.

Aux *États-Unis*, l'expansion s'est poursuivie à un rythme rapide (près de 4 %) en 1998, les plus-values importantes réalisées sur le marché des actions et la baisse des taux d'intérêt ayant stimulé la demande intérieure. La croissance vigoureuse de l'emploi a permis de ramener le chômage au début de 1999 à son plus bas niveau (4½ %) en 29 ans. Cependant, à cause du tour pris par les événements dans les économies de marché émergentes d'Asie de l'Est et d'Amérique latine, ainsi que de la vigueur du dollar, la demande extérieure nette a enregistré en 1998 un fléchissement qui a principalement touché le secteur industriel. De septembre à novembre 1998, la politique monétaire a été assouplie pour riposter aux fortes pressions apparues sur le marché financier à la suite de la crise russe et du quasi-effondrement d'un important fonds spéculatif. L'inflation a été dans l'ensemble stable, car elle a été freinée par de nouvelles baisses des prix des importations et l'absence de pressions significatives sur les salaires. Grâce à l'ajustement antérieur des finances publiques et à la vigueur de la croissance, le budget est devenu excédentaire (à hauteur de près de 1 % du PIB) en 1998.

Au *Canada*, l'activité a ralenti en 1998, car les revenus, la production et le solde extérieur ont été gravement touchés par la chute des prix des produits de base et le recul de la demande sur un certain nombre de marchés extérieurs. La croissance s'est toutefois redressée vers la fin de l'année. Malgré la dépréciation du dollar canadien pendant l'année, l'inflation de base est de-

meurée stable, au seuil de la fourchette de taux (1-3 %) retenue comme objectif par les autorités. En *Australie*, la croissance s'est accélérée en 1998 en dépit de la récession dans les pays d'Asie de l'Est, la demande ayant été stimulée par un assouplissement des conditions monétaires, y compris la dépréciation du dollar australien, et l'expansion est restée très vigoureuse au début de 1999. En *Nouvelle-Zélande* par contre, l'économie est entrée en récession pendant le premier semestre de 1998, mais la croissance s'est redressée au second semestre avec le retour de la confiance des milieux d'affaires et des consommateurs induit notamment par un assouplissement de la politique monétaire. Dans ces deux pays, le taux annuel d'inflation est resté stable, à environ 1½ %.

Sur les *marchés des changes*, les taux entre les grandes monnaies ont de nouveau enregistré de fortes fluctuations en 1998/99. Au milieu de juillet 1998, le dollar E.U., qui bénéficiait de la croissance vigoureuse de la demande intérieure, d'écart de taux d'intérêt favorables aux actifs libellés en cette monnaie et de l'attrait qu'il présentait comme monnaie refuge face à la dégradation de la confiance dans les marchés émergents, a atteint son plus haut niveau en termes effectifs nominaux depuis décembre 1996. Le taux effectif nominal du dollar a considérablement baissé au début de septembre et d'octobre, la faiblesse du yen s'étant inversée par suite du dénouement de nombreux engagements dans cette monnaie. Toutefois, le dollar s'est redressé à la fin de 1998 et au début de 1999 sous l'effet de la vigueur relative continue de l'économie des États-Unis et d'un creusement parallèle des écarts de taux d'intérêt en faveur des actifs libellés en dollars. Après avoir atteint au milieu de juin 1998 son plus bas niveau (plus de 145 yen pour 1 dollar) en huit ans, le yen s'est apprécié au cours des six mois suivants de 25 % par rapport au dollar, et de 20 % en termes effectifs nominaux. Après un assouplissement de la politique monétaire japonaise, il a perdu environ 5 % en termes effectifs entre février et avril 1999. Entre août et décembre 1998, les monnaies de la future zone euro se sont renforcées par rapport au dollar, ainsi qu'en termes effectifs. Quant à l'euro, il a commencé à se déprécier peu après son lancement; à la fin d'avril, il avait reculé de plus de 9 % par rapport à sa valeur initiale en dollars et de 6 % en termes effectifs. Pour ce qui est des autres monnaies européennes, les mouvements de la livre sterling ont reflété en partie l'impact de l'évolution des anticipations concernant la politique monétaire du Royaume-Uni. La livre, qui s'était négociée à l'intérieur d'une fourchette assez étroite en 1998, a eu tendance à se déprécier en termes effectifs au second semestre de l'année. Au début de 1999 toutefois, elle s'est appréciée en termes effectifs à mesure que l'euro fléchissait. Le recul des prix des produits de base a contribué à l'accumulation de pressions à la baisse sur le dollar canadien, qui a atteint son plus bas niveau par rapport au dollar E.U. en août 1998, mais s'est redressé après un relève-

ment des taux d'intérêt directs ce même mois et a continué de s'apprécier par la suite alors que les taux d'intérêt diminuaient.

Le *solde courant des pays industrialisés* pris dans leur ensemble a diminué de plus de 80 milliards de dollars en 1998. Cette dégradation a été inégalement répartie entre les pays en raison de différences dans les situations de la demande intérieure et dans le rôle joué par les importations et les exportations, ainsi que de l'ampleur des fluctuations des taux de change de leurs monnaies. Les États-Unis — où la croissance des exportations a nettement ralenti, alors que celle des importations et de la demande intérieure est demeurée vigoureuse — ont supporté l'essentiel de l'ajustement, le déficit courant augmentant de 75 milliards de dollars en 1998 pour at-

teindre 230 milliards de dollars, soit 2¼ % du PIB. Au Japon en revanche, l'excédent courant s'est encore accru, passant à 3½ % du PIB, du fait en partie de la faiblesse de la demande intérieure. Dans la zone euro, l'excédent courant de 1½ % du PIB n'a guère varié en 1998, en raison du fléchissement de la demande intérieure et des importations, de l'effet sur la compétitivité des précédentes dépréciations des monnaies et du fait que la diminution du volume des exportations vers les marchés émergents a été compensée par la baisse des prix des importations. Le reste de l'ajustement a été principalement supporté par les autres pays industrialisés (Australie, Canada et Norvège, notamment, où les recettes tirées des exportations de produits de base ont diminué).



Perspectives de l'économie mondiale

Dans le cadre de ses responsabilités en matière de surveillance des politiques de taux de change des pays membres et du système monétaire international, le Conseil d'administration examine régulièrement l'évolution de l'économie mondiale sur la base de rapports périodiques établis par les services du FMI. Ces études, intitulées *Perspectives de l'économie mondiale*, sont publiées normalement deux fois par an — mais plus fréquemment lorsque la situation économique évolue rapidement — et contiennent des analyses approfondies des perspectives économiques du monde dans son ensemble et des différents pays et régions ainsi que des questions d'actualité.

En 1998/99, le Conseil a examiné trois rapports sur les perspectives de l'économie mondiale, l'un en septembre 1998, le deuxième en décembre 1998 (il s'agissait d'une mise à jour de l'évaluation présentée en septembre) et le troisième en avril 1999³. Les remous qui ont secoué les marchés financiers du fait de la récession qui frappait l'Asie, la crise qui ébranlait la Russie et plus récemment, les turbulences financières qu'a traversées le Brésil ont été au centre de ces discussions.

En septembre 1998, les administrateurs ont convenu que les perspectives à moyen terme s'étaient considérablement détériorées, au fur et à mesure que la récession asiatique s'approfondissait et que la crise que traversait la Russie donnait lieu à une frénésie des ventes sur les marchés boursiers du monde entier. Ces crises ont mis en relief la vulnérabilité des pays dont la politique économique est défaillante aux brusques retournements des flux de capitaux. Si des signes encourageants montraient que les programmes de la Corée et de la Thaïlande, voire de l'Indonésie, avaient commencé à rétablir la confiance sur les marchés financiers, les économies de marché émergentes tant d'Asie que des autres régions risquaient quant à elles de connaître

des revers. Les risques de dégradation de l'économie mondiale attestaient de l'étendue et de l'intensité croissantes de la contagion et de son rôle majeur dans la propagation des crises financières au sein d'une économie de plus en plus mondialisée. Les administrateurs ont indiqué que, si les effets de contagion étaient le plus évidents dans les pays dont les politiques étaient défaillantes et les institutions inadéquates, certains pays raisonnablement bien gérés, affichant de meilleures variables économiques fondamentales et ayant peu de liens commerciaux ou financiers avec les pays en crise n'avaient pas été épargnés.

Lors de leurs discussions de décembre 1998, les administrateurs ont convenu que les turbulences qui avaient agité les marchés matures de la mi-août au début octobre avaient été pour une large part exceptionnelles. Le Conseil a toutefois constaté qu'un calme relatif était revenu sur les marchés financiers après la mi-octobre. Cela était largement imputable à des mesures opportunes telles que la baisse des taux d'intérêt décidée par la Réserve fédérale des États-Unis, qui avait été suivie par les banques centrales d'autres pays industrialisés dont celles de la future zone euro; le renforcement des politiques mises en œuvre au Japon afin de relancer la demande; les engagements pris par le Brésil pour corriger ses déséquilibres budgétaires et l'appui que la communauté internationale s'est accordée à lui fournir; la poursuite des progrès de la stabilisation et des réformes structurelles en Asie, et les avancées dans la voie d'un accroissement des ressources financières du FMI grâce auquel la communauté internationale serait mieux à même de porter assistance aux pays aux prises avec une crise financière. Plusieurs administrateurs ont également souligné que les efforts d'ajustement des pays face à la réduction de leur accès aux marchés de capitaux et aux effets de la baisse des cours des produits de base méritaient d'être appuyés par la communauté internationale.

Les turbulences qui ont agité les marchés s'étant calmées après la mi-octobre, les craintes initiales d'une récession mondiale s'étaient dissipées. Les administrateurs étaient généralement d'accord avec les projections des services du FMI dénotant une légère révision en

³Les trois rapports s'intitulent *Perspectives de l'économie mondiale* (Washington, FMI, octobre 1998 et mai 1999) et *World Economic Outlook and International Capital Markets: Interim Assessment* (Washington, FMI, décembre 1998).

baisse des perspectives de la croissance de la production mondiale en 1999.

Le Conseil a souligné qu'un certain nombre de traits positifs étaient apparus depuis les discussions de l'automne dernier sur les Perspectives de l'économie mondiale. On s'attendait à ce que la croissance demeure relativement robuste en Europe continentale en 1999, bien qu'à un rythme plus lent qu'en 1998. De l'avis des administrateurs, le léger ralentissement de l'économie américaine attendu en 1999 annonçait un atterrissage en douceur qui permettrait d'atténuer le risque d'un ralentissement plus prononcé à une date ultérieure. Malgré cette évolution, les administrateurs ont estimé qu'il était prématuré de conclure que le danger était conjuré parce que la situation qui prévalait sur les marchés financiers demeurait volatile et précaire et que les ressources de financement de la plupart des économies de marché émergentes demeuraient fort réduites. La balance des risques continuait de pencher nettement en faveur de la dégradation de la situation. Si les flux privés étaient inférieurs aux niveaux retenus comme hypothèse dans les projections, les économies de marché émergentes devraient probablement procéder à un ajustement plus vigoureux de leurs échanges commerciaux en comprimant la demande et peut-être aussi en ajustant le taux de change. En outre, les administrateurs ont averti que quelques-uns de ces pays pourraient avoir du mal à honorer leurs obligations au titre du service de la dette si les financements privés ne se redressaient pas. Ils se sont aussi demandé si les projections reflétaient bien l'impact de la récente chute des cours des produits de base. Si ce mouvement de baisse se poursuivait, de nombreux pays exportateurs de produits de base seraient contraints de procéder à des ajustements supplémentaires, d'autant qu'il leur était plus difficile de s'adresser aux marchés de capitaux internationaux.

Lors de leurs discussions d'avril 1999, les administrateurs se sont accordés pour penser que le ralentissement économique mondial se poursuivrait probablement en 1999, mais que le risque d'une récession mondiale avait diminué, et ont souscrit aux projections tablant sur une légère reprise de la croissance en l'an 2000. Les administrateurs ont noté plusieurs points positifs : les signes d'un début de reprise dans les économies de marché émergentes d'Asie touchées par la crise, le large mouvement de détente des conditions monétaires dans les pays industrialisés et la persistance d'une croissance soutenue aux États-Unis. Ils ont en outre reconnu que les projections du scénario de référence reposaient sur l'hypothèse qu'un certain nombre d'évolutions favorables — notamment l'atterrissage en douceur de l'économie américaine, l'accélération de la croissance dans la zone euro malgré une conjoncture extérieure plutôt défavorable et la sortie de récession du Japon — se réaliseraient en 1999. Les administrateurs ont aussi estimé que, bien qu'elle n'ait eu que des effets de contagion limités, la

crise brésilienne avait ouvert un nouvel épisode de contraction de l'économie mondiale, et qu'il était probable que les conditions de financement de bon nombre d'économies de marché émergentes resteraient extrêmement difficiles.

Le rythme de croissance inégal des États-Unis, de la zone euro et du Japon depuis le début de la décennie a creusé les déséquilibres de balance des paiements au niveau global, et de nombreux administrateurs estimaient qu'il faisait peser une menace préoccupante sur les perspectives économiques. Les intervenants ont fait valoir que ces déséquilibres — et notamment le déficit extérieur des États-Unis, qui a contribué à l'ajustement global dans le sillage des crises des marchés émergents — pouvaient déclencher des fluctuations déstabilisatrices des taux de change entre les principales monnaies et intensifier encore les pressions protectionnistes. Plusieurs administrateurs ont souligné qu'il serait difficile de ramener la croissance mondiale à un taux proche de son potentiel au moment où l'expansion de la demande intérieure aux États-Unis devrait sans doute ralentir pour retomber au-dessous du taux de croissance de la production afin de permettre une certaine réduction du déficit extérieur courant américain. Il n'en était que plus important, selon eux, de s'attacher en priorité aux politiques visant à assurer au plus tôt une reprise en Asie, y compris au Japon, et à contrecarrer, puis inverser le ralentissement de l'activité constaté depuis peu dans la majeure partie de l'Europe continentale.

États-Unis, Japon et Europe

Les administrateurs ont jugé encourageant le dynamisme persistant de l'expansion aux États-Unis, laquelle est remarquable par sa durée et par l'absence de tensions inflationnistes. Ils ont estimé que cette longévité est imputable à une série de facteurs, et plus spécialement au rééquilibrage des finances publiques, à l'orientation prudente et aux adaptations rapides de la politique monétaire ainsi qu'à la souplesse des marchés du travail et des produits. Ils ont observé par ailleurs que la baisse des prix de l'énergie et des autres produits de base a permis de maintenir l'inflation à des niveaux peu élevés. Mais les administrateurs ont également convenu que la hausse des cours des actions, qui répond en partie au recul des anticipations inflationnistes et à la baisse des rendements obligataires, a beaucoup aidé à soutenir la demande. La possibilité d'une forte correction des cours des actions et du taux d'épargne exceptionnellement bas des ménages faisait peser un risque grave de détérioration des perspectives économiques.

Selon de nombreux administrateurs, la vigueur de l'économie des États-Unis commençait à placer les autorités américaines devant un dilemme. Pour certains intervenants, en effet, si l'expansion de la demande intérieure ne retrouvait pas d'ici peu un rythme plus modéré, un resserrement monétaire deviendrait très

vite inévitable pour désamorcer le risque de surchauffe. Ils craignaient, tout comme d'autres administrateurs, que le niveau actuel et projeté des déséquilibres du secteur privé et du secteur extérieur ne puisse être supporté durablement, et rappelaient que l'expérience montre que plus ces déséquilibres perdurent, plus la contraction risque d'être brutale et douloureuse. Une telle contraction pourrait avoir des répercussions néfastes sur l'économie mondiale en se propageant à d'autres pays via une compression abrupte des importations américaines et des fluctuations potentiellement déstabilisatrices des taux de change, des marchés d'actions et des conditions monétaires. La plupart des autres administrateurs jugeaient cependant préférable d'attendre et faisaient valoir qu'un resserrement anticipé de la politique monétaire ne s'imposait pas, car les conditions monétaires aux États-Unis avaient déjà été sensiblement durcies, l'inflation était faible et le dollar solide, et ils estimaient qu'une telle action compromettrait les reprises qui se dessinaient ailleurs, en particulier dans les pays qui commençaient à sortir de la crise. Sur le plan budgétaire, les administrateurs ont exhorté les États-Unis à résister aux pressions les invitant à dépenser l'excédent budgétaire actuel et les excédents à venir, afin de pourvoir aux besoins financiers à plus long terme et de ménager la possibilité d'utiliser la politique budgétaire à des fins de stabilisation si la nécessité s'en faisait sentir.

L'atonie persistante de l'activité au Japon a été jugée particulièrement préoccupante par l'ensemble des administrateurs. La plupart d'entre eux étaient d'avis que les autorités japonaises ne disposaient que d'une marge de manoeuvre limitée pour une éventuelle relance budgétaire, puisque l'on évaluait à plus de 10 % du PIB le déficit pour l'exercice clos en mars 1999, mais qu'il était indispensable de mener à terme les mesures de stimulation prévues à l'échelon central et à celui des collectivités locales pour étayer la demande. Sur le plan monétaire, de nombreux administrateurs convenaient que les facteurs déflationnistes à l'oeuvre dans l'économie justifiaient le maintien de taux courts aussi bas que possible et la poursuite des mesures engagées pour assurer une croissance adéquate de la liquidité par l'achat d'effets représentatifs de la dette publique et privée sur l'open-market.

Les administrateurs ont aussi souligné qu'il y avait lieu d'engager des réformes structurelles dans des secteurs clés pour revigorer l'économie et relancer l'emploi à moyen terme. La réforme bancaire leur paraissait être l'un de ces secteurs essentiels et ils se sont félicités du fait que les autorités aient injecté récemment des fonds publics pour recapitaliser le système bancaire. Ils ont pris note des progrès accomplis dans la consolidation de grandes banques, la fermeture des établissements insolubles, la mise au point d'une législation permettant de se défaire des actifs improductifs et

l'amélioration de l'information des tiers et du contrôle des banques, et ont invité instamment les autorités à accélérer l'exécution de leur programme de stabilisation financière, en particulier là où des problèmes aigus subsistaient. Pour certains intervenants, toutefois, il restait à savoir si les mesures engagées ou prévues allaient suffisamment loin. Il leur paraissait de plus en plus important de restructurer le secteur des entreprises, comme en témoignaient les situations de surcapacité observées dans certains secteurs et l'ampleur préoccupante de la dette des entreprises, qui compliquait la résolution des problèmes bancaires. D'une manière plus générale, les administrateurs étaient d'avis qu'il fallait réduire encore les inefficiences de l'économie et lever les obstacles à la création d'entreprises. Les initiatives prises en vue de déréglementer certains secteurs avaient d'ores et déjà permis d'intensifier la concurrence et de réduire les coûts. Mais, de multiples restrictions subsistaient dans l'agriculture, la distribution, les transports ou le bâtiment et les travaux publics, et étaient autant d'obstacles à la croissance et à la création d'emplois.

Pour ce qui concerne l'Europe, les administrateurs se sont réjouis du bon départ pris par l'UEM. Ils ont souligné toutefois la difficulté de la tâche des responsables de la zone euro. Les administrateurs ont noté la multiplication, depuis la fin de 1998, des signes d'un ralentissement de la croissance au sein de la zone euro, imputable pour l'essentiel au fléchissement de la conjoncture extérieure, mais qui traduisait aussi un certain manque de confiance des entreprises. On s'attendait à une croissance inférieure au potentiel en 1999 et, si la zone euro devrait renouer avec la reprise en l'an 2000, les administrateurs estimaient que le risque que celle-ci ne soit pas au rendez-vous n'était pas écarté. Les considérations de moyen terme demeuraient importantes, mais il était essentiel aussi que les politiques menées soient modulées comme il convient afin de maintenir la demande intérieure à un niveau suffisant pour combler l'écart de production considérable et absorber la composante cyclique du chômage. De nombreux administrateurs ont souligné aussi qu'il importe que la zone euro joue un rôle plus actif à l'appui de la croissance mondiale, non seulement en étayant sa demande intérieure, mais aussi en engageant des réformes structurelles dans certains domaines. Compte tenu de ces considérations, mais aussi de l'étroitesse des marges de manoeuvre disponibles du côté des politiques budgétaires ainsi que du niveau de l'inflation dans la zone euro — où elle était tombée récemment dans la moitié inférieure de sa fourchette-objectif —, un certain nombre d'administrateurs ont fait valoir que les arguments en faveur d'une nouvelle détente des conditions monétaires s'étaient renforcés. À leur avis, il serait moins risqué d'agir vite, et cela aurait des avantages considérables pour la zone euro comme pour l'économie mondiale en général. Il importait que les pays de la zone euro qui connaissent

une croissance relativement forte répondent à une nouvelle détente des conditions monétaires par des initiatives budgétaires contracycliques afin de prévenir tout risque de surchauffe. D'autres administrateurs n'étaient pas convaincus, pour leur part, de la nécessité d'un assouplissement des conditions monétaires : ils ont insisté sur la solide confiance des ménages et fait observer que la faiblesse de l'euro allait à l'encontre d'une nouvelle détente monétaire. Néanmoins, tous les administrateurs ont convenu que la BCE devrait abaisser résolument les taux d'intérêt si les signes d'un ralentissement de l'activité persistaient. (Quelque temps après la discussion du Conseil, au début du mois d'avril, la BCE a réduit ses taux directeurs).

Les administrateurs se sont aussi accordés à penser que l'amélioration des perspectives de croissance et d'emploi en Europe, en particulier à moyen terme, passe nécessairement par le succès des réformes des marchés du travail et des produits. De fait, l'impact positif que peuvent avoir ces réformes est manifeste dans les pays où elles sont le plus avancées et contraste fortement avec l'expérience des pays qui n'ont progressé que lentement dans la réforme du marché du travail. Les résultats médiocres obtenus sur le front de l'emploi imposent un lourd fardeau à bon nombre d'économies européennes, qu'il s'agisse des souffrances des chômeurs, du manque à percevoir enregistré au niveau des recettes publiques alors que les transferts augmentent et, plus généralement, des pertes de production et de bien-être économique.

Les administrateurs ont reconnu aussi que, si l'ampleur et la spécificité des problèmes varient d'un pays à l'autre, le sens général de l'action à mener est clair : il faut lever les obstacles à la création d'emplois et supprimer les mesures qui découragent les chômeurs de trouver un emploi. Pour ce faire, il faut assouplir la législation concernant la sécurité de l'emploi tout en réduisant les prélèvements excessifs sur le travail et les désincitations liées aux allocations de chômage et aux autres transferts sociaux. Étant donné que bon nombre des rigidités des marchés du travail et des produits tendent à se renforcer mutuellement, les administrateurs étaient d'avis qu'une réforme globale avait de meilleures chances de succès que des interventions partielles ou ponctuelles.

Pays touchés par les crises

Les administrateurs ont convenu que les déséquilibres du secteur public étaient au cœur de la crise traversée par le Brésil. Le déficit budgétaire grandissant a contribué à creuser le déficit extérieur, qui a rendu le Brésil très vulnérable aux volte-face des investisseurs et diffusé très largement le sentiment que la parité mobile du real ne pouvait être défendue. À cet égard, certains administrateurs ont noté que l'expérience brésilienne récente montrait, une fois encore, combien il importe qu'une

politique macroéconomique solide renforce la crédibilité de l'arrimage d'un taux de change. Plusieurs administrateurs ont souligné en outre qu'il y a lieu de resserrer résolument la politique monétaire aux premiers stades des crises économiques, alors que d'autres insistaient sur l'importance d'une flexibilité suffisante du taux de change. Les administrateurs estimaient que l'économie brésilienne pourrait amorcer une reprise l'an prochain, car la crise ne semblait pas avoir de racines structurelles profondes en dehors du domaine des finances publiques et le système financier était relativement robuste. Mais, le rythme de cette reprise dépendrait avant tout de la vitesse à laquelle les autorités s'attaqueraient au déficit budgétaire et de la mesure dans laquelle elles parviendraient à contenir les anticipations inflationnistes et à stabiliser le marché des changes. Les administrateurs se sont dits encouragés par les premiers signes d'endiguement de l'inflation, mais ont rappelé que le programme récemment approuvé devait être mis en oeuvre de façon énergique pour rétablir la confiance et faciliter une détente progressive des conditions monétaires.

Les administrateurs ont attiré l'attention sur le fait que la récession au Brésil pourrait avoir des retombées régionales considérables. Ils étaient encouragés, toutefois, par le fait que la crise brésilienne n'a eu qu'un impact modéré sur les autres marchés financiers d'Amérique latine. La plupart des économies de la région semblaient assez bien placées pour résister à ses répercussions, car elles ont consolidé très sensiblement leurs fondamentaux depuis le début des années 80. Néanmoins, l'ajustement économique requis et le risque d'une nouvelle contagion militaient en faveur du maintien d'une stricte discipline et d'un effort accru sur le front des réformes, en particulier dans les pays où les déséquilibres budgétaires et extérieurs ont été aggravés par la faiblesse récente des marchés des produits de base et les conditions défavorables sur les marchés financiers. Dans un certain nombre de cas, la fragilité du système financier appelait aussi à une vigilance particulière.

Durant l'examen des perspectives économiques de la Russie, les administrateurs se sont déclarés très préoccupés par la détérioration des résultats économiques depuis l'éclatement de la crise en août 1998, et en particulier par la montée en flèche de l'inflation et la menace d'une récession prolongée qui aurait de graves répercussions sur les pays voisins. Face à cette situation, ils ont pris note des indications récentes qui attestaient les efforts déployés par les autorités russes pour résoudre leurs problèmes budgétaires et structurels, et ont souligné qu'il importait de s'engager résolument dans la voie des réformes pour éviter que s'aggravent encore les difficultés du pays et commencer à les résoudre. Les administrateurs ont insisté en particulier sur la nécessité d'appliquer un solide programme d'ajustement visant à limiter le financement du budget

par la banque centrale et à stopper l'accumulation d'arriérés budgétaires. Les administrateurs ont souligné aussi qu'il importait de revigorer le processus de réformes structurelles dans les domaines où il n'a pas donné de résultats satisfaisants, de relancer les réformes là où elles ont perdu du terrain depuis août 1998 et de s'attaquer aux nouveaux problèmes apparus dans le secteur financier à la suite de la crise.

Les administrateurs ont noté que les marchés émergents d'Asie qui se sont brutalement contractés au second semestre de 1997 suite aux crises financières donnaient des signes encourageants d'imminence ou d'amorce de la reprise. Ils ont observé que la Corée semblait la plus avancée dans le redressement, suivie par la Thaïlande. Dans ces deux cas comme dans les autres pays où elle se dessinait, la reprise était étayée par un renversement spectaculaire de la balance des paiements, un raffermissement de la confiance des investisseurs et du taux de change, une reprise des flux de capitaux et une amélioration des conditions sur le marché financier. Le regain de confiance donnait plus de latitude pour appuyer la reprise par des mesures macroéconomiques. Les administrateurs ont estimé que l'Indonésie pourrait assister à un redémarrage de l'activité au second semestre de 1999, bien que le retard pris dans les réformes et l'instabilité politique persistante aient empêché un rétablissement de la confiance. Quant aux mesures à engager pour s'assurer que les reprises qui s'amorçaient dans la région débouchent sur une nouvelle période d'expansion soutenue et durable, les administrateurs ont mis l'accent sur l'approfondissement indispensable des réformes structurelles, et en particulier sur la restructuration des banques et des entreprises, ainsi que sur les initiatives de nature à améliorer le fonctionnement du marché et l'allocation des ressources.

Autres économies de marché émergentes

La Chine, l'Inde et certains pays africains avaient apparemment relativement bien traversé les crises financières récentes en 1998. La résistance dont ils avaient fait preuve s'expliquait, à des degrés divers, par les relations commerciales limitées que ces pays entretiennent avec les économies en crise, le rôle assez réduit qu'y jouent les entrées de capitaux privés et leur faible intégration aux marchés financiers internationaux. Il était encourageant de constater la forte croissance affichée par la Chine en 1998. Dans le même temps, plusieurs administrateurs ont noté les problèmes du secteur financier et de celui des entreprises d'État et ont encouragé les autorités à poursuivre leurs efforts pour consolider le secteur financier et réformer les entreprises d'État. Les administrateurs se sont accordés à penser que la politique macroéconomique et la politique de change menées par la Chine étaient judicieusement orientées, notamment en ce qui concerne la stabilité du renminbi et la stimulation de l'activité économique, qui

avaient joué un rôle important dans l'ajustement et le redressement économiques de la région. En Inde, les répercussions de la crise asiatique avaient été relativement faibles. Les administrateurs ont souligné cependant que ses perspectives de croissance à moyen terme restaient limitées par les graves carences budgétaires et structurelles de l'économie.

Les administrateurs ont noté que la meilleure exécution des politiques économiques en Afrique avait permis à un certain nombre de pays de consolider leurs résultats et les a rendus moins vulnérables aux aléas de la conjoncture extérieure. Parallèlement, toutefois, la chute récente des prix du pétrole et des autres produits de base avait entraîné une forte baisse des revenus réels dans bon nombre de pays africains. Les administrateurs estimaient qu'il fallait appuyer les efforts d'ajustement de ces pays en leur proposant davantage d'options de réduction de la dette extérieure et en continuant de leur apporter une aide financière internationale. Certains d'entre eux ont invité par ailleurs les pays industrialisés à ouvrir davantage leur marché aux exportations des pays en développement, et notamment à leurs produits agricoles. Enfin, les administrateurs ont exprimé leur inquiétude devant le coût économique et social considérable des conflits armés en cours dans plusieurs régions du continent et souhaité que l'on apporte une assistance suffisante aux pays touchés.

La baisse des prix pétroliers avait aussi entraîné un fort déficit des recettes d'exportation et des recettes budgétaires des pays du Moyen-Orient exportateurs de pétrole, qui avait été comblé en partie par une ponction sur les réserves officielles de change et un recours accru à l'emprunt extérieur. Les administrateurs ont encouragé ces pays à faire fond sur l'acquis de l'ajustement en cours pour maintenir la stabilité macroéconomique, surtout si le fléchissement des prix des exportations se confirmait.

Prévention de la contagion

Les administrateurs ont noté que les crises financières qui avaient secoué les marchés émergents ces dernières années avaient pour particularité, entre autres, de s'être propagées parfois dans des pays qui n'avaient en l'apparence que des liens commerciaux et financiers limités avec l'économie initialement en crise et sans que ces différents pays aient subi un choc commun. Les administrateurs ont convenu que ce phénomène pourrait fort bien résulter en partie de l'intégration croissante des marchés de capitaux, qui, tout en facilitant l'accès de ces pays aux financements internationaux, les rend aussi plus vulnérables à des volte-face soudaines et abruptes du sentiment des investisseurs. En réalité, la mondialisation de plus en plus poussée des marchés financiers fait que les crises de balance des paiements impliquent davantage le compte de capital que par le passé, ce qui les rend moins prévisibles. Les administra-

teurs ont souligné néanmoins que, si la contagion financière aide à expliquer la fréquence accrue des crises, celles-ci ne frappent pas au hasard pour autant. Elles sanctionnent plutôt les faiblesses des données économiques fondamentales, et notamment la fragilité de la position extérieure et les carences du système financier, y compris lorsqu'elles découlent de l'accumulation excessive d'engagements extérieurs à court terme.

Si les efforts déployés pour consolider l'architecture financière internationale s'imposent autant pour prévenir les crises que pour gérer celles-ci, la lutte contre la contagion doit aussi être engagée au plan national. À cet égard, les administrateurs ont insisté sur le rôle clé de la politique économique intérieure, qui permet d'éviter le déclenchement même des crises et de rendre le pays moins vulnérable à une contagion éventuelle. Ils ont rappelé en particulier qu'il faut éviter de trop surévaluer sa monnaie et de mener des politiques budgétaire et monétaire appropriées à cette fin. Les administrateurs ont souligné, d'autre part, que les mesures visant à remédier aux carences du système financier sont une dimension essentielle de toute stratégie de prévention des crises. Pour se prémunir contre une crise de liquidité, les gouvernements doivent donc prêter attention à la structure des échéances et à la répartition par monnaies de la dette des banques et du secteur des entreprises. La structure des échéances de la dette publique demande aussi à être suivie avec soin, car une volte-face des investisseurs peut compliquer la tâche des pays qui doivent refinancer un volume important de dettes à court terme. Les administrateurs ont aussi mis l'accent sur le fait que de nombreux pays doivent encore améliorer

l'efficacité de leur réglementation prudentielle et du contrôle des banques et des autres établissements financiers. Certains intervenants ont rappelé en particulier l'importance des normes prudentielles concernant les emprunts bancaires à court terme en devises. À cet égard, certains administrateurs ont insisté sur la nécessité d'améliorer le suivi réglementaire, côté offre, des activités des établissements financiers qui s'appuient sur un important levier financier.

Étant donné que bon nombre des crises qui ont frappé les marchés émergents ces dernières années ont éclaté dans des pays qui avaient choisi d'arrimer leur monnaie à une autre, plusieurs administrateurs se sont interrogés sur la viabilité des régimes de parité fixe mais ajustable dans un contexte de mondialisation croissante des marchés financiers. Ils ont souligné que, dans bien des cas, une plus grande flexibilité des taux pourrait aider à rendre les investisseurs nationaux et étrangers plus conscients du risque de change. D'autres administrateurs ont fait valoir qu'un taux de change fixe peut constituer un point d'ancrage nominal très utile pour juguler l'inflation. Le régime de caisse d'émission, en particulier, offre dans certains cas une option attrayante, mais les administrateurs ont reconnu qu'il s'accompagne d'exigences considérables en matière de réserves de change, de solidité du système financier, de souplesse du marché et de résultats budgétaires. Les administrateurs ont convenu que le régime de change optimal varie selon les pays et que, quel que soit le système choisi, la politique économique menée doit appuyer et favoriser la stabilité macroéconomique indispensable à son succès.



Marchés internationaux des capitaux

À la fin du mois de juillet 1998, les administrateurs ont passé en revue, comme chaque année, l'évolution et les perspectives des marchés internationaux de capitaux. À l'époque, la crise financière des marchés émergents restait en grande partie confinée à l'Asie. Peu après, le déclenchement de la crise de la dette russe, puis le quasi-effondrement du fonds spéculatif Long-Term Capital management, ont amorcé une nouvelle période de turbulences financières et fait redouter que le ralentissement économique se prolonge, s'étende et s'aggrave en 1999.

Par conséquent, au milieu du mois de décembre 1998, le Conseil a examiné une mise à jour de la version d'automne des *Perspectives de l'économie mondiale* ainsi que du document sur l'évolution des marchés internationaux de capitaux, son impact et ses conséquences pour les politiques de stabilisation et les politiques du secteur financier⁴. (Se reporter également aux chapitres 2 et 5.)

Examen annuel

Lors de leur réunion de juillet 1998, les administrateurs se sont attachés en particulier à tirer les enseignements de la crise asiatique, et ont débattu des risques et défis auxquels les dirigeants devaient faire face, ainsi que des questions soulevées par le lancement prochain de l'euro.

La crise asiatique et la situation des marchés émergents

Les administrateurs ont considéré que les problèmes profondément enracinés des systèmes bancaires et des secteurs financiers, notamment la déficience des systèmes de contrôle et de réglementation, la mauvaise gestion des risques internes et les problèmes de gestion publique et privée, étaient des facteurs importants — bien qu'ils ne soient pas les seuls — de la crise asiatique. Plusieurs administrateurs estimaient que le manque de discipline du marché intérieur d'un certain nombre de pays dotés

de vastes dispositifs de protection y avait encouragé les opérateurs à prendre des risques excessifs. Les faiblesses du secteur financier avaient empêché une intermédiation efficace des capitaux qui affluaient avant la crise et — conjuguées au recours excessif à des régimes de parités fixes officiels ou non — elles s'étaient soldées par un volume appréciable de positions non couvertes face aux risques de change et de taux d'intérêt, par des discordances entre la liquidité des actifs et des passifs et par des crédits de mauvaise qualité.

En ce qui concerne le rôle des différents investisseurs pendant la crise, les administrateurs ont noté que les efforts déployés par les agents nationaux pour couvrir leurs positions en devises ou pour dénouer des positions non couvertes — et aussi, dans certains cas, la fuite des capitaux — ont été une source importante de tensions sur les marchés des changes, mais ils avaient des avis divergents à propos du rôle des investisseurs internationaux et des fonds spéculatifs. Les administrateurs ont relevé que les très fortes dépréciations des monnaies survenues pendant la crise ont été aggravées par un ensemble d'effets particulièrement pervers de la dynamique du marché, liés au tarissement des liquidités sur les marchés des changes, à l'intensification du risque de contrepartie et à des interactions avec des établissements financiers nationaux fragiles. Plusieurs administrateurs ont noté que l'ampleur des effets de contagion directs et indirects ne semble pas pouvoir s'expliquer totalement par l'intensification des échanges et des liens financiers entre les pays. Plusieurs administrateurs étaient d'avis que les effets de contagion avaient été amplifiés par des déficiences de l'information et par un manque de transparence qui ont empêché les investisseurs de bien distinguer entre les différents marchés émergents et ont contribué à exacerber la réaction du marché après le début de la crise.

Un certain nombre d'administrateurs ont noté que la crise asiatique soulevait des questions fondamentales à propos du fonctionnement des marchés internationaux de capitaux. Les apports de capitaux qui ont eu lieu préalablement à la crise ont créé des difficultés immenses pour les dirigeants des économies émergentes, à cause de leur ampleur et du risque de revirement

⁴Les rapports examinés par le Conseil s'intitulent respectivement *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Issues* (Washington, FMI, septembre 1998) et *World Economic Outlook and International Capital Markets: Interim Assessment* (Washington, FMI, décembre 1998).

abrupt en cas de retournement d'opinion du marché. De l'avis de certains administrateurs, la crise asiatique résulte autant d'erreurs de conduite de la part des investisseurs internationaux que de problèmes propres aux marchés émergents. Certains administrateurs considèrent que la forte baisse des taux d'intérêt nominaux sur les marchés matures a incité les investisseurs internationaux à rechercher de meilleurs rendements.

À cet égard, un certain nombre d'administrateurs ont relevé que les prêts interbancaires transfrontières — en particulier les prêts assortis d'échéances courtes — qui avaient facilité les entrées de capitaux et posé de nouveaux problèmes de gestion du risque, étaient un élément important de la crise. Plusieurs administrateurs ont préconisé de modifier les normes de fonds propres des banques, de façon à mieux prendre en compte les risques afférents aux prêts interbancaires à court terme. Certains administrateurs ont souligné qu'il fallait trouver les moyens d'améliorer l'évaluation des risques par les créanciers étrangers et ont aussi demandé que les banques créancières fassent l'objet d'un contrôle plus rigoureux.

Plusieurs administrateurs ont noté par ailleurs que les principaux organismes internationaux de notation n'avaient pas prévu la crise asiatique et qu'ils l'avaient ensuite aggravée par leur décision d'abaisser fortement la cote de crédit des pays concernés. Un certain nombre d'administrateurs ont cependant fait observer que ces organismes n'avaient pas été les seuls à manquer de clairvoyance ou à mal apprécier l'étendue des faiblesses des pays d'Asie en crise. Nonobstant ces préoccupations, les administrateurs étaient d'avis que la tendance à l'intensification de la libéralisation des mouvements de capitaux se poursuivrait inéluctablement. De l'avis de la plupart des administrateurs, un certain degré d'instabilité étant inévitable; les dirigeants devaient s'attacher à renforcer la résistance de leurs économies aux chocs et il leur faudrait accorder une attention beaucoup plus grande à ce que la libéralisation des mouvements de capitaux extérieurs se déroule de façon ordonnée et régulière.

Les administrateurs ont relevé un certain nombre d'enseignements que les autorités nationales devaient tirer de la crise asiatique. En tout premier lieu, ils ont noté qu'une politique et un système financier déficients peuvent faire échouer une politique macroéconomique bien conçue. Un certain nombre d'administrateurs ont estimé que l'adoption de régimes de change flexibles pourrait jouer un rôle décisif, à la fois en aidant les pays à s'ajuster aux apports de capitaux et en encourageant les opérations de couverture qui s'imposent. Certains administrateurs ont rappelé que les circonstances dans lesquelles a lieu l'abandon d'une parité fixe sont déterminantes. En particulier, les risques que comporte l'adoption d'un régime de change flexible au milieu d'une crise sont amplifiés lorsque les banques, les établissements financiers et les entreprises manquent de solidité. Quelques administrateurs ont suggéré qu'il

aurait été possible, dans le contexte de la crise asiatique, d'ajuster le taux de change en conservant l'ancrage existant ou d'adopter un autre ancrage nominal.

Les administrateurs se sont accordés à penser qu'il serait essentiel, pour éviter les crises à l'avenir, de renforcer le contrôle et l'infrastructure du secteur bancaire, notamment par l'adoption des principes énoncés par le Comité de Bâle. Certains administrateurs préconisent le recours à des taxes sur les entrées de capitaux à court terme, comme celles qui sont en vigueur au Chili, ce qui constituerait une mesure prudentielle applicable tant aux banques qu'au secteur non bancaire. Plusieurs autres administrateurs estiment toutefois que, si des mesures de ce type ont parfois contribué à décourager des mouvements de capitaux à court terme qui risquaient de créer des perturbations, elles tendent à perdre de leur efficacité à la longue; elles ont cependant aidé à gagner du temps dans les pays qui étaient en train de mettre en place un cadre de réglementation et de contrôle et de renforcer la discipline des marchés. Elles ne peuvent cependant se substituer à de bons fondamentaux, et notamment à la nécessaire réforme du secteur bancaire. Certains administrateurs ont souligné le rôle important que peut jouer l'investissement direct étranger en tant que source de financement plus stable. Enfin, plusieurs administrateurs ont salué les efforts que déployaient un certain nombre de pays pour faciliter le développement des marchés de capitaux locaux, notamment des marchés obligataires, afin de diminuer le rôle des banques dans l'intermédiation des mouvements de capitaux.

En ce qui concerne la question de l'aléa moral, certains administrateurs estimaient que la perspective d'un appui du FMI n'avait probablement joué aucun rôle dans les décisions prises par les prêteurs et les emprunteurs avant la crise asiatique; toutefois, plusieurs administrateurs ont noté que l'appui du FMI, conjugué aux garanties publiques dont bénéficiaient les engagements extérieurs, pouvait avoir influé sur le comportement des intervenants sur les marchés. À cet égard, ils ont appelé à des mesures destinées à réduire autant que possible l'aléa moral, et visant notamment à mettre le secteur privé à contribution à un stade précoce, afin que les charges soient équitablement réparties entre le secteur privé et le secteur public.

En ce qui concerne l'évolution plus récente des marchés émergents, le Conseil s'est inquiété de la forte contraction de la production dans les pays en crise d'Asie et de la fragilité persistante des financements privés. Les administrateurs s'accordaient à penser qu'il était prioritaire, dans les pays en crise d'Asie, d'accélérer la restructuration du secteur financier et des sociétés, notamment par l'adoption de procédures de faillite adéquates, ce qui pourrait être facilité dans certains cas par une utilisation judicieuse de ressources publiques pour la recapitalisation des établissements financiers fragiles mais viables. De façon plus générale, ils

ont instamment demandé aux dirigeants des pays à marchés émergents de poursuivre leurs efforts en vue de réduire la vulnérabilité de leurs économies aux chocs extérieurs, notamment en s'attaquant aux déficiences macroéconomiques et financières et, dans le cas des exportateurs de produits de base, en s'ajustant comme il convient à la faiblesse des cours de ces produits.

Pays à marché mature

Les déficiences qui restent manifestes sur un certain nombre de marchés émergents, particulièrement en Asie, sont en contraste marqué avec les résultats relativement favorables de nombreux pays industrialisés. La plupart des administrateurs estimaient (lors de leurs discussions de juillet 1998) que les résultats favorables des pays industrialisés d'Amérique du Nord et d'Europe étaient dus à la qualité des conditions et des politiques macroéconomiques en vigueur dans nombre de ces pays, à une inflation généralement faible et stable et au fait que l'exposition du système bancaire dans les marchés émergents d'Asie en crise était, dans de nombreux cas, gérable. En outre, plusieurs pays industrialisés ont bénéficié dans une certaine mesure de la baisse des cours des produits de base et du fléchissement de l'activité économique en Asie qui ont eu des conséquences favorables du point de vue de l'inflation. En revanche, les faiblesses de plus en plus prononcées de l'économie japonaise ont été aggravées par la crise asiatique — et elles ont elles-mêmes contribué à cette crise — étant donné les relations commerciales et financières étroites qu'entretient ce pays avec les marchés émergents de la région.

Les administrateurs se sont félicités de la confiance de plus en plus marquée avec laquelle le lancement de l'euro au début de 1999 était alors envisagé, ainsi que du fort degré de convergence macroéconomique auquel étaient parvenus les onze pays qui devaient constituer la zone euro initiale, cet élément étant considéré comme un facteur important de la stabilité des taux de change intra-européens et de la convergence effective des taux d'intérêt à long terme à de faibles niveaux.

Un certain nombre de risques non négligeables dans les économies avancées rendaient cependant les perspectives incertaines. Tout particulièrement, le fait que le Japon ne s'était pas énergiquement attaqué aux problèmes de son secteur financier avait contribué à la faiblesse de l'activité économique intérieure, aux pressions à la baisse du yen et à des répercussions défavorables, pour les marchés émergents voisins en particulier et pour l'économie mondiale en général. Aussi ont-ils instamment demandé au gouvernement japonais de prendre rapidement des mesures pour faire face aux déficiences de longue date du secteur bancaire, et notamment d'évaluer avec rigueur l'ampleur du problème des créances douteuses, de recapitaliser et restructurer les banques viables, et d'améliorer le cadre prudentiel afin que toute utilisation de fonds publics pour venir en aide au secteur bancaire

aboutisse à une amélioration durable de la sûreté et de la rentabilité de ce secteur. Un certain nombre d'administrateurs ont fait observer que les mesures de réforme dites du «*big bang*» appliquées par le Japon rendaient cette action encore plus urgente, car elles constitueraient une source de difficultés supplémentaires pour les banques et contribueraient à accentuer la pression à la baisse du yen en permettant aux épargnants japonais d'investir plus facilement à l'étranger.

Un certain nombre d'administrateurs se sont inquiétés du risque d'une correction appréciable des cours boursiers aux États-Unis, en particulier compte tenu du ralentissement apparent de l'expansion des profits dans ce pays, de la probabilité de nouvelles retombées de la crise asiatique et de l'éventualité d'une hausse des taux d'intérêt américains. De l'avis de la plupart des administrateurs, la robustesse de la situation économique fondamentale aux États-Unis — conjuguée aux améliorations apportées à l'infrastructure du marché financier depuis le krach boursier de 1987 — signifie qu'une correction limitée serait supportable pour l'économie intérieure. Ils craignent toutefois que cette correction ait des répercussions, en particulier sur les marchés boursiers émergents, ainsi que des conséquences éventuellement défavorables pour la confiance étant donné l'incertitude actuelle du climat économique.

Les administrateurs ont noté que la mise en chantier de l'Union économique et monétaire européenne avait mis en lumière un certain nombre de questions de réglementation et de contrôle dans les pays européens et aussi, à divers degrés, dans les autres pays. Les administrateurs étaient d'avis que l'accélération de la restructuration du secteur financier, qui serait probablement facilitée par le lancement de l'euro, poserait un certain nombre de problèmes aux dirigeants européens. Les administrateurs avaient des opinions divergentes à propos des dispositions prises en vue de gérer les crises au sein de l'UEM, et tout particulièrement en ce qui concernait la fonction de prêteur en dernier ressort. Certains administrateurs ont fait observer que le rôle de prêteur en dernier ressort incombait aux autorités nationales. D'autres jugeaient indispensable qu'une banque centrale et, en particulier, la Banque centrale européenne soit le prêteur en dernier ressort et qu'elle joue un rôle central en coordonnant les activités de contrôle des institutions paneuropéennes et des marchés. Certains administrateurs ont aussi fait remarquer que les dispositifs de protection financière, comme les systèmes de garantie des dépôts et les consortiums de liquidités, avaient un rôle important à jouer. D'autres, évoquant les statuts du Système européen de banques centrales (SEBC), ont reconnu que ce système disposait des moyens nécessaires pour remplir une fonction de soutien de trésorerie et qu'il pourrait intervenir, le cas échéant, pour fournir des liquidités. D'autres enfin s'accordaient avec les services du FMI pour penser qu'il

était important de mieux définir le partage des responsabilités entre la Banque centrale européenne et les banques centrales nationales, ainsi que les échanges d'informations auxquels procéderaient les organismes de contrôle nationaux et la BCE.

Les administrateurs se sont félicités des efforts qui se poursuivaient dans les instances multilatérales et dans nombre de pays ayant un marché des capitaux mature, en vue de renforcer le contrôle et la réglementation par l'amélioration des règles de comptabilité et de publicité, par une définition plus précise des responsabilités qui incombent aux autorités de contrôle des pays «d'origine» et «d'accueil», et par une plus grande attention portée au contrôle consolidé et fondé sur l'appréciation des risques, comme en témoignaient les principes énoncés le 1^{er} janvier 1998 par le Comité de Bâle sur les normes de fonds propres que devaient appliquer les banques pour se prémunir contre les risques de marché.

En conclusion, les administrateurs ont noté que l'évolution survenue depuis leur dernier examen des marchés internationaux de capitaux mettait en lumière l'importance d'une surveillance régulière et approfondie de ces marchés.

Examen intérimaire

Lors de l'examen intérimaire de décembre 1998 — portant sur la mise à jour du document sur l'évaluation de l'évolution des marchés internationaux de capitaux menée pendant l'été et de la version d'automne des Perspectives de l'économie mondiale — les administrateurs se sont interrogés sur les causes possibles des turbulences sur les marchés financiers, leur impact probable sur l'économie mondiale et leurs conséquences pour les politiques de stabilisation et les politiques du secteur financier. Ils ont souligné l'effet de déclenchement qu'a eu la restructuration unilatérale de la dette de la Russie, qui a été suivie de plusieurs corrections brusques sur le marché mondial, la nécessité d'une réévaluation globale des risques que comportaient les investissements sur les marchés émergents et d'un rééquilibrage massif des portefeuilles sur l'ensemble des marchés des capitaux. Le Conseil a en particulier examiné les turbulences qui affectaient les marchés matures; l'élargissement des écarts de taux d'intérêt, faisant suite à une période de resserrement inhabituel; les effets sur les positions d'investissement à fort effet de levier; les inquiétudes croissantes liées à la crainte d'une pénurie de liquidités sur certains des marchés financiers les plus développés; et la correction marquée de la parité yen/dollar intervenue au début du mois d'octobre 1998.

Bien que les marchés aient retrouvé un certain calme depuis le milieu du mois d'octobre, le Conseil a souligné la grande incertitude qui demeurait sur la signification des turbulences, et en particulier sur l'impact qu'elles auraient sur l'activité économique. Plusieurs administrateurs étaient d'avis que l'impact économique

des turbulences serait limité. Ils ont rappelé que les bourses des principaux pays industriels avaient rapidement rebondi, que les marges de taux d'intérêt des obligations avaient diminué pour les emprunteurs les plus solvables, que les entreprises avaient pu tirer sur leurs lignes de crédit bancaires après la contraction du marché des effets de commerce, et qu'il n'apparaissait pas qu'il y ait de crise de crédit en Europe. Les administrateurs se sont également félicités de la nouvelle baisse des taux d'intérêt dans les pays asiatiques touchés par la crise et des signes qui indiquaient que certaines des économies des marchés émergents avaient regagné l'accès aux marchés des capitaux internationaux.

En revanche, de nombreux administrateurs s'inquiétaient vivement de certains signes qui donnaient à penser que les effets de la crise pourraient se prolonger, en particulier dans les économies des marchés émergents. Parmi les plus importants de ces signes figuraient l'élargissement des marges de rendement, les pressions croissantes à la vente sur les marchés d'actions, et certains indices d'une reprise des sorties de capitaux. Certaines de ces tendances se manifestaient à la suite des retards intervenus dans la réforme des finances publiques au Brésil.

Facteurs sous-tendant la réaction des marchés

Compte tenu de la gravité des récentes turbulences, le Conseil a identifié plusieurs éléments qui contribuaient à expliquer la réévaluation des risques par les marchés, le rééquilibrage massif des portefeuilles sur les marchés matures et les réactions disproportionnées qu'avaient provoquées des perturbations relativement faibles :

- La restructuration unilatérale de la dette de la Russie remettait en question l'hypothèse implicite de nombreux investisseurs quant au risque de manquement d'un emprunteur souverain. Plusieurs administrateurs ont fait observer que cet événement avait modifié la perception des risques en montrant aux marchés que l'aide officielle ne serait déboursée qu'à la condition que les conditions de politique économique soient satisfaites.
- Les positions d'investissement à fort effet de levier devaient être rapidement dénouées ou couvertes au fur et à mesure de la réévaluation des risques. Leur rapide liquidation *a posteriori* sur des marchés baissiers avait renforcé les pressions à la vente.
- Un grand nombre de grandes banques commerciales et de banques d'affaires — et pas seulement des fonds spéculatifs — avaient pris des positions d'investissement à fort effet levier qui les rendaient vulnérables à une augmentation inattendue des écarts de taux d'intérêt.
- Les modèles de gestion des risques qu'utilisaient ces institutions n'ont pas empêché l'accumulation des risques, et les techniques de gestion de portefeuille modernes semblent avoir aggravé le dénouement de ces positions à fort effet de levier. Le manque de

rigueur dans la liquidation et la réduction de l'effet de levier du portefeuille du fonds Long Term Capital Management aurait entraîné un nouveau risque systémique sur le marché des capitaux internationaux qui justifiait l'aide que les autorités américaines ont apporté à l'organisation d'une opération de sauvetage privée. Plusieurs administrateurs ont noté que la réévaluation des risques et le rééquilibrage des portefeuilles étaient largement justifiés en soi et contribueraient à corriger la sous-évaluation des risques de certains investissements, sur les marchés matures comme sur les marchés émergents. Ils s'inquiétaient plutôt de la rapidité et de l'ampleur des ajustements qui s'étaient opérés et des risques systémiques qui en résultaient pour les marchés des capitaux et la croissance économique.

Les administrateurs ont souligné les limites de la gestion privée des risques et des portefeuilles, du contrôle bancaire et de la surveillance des marchés des capitaux dans un contexte de mondialisation rapide de ces marchés et de constante innovation financière. Selon eux, l'une des sources de problème systémique tenait à ce que les intervenants sur le marché, tant publics que privés ne semblaient pas avoir bien mesuré les risques que présentait l'accumulation des déséquilibres financiers et d'autres facteurs de vulnérabilité du système au cours de la période qui a précédé les événements d'août à octobre 1998. Plusieurs administrateurs doutaient que les modèles de gestion des risques permettent d'anticiper adéquatement et de prévenir des événements à faible probabilité, mais à coût élevé, tels que ceux qui avaient secoué les marchés internationaux en 1998. Le système financier international lui-même, compte tenu de la forte intégration de ses institutions et de ses marchés et de leurs liens tant dans les pays qu'entre les pays, contribuait, ont-ils noté, à la turbulence et au manque de prévisibilité des risques que présentaient les marchés des capitaux. Plusieurs administrateurs ont conclu qu'il était nécessaire de réévaluer les systèmes et les pratiques appliquées par les institutions financières en matière de contrôle de gestion ainsi que de soumettre les modèles d'évaluation des risques à des tests de résistance au stress pour mieux appréhender les risques inhérents aux marchés de capitaux modernes.

Rôle des politiques publiques

Les administrateurs ont également examiné le rôle des politiques publiques. On avait en particulier laissé s'accumuler les facteurs de vulnérabilité jusqu'à ce qu'il soit trop tard pour se prémunir contre leurs effets négatifs. Les administrateurs ont demandé que l'on étudie d'urgence — dans le cadre des efforts menés pour renforcer

l'architecture du système financier international et des secteurs financiers nationaux — des mesures qui seraient susceptibles de réduire le risque systémique associé aux turbulences des marchés financiers. Ces mesures comprennent des normes de fonds propres plus strictes pour les opérations hors bilan, la réévaluation de la surveillance prudentielle et de la réglementation des fonds spéculatifs, en grande partie non réglementés, et des autres investisseurs institutionnels dont les stratégies reposent sur un fort effet de levier, ainsi qu'un contrôle plus strict des prêts bancaires aux fonds spéculatifs.

Plusieurs administrateurs ont demandé l'organisation d'un nouveau débat sur l'impact systémique des engagements de l'ensemble des institutions financières dont les stratégies reposent sur un fort effet de levier. En outre, pour réduire les dangers systémiques que présentent les opérations à haut risque des fonds spéculatifs et de certaines autres grosses institutions financières, il faut également déployer des efforts du côté de l'offre. Avec l'aide des autorités de surveillance, les établissements financiers privés doivent aussi corriger leurs lacunes dans le domaine de l'analyse et de la gestion des risques et du portefeuille, tandis que la communauté internationale doit intensifier ses actions dans le domaine du contrôle et de la réglementation financière et dans celui de la surveillance des marchés financiers des économies matures de façon à mieux déceler et prévenir les risques systémiques. Les administrateurs étaient généralement d'avis que le contrôle et la réglementation financière ne pouvaient être renforcés qu'à la condition que les autorités nationales chargées d'effectuer les contrôles soient mieux informées de la situation du bilan et des opérations hors bilan, de l'ampleur de l'effet de levier et du montant global et de la distribution des risques sur les marchés nationaux et internationaux.

Certains administrateurs ont aussi souligné que les turbulences qui avaient marqué la période d'août à octobre 1998 avaient également mis en évidence l'importance de procéder à la libéralisation des marchés financiers de façon ordonnée, selon une séquence bien établie — et de la faire précéder ou de l'accompagner par la mise en oeuvre d'une réglementation et d'un contrôle prudentiels efficaces. Le processus de libéralisation pourrait également bénéficier de l'adoption de mesures fondées sur le marché, destinées à décourager les entrées excessives de capitaux à court terme et à encourager l'investissement étranger direct. Signalant les risques que présentait l'entrée de capitaux de plus en plus importants et instables, les administrateurs ont appelé à la mise en place d'un système efficace de gestion et de surveillance de ces flux de capitaux.

