

---

# BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

---

## 64<sup>e</sup> RAPPORT ANNUEL

---

1<sup>er</sup> AVRIL 1993–31 MARS 1994

BÂLE, 13 JUIN 1994

---

# Banque des Règlements Internationaux

## 64<sup>e</sup> Rapport annuel

1<sup>er</sup> avril 1993 – 31 mars 1994

Bâle, 13 juin 1994



## Table des matières

	Page
Introduction .....	1
I. Profondes divergences au sein de l'économie mondiale .....	3
II. Évolution dans les pays industriels .....	9
Faits saillants .....	9
Principales caractéristiques de l'évolution récente .....	10
<i>Désynchronisation du cycle économique</i> .....	10
<i>Position conjoncturelle relative et effets de change</i> .....	13
<i>Nouveaux progrès dans la lutte contre l'inflation</i> .....	14
Le problème d'un chômage élevé et persistant .....	17
<i>Différences entre pays quant au niveau et au mode d'ajustement du chômage</i> .....	18
<i>Causes possibles d'un chômage élevé et persistant</i> .....	19
<i>Conclusions</i> .....	29
Dettes publiques et contraintes de la politique budgétaire .....	30
<i>Évolution récente de la dette publique</i> .....	30
<i>Augmentation des transferts sociaux et vieillissement des populations</i> .....	33
<i>Rôle de la politique budgétaire dans le cycle actuel</i> .....	35
III. Pays en développement et Europe orientale .....	40
Faits saillants .....	40
Évolutions et politiques récentes dans les pays en développement .....	41
Politiques de croissance en Asie du Sud-Est .....	42
<i>Facteurs fondamentaux de la croissance et effets des politiques</i> .....	43
<i>Aspects dynamiques du processus de croissance</i> .....	45
Stabilisation macroéconomique et réformes structurelles en Amérique latine .....	46
<i>Nature des réformes mises en œuvre et répercussions immédiates</i> .....	48
<i>Choix de l'ancrage nominal</i> .....	52
<i>Problèmes subsistant après la stabilisation et nécessité de réformes complémentaires</i> .....	53
Économies en transition d'Asie .....	55
<i>Évolutions et réformes économiques en Chine</i> .....	55
<i>Développements et réformes économiques dans d'autres pays d'Asie</i> .....	61
Europe orientale et Communauté des États indépendants .....	62
<i>Évolutions et politiques en Europe orientale</i> .....	63
<i>Évolutions et politiques dans la Communauté des États indépendants</i> .....	67
<i>Contraintes sur la croissance en Europe orientale</i> .....	71
IV. Échanges internationaux .....	76
Faits saillants .....	76
Commerce international .....	77
<i>Évolution</i> .....	77
<i>Modification dans la répartition de la production et des échanges de biens</i> <i>manufacturés</i> .....	79
<i>Politiques commerciales</i> .....	81

	Page
Évolution des paiements courants: vue d'ensemble .....	83
Pays industriels .....	86
<i>États-Unis</i> .....	86
<i>Japon</i> .....	86
<i>Europe occidentale</i> .....	88
<i>Autres pays industriels</i> .....	91
Anciennes économies à planification centralisée .....	92
<i>Europe orientale</i> .....	92
<i>Communauté des États indépendants</i> .....	95
Chine .....	96
NEI d'Asie .....	98
Autres pays en développement .....	99
Investissements étrangers directs .....	101
 V. Marchés internationaux des capitaux .....	 104
Faits saillants .....	104
Marché bancaire .....	106
<i>Activité par centre déclarant et par nationalité des banques déclarantes</i> .....	106
<i>Évolution par monnaie</i> .....	108
<i>Opérations avec le secteur non bancaire de la zone</i> .....	109
<i>Opérations avec les pays hors zone</i> .....	110
Marchés des titres .....	112
<i>Effets à court et à moyen terme</i> .....	112
<i>Marché obligataire</i> .....	114
<i>Répartition des emprunteurs par catégorie et pays de résidence</i> .....	119
Marchés dérivés .....	121
<i>Marchés organisés</i> .....	122
<i>Marchés de gré à gré</i> .....	123
<i>Autres évolutions et questions concernant ces marchés</i> .....	125
Marché de l'or .....	128
 VI. Politique monétaire .....	 130
Faits saillants .....	130
Politique monétaire et activité économique .....	130
<i>Indicateurs des conditions monétaires internes</i> .....	131
<i>Politique et conditions monétaires dans les principales économies</i> .....	132
<i>Politique et conditions monétaires dans les autres pays industriels</i> .....	135
Politique monétaire et inflation .....	137
<i>Diversité du cadre opérationnel de la politique monétaire</i> .....	137
<i>Objectifs d'agrégats monétaires</i> .....	138
<i>Objectifs de change</i> .....	139
<i>Gestion discrétionnaire de la demande et approche en termes de taux d'intérêt réels</i> ..	140
<i>Objectifs d'inflation publiés et indicateurs des anticipations inflationnistes</i> .....	141
Politique monétaire et prix des actifs .....	145
Transmission de la politique monétaire .....	147
<i>Flux de trésorerie</i> .....	148
<i>Structure de l'endettement</i> .....	149
<i>Politique monétaire et paiements d'intérêts</i> .....	151
<i>Taux d'intérêt et activité économique</i> .....	153
 VII. Mouvements de capitaux et cours de change .....	 156
Faits saillants .....	156
Mouvements de capitaux: vue d'ensemble .....	157





# Liste des graphiques (\*) et tableaux

	Page
<b>Profondes divergences au sein de l'économie mondiale</b>	
Croissance de la production mondiale .....	4
<b>Évolution dans les pays industriels</b>	
PIB réel dans les trois principaux pays industriels* .....	10
Épargne des ménages dans certains pays* .....	11
Pays industriels: PIB réel, demande intérieure et exportations nettes .....	13
Hausse des prix à la consommation .....	14
Contribution, par facteur, à l'évolution des prix à la consommation, pour certaines périodes et certains pays* .....	15
Contribution, par facteur, à l'évolution des prix à la consommation et des prix de gros, pour certaines périodes et certains pays* .....	16
Taux de chômage dans certains pays et groupes de pays* .....	18
Variation de l'offre de main-d'œuvre et de la population en âge de travailler .....	20
Variation du PIB réel et de l'emploi .....	21
Taux d'emploi dans certains pays et groupes de pays* .....	21
Production et emploi dans certains pays et groupes de pays* .....	22
Désinflation et variation de l'emploi .....	24
Part des salaires dans certains pays et groupes de pays* .....	25
Chômage de longue durée, pour certaines années et certains pays .....	27
Sources de l'endettement des administrations publiques .....	31
Endettement net, charge d'intérêts et solde primaire corrigé des évolutions conjoncturelles* .....	32
Dépenses des administrations publiques dans les sept principaux pays .....	34
Analyse de la hausse du ratio prestations sociales/PIB .....	36
<b>Pays en développement et Europe orientale</b>	
Asie du Sud-Est: indicateurs de l'évolution économique .....	43
Asie du Sud-Est: indicateurs structurels .....	44
Amérique latine: production et inflation .....	47
Amérique latine: solde budgétaire et investissement brut .....	48
Amérique latine: solde des paiements courants et cours de change effectif réel .....	49
Amérique latine: taux d'intérêt réels .....	50
Amérique latine: indicateurs de la politique monétaire .....	51
Économies en transition: indicateurs de l'évolution économique .....	55
Économies en transition: indicateurs structurels et fondamentaux .....	56
Chine: évolution et structure du capital dans l'industrie .....	58
Chine: évolution de la fiscalité et des recettes extrabudgétaires .....	60
Évolution du PIB réel .....	64
Production industrielle dans les États baltes* .....	65
Taux de chômage et salaires réels* .....	66
Évolution des prix à la consommation .....	67
Régimes de change dans l'ex-Union soviétique .....	69
Évolution des cours de change* .....	70
Formation brute de capital fixe et investissement étranger direct net* .....	72

	Page
Solde budgétaire des administrations publiques .....	73
Crédit bancaire réel aux entreprises non financières .....	74
Positions intérieures et extérieures de la Pologne et de la Hongrie* .....	75

## Échanges internationaux

Indicateurs des échanges internationaux* .....	77
Composition des exportations mondiales .....	78
Modification dans la répartition de la production et des échanges de biens manufacturés* .....	80
Variation de la balance commerciale en termes réels et influences conjoncturelles* .....	84
Compétitivité et part de marché à l'exportation* .....	85
Japon: excédent commercial et exportations .....	87
Incidence de l'appréciation du yen sur les échanges de produits manufacturés* .....	88
Prix à la consommation dans certains pays européens, exprimés dans une même monnaie .....	89
Cours de change effectif réel dans certains pays d'Europe* .....	90
Pays industriels et NEI d'Asie: balance des paiements courants .....	92
Europe orientale: échanges commerciaux .....	94
Chine: cours de change* .....	97
Pays en développement: balance des paiements courants .....	100
Tendance globale de l'investissement direct .....	102

## Marchés internationaux des capitaux

Financements nets sur les marchés internationaux (estimations) .....	105
Principales caractéristiques de l'activité bancaire internationale .....	106
Activité bancaire internationale par centre déclarant .....	107
Avoirs internationaux, selon le pays d'origine des banques déclarantes .....	108
Répartition par monnaie des créances externes des banques .....	109
Opérations des banques avec le secteur non bancaire du Groupe des Dix .....	110
Activité des banques avec les pays hors zone .....	111
Émissions d'effets à court et à moyen terme sur les marchés nationaux et internationaux .....	113
Marché obligataire international* .....	115
Structure par catégorie et monnaie des obligations internationales .....	116
Émissions sur les marchés obligataires nationaux et internationaux .....	117
Taux d'intérêt internationaux à long et à court terme* .....	118
Émissions sur les marchés nationaux et internationaux des titres .....	120
Marchés de certains instruments dérivés .....	122
Instruments financiers dérivés négociés sur les marchés organisés .....	123
Marchés de quelques instruments dérivés négociés de gré à gré .....	124
Origine de l'or (estimations) .....	129

## Politique monétaire

Indicateurs des conditions monétaires* .....	132
Taux d'intérêt à court et à long terme en Europe* .....	135
Taux d'intérêt réel et cours de change réel .....	136
Objectifs publiés pour les agrégats monétaires .....	139
Objectifs d'inflation publiés .....	142
Inflation: résultats, prévisions et objectifs* .....	143
Taux d'intérêt à un an implicites* .....	144
Immobilier: prix nominaux et corrigés de l'inflation .....	145
Actions: cours nominaux et corrigés de l'inflation .....	147



	Page
Structure de l'endettement du secteur privé non financier, fin 1992 .....	150
Taux d'intérêt et paiements d'intérêts bruts en proportion du PIB nominal* .....	152
Réaction par secteur des paiements d'intérêts bruts à une modification de taux* .....	153
Réaction des paiements d'intérêts bruts et du PIB à une modification de taux* .....	154

## Mouvements de capitaux et cours de change

Portefeuilles de titres étrangers des investisseurs institutionnels .....	159
Mouvements nets de capitaux dans le monde .....	160
Épargne mondiale* .....	161
Rendement en dollars EU des dépôts bancaires intérieurs* .....	163
Mouvements de portefeuille .....	164
Évolution du cours de change effectif nominal et réel	
dans certains pays d'Amérique latine et d'Asie .....	167
Absorption des entrées nettes de capitaux, cours de change réel	
et évolution des agrégats de monnaie et de crédit* .....	169
Investissement intérieur brut et investissement étranger direct	
dans certains pays en développement* .....	170
Dollar EU: cours de change bilatéral par rapport à certaines monnaies	
et cours effectif nominal* .....	173
Réserves officielles en devises .....	174
Comptes extérieurs des États-Unis et du Japon .....	175
Deutsche mark: cours de change bilatéral par rapport à certaines monnaies	
et cours effectif nominal* .....	176
Comptes extérieurs de l'Allemagne .....	177
Cours de change effectif réel* .....	179
Position des monnaies au sein du MCE* .....	180
Cours de change bilatéral de certaines monnaies par rapport au deutsche mark* .....	184

## Systèmes de paiement et de règlement: évolution et gestion des risques

Indicateurs de l'évolution de la valeur des paiements* .....	187
Indicateurs de l'évolution des transactions sur les marchés des titres* .....	188
Flux internationaux de capitaux au titre des investissements de portefeuille	
et transactions sous-jacentes .....	189
Caractéristiques de certains systèmes interbancaires	
de transfert de montants élevés .....	190
Réduction des flux de règlements grâce à la compensation	
dans certains systèmes interbancaires de transfert de fonds .....	194
CHIPS: positions multilatérales débitrices nettes et Fedwire: découverts* .....	195
Mesures de prévention des risques dans certains systèmes interbancaires	
de règlement net .....	196
Risque de remplacement en fonction des délais de règlement* .....	198
Horaires de fonctionnement de certains systèmes interbancaires	
de transfert de montants élevés* .....	200
Caractéristiques de certains dispositifs transfrontières de compensation .....	202

## Activités de la Banque

Encours des emprunts communautaires au 31 mars 1994 .....	213
Évolution du total du bilan au cours des cinq derniers exercices .....	215
Évolution des ressources au cours des cinq derniers exercices .....	216
Fonds empruntés d'après leur origine .....	217
Fonds empruntés d'après leur nature et leur durée restant à courir .....	218
Évolution des placements et des autres actifs, d'après leur nature .....	219
Dépôts à terme et avances, titres du secteur public et autres titres à terme,	
d'après leur durée restant à courir .....	221

## 64<sup>e</sup> Rapport annuel

*soumis à l'Assemblée générale ordinaire  
de la Banque des Règlements Internationaux  
tenue à Bâle le 13 juin 1994*

Mesdames, Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le soixante-quatrième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice commencé le 1<sup>er</sup> avril 1993 et clos le 31 mars 1994.

Après transfert de 3.274.041 francs or à la Provision pour frais d'administration exceptionnels et de 3.867.963 francs or à la Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement, le bénéfice net de l'exercice s'élève à 138.085.797 francs or, contre 139.895.417 francs or au titre du précédent exercice.

Le Conseil d'administration recommande à la présente Assemblée générale d'affecter, en application de l'article 51 des Statuts de la Banque, la somme de 41.085.797 francs or au paiement d'un dividende de 240 francs suisses par action.

Le Conseil recommande, en outre, de transférer 29.100.000 francs or au Fonds de réserve générale, 3.000.000 de francs or au Fonds spécial de réserve de dividendes et le reliquat du bénéfice net, soit 64.900.000 francs or, au Fonds de réserve libre.

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 1993/94 sera payable aux actionnaires le 1<sup>er</sup> juillet 1994.

## I. Profondes divergences au sein de l'économie mondiale

L'année 1993 a été marquée par des évolutions contrastées selon les pays et les régions. Dans le monde industriel, l'expansion s'est accélérée aux États-Unis et l'activité a redémarré au Canada, au Royaume-Uni et en Australie, alors que le Japon et une grande partie de l'Europe continentale restaient enlisés dans la récession. Les contrastes sont peut-être encore plus prononcés pour les pays en développement et les économies en transition, la poursuite d'une croissance vigoureuse en Extrême-Orient et dans le Sud-Est asiatique tranchant fortement avec l'aggravation de la crise économique dans l'ex-Union soviétique.

La scène financière présente, elle aussi, des divergences marquées. La santé des institutions financières et des entreprises s'est améliorée, hormis au Japon; cette tendance a surtout été évidente aux États-Unis, où les banques ont à nouveau dégagé des bénéfices substantiels et où la situation des sociétés non financières s'est notablement renforcée. En revanche, les marchés des capitaux ont évolué de façon imprévisible. La réapparition de tensions au sein du mécanisme de change européen (MCE) a conduit à un très important élargissement des bandes de fluctuation, après quoi les marchés des changes sont devenus remarquablement calmes. Par la suite, un retournement brutal s'est produit sur les marchés obligataires dans plusieurs pays, mettant fin à une baisse prolongée des rendements. Cela a laissé de nombreux observateurs perplexes quant au caractère apparemment disproportionné d'un tel enchaînement de petites causes et de grands effets. Si ces événements n'ont pas vraiment fait naître de risques systémiques, ils ont tout de même avivé la crainte que des risques mal évalués par les opérateurs financiers n'entraînent de lourdes pertes.

Malgré le renforcement de l'activité aux États-Unis, la croissance dans les pays industriels est restée globalement faible, avec une stagnation, voire une régression, de l'emploi total pour la troisième année consécutive. Le chômage est devenu le problème social majeur, surtout en Europe, où il a atteint dans plusieurs pays des niveaux inconnus depuis les années 30. Ce panorama décevant de 1993 masque cependant, à nouveau, une évolution cyclique nettement désynchronisée entre les principaux groupes de pays. L'expansion s'est accélérée aux États-Unis, tandis que la reprise s'est affirmée au Royaume-Uni, au Canada, en Australie et en Nouvelle-Zélande (voir tableau au verso). Dans tous ces pays, l'économie a été stimulée par le bas niveau des taux d'intérêt et par des cours de change réels qui apparaissent très compétitifs par rapport à leur moyenne sur longue période. À l'inverse, dans la plupart des pays d'Europe continentale, la production a baissé et les signes d'un possible retournement conjoncturel ont été rares



Croissance de la production mondiale <sup>1</sup>							
Groupe de pays et région	1984-86 PIB	1983-88 moyenne	1989	1990	1991	1992	1993
	en % du total	variation du PIB réel, en %					
Pays avancés dans la reprise <sup>2</sup>	39,5	4,0	2,5	1,0	- 1,0	2,0	2,8
Autres pays industriels <sup>3</sup>	34,4	3,4	4,0	4,0	2,8	1,3	-0,3
Pays en développement	19,7	4,1	3,9	3,6	3,3	4,6	4,3
Afrique	2,5	2,8	3,6	2,3	1,5	1,0	0,6
Moyen-Orient	3,9	-0,6	4,8	5,1	0,9	5,6	3,0
Asie	7,5	7,7	5,7	5,6	5,3	7,0	7,2
Amérique latine	5,8	2,9	1,1	0,7	3,0	2,3	3,0
Europe orientale	6,4	2,6	1,6	-4,9	-14,0	-15,5	-9,1
Monde	100,0	3,6	3,4	2,4	0,6	1,2	1,1
<i>Pour mémoire:</i>							
<i>Monde, hors Europe orientale</i>	93,6	3,7	3,5	2,9	1,6	2,2	1,7

<sup>1</sup> Les taux de croissance moyens pour les pays industriels sont calculés sur la base des pondérations du PIB et des cours de change de 1991 et, pour l'Europe orientale (Allemagne de l'Est comprise jusqu'en 1991), du PIB et des cours de change de 1990-91. Les autres moyennes sont obtenues à partir des pondérations du PIB et des cours de change de 1984-86 et incluent tous les pays à PIB égal ou supérieur à \$EU 100 millions en 1985. <sup>2</sup> États-Unis, Canada, Royaume-Uni, Australie et Nouvelle-Zélande. <sup>3</sup> Y compris Israël, Turquie et Malte.

Sources: FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*; OCDE, *Comptes nationaux*; ONU, *Annuaire statistique*; Banque mondiale, *World Tables*; données nationales; estimations BRL.

avant que l'année ne soit bien avancée. La Suède et la Finlande connaissent ainsi leur troisième année de recul de la production, l'économie finlandaise étant la plus durement touchée du monde industriel.

Depuis quelques années, les résultats économiques des pays en développement dépendent davantage de la réussite de leurs efforts de réformes internes que de la situation conjoncturelle de l'économie mondiale; cela s'est vérifié l'an dernier. On a observé, cette fois encore, une croissance vigoureuse dans le groupe de plus en plus nombreux des nouvelles économies industrialisées, qui paraissent relativement épargnées par les événements en Europe et au Japon. Outre les exemples maintenant familiers fournis par l'Extrême-Orient et le Sud-Est asiatique, il convient de citer les bonnes performances de la Chine, du Viêt-nam, de l'Inde, de l'Argentine, du Chili ainsi que d'autres pays d'Amérique latine. Quelques-uns ont même été confrontés à des problèmes de surchauffe. Au niveau des régions, l'Asie s'est avérée une nouvelle fois la zone la plus dynamique. Le rythme de l'expansion s'est ralenti au Moyen-Orient et en Afrique, mais semble s'être légèrement accru en Amérique latine. En Europe orientale et dans l'ex-Union soviétique, on remarque un contraste saisissant entre les résultats économiques des pays qui récoltent les premiers fruits des réformes, comme la Pologne, la République tchèque, la Hongrie ainsi que la Slovénie, et ceux d'une grande partie de l'ex-Union soviétique, où le processus de correction des déséquilibres structurels et macroéconomiques est à peine engagé et où la production continue de diminuer.

Les difficultés rencontrées par les pays industriels durant la phase de récession ont naturellement suscité un intense débat de politique

macroéconomique au niveau national et international, qui a été marqué par les différences de vues traditionnelles entre les responsables favorables à des politiques macroéconomiques volontaristes et ceux qui émettent de sérieuses réserves à leur égard. En la circonstance présente, cependant, les deux camps s'accordent sur les contraintes qui pèsent sur la conception des politiques macroéconomiques. Lorsque le déficit budgétaire est élevé et que le ratio endettement/PIB augmente, le gouvernement n'a guère d'autre choix que d'entreprendre un programme crédible d'assainissement des finances publiques, quelle que soit la position conjoncturelle à court terme du pays. À défaut, il saperait la confiance dans l'évolution à plus long terme et risquerait fort de déclencher une hausse des rendements obligataires contraire à ses objectifs.

Dans le domaine de la politique monétaire, il existe aussi des contraintes majeures. En premier lieu, les banques centrales ne contrôlent directement que les taux à très court terme du marché monétaire. Or, ceux-ci ne sont pas nécessairement liés de façon étroite aux mouvements des taux longs qui, dans de nombreux pays, jouent un rôle plus important dans les décisions d'investissement. En fait, une réduction inappropriée des taux courts peut s'accompagner d'une hausse des taux longs si les marchés y voient le signe d'un relâchement de la discipline anti-inflationniste à échéance plus lointaine.

Néanmoins, malgré cette reconnaissance unanime des contraintes qui pèsent sur l'action des responsables et un engagement commun envers l'objectif final de stabilité des prix, les banques centrales se distinguent par des différences d'appréciation quant aux modalités de mise en œuvre de la politique monétaire en période de basse conjoncture. Ces différences se sont manifestées, en matière de taux d'intérêt, par la volonté des autorités japonaises et américaines de les abaisser à des niveaux très faibles (et, dans le cas des États-Unis, de les y maintenir même après le redémarrage de l'activité), alors que les pays d'Europe sont demeurés réticents à accélérer le rythme de la détente monétaire tant que l'inflation se situait au-dessus des niveaux acceptables à long terme ou que le cours de change était encore vulnérable.

La distinction entre ces deux approches trouve probablement ses origines moins dans les différences d'appréciation sur les objectifs de la politique monétaire que dans des points de vue différenciés sur la nature du mécanisme de transmission. Les partisans d'un assouplissement relativement rapide en période d'atonie de la demande sont généralement d'avis que l'on peut et doit utiliser des taux d'intérêt bas afin de stimuler l'économie, tandis que tout risque d'inflation susceptible d'en résulter sera maîtrisé grâce à l'excédent des capacités sur les marchés des facteurs et des produits. Ceux qui préconisent une détente plus prudente estiment que les effets à court terme de la politique monétaire sur la production sont incertains en raison des délais avec lesquels elle opère, alors que les risques à horizon plus lointain pour sa crédibilité sont, eux, importants.

Il convient toutefois de ne pas surestimer ces différences. Il est généralement admis que, si les circonstances le permettent, les taux d'intérêt à



court terme devraient être assez bas lorsque l'économie est déprimée. Il est donc utile d'examiner plus attentivement les considérations qui, en dehors de toute préoccupation liée à l'inflation, ont pu amener les banques centrales à maintenir les taux courts à des niveaux supérieurs à ceux qu'aurait pu justifier la faiblesse de l'activité.

Au sein du MCE, comme dans tout système de parités fixes mais ajustables, la bande de fluctuation étroite laissait à la plupart des banques centrales une marge de manœuvre limitée pour agir de manière indépendante sur les taux courts du marché monétaire. L'élargissement notable des bandes de fluctuation (sauf entre le deutsche mark et le florin néerlandais), décidé le 2 août 1993, n'a modifié cette situation qu'en principe, car les banques centrales participantes n'ont manifestement pas renoncé à leur objectif et continuent de maintenir leur monnaie près de son cours pivot. Le Chapitre VII examine les raisons qui sous-tendent leur attitude et les avantages qui ont néanmoins été obtenus du fait de cet élargissement.

Pour les devises flottantes également, les considérations de change peuvent jouer un grand rôle dans la détermination des taux courts. Des modifications, même mineures, dans les préférences des marchés peuvent se traduire par des effets de change cumulatifs marqués, toute variation initiale venant alimenter les anticipations, qui amplifient alors le mouvement. Ces effets de change constituent à leur tour un vecteur essentiel de la création et de la propagation des impulsions inflationnistes. Les variations de taux d'intérêt ont des répercussions potentielles importantes sur les cours de change, non seulement par leur incidence directe sur les écarts de rendement entre actifs de court terme, mais aussi parce qu'elles influencent les anticipations du marché sur l'orientation future de la politique monétaire.

L'évolution de l'offre de monnaie et l'écart des trajectoires par rapport aux objectifs, que certaines banques centrales ont invoqués par le passé pour réfuter avec force une politique de taux courts à caractère anticyclique, ne semblent pas avoir constitué, ces derniers temps, un élément déterminant du guidage de l'action monétaire. Le dépassement, pourtant considérable, de l'objectif assigné à la variable intermédiaire M3 en Allemagne n'a pas été jugé de nature à exercer une influence dominante sur la politique, puisqu'il était attribuable à toute une série de facteurs spécifiques. De même, les craintes que des taux courts très bas puissent déclencher un nouveau cycle du prix des actifs n'ont pas joué de rôle majeur dans la gestion de ces taux: les prix des actifs financiers se sont redressés aux États-Unis et au Royaume-Uni, mais cela a été accueilli comme une contribution bénéfique à l'amélioration des bilans, tandis qu'au Japon ils sont, pour l'essentiel, restés relativement déprimés.

Le réglage des taux d'intérêt du marché monétaire devrait, en principe, prendre en compte les relations des taux courts avec les prix des autres actifs financiers et, par conséquent, avec les décisions des agents affectant l'économie réelle. Ces liens – ou «mécanisme de transmission» de la politique monétaire – peuvent fort bien varier selon l'époque et le pays. Les différences constatées – en dépit de la globalisation des marchés des capitaux – semblent fermement ancrées dans les structures financières

nationales et tiennent à l'importance relative des taux courts ou longs ainsi que des taux fixes ou variables dans les contrats financiers. Quoi qu'il en soit, l'assouplissement prononcé de la politique monétaire en Europe, pendant la période correspondant grosso modo à l'année dernière, aura sans doute une incidence appréciable sur l'activité, indépendamment de ces différences structurelles, car la réduction des taux courts est allée généralement de pair avec une diminution comparable dans le compartiment du long terme. Le Chapitre VI examine ces points plus en détail.

La question qui se pose aux États-Unis, en tant que pays le plus avancé dans le processus de reprise, est de savoir si des augmentations des taux courts décidées au moment opportun peuvent, en modérant les anticipations inflationnistes, limiter les pressions à la hausse sur les taux longs. Les mesures prises dans ce sens durant les premiers mois de 1994 par la Réserve fédérale, qui escomptait peut-être en partie des effets de cette nature, ont peu fait pour conforter cette hypothèse – tout au moins dans le contexte d'une économie dont la vigueur de la croissance a surpris. Elles ont cependant mis en jeu un autre facteur de grande importance pour les taux longs, à savoir le couplage, parfois quasi mécanique, des marchés obligataires à l'échelle internationale. De même que les taux à long terme sur diverses monnaies avaient pendant quelque temps baissé à l'unisson, sans tenir compte, pour l'essentiel, des niveaux et des mouvements des taux courts du marché monétaire interne, ils ont eu tendance, dans les premiers mois de 1994, à suivre ensemble l'exemple des États-Unis dans la direction opposée. Ces relations paraissent particulièrement étroites en période de perturbations. Lorsque les marchés sont plus calmes, toutefois, les décalages conjoncturels et les différences qui en résultent en matière d'orientation monétaire semblent compatibles avec des écarts de tendance plus marqués sur les marchés obligataires.

Aussi importante que soit l'application de politiques macroéconomiques appropriées, la résolution de nombreux problèmes économiques pressants auxquels sont confrontés les pays industriels requiert, en outre, une action déterminée pour vaincre les rigidités structurelles et accroître la flexibilité des marchés. Face à l'intensification de la concurrence, les entreprises industrielles ont réagi, comme on pouvait s'y attendre dans une économie de marché, en s'efforçant par tous les moyens de réduire leurs coûts et leurs effectifs. Le défi à relever par les pays industriels consiste donc à renforcer l'aptitude de leur économie à absorber la main-d'œuvre excédentaire en créant de nouvelles activités. Cela exige une action sur le marché du travail, à la fois du côté de la demande en incitant les entreprises à recruter davantage et du côté de l'offre en faisant en sorte que la main-d'œuvre présente les qualifications requises et soit prête à accepter une rémunération correspondant au niveau d'équilibre du marché. Le Chapitre II examine pourquoi certaines économies pâtiennent plus que d'autres d'un chômage élevé et persistant. On commence à déceler des modifications de comportement dans la plupart de ces pays. Remédier à certaines faiblesses structurelles révélées par la récession sera cependant une entreprise de longue haleine.



De toute évidence, les politiques structurelles revêtent également une importance capitale dans les pays en développement. La tâche ne consiste pas seulement à accroître les possibilités d'emploi, mais aussi à stimuler davantage l'épargne et l'investissement tout en améliorant l'allocation des ressources. Il est réconfortant de constater que, ces dernières années, un nombre croissant de pays ont pris des mesures décisives afin d'ouvrir leur économie et de soumettre l'allocation des ressources à la discipline des forces du marché. On relève d'ailleurs des preuves toujours plus nombreuses de l'efficacité de telles politiques sur la dynamique de croissance. Les exemples de réussite les plus spectaculaires sont fournis par les nouvelles économies industrialisées d'Extrême-Orient et d'Asie du Sud-Est. Leurs rangs s'étoffent maintenant de pays aussi divers sur le plan géographique que la Chine, l'Inde, le Pakistan, le Mexique, l'Argentine et la Pologne, pour ne citer que les plus importants dans leur région. Tous ont démontré le caractère erroné de l'opinion reçue selon laquelle les pays en développement ne pourraient pas bénéficier d'une croissance soutenue tant que le monde industriel serait en récession. Leurs chances de succès ne s'en trouveront que renforcées lorsque le rythme de l'activité s'accélérera dans les pays industrialisés.

L'expérience récente des pays en développement souligne, en outre, les avantages de la stabilité macroéconomique. Bien que certains d'entre eux (le Brésil, par exemple) aient parfois pu associer expansion rapide et inflation, il est amplement prouvé qu'une hausse des prix élevée et persistante mine la viabilité de la croissance. La situation actuelle de l'ex-Union soviétique, où une extrême instabilité macroéconomique coexiste avec des distorsions structurelles prolongées, montre combien il est difficile de ranimer l'activité dans un tel contexte.

Tout en analysant bon nombre des questions qui viennent d'être évoquées, le présent Rapport couvre un domaine beaucoup plus vaste. Parmi les autres sujets passés en revue, il faut mentionner le développement des échanges internationaux, avec les modifications structurelles intervenues dans la configuration du commerce mondial au cours des deux décennies écoulées, et la conclusion du Cycle de l'Uruguay (Chapitre IV); les tendances récentes de l'activité bancaire, des opérations sur titres et des instruments dérivés sur la scène internationale (Chapitre V); l'évolution dans la structure des mouvements internationaux de capitaux et l'attrait croissant des «marchés naissants» (Chapitre VII); enfin, les principales évolutions qui ont marqué les systèmes de paiement et de règlement durant les quelque dix dernières années, et plus particulièrement les mesures de protection contre le risque systémique (Chapitre VIII).

## II. Évolution dans les pays industriels

### Faits saillants

La désynchronisation du cycle économique dans les pays industriels a continué en 1993. Tirée par les États-Unis, la reprise s'est affirmée dans le courant de l'année au Royaume-Uni, au Canada, en Australie et en Nouvelle-Zélande. Cependant, le taux d'utilisation des capacités a de nouveau diminué en Allemagne et dans les autres pays d'Europe continentale, tandis qu'au Japon on n'a encore perçu que peu de signes indiquant que la récession s'était achevée, en dépit d'une série de mesures budgétaires de relance et de réductions des taux d'intérêt.

Malgré les écarts de croissance et les variations relativement fortes des cours de change effectifs nominaux et réels, la convergence des taux d'inflation s'est poursuivie. À la fin de 1993, la hausse moyenne des prix à la consommation dans les pays industriels était tombée à 3%, son taux le plus bas en trente ans, si l'on excepte les résultats de 1986, influencés par la chute des prix du pétrole.

Dans le même temps, et malgré une baisse notable aux États-Unis, le chômage a continué d'augmenter, pour affecter aujourd'hui plus de 33 millions de personnes dans le monde industriel. Le problème est particulièrement grave dans les pays de l'UE, où il touche plus de 11% de la population active et où la moitié environ des chômeurs sont sans travail depuis au moins un an. Nombre de travailleurs, découragés par l'absence de perspectives, ont renoncé à chercher un emploi et beaucoup ne sont occupés qu'à temps partiel, certains par choix, mais la plupart faute de postes à plein temps.

Le chômage en Europe se caractérise aussi par sa remarquable *persistance*. Chaque creux conjoncturel enregistré depuis 1970 a fait monter progressivement, par effet de cliquet, le nombre de chômeurs, phénomène qui met en évidence l'aggravation des problèmes structurels dont souffrent les marchés du travail européens. On peut en dresser la liste: dispositions réglementaires ou institutionnelles qui empêchent les salaires réels et relatifs de s'ajuster aux variations de l'offre et de la demande; contre-incitations au travail résultant des transferts sociaux et des impôts; absence d'encouragements et de possibilités pratiques permettant aux travailleurs d'améliorer leur qualification; enfin, difficultés à s'adapter aux progrès technologiques et à l'intensification des échanges avec les pays en développement, et incapacité d'en tirer profit. Même si l'augmentation du chômage depuis le début de la récession est principalement due à des facteurs conjoncturels, il faut avant tout, pour résoudre les problèmes structurels sans compromettre les progrès récemment accomplis dans la lutte contre l'inflation, accroître la flexibilité du marché et renforcer les incitations au travail.



Les facteurs, tant conjoncturels que structurels, ont aussi joué leur rôle dans la dégradation des soldes budgétaires et l'alourdissement accéléré de la dette publique. L'accroissement de l'indemnisation du chômage et des autres formes d'assistance, loin de se limiter aux pays encore en récession, a été quasi général, ce qui montre bien que certains systèmes de transferts et de pensions ne peuvent être préservés à moyen terme, par suite du vieillissement de la population. La plupart des pays très endettés, craignant une nouvelle détérioration de la viabilité à moyen terme de leur politique, se sont efforcés l'an dernier de compenser le jeu des stabilisateurs automatiques en prenant des mesures d'austérité. D'autres ont pu à la fois atténuer la récession et préserver leur crédibilité en accompagnant une dégradation de leur solde primaire de nouveaux programmes d'assainissement à moyen terme.

## Principales caractéristiques de l'évolution récente

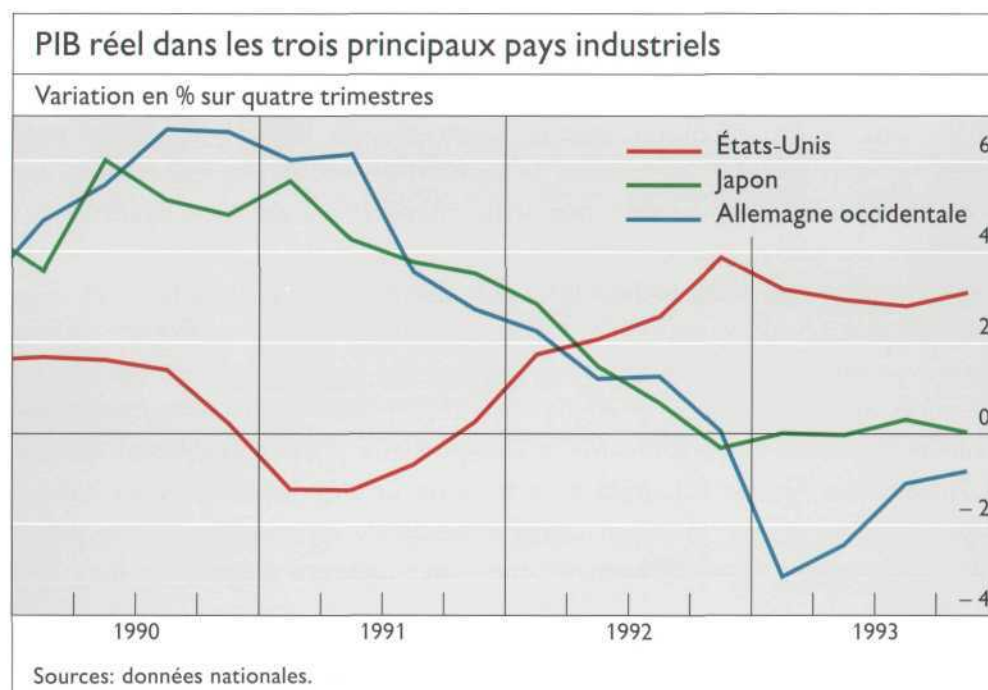
### *Désynchronisation du cycle économique*

La croissance de la production dans les pays industriels en 1993, qui s'est située légèrement au-dessus de 1%, a été pour la troisième année consécutive très inférieure à son niveau potentiel. En outre, le cycle conjoncturel est resté caractérisé par une forte désynchronisation (graph. ci-dessous). Près de la moitié des pays ont enregistré une croissance négative et, phénomène qui fait ressortir la faiblesse de la reprise, seuls quelques-uns ont réussi à réduire l'écart entre production effective et potentielle. En conséquence, le nombre des chômeurs a dépassé 33 millions, dont plus de la moitié en Europe.

L'économie des États-Unis, qui avait été l'une des premières à entrer en récession, a continué de tirer la reprise grâce au niveau peu élevé des taux d'intérêt, à l'assainissement des bilans dans le secteur privé et aux gains de compétitivité dans plusieurs industries clés à la suite de la restructuration et

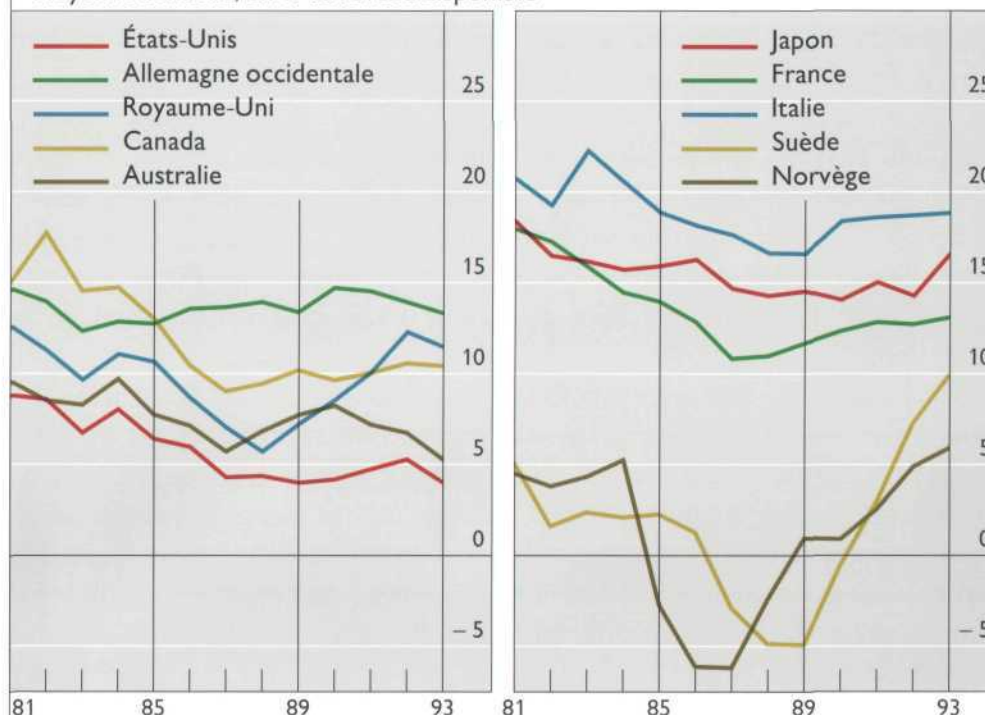
Croissance inférieure au potentiel...

... malgré la reprise aux États-Unis



## Épargne des ménages dans certains pays\*

Moyenne annuelle, en % du revenu disponible



\* Pour la France, l'Italie et le Royaume-Uni, épargne brute; pour les autres pays, épargne nette. Les chiffres de 1993 sont en partie estimés.

Sources: OCDE, *Perspectives économiques* et données nationales.

Sous-emploi  
croissant des  
capacités au  
Japon...

... et en  
Allemagne

de la réduction des coûts. Le renforcement de la demande intérieure aux États-Unis a apporté une contribution de 1½–2% à la hausse du PIB des pays industriels, ce qui a constitué le principal élément, et de loin, de la croissance globale l'an dernier. Au Japon, en revanche, la demande intérieure est restée atone et le sous-emploi des capacités s'est encore aggravé. La forte augmentation des dépenses publiques et des transferts sur une période de dix-huit mois (voir p. 38) et le repli des taux d'intérêt n'ont pas suffi à compenser la faiblesse profonde et toujours plus marquée de la dépense privée, due en partie au fait que, à l'inverse des États-Unis, le processus de rééquilibrage des bilans est loin d'y être achevé. En outre, les effets dépressifs de l'appréciation du yen sur le secteur des exportations se sont fait sentir très rapidement, alors que les importants gains dans les termes de l'échange n'ont pas entraîné de progression correspondante de la consommation. La sous-utilisation des capacités s'est aussi amplifiée en Allemagne occidentale, sans atteindre toutefois le niveau des récessions antérieures. En revanche, dans l'Est du pays, l'accroissement de la production s'est accéléré au cours de l'année, poussé par les dépenses de construction, les achats de biens d'équipement et les services; on y voit aussi apparaître les premiers signes d'une croissance endogène ou autonome, même si les transferts en provenance de la partie occidentale restent très élevés.

En dehors des États-Unis, la reprise s'est manifestée dans plusieurs pays qui étaient entrés en récession relativement tôt. Dans le cas du



Canada, la croissance des exportations nettes a joué un rôle important, grâce à la vigueur de l'économie américaine. Sur un plan plus général, cependant, le redémarrage de l'activité peut s'expliquer par un regain de confiance des ménages et des entreprises, particulièrement marqué vers la fin de l'année, sous les effets conjugués de faibles taux d'intérêt et de l'amélioration de la situation financière de ces deux groupes d'agents. Tous les pays en phase initiale de reprise ont connu un repli du taux d'épargne des ménages, à l'inverse de ceux qui sont encore en récession (graph. p. 11), où la consommation des ménages est restée déprimée par la crainte du chômage et un manque général de confiance. En Allemagne, par contre, une diminution du taux d'épargne a empêché l'aggravation de la récession.

Regain de confiance des ménages et des entreprises ...

Le regain de confiance aux États-Unis s'est traduit par une augmentation des investissements et des achats de biens de consommation durables. En fait, la formation de capital fixe a été de loin la composante la plus dynamique de la demande globale. La vigueur des dépenses en biens de consommation durables souligne le renforcement de la situation financière des ménages dans leur ensemble. Il subsiste toutefois un élément préoccupant, à savoir le poids relativement élevé du service de la dette pour les ménages à revenu moyen, qui ont été les plus touchés par la stagnation des salaires réels (voir p. 26). Au Royaume-Uni, la reprise a été tirée par la consommation privée, alors que les investissements fixes privés restaient très inférieurs à leur maximum de 1989, malgré une forte baisse des paiements d'intérêts sur la dette et une hausse des bénéfices.

... stimulant les achats de biens de consommation durables dans certains pays ...

La faiblesse des investissements dans les pays d'Europe continentale et au Japon est moins surprenante, étant donné la poursuite de la récession. La contraction des dépenses en biens d'équipement professionnel au Japon, en Allemagne et en Italie a réduit la production globale de 1½–2%. La chute a été particulièrement brutale dans le cas du Japon, où les effets déjà provoqués par le surinvestissement et le déséquilibre des bilans ont été aggravés par la baisse des bénéfices dans un grand nombre de secteurs d'exportation après l'appréciation du yen. Les achats de biens de consommation durables, notamment d'automobiles, ont également été déprimés au Japon et dans la plupart des pays européens. L'investissement résidentiel, en revanche, s'est relativement bien comporté au Japon et en Allemagne, grâce, dans le premier cas, à des prêts à faibles taux d'intérêt et, dans le second, à une demande excédentaire provoquée par l'immigration.

... mais pas dans d'autres

Quant au marché de l'immobilier d'entreprise, il obéit à un cycle légèrement différent. Ainsi, l'activité de ce secteur a commencé à s'accroître aux États-Unis et au Royaume-Uni, mais pas encore au Canada et en Australie. L'an dernier, pour la première fois depuis 1987, le produit financier total de l'immobilier d'entreprise aux États-Unis a été positif. Au Japon, par contre, les prix ont continué de baisser, pour Tokyo de près de 40% par rapport à leur maximum; comme l'immobilier entre pour un quart environ dans les portefeuilles de crédits des banques, le marasme persistant dans ce secteur a contribué à un accroissement notable des créances non productives et rendu les banques encore plus prudentes dans leur politique de prêt.

Début de reprise sur les marchés de l'immobilier d'entreprise

# Position conjoncturelle relative et effets de change

Facteurs agissant sur la croissance des exportations nettes

Les forces conjoncturelles ont également influencé l'évolution des exportations nettes (tab. ci-dessous). En général, dans les pays en position conjoncturelle relativement faible, le commerce extérieur a représenté un facteur positif, surtout s'ils avaient aussi connu une forte dépréciation réelle de leur cours de change. Pour plusieurs d'entre eux, il a constitué la seule source de croissance. En Italie et en Finlande, par exemple, la hausse des exportations nettes a contribué pour 4½% au PIB, en Suède et en Espagne pour 3%. Par contre, en Turquie, l'impulsion donnée par la demande intérieure a été entièrement «perdue» à cause de l'appréciation réelle de la monnaie et de la détérioration de la balance commerciale.

Pays industriels: PIB réel, demande intérieure et exportations nettes <sup>1</sup>									
Pays et groupe de pays	PIB réel			Demande intérieure			Exportations nettes <sup>2</sup>		
	1981-91	1992	1993	1981-91	1992	1993	1981-91	1992	1993
	variation annuelle, en %								
États-Unis	2,4	2,6	3,0	2,5	2,9	3,9	-0,1	-0,3	-0,9
Japon	4,2	1,2	0,1	4,2	0,4	0,3	0,1	1,0	-0,3
Allemagne	2,7 <sup>3</sup>	2,1	-1,2	2,4 <sup>3</sup>	2,7	-1,4	0,5 <sup>3</sup>	-0,6	0,2
France	2,3	1,2	-0,9	2,5	0,2	-1,9	-0,3	1,0	1,0
Italie	2,3	0,7	-0,7	2,6	0,8	-5,0	-0,4	-0,1	4,6
Royaume-Uni	2,6	-0,6	1,9	3,0	0,4	2,0	-0,4	-0,9	-0,2
Canada	2,4	0,7	2,4	2,5	0,0	1,8	-0,2	0,8	0,5
Groupe des Sept	2,8	1,7	1,2	2,9	1,6	1,1	-0,1	0,1	0,1
Australie	2,8	2,1	3,4	2,1	2,8	2,5	0,5	-0,3	0,5
Autriche	2,5	1,5	-0,3	2,5	1,7	0,6	-0,1	-0,1	-0,9
Belgique	2,2	1,4	-1,3	2,2	2,5	-2,2	0,0	-1,1	1,0
Danemark	2,3	1,2	1,2	1,7	-0,6	0,4	0,7	1,8	0,8
Espagne	3,2	0,8	-1,0	4,0	1,1	-3,6	-1,0	-0,4	2,8
Finlande	2,3	-3,8	-2,6	2,7	-5,9	-7,3	-0,5	2,1	4,5
Grèce	1,7	0,9	0,0	2,0	0,8	0,8	-1,1	0,0	-0,9
Irlande	3,6	4,6	2,5	1,2	-1,5	1,5	2,8	6,2	1,0
Israël	3,6	6,6	3,5	3,9	5,9	5,7	-1,1	-0,4	-3,2
Norvège	2,6	3,4	2,3	1,2	1,9	2,3	1,4	1,8	-0,4
Nouvelle-Zélande	1,2 <sup>4</sup>	-0,3	4,9	1,2 <sup>4</sup>	3,1	6,4	-0,2 <sup>4</sup>	-3,6	-2,0
Pays-Bas	2,2	1,4	0,2	2,2	1,4	-0,4	0,3	0,1	0,5
Portugal	2,8	1,1	-0,5	2,9	3,7	-0,9	-0,7	-3,2	0,5
Suède	1,8	-1,9	-2,1	1,9	-2,2	-4,9	0,0	0,3	2,8
Suisse	1,9	-0,1	-0,6	2,4	-3,0	-1,4	-0,5	3,2	0,8
Turquie <sup>5</sup>	5,0	6,4	7,2	4,5	8,2	16,0	0,2	-1,9	-9,2
Autres pays industriels	2,6	1,0	0,2	2,6	0,8	-0,7	-0,2	0,3	0,9
Ensemble des pays industriels	2,8	1,6	1,1	2,9	1,5	0,8	-0,1	0,1	0,2

<sup>1</sup> Les composantes de la demande excluent en général l'écart statistique; les chiffres de 1993 sont en partie provisoires ou estimés. <sup>2</sup> Contribution à la croissance du PIB, en points de %. <sup>3</sup> Allemagne occidentale uniquement. <sup>4</sup> Exercice budgétaire commençant le 1<sup>er</sup> avril. <sup>5</sup> PNB.

Sources: données nationales.



Dans d'autres cas, les mouvements de change et la situation conjoncturelle relative ont orienté les exportations nettes de façon opposée. Ainsi le Japon, malgré la conjoncture comparativement faible, a subi un recul de ses exportations nettes par suite de la vive appréciation réelle du yen. À l'inverse le Canada, bien que plus avancé dans la voie de la reprise, a connu une croissance positive de ses exportations nettes, due à un cours de change réel favorable et à une demande intérieure relativement déprimée par rapport à celle de son principal partenaire commercial. Parmi les pays plus petits, l'Australie a bénéficié de sa proximité avec le marché asiatique en forte expansion et l'Irlande, comme le Canada, d'une situation conjoncturelle relativement moins bonne que celle de leur premier partenaire commercial. Dans le cas de l'Autriche, en revanche, l'augmentation de la demande intérieure, bien que modérée, a dépassé celle des pays voisins.

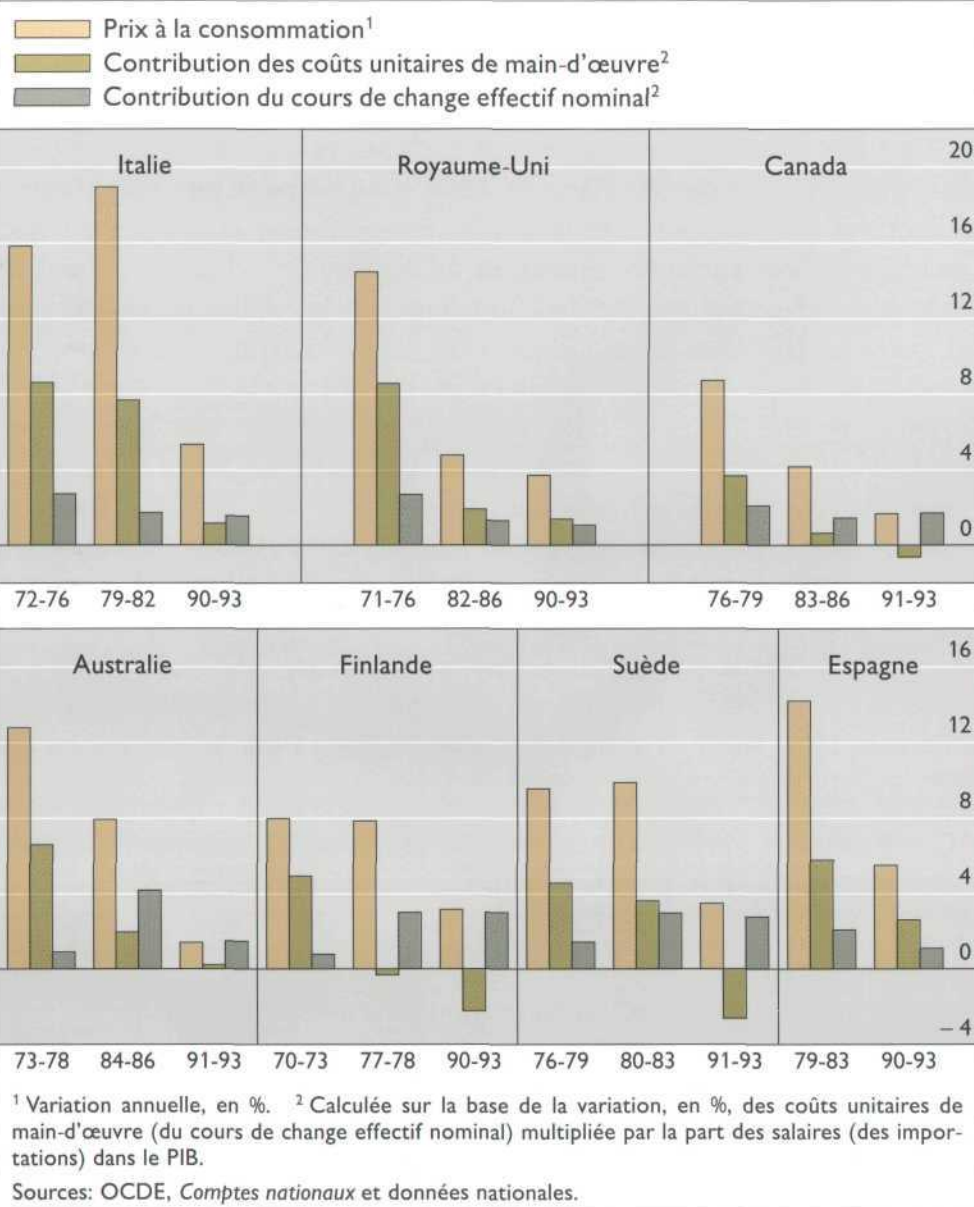
#### *Nouveaux progrès dans la lutte contre l'inflation*

La hausse moyenne des prix à la consommation dans les pays industriels est tombée à 3% seulement l'an dernier, son taux le plus bas depuis la chute

Hausse des prix à la consommation								
Pays	1982-90	1991	1992	1993				1994
				Mars	Juin	Sept.	Déc.	Mars
	variation annuelle en %, sur la base des chiffres de fin de période <sup>1</sup>							
États-Unis	4,0	3,1	2,9	3,1	3,0	2,7	2,7	2,5
Japon	1,7	2,7	1,2	1,2	0,9	1,5	1,0	1,3
Allemagne	1,7 <sup>2</sup>	6,1	3,6	4,7	4,7	4,5	4,3	3,2
France	4,4	3,1	1,9	2,2 <sup>3</sup>	1,9	2,3	2,1	1,5
Italie	7,2	6,0	4,6	4,3	4,2	4,2	4,0	4,2
Royaume-Uni	5,8	4,5	2,6	1,9	1,2	1,8	1,9	2,3
Canada	4,4	3,8	2,1	1,9	1,6	1,9	1,7	0,2
Australie	7,3	1,5	0,2	1,2	1,9	2,2	2,0	1,4
Autriche	2,8	3,1	4,2	3,9	3,6	3,4	3,5	3,1
Belgique	3,4	2,8	2,4	2,9	2,4	2,8	2,7	2,3
Danemark	4,4	2,3	1,5	1,1	0,9	1,2	1,5	1,7
Espagne	7,7	5,5	5,3	4,0	4,9	4,3	4,9	5,0
Finlande	5,5	4,2	2,3	2,7 <sup>3</sup>	2,0	1,7	1,6	0,4
Grèce	18,4	18,0	14,4	16,4	15,8	12,8	12,1	10,2
Irlande	4,7	3,6	2,3	1,9	0,9	1,4	1,5	1,7
Israël	78,8	18,0	9,4	10,8	11,2	10,4	11,3	9,6
Norvège	6,1	2,9	2,2	2,5	2,3	2,2	1,8	1,0
Nouvelle-Zélande	9,0	1,0	1,3	1,0	1,3	1,5	1,4	1,3
Pays-Bas	1,5	3,7	2,3	2,5	2,3	2,8	2,6	2,9
Portugal	15,8	9,2	8,4	7,3	5,6	6,0	6,4	6,0
Suède	6,8	8,1	2,0	4,9	4,8	4,2	4,1	1,8
Suisse	2,8	5,2	3,4	3,6	3,1	3,4	2,5	1,3
Turquie	50,5	71,1	66,0	58,0	67,2	68,2	71,1	73,6
Moyenne <sup>4</sup>	4,3	4,2	3,1	3,2	3,1	3,1	3,0	2,8

<sup>1</sup> Chiffres trimestriels pour l'Australie, l'Irlande et la Nouvelle-Zélande. <sup>2</sup> Allemagne occidentale uniquement. <sup>3</sup> Nouvel indice. <sup>4</sup> Moyenne pondérée sur la base de la consommation aux prix et cours de change de 1991.

# Contribution, par facteur, à l'évolution des prix à la consommation, pour certaines périodes et certains pays



Taux d'inflation faibles et convergents ...

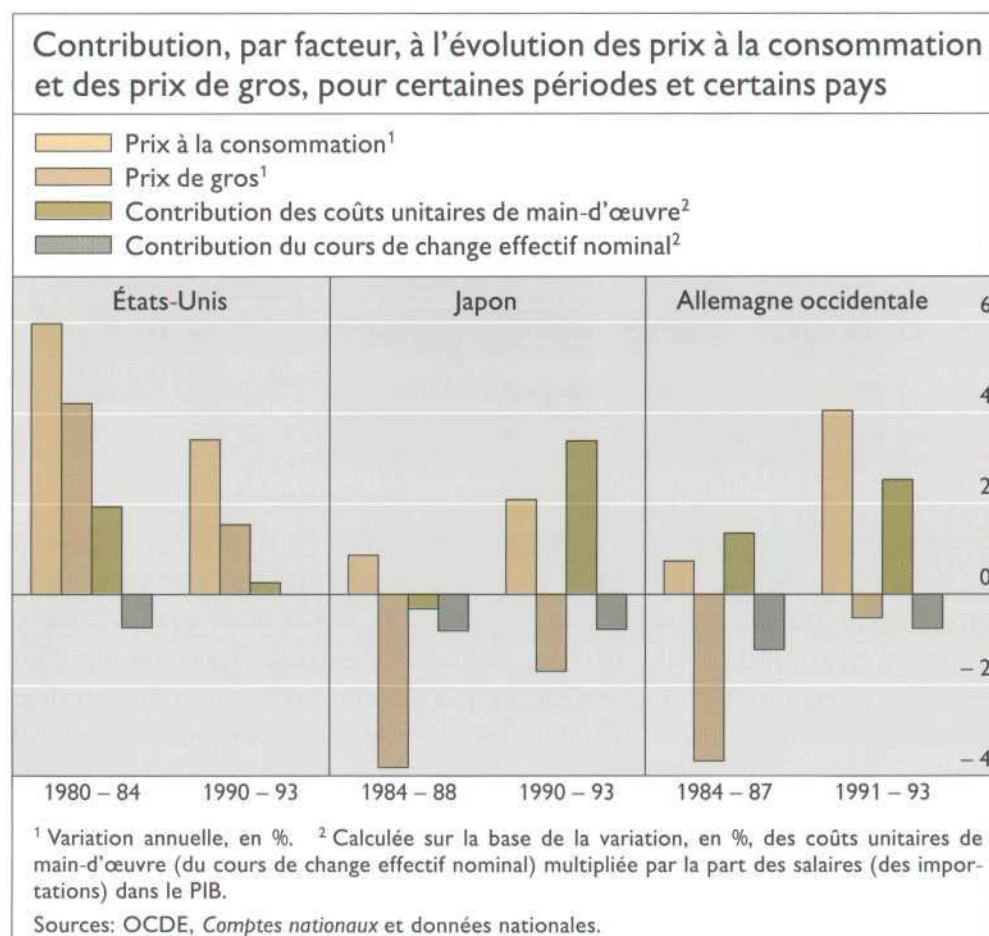
des prix du pétrole en 1986 (tab. ci-contre). De surcroît, on a assisté à une accentuation de la convergence des taux d'inflation dans les pays du Groupe des Dix, tendance qui s'est encore renforcée en 1993 et au début de l'année en cours. Malgré la récession et le ralentissement marqué de la progression des salaires nominaux et des coûts unitaires de main-d'œuvre, le taux d'inflation de l'Allemagne est resté supérieur à la moyenne des pays industriels, phénomène dû principalement à l'évolution des prix des services et des tarifs publics. Toutefois, après les accords signés récemment dans les secteurs-pilotes, qui impliquent une croissance négative des rémunérations réelles et qui, en assouplissant les horaires de travail, permettront aux entreprises de mieux réduire leurs coûts, on estime en général que la hausse des prix va continuer de se ralentir cette année, même si l'on prend en compte l'effet du relèvement des impôts indirects.

Une autre caractéristique notable du comportement de l'inflation réside dans la convergence des taux, et ce malgré d'amples divergences des cours de change effectifs nominaux. La hausse des prix à la consommation, en particulier, a continué de diminuer dans les pays qui connaissent depuis deux ou trois ans une dépréciation sensible de leur monnaie, ce qui amène à se demander si la transmission des variations de change aux prix de détail ne s'est pas modifiée par rapport aux périodes précédentes. Le graphique de la page 15 tente de faire l'état de cette question pour sept pays. Dans la plupart des cas, la hausse des prix à la consommation est nettement inférieure à celle des périodes antérieures de dépréciation. Toutefois, l'explication est à rechercher surtout dans le ralentissement simultané et prononcé de l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre, puisque dans plusieurs pays (Italie, Canada, Finlande et Suède) la contribution estimée de la variation de change pendant les années 90 est semblable à celle d'autres époques où l'inflation était beaucoup plus élevée. Les coûts unitaires de main-d'œuvre ont même baissé dans trois de ces pays durant la dépréciation du change, grâce à la progression plus lente des salaires nominaux, à la diminution des cotisations patronales de sécurité sociale et à d'importants gains de productivité à caractère exceptionnel.

... malgré de fortes variations de change

Par ailleurs, la part relative des coûts unitaires de main-d'œuvre et des cours de change dans la hausse des prix à la consommation a été très différente pour les trois principales économies, qui ont toutes connu une

Inflation dans les trois principales économies





appréciation de leur monnaie en termes effectifs pendant les années 90 (graph. ci-contre). Ainsi, au Japon, la tradition d'emploi à vie, dans un contexte de stagnation de la production, a entraîné une nette accélération de l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre; même si l'on prend en compte l'effet de change dont bénéficient les industries travaillant essentiellement pour le marché intérieur, on voit que les marges bénéficiaires se sont effritées. En Allemagne, l'explication de la forte progression des prix à la consommation par rapport à la période d'appréciation précédente est à chercher surtout dans les services et les tarifs publics puisque, dans le même temps, les secteurs concurrentiels voyaient leurs marges bénéficiaires rognées. Aux États-Unis enfin, l'évolution ressemble plus à celle des pays qui ont enregistré une dépréciation de leur monnaie, dans la mesure où les coûts unitaires de main-d'œuvre ont diminué, ce qui a accentué les effets des mouvements de change.

### Le problème d'un chômage élevé et persistant

Plus de 33 millions de  
chômeurs...

Étant donné que, de l'avis général, la croissance de la production devrait reprendre cette année et l'inflation se maintenir à un faible niveau, le problème le plus grave qui se pose aux responsables des pays de l'OCDE est celui du chômage. L'an dernier, plus de 33 millions de travailleurs, soit 8,2% de la population active, étaient «activement» à la recherche d'un emploi et, d'ici la fin de 1994, le chômage devrait toucher 35 millions de personnes, soit un taux de 8½%. Compte tenu des chômeurs qui sont sortis de la population active à cause de leur faible chance de trouver un emploi («travailleurs découragés») et des personnes occupées, faute de mieux, à temps partiel, le taux global a peut-être atteint 12½% en 1993, la différence de 4 points étant due pour beaucoup au Japon. On pourrait même arriver à des chiffres encore plus élevés et plus inquiétants, si l'on prenait en compte les personnes qui ne figurent pas dans les statistiques officielles du chômage parce qu'elles bénéficient d'un programme public de formation, d'un emploi subventionné ou d'une mise en préretraite. Pour les pays de l'OCDE, le nombre moyen de personnes ainsi concernées représente au moins 2-3% de la population active, mais dans certains pays, surtout en Europe, le nombre des travailleurs couverts par des mesures spécifiques en faveur du marché du travail au début des années 90 équivalait à 50-75% des chômeurs recensés.

...dont beaucoup  
en chômage de  
longue durée...

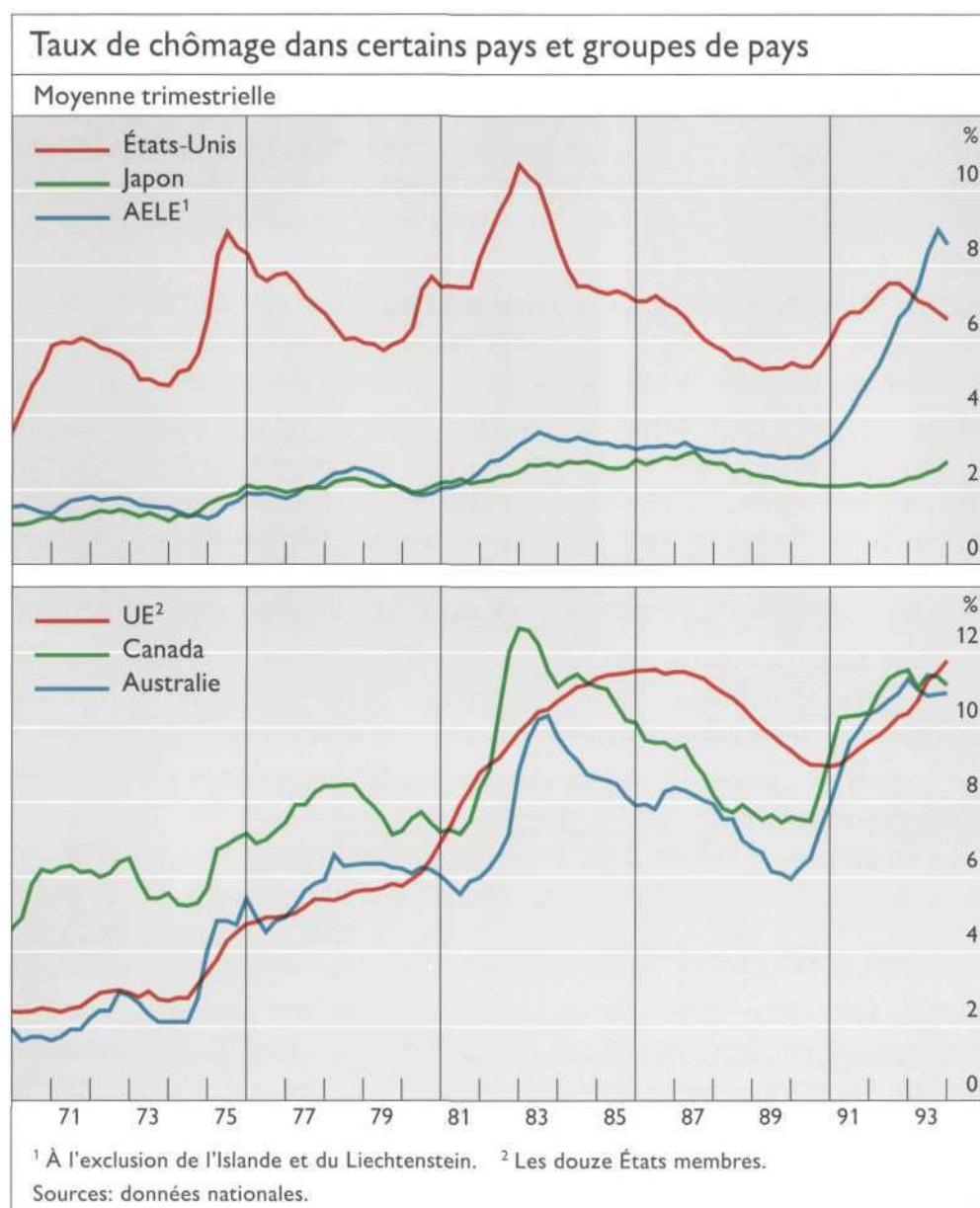
Le chômage devient donc progressivement le problème social dominant des pays industriels. Dans plusieurs économies d'Europe continentale (tab. p. 27), la moitié environ des chômeurs sont inoccupés depuis au moins douze mois, ce qui laisse entendre qu'ils sont «exclus» du marché du travail, soit parce qu'ils ont perdu les qualifications souhaitées par les employeurs, soit que, par découragement, ils aient cessé de rechercher un emploi. En outre, contrairement à la situation du début des années 80, le chômage frappe de plus en plus les travailleurs de sexe masculin appartenant à la tranche d'âge la plus active (25 à 44 ans). Les femmes ont moins de mal à trouver un emploi dans le secteur des services, même si, dans bien

des cas, elles doivent se contenter d'un poste à temps partiel. Si le taux de chômage des jeunes est resté supérieur au taux moyen, sauf pour les pays qui pratiquent un système d'apprentissage (voir p. 28), il a diminué lorsque des mesures spécifiques en faveur de l'emploi et de la formation ont été prises. Dans d'autres, notamment la France et la majeure partie de l'Europe méridionale, le chômage des jeunes demeure de l'ordre de 25%, alors même qu'un grand nombre d'entre eux, désespérant de trouver du travail, ont disparu des statistiques de la population active.

... et un grand nombre de jeunes

#### Différences entre pays quant au niveau et au mode d'ajustement du chômage

Si le chômage élevé est un problème grave dans la majeure partie du monde industrialisé, son niveau et son évolution dans le temps diffèrent notablement d'un pays à l'autre (graph. ci-dessous). Aux États-Unis, le chômage est très sensible aux variations de la production, en partie à cause des possibilités de licenciement temporaire. Ainsi, il a atteint près de 11% pendant la





récession du début des années 80, mais est retombé à 5% environ au cours de la reprise qui a suivi et reste depuis nettement inférieur à la moyenne des pays de l'Union européenne.

Chômage  
modéré au  
Japon ...

Au Japon, et de façon analogue en Europe, les licenciements temporaires sont à peu près inconnus et les fluctuations passagères de la production sont fréquemment absorbées par une réduction des horaires de travail, financée en partie dans certains pays par une aide publique. Ainsi, le taux de chômage moyen au Japon s'est maintenu entre 2 et 3% au cours des dix dernières années, bien que la croissance du PIB ait été aussi irrégulière que celle des États-Unis. Dans les pays de l'AELE, il a suivi un schéma très semblable à celui du Japon jusqu'à la fin des années 80, puis s'est fortement aggravé dans tous, sauf en Autriche. Cette hausse est due notamment à la profondeur de la récession, mais s'explique aussi dans certains pays par l'érosion progressive de la compétitivité internationale durant la majeure partie de la précédente décennie, époque où l'expansion de la demande intérieure maintenait le chômage effectif à un niveau trop bas pour pouvoir durer.

... obstinément  
élevé dans les  
pays de l'UE ...

C'est dans les pays de l'UE, au Canada et en Australie que le chômage pose le problème le plus grave. Premièrement, il y atteint des niveaux moyens supérieurs à ceux des États-Unis, du Japon et de la plupart des pays de l'AELE. Deuxièmement, il s'avère beaucoup plus *tenace*. À chaque point bas cyclique depuis le début des années 70, le chômage a augmenté régulièrement, du fait que, contrairement à ce qui s'est passé aux États-Unis, les reprises conjoncturelles ont été accompagnées de créations d'emplois assez réduites (tab. p. 21). En outre, sa *durée* moyenne est nettement plus longue en Europe que dans les autres pays, alors que la rotation des effectifs, calculée par les pertes et créations d'emplois, y est relativement faible. Aussi, de nombreux observateurs en sont venus à penser que, même si une reprise contribue à atténuer le marasme du marché du travail, le taux de chômage à partir duquel l'inflation réapparaît ne cesse de s'élever et se situe à présent à un niveau très supérieur à celui des années 70.

... et faibles  
taux d'emploi

Les mauvais résultats obtenus par l'Europe sur le marché du travail, par rapport à ceux des États-Unis et du Japon, ressortent également de la comparaison des *taux d'emploi* (graph. p. 21), définis comme le nombre de personnes occupant un emploi en pourcentage de la population en âge de travailler. Si ce taux a augmenté aux États-Unis et au Japon pendant les vingt-trois dernières années, il a diminué dans les pays de l'UE – tombant à un niveau inférieur de près de 20% à celui du Japon – ainsi que dans ceux de l'AELE. D'autre part, selon cette même mesure, l'évolution au Canada est semblable à celle des États-Unis, alors que le taux d'emploi en Australie a reculé, mais moins que dans les pays de l'UE.

#### *Causes possibles d'un chômage élevé et persistant*

C'est surtout dans les pays de l'UE que se pose le problème d'un chômage élevé et persistant. Or, la croissance de la population active ne semble pas y être la cause essentielle de la montée du chômage. La responsabilité en



incomberait plutôt au manque de souplesse des marchés du travail face à l'évolution des conditions économiques. On ne sait pas encore très bien pourquoi la réaction de ces marchés est si molle ni, par conséquent, pourquoi le problème est si grave dans les pays de l'UE, mais il apparaît que les rigidités salariales et certains facteurs institutionnels jouent un rôle important.

#### *Offre de main-d'œuvre et création d'emplois*

Le tableau ci-dessous fait ressortir une expansion de la population active plus lente dans les années 1982–93 que pendant la période précédente, sauf pour le Japon et l'Australie. Ces deux pays ont connu une augmentation due à la montée du taux d'activité, alors qu'aux États-Unis et au Canada le ralentissement résulte principalement de facteurs démographiques. Pour l'Europe également, on peut attribuer la décélération à des facteurs démographiques, même si l'on constate aussi une baisse du taux d'activité dans quelques pays, certains travailleurs s'étant retirés de la population active par manque de perspectives ou pour profiter de mesures de préretraite. On ne peut donc pas expliquer le problème du chômage en Europe par l'évolution de l'offre de main-d'œuvre, mais plutôt par l'absence de création d'emplois.

Tassement de l'augmentation de l'offre de main-d'œuvre

Ce faible taux de création d'emplois est d'ailleurs un mal quasi endémique en Europe (graph. p. 22): depuis 1970, l'emploi n'a progressé que de 5½% dans les pays de l'UE et de moins de 10% dans ceux de l'AELE, contre 50% ou davantage aux États-Unis et au Canada. On ne peut l'expliquer simplement par une croissance insuffisante de la production, puisque le PIB a enregistré dans l'UE une progression aussi rapide qu'aux États-Unis, même si elle est moindre qu'au Japon, en Australie et au Canada. Mais l'augmentation de la production y a été beaucoup moins génératrice d'emplois qu'aux États-Unis (tab. ci-contre). L'intensité travail de la croissance est aussi relativement modeste au Japon, alors qu'au Canada et en Australie elle est plus proche du taux américain. Certes, un faible taux de création d'emplois par

Faible taux de création d'emplois en Europe

Variation de l'offre de main-d'œuvre et de la population en âge de travailler				
Pays et groupe de pays	1970–82		1982–93	
	Offre de main-d'œuvre	Population en âge de travailler	Offre de main-d'œuvre	Population en âge de travailler
	variation annuelle, en %			
États-Unis	2,3	1,6	1,3	0,8
Japon	0,9	0,9	1,1	0,8
UE*	0,7	0,8	0,5	0,7
Canada	2,9	2,0	1,4	1,0
Australie	1,9	1,9	2,0	1,6
AELE	0,9	0,5	0,4	0,6
* À l'exclusion de l'Allemagne orientale.				
Sources: OCDE, <i>Statistiques de la population active</i> et estimations BRI.				

Variation du PIB réel et de l'emploi					
Pays et groupe de pays	Période <sup>1</sup>	Variation cumulée du PIB	Variation cumulée de l'emploi	Ratio <sup>2</sup>	
				années 80	1970-93
États-Unis	1982-90	30,0	18,5	0,60	0,65
Japon	1984-91	36,0	10,5	0,30	0,20
AELE	1984-90	17,5	5,5	0,30	0,15
Australie	1983-90	30,5	24,5	0,80	0,40
Canada	1982-90	32,5	18,5	0,55	0,50
UE	1983-91	25,0	8,5	0,35	0,07
Allemagne occidentale	1983-91	29,5	10,0	0,35	0,06
France	1984-91	19,0	3,5	0,20	0,06
Italie	1982-91	25,0	5,0	0,20	0,07
Espagne	1986-91	23,5	15,0	0,65	-0,05
Royaume-Uni	1983-90	25,0	14,0	0,55	0,02

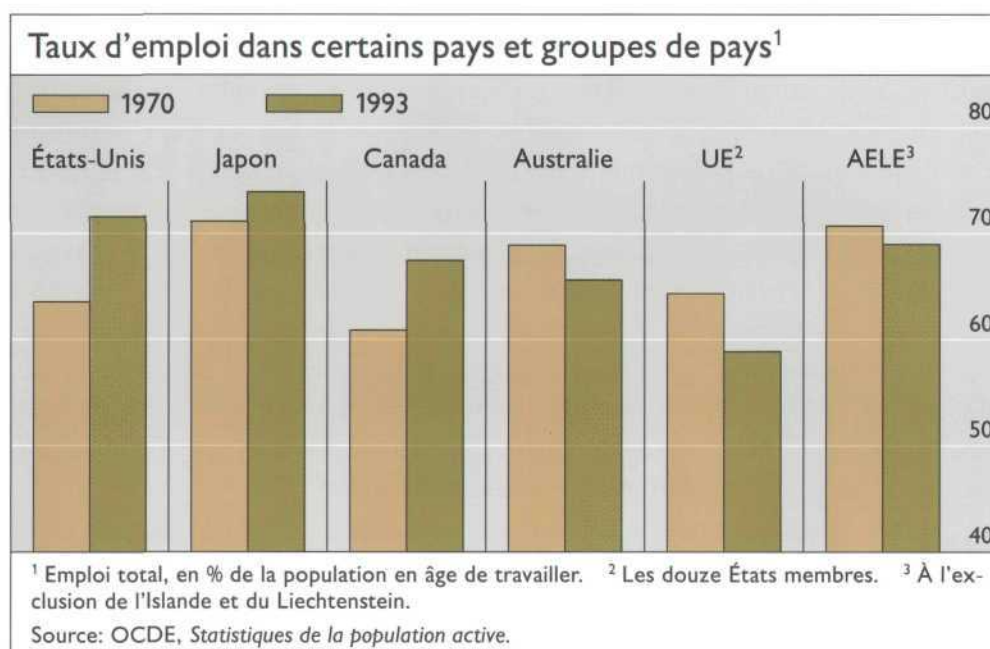
<sup>1</sup> Années au cours desquelles la croissance de l'emploi a été positive; pour le Japon, le choix des première et dernière années est basé sur la variation de la croissance de l'emploi. <sup>2</sup> Ratio de la variation cumulée de l'emploi par rapport à la variation cumulée du PIB pour la période retenue et pour 1970-93.

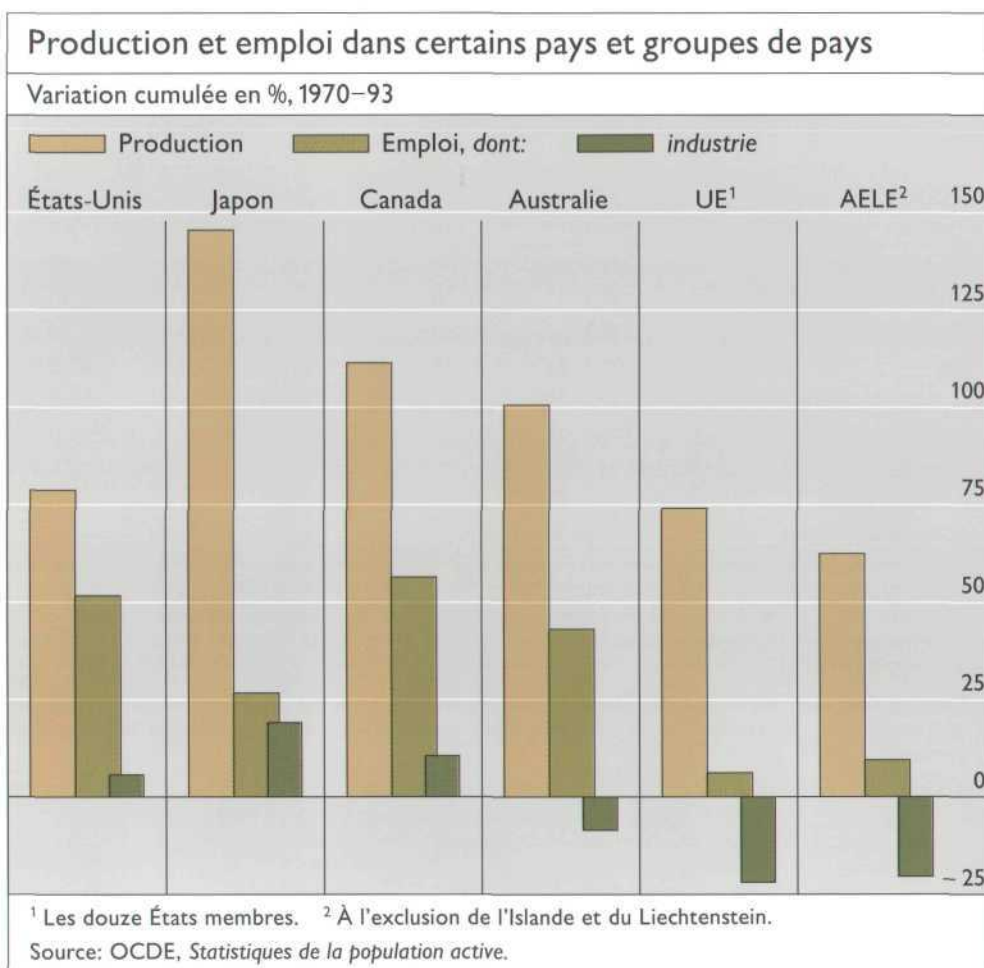
Par régression de la variation de l'emploi sur celle du PIB pour les États-Unis et l'UE, et après correction des changements structurels entre les années 70 et 80, on a obtenu les résultats suivants:

	1970-81		1982-93	
	Ordonnée à l'origine	Élasticité	Ordonnée à l'origine	Élasticité
États-Unis	-0,00	0,85	-0,60	0,85
UE	-0,70	0,30	-1,35	0,85

Sources: OCDE, *Comptes nationaux* et *Statistiques de la population active*.

unité d'expansion de la production implique des gains substantiels, et souhaitables, de productivité du travail. Cependant, si l'on veut en tirer tout le bénéfice, encore faut-il trouver le moyen d'employer utilement la main-d'œuvre ainsi économisée.





### Réaction des salaires nominaux et réels aux changements exogènes

De toute façon, le problème actuel du chômage en Europe n'apparaît pas dû à une *variation* de l'intensité travail de la croissance, puisque celle-ci non seulement n'a pas diminué, mais s'est même accrue ces dernières années (voir note du tableau p. 21). Il tient plus probablement, en particulier en ce qui concerne son *augmentation* au début des années 80, aux salaires réels et au comportement des marchés du travail européens face aux changements exogènes. Le tableau de la page 24 examine la réaction du chômage à deux de ces éléments: la baisse de l'inflation, dictée par la nécessité de renforcer la stabilité à moyen terme, et la variation des termes de l'échange. Il fournit des mesures relativement approximatives de la réaction du marché du travail, notamment pour les pays nordiques de l'AELE pendant les années 90, époque où le principal objectif des autorités consistait à corriger les déséquilibres qui s'étaient aggravés au cours de la décennie précédente; en outre, la période d'amélioration des termes de l'échange avait pris fin et les chocs extérieurs sous forme de baisse des exportations pesaient lourd sur l'évolution du marché du travail.

Néanmoins, le tableau fait clairement apparaître que la lenteur de la réaction des marchés du travail représente un élément essentiel du problème du chômage en Europe, comme d'ailleurs au Canada et en Australie. En effet, le degré de désinflation et la rigueur des mesures prises dans le

Chômage élevé et croissant pendant les années 80 ...



... par suite de la rigidité des salaires réels ...

cadre de cette politique en Europe n'étaient pas sensiblement plus accentués qu'en Amérique du Nord. En outre, les pays européens jouissaient de gains de termes de l'échange nettement supérieurs à ceux des États-Unis, du Canada et de l'Australie, même s'ils étaient inférieurs à ceux du Japon. Le tableau n'analyse pas les raisons de cette inertie des marchés du travail, mais de multiples indices donnent à penser que les travailleurs des pays de l'UE sont beaucoup plus attachés à un objectif de salaire réel que ceux du Japon et des pays de l'AELE, le comportement des travailleurs des États-Unis, du Canada et de l'Australie se trouvant à un niveau intermédiaire. En conséquence, la rigidité des salaires réels, dans une situation qui exige des ajustements, constitue probablement la cause la plus importante de la hausse du chômage dans l'UE pendant les années 80. Quoi qu'il en soit, il est essentiel de se donner les moyens de réduire cette rigidité des salaires réels si l'on veut éviter une nouvelle détérioration, d'autant plus que le mouvement est bien plus difficile à inverser dans les pays de l'UE qu'ailleurs.

#### *Gravité du problème du chômage dans l'Union européenne*

... et de l'absence de création d'emplois durant la reprise conjoncturelle

La seconde moitié des années 80 a été une période de reprise conjoncturelle et de baisse du chômage dans les pays de l'OCDE. Toutefois, le retour aux niveaux de chômage plus bas qui prévalaient antérieurement s'est fait de manière très différente selon les pays. Aux États-Unis, au Canada et en Australie, le taux de reconstitution a été de 100% ou même davantage et, au Japon, les deux tiers environ des emplois perdus ont été remplacés. En revanche, dans les pays d'Europe, la période de remontée de la production a été beaucoup plus courte et le taux de reconstitution des emplois inférieur à 50%. L'absence de création d'emplois a donc été particulièrement grave dans les pays de l'UE, puisque, au moment où l'activité a commencé à baisser au début des années 90, le taux de chômage était déjà supérieur de 3 points au niveau enregistré avant la récession précédente. En outre, même après le début de la reprise, plus de la moitié des chômeurs étaient sans emploi depuis au moins douze mois, soit une proportion à peine inférieure à celle de 1986, lorsque le chômage était à son maximum. En Amérique du Nord, par contre, la part du chômage de longue durée se situait au-dessous de 7% et, dans les pays de l'AELE, de 10%.

Risque de contraintes de capacités ...

*Pénurie de capital et part importante des salaires.* On est donc fondé à se demander si la reprise en Europe n'a pas été bloquée par des contraintes de capacités et/ou des coûts de main-d'œuvre trop élevés comparativement à la productivité du travail. En effet, la formation de capital fixe des entreprises au début des années 80 était insuffisante et l'orientation des investissements dans le sens des économies de main-d'œuvre constatée dans de nombreux pays a fait craindre que l'on ne puisse plus, faute des capacités de production nécessaires, retrouver les taux de chômage plus bas de la période antérieure. L'évolution du taux d'utilisation semblerait prouver l'existence de pénuries de capital, bien que, à en juger par les récentes modifications du prix relatif des facteurs, la capacité de production rentable soit peut-être plus élevée qu'on ne le supposait. Avant la dernière récession, trois des principaux pays de l'UE enregistraient un taux d'utilisation très

proche du maximum antérieur. En revanche, au Canada, en Australie et aux États-Unis, ce taux se situait à moins de 95%, même après une augmentation de la production deux fois plus forte qu'en Europe. En outre, les indicateurs relatifs aux investissements fixes des entreprises par secteur font apparaître un déplacement marqué de l'industrie vers les services, qui concorde avec la tendance générale au recul de la part de l'industrie dans le PIB global. Or, l'accroissement de l'investissement dans le secteur des services a été relativement modeste dans les pays de l'UE, ce qui témoigne d'une faible capacité à créer des emplois dans ce secteur et explique peut-être le repli tendanciel du rapport des emplois vacants au nombre de chômeurs. Comme le montre le graphique de la page 22, le poids de l'industrie dans l'emploi total a diminué dans la plupart des pays. Toutefois, alors que les États-Unis ont été en mesure de créer des postes de travail dans le secteur des services, les pays de l'UE n'ont pu faire de même, du moins pas à pareille échelle.

... notamment  
dans les services

Le graphique ci-contre illustre la question des coûts de main-d'œuvre, en montrant l'évolution de la part du travail dans le revenu. Le marché du travail des États-Unis est caractérisé par une répartition très stable du revenu des facteurs, alors que pour le Japon et les pays de l'UE la part des salaires a progressé au milieu des années 70 et après le second choc pétrolier, mais décliné depuis. Les pays de l'AELE ont enregistré une forte hausse de cette part au cours des années 70, peut-être à cause des politiques d'encouragement à l'emploi poursuivies à l'époque ainsi que des augmentations marquées des coûts salariaux indirects. Durant la récession actuelle, la part des rémunérations s'est réduite à mesure que la croissance des salaires réels s'atténuait et que la montée de la productivité était facilitée par la baisse de

Part du travail  
dans le revenu  
généralement  
stable ou en  
baisse

Désinflation et variation de l'emploi								
Pays et groupe de pays	Baisse du taux d'inflation <sup>1</sup>		Variation des termes de l'échange <sup>2</sup>		Hausse du chômage <sup>3</sup>		Coefficient de «sacrifice» <sup>4</sup>	
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)	(h)
États-Unis	7,3	1,9	-1,0	-0,4	0,6	1,3	0,10	0,70
Japon	4,6	1,2	-3,0	-1,0	0,6	0,2	0,15	0,15
UE <sup>5</sup>	8,7	2,0	-1,6	-0,3	4,0	1,6	0,45	0,75
Australie	4,8	7,0	0,8	1,5	1,9	1,7	0,40	0,25
Canada	8,4	3,8	2,0	0,8	3,2	2,7	0,40	0,70
AELE	5,1	3,6	-1,0	-0,2	0,7	3,2	0,15	0,90

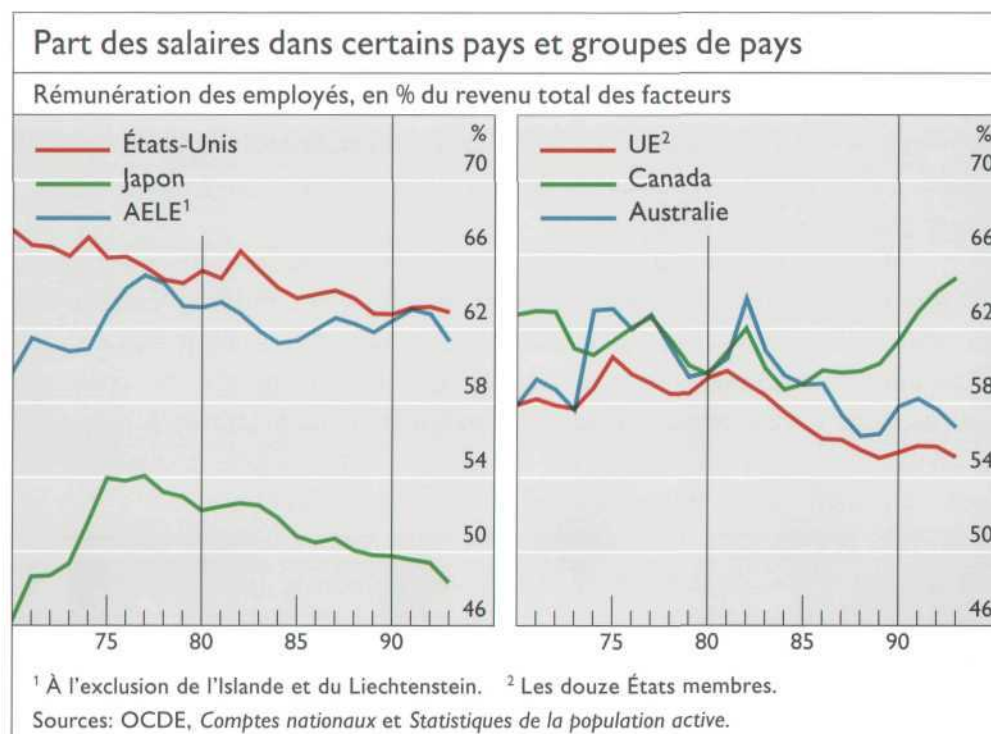
<sup>1</sup> Calculée à partir du déflateur du PIB pour les périodes suivantes:

	Colonne (a)	Colonne (b)
États-Unis et Canada	1981-86	1989-93
Japon et UE	1980-87	1990-93
Australie	1982-85	1988-93
AELE	1981-87	1990-93

<sup>2</sup> Variation (en %) du rapport du déflateur des importations à celui des exportations (ajustée par le ratio commerce extérieur/PIB) pendant la période de désinflation. <sup>3</sup> Augmentation annuelle cumulée du chômage (en %) pendant la période de désinflation. <sup>4</sup> Respectivement (e)/(a) et (f)/(b). <sup>5</sup> À l'exclusion de l'Allemagne orientale.

Source: OCDE, *Perspectives économiques*.





l'emploi. En revanche, au Canada et en Australie, la récession semble avoir élevé la proportion du travail dans le revenu. En Australie, pourtant, celle-ci est restée très inférieure aux niveaux antérieurs et a même diminué l'an dernier au moment où la reprise s'accélérait, alors qu'au Canada elle est à son plus haut depuis vingt-cinq ans.

À première vue, le graphique n'indique pas qu'une hausse excessive des coûts de main-d'œuvre ait été responsable de l'aggravation du chômage pendant les années 80, sauf peut-être au Canada. Un examen plus approfondi fait néanmoins ressortir les éléments suivants, qui plaident en faveur d'une telle influence:

- la diminution de la part des rémunérations pourrait être due à une modération de la croissance des salaires réels sous l'effet du chômage. En conséquence, si le taux de chômage baissait, on pourrait voir les salaires reprendre une part excessive du revenu, à moins que le comportement tendanciel des salaires réels n'ait changé. Or, sur ce point, l'analyse ne permet pas de conclure: d'une part, les études économétriques portant sur les salaires et les prix ne font apparaître aucune modification du comportement des salaires, sauf peut-être aux États-Unis. D'un autre côté, on peut supposer que l'intensification de la concurrence internationale et les changements institutionnels ont notablement modéré la progression des salaires, qui est devenue plus sensible à l'influence des forces du marché. Ainsi, les années 80 ont été marquées par une tendance générale à la décentralisation des négociations salariales, due en partie à la baisse de la syndicalisation et en partie au déplacement des emplois de l'industrie vers les services. La plupart des pays ont aboli l'indexation des salaires ou, comme la France, remplacé les systèmes basés sur l'évolution observée des prix par des ajustements salariaux axés sur le taux d'inflation anticipé, ce qui augmente la

Cependant, les coûts de main-d'œuvre sont peut-être trop élevés ...

... à moins que le comportement des salaires n'ait changé ...

capacité de réaction des salaires nominaux aux politiques de lutte contre l'inflation. Un autre changement marquant, surtout aux États-Unis et au Royaume-Uni, est le repli du taux de syndicalisation provoqué par le déplacement des emplois vers les secteurs peu syndicalisés, le recul du recrutement syndical dans les «forteresses» traditionnelles et les mesures prises pour limiter le pouvoir des syndicats;

– bien qu'apparemment la demande de main-d'œuvre des entreprises ne doive pas se modifier tant que la progression des salaires réels et des coûts de main-d'œuvre suit celle de la productivité du travail, le lien de causalité peut fonctionner en sens inverse. En effet, la hausse du coût des salaires réels en Europe a pu pousser les entreprises à accroître leur productivité par des licenciements ou des investissements plus capitalistiques, tandis qu'aux États-Unis ce sont apparemment les employés qui ont tempéré leurs prétentions par suite du ralentissement général de la productivité. Le graphique de la page 22 révèle une différence frappante entre les pays de l'UE et les États-Unis en ce qui concerne la capacité à créer des emplois. À cela «correspond» une différence non moins frappante dans l'évolution des salaires réels, qui sont pratiquement inchangés depuis trente ans aux États-Unis, alors qu'ils ont augmenté en moyenne de 2% environ dans les pays de l'UE;

– étant donné l'internationalisation croissante des investissements directs et la concurrence de plus en plus vive que subissent les pays industriels de la part des pays en développement et des nations en transition d'Europe orientale, où les coûts sont plus bas, il faut également tenir compte de l'évolution à cet égard dans les autres parties du monde pour calculer les variations «justifiées» des salaires réels. En Australie et en Amérique du Nord, la pression de la concurrence, venant respectivement des pays d'Asie du Sud-Est et du Mexique, a probablement contribué à la hausse récente du chômage, notamment dans les industries utilisant une forte proportion de travailleurs non qualifiés. En Europe, les coûts unitaires de main-d'œuvre sont nettement supérieurs à ceux des nouvelles économies industrialisées (NEI), mais le commerce avec ces pays ne représente encore qu'une fraction de la demande totale. Cependant, depuis 1980 la part des pays de l'UE dans les échanges mondiaux de produits manufacturés hors d'Europe est tombée de 22% à 17½%. En outre, la libéralisation du commerce avec l'Europe orientale pourrait avoir des conséquences, à l'avenir, pour les niveaux de salaires dans des secteurs comme la sidérurgie et le textile, même si, selon toute vraisemblance, cette évolution ne se fait au début que sous forme de changements assez mineurs.

*Coût élevé de l'embauche et du licenciement.* Ce facteur joue certainement un rôle dans la persistance du chômage et la forte proportion de chômeurs de longue durée dans les pays de l'UE (tab. ci-contre). Quand les indemnités de licenciement correspondent à plusieurs mois de salaires, que les délais de préavis sont importants ou que les licenciements font l'objet de procédures longues et délicates, les entreprises hésitent à embaucher et ne le font que si la reprise est indiscutable. Comme le montre le tableau de la page 21, le lien entre les variations de l'emploi et celles de la production

... ou que les salaires réels ne s'ajustent à l'évolution de la productivité ...

... et à la concurrence internationale

Effets sur l'emploi du coût élevé des licenciements ...



Chômage de longue durée,* pour certaines années et certains pays					
Pays et groupe de pays	1983	1985	1987	1989	1991
	en % du chômage total				
États-Unis	13,3	9,5	8,1	5,7	6,3
Japon	12,9	12,9	18,9	18,7	17,9
Canada	9,9	10,3	9,4	6,8	7,2
Australie	27,5	30,9	28,6	23,0	24,9
Finlande	19,8	21,1	19,0	6,9	9,1
Norvège	6,3	10,2	5,0	11,6	20,2
UE	46,0	54,6	53,5	53,0	46,4
Allemagne occidentale	39,3	47,9	48,2	49,0	45,5
France	42,2	46,8	45,5	43,9	37,2
Royaume-Uni	47,0	48,6	45,9	40,8	28,1
Belgique	66,3	69,8	74,9	76,3	61,6

\* Nombre de travailleurs sans emploi depuis un an ou plus.  
Source: OCDE, *Perspectives de l'emploi*.

est faible dans l'UE par comparaison avec l'Australie, les États-Unis et le Canada, phénomène dû surtout à la situation en Allemagne, en France et en Italie. On constate une relation encore plus ténue dans les pays de l'AELE, à cause généralement du coût élevé du licenciement dans certains pays du groupe, et au Japon en raison principalement du système d'emploi à vie appliqué par les grandes entreprises manufacturières. Les licenciements sont particulièrement coûteux et complexes en Espagne, ce qui a contribué à l'évolution défavorable de l'emploi en longue période; si, pendant les années 80, le rapport de la croissance de l'emploi à la croissance de la production a nettement progressé, ce phénomène s'explique en grande partie par l'augmentation des emplois féminins à temps partiel et, surtout, par une nouvelle réglementation autorisant le travail temporaire. En conséquence, à la fin de l'année dernière, plus de 30% des personnes employées travaillaient sous contrat temporaire.

*Poids des prélèvements et coût de l'État providence.* Dans beaucoup de pays européens, les cotisations sociales des employeurs ont été relevées pour financer les dépenses publiques, notamment le poids accru de l'État providence (voir p. 33). Additionnés aux autres coûts salariaux indirects, ces prélèvements représentent près de 50% du coût total de la main-d'œuvre dans plusieurs pays de l'UE, contre 25% environ aux États-Unis et au Japon. Puisqu'ils augmentent habituellement en période de chômage élevé, les coûts totaux de main-d'œuvre sont moins sensibles à la conjoncture, ce qui peut aider à comprendre le haut niveau du coefficient de «sacrifice» noté dans le tableau de la page 24 et, dans une certaine mesure, la plus grande persistance du chômage. En outre, comme la plupart des cotisations patronales sont soumises à plafonnement, le rapport des coûts salariaux indirects aux salaires a tendance à être supérieur pour les travailleurs les moins payés, ce qui a peut-être joué un rôle dans la modification de la demande de main-d'œuvre au profit des travailleurs qualifiés (voir ci-après). Enfin, dans la mesure où les cotisations sociales sont utilisées pour financer

... et des coûts  
salariaux indirects



des indemnités de chômage substantielles, elles peuvent exercer des effets dissuasifs et favoriser l'augmentation des salaires réels et le chômage.

*Degré de flexibilité des structures salariales.* Pour plusieurs raisons, les structures salariales assez rigides dans la plupart des pays d'Europe continentale contribuent à expliquer le problème du chômage. Ainsi, aux États-Unis et au Royaume-Uni, la baisse de la syndicalisation est peut-être en partie responsable de la moindre résistance du chômage. Au Royaume-Uni, le chômage avait déjà commencé à diminuer l'an dernier, alors que la reprise de la production était encore très discrète. À l'inverse, dans certains pays scandinaves et en Allemagne, la rigidité de la structure salariale et la persistance de forts taux de chômage peuvent s'expliquer en partie par le fait que les taux de syndicalisation demeurent élevés. La place importante du chômage de longue durée en Europe, en particulier pour les travailleurs non qualifiés, est sans aucun doute liée au manque de souplesse des salaires relatifs face à la contraction de la demande relative de main-d'œuvre non qualifiée induite par les progrès techniques et par la concurrence internationale. De plus, on constate que les grandes disparités régionales de chômage ne se traduisent pas par des écarts de salaires entre régions. Même sans tenir compte de l'ex-RDA, les différences régionales en matière de chômage se sont accrues en Allemagne, alors que les écarts de salaires correspondants se sont rétrécis. Une évolution analogue s'est produite pendant la seconde moitié des années 80 au Canada, où le chômage est également assez tenace. C'est toutefois en Italie que le problème se pose avec le plus d'acuité, car depuis des décennies le chômage dans le Nord du pays est sensiblement inférieur à celui du Sud, sans donner lieu pour autant à un ajustement des rémunérations relatives.

Pourtant, l'hypothèse selon laquelle des différentiels de salaires faibles et rigides seraient la cause principale du chômage élevé suscite d'importantes réserves. En effet, si les écarts de salaires dus à l'éducation sont plus stables en Allemagne qu'aux États-Unis, c'est en grande partie parce que ces deux pays n'ont pas connu la même augmentation du nombre de travailleurs qualifiés et instruits. En outre, à cause du système d'apprentissage, les travailleurs allemands peuvent mieux s'adapter aux variations de la demande relative sans changement de salaires que leurs homologues aux États-Unis. Dans ce dernier pays, beaucoup de nouveaux venus sur le marché du travail sont peu ou pas qualifiés, alors qu'en Allemagne ils ont généralement reçu une formation théorique et professionnelle ou pratique, ce qui facilite leur passage d'une catégorie d'emploi à une autre quand l'évolution de la demande relative exige un ajustement. Enfin, si certaines caractéristiques institutionnelles et réglementaires ont sans aucun doute contribué à la stabilité de la structure des salaires, surtout en Allemagne mais aussi dans d'autres pays européens, il n'est pas prouvé que cette situation ait été une cause directe de la hausse du chômage. En effet, dans le cas des travailleurs non qualifiés en Allemagne, elle n'a dépassé que marginalement celle du nombre total de chômeurs. À l'inverse, malgré leur grande flexibilité, les travailleurs non qualifiés des États-Unis et du Royaume-Uni ont éprouvé des difficultés pour trouver un emploi et sont soit restés au chômage, soit sortis de la population active.

Persistance du chômage due à la rigidité des structures salariales ...

... avec des exceptions cependant

## Conclusions

Pas de cause  
unique

On peut tirer de l'analyse qui précède une conclusion générale, à savoir qu'il n'existe pas d'explication unique des différences de comportement du marché du travail entre pays, ni de consensus évident sur les solutions à appliquer au problème du chômage. Il arrive que des mesures ayant porté leurs fruits dans certains pays s'avèrent inefficaces dans d'autres. Le niveau et l'évolution du chômage en Australie et au Canada, par exemple, sont étonnamment proches de ceux que l'on observe dans les pays de l'UE, mais une analyse plus poussée fait apparaître des écarts notables dans le comportement tendanciel des marchés du travail et des produits et donne à penser qu'il serait impossible de recourir aux mêmes solutions.

Réduire le  
chômage  
structurel  
appelle:

On peut néanmoins faire quelques observations générales. Premièrement, le taux actuel de chômage (11½%) dans les pays de l'UE est en partie conjoncturel et devrait donc baisser avec les progrès de la reprise. Toute tentative visant à accélérer cette reprise serait risquée, car l'inflation est sensible à la fois au *niveau* de sous-utilisation des capacités et à ses *variations*. En outre, même sur la base des estimations les plus optimistes, un taux de chômage *incompressible* ou *structurel* de quelque 7–8% subsisterait après un redémarrage de la conjoncture. La plupart des études montrent que cette composante a peu à peu augmenté en Australie, au Canada et surtout dans les pays de l'UE.

une sensibilité  
au changement

Deuxièmement, pour atténuer le chômage structurel en Europe, il est essentiel de prendre et d'appliquer des mesures qui rendront les salaires réels plus sensibles à l'évolution du marché du travail et amortiront ainsi les effets des chocs et politiques de stabilisation futurs.

d'avantage  
d'incitations et  
de flexibilité

Troisièmement, si l'on veut réduire le chômage structurel, il importe aussi d'en cerner les causes avec précision:

- avec le ralentissement de la croissance du stock de capital et les investissements porteurs d'économies de main-d'œuvre, on peut craindre que les capacités de production existantes soient insuffisantes pour assurer un retour au plein emploi, à moins d'augmenter les incitations à substituer le travail au capital;

- le progrès technique des années 80 a joué contre les travailleurs, en particulier ceux qui ne sont pas qualifiés. Certes, à *long terme*, il ne constitue *pas* une cause de chômage, mais la principale source de croissance des revenus réels; toutefois, pour faciliter l'ajustement à court terme, il est essentiel d'assurer à la fois la flexibilité des salaires réels globaux et celle de la structure salariale;

- dans certains pays, la concurrence des économies en développement qui bénéficient d'un avantage de coûts peut avoir réduit la demande de main-d'œuvre par le biais des échanges commerciaux, de la sous-traitance ou de la délocalisation. Jusqu'à présent, ces effets ont probablement été mineurs mais, étant donné la mobilité accrue de l'investissement direct à l'échelle mondiale, les progrès des télécommunications et les gains rapides de productivité dans plusieurs pays en développement, ils peuvent prendre de l'ampleur à l'avenir, ce qui rend encore plus nécessaire la flexibilité des salaires;



– l'alourdissement des cotisations patronales de sécurité sociale et des autres coûts salariaux indirects peut avoir dissuadé les employeurs d'embaucher dans certains cas. La meilleure solution consiste probablement à diminuer progressivement ces cotisations, surtout lorsqu'elles servent à financer des dépenses qui ont un effet de contre-incitation et/ou réduisent la souplesse des salaires réels;

ainsi que la suppression des contre-incitations et obstacles au jeu des forces du marché

– la rigidité des salaires relatifs, alors même que la demande relative des différentes catégories de main-d'œuvre varie fortement, constitue sans aucun doute une source importante de chômage structurel, surtout en Europe. Pour réduire cette influence, il est essentiel de supprimer les dispositions réglementaires qui freinent un ajustement sans heurts des marchés du travail, afin que les salaires soient déterminés non plus par des pratiques institutionnalisées, mais par les forces du marché.

Enfin, l'élimination des diverses causes de chômage structurel par une action sur l'offre ou par des mesures de fond est une condition *nécessaire* d'une réduction non inflationniste du chômage, mais pas *suffisante*. Pour abaisser effectivement le chômage structurel, il faut y ajouter une politique propre à assurer une croissance de la demande globale assez soutenue pour amortir progressivement les facteurs, cycliques et autres, de sous-emploi de l'économie. En outre, sous réserve que les mesures structurelles nécessaires aient déjà été mises en œuvre, une légère augmentation de la demande ne devrait pas compromettre les progrès déjà accomplis dans le domaine des prix et de l'inflation.

Nécessité d'une expansion progressive de la demande

## Dettes publiques et contraintes de la politique budgétaire

### *Évolution récente de la dette publique*

L'utilisation de la politique budgétaire pour stimuler la demande globale et atténuer le chômage a été fortement limitée du fait que la plupart des pays industrialisés étaient déjà très endettés avant la récession actuelle. En 1993, le ratio dette publique/PIB a néanmoins continué de s'accroître par suite de la dégradation à la fois conjoncturelle et structurelle des soldes budgétaires. Seuls le Japon et l'Irlande ont réussi à le faire diminuer pendant les quatre dernières années. Dans les sept principaux pays (hors Japon), ce ratio s'est accru en moyenne de plus de 10 points de pourcentage depuis 1989. Au total, l'endettement net des pays de l'OCDE a atteint près de 40% du PIB en 1993, contre 32% environ en 1989.

Hausse rapide du ratio d'endettement ...

Au milieu des années 80 et jusqu'à la fin de la décennie, l'expansion économique soutenue, conjuguée à des programmes de stabilisation budgétaire à moyen terme, a permis de ralentir la spirale de l'accroissement de la dette publique et des paiements d'intérêts. À mesure que les excédents primaires corrigés des variations conjoncturelles rattrapaient le niveau de la charge d'intérêts (graph. p. 32), l'accumulation de la dette s'est ralentie et le processus s'est même inversé dans certains cas. Plusieurs pays (par exemple le Royaume-Uni, l'Allemagne, la France, le Danemark et la Belgique) avaient opté pour un assainissement relativement rapide et substantiel pendant la première moitié de la décennie. Ainsi, grâce à l'un des

... l'évolution favorable due à l'assainissement des années 80 ...

programmes de stabilisation les plus efficaces, adopté en 1982, le gouvernement danois a pu améliorer son solde primaire corrigé des variations conjoncturelles de plus de 10% du PIB en quatre ans. D'autres pays ont choisi une méthode plus graduelle (notamment le Japon et l'Autriche) ou ont dû attendre le boum économique de la fin des années 80 pour consolider leur solde primaire (ainsi l'Irlande, la Suède et le Canada). D'autres encore (dont l'Italie) n'ont guère progressé durant cette décennie, leur charge d'intérêts continuant d'être supérieure à leur solde primaire.

... et au  
dynamisme de  
la croissance ...

Comme le montre le tableau, la croissance dynamique de la fin des années 80 a beaucoup contribué à la réduction du ratio dette/PIB, d'une part en augmentant la production et, d'autre part, en agissant sur la composante conjoncturelle du budget. Dans certains pays, cette évolution cyclique favorable masquait en fait l'arrêt de l'amélioration, voire une détérioration, du solde primaire corrigé des variations conjoncturelles, alors qu'il aurait fallu

### Sources de l'endettement des administrations publiques

Pays	1989					1993				
	Besoin de financement, dont			Effet de croissance	Endette- ment net	Besoin de financement, dont			Effet de croissance	Endette- ment net
	paie- ments d'intérêts	déficit primaire				paie- ments d'intérêts	déficit primaire			
		conjonc- turel	autre				conjonc- turel	autre		
en % du PIB										
États-Unis	2,0	-0,7	0,2	- 2,1	30,4	2,0	0,2	1,4	1,9	39,1
Japon	0,9	-0,2	-3,2	- 1,1	14,9	0,3	1,5	-0,8	- 0,0	6,0
Allemagne <sup>1</sup>	2,2	-0,1	-2,2	- 1,4	22,7	2,9	0,3	0,7	- 0,6	27,5
France	2,2	-0,2	-0,7	- 1,7	24,8	3,1	2,8	0,0	- 0,4	35,6
Italie	8,4	-0,5	2,0	- 7,9	96,1	10,9	1,8	-3,0	- 3,8	112,6
Royaume-Uni	2,4	-1,6	-1,7	- 3,0	30,1	2,6	2,3	3,2	- 1,4	41,9
Canada	4,9	-1,0	-0,9	- 2,5	40,2	5,3	2,6	-0,9	- 1,9	60,1
Australie	1,9	-0,4	-2,9	- 1,6	12,2	1,0	1,7	3,0	- 0,6	22,8
Autriche	3,1	-0,1	-0,2	- 3,6	56,9	3,5	1,2	-1,8	- 1,7	57,1
Belgique	9,5	-0,8	-2,3	- 9,7	119,7	9,9	0,5	-3,5	- 2,1	129,0
Danemark	3,8	0,8	-4,0	- 1,2	26,1	3,1	2,8	-1,5	- 0,5	33,3
Espagne	3,1	-1,5	1,2	- 3,4	30,8	4,7	1,0	1,5	- 1,2	42,0
Finlande	0,5	-2,5	-0,9	- 0,1	- 1,7	3,1	7,8	-1,8	- 0,1	3,1
Grèce	8,1	-1,0	9,6	- 9,9	74,1	13,5	0,2	1,1	-11,1	94,8
Irlande	6,2	0,6	-5,8	-11,7	105,4	5,8	-1,0	-1,6	- 4,9	92,1
Norvège	-2,5	0,1	0,9	1,3	-20,3	-0,6	1,5	2,2	0,6	-13,4
Pays-Bas	4,4	-0,3	0,6	- 3,0	54,9	4,8	0,0	-0,7	- 1,0	59,8
Portugal	7,1	-0,6	-3,5	-11,9	71,7	7,6	1,0	-0,5	- 3,2	67,6
Suède	0,4	-3,5	-2,2	- 0,1	- 4,8	1,8	2,9	10,0	0,0	17,7
Moyenne <sup>2</sup>	2,6	-0,6	-0,9	- 2,4	31,9	2,9	1,2	0,5	0,0	38,0

La variation du taux d'endettement net comprend le ratio de paiements d'intérêts nets, les composantes (conjoncturelle et corrigée des évolutions conjoncturelles) du déficit primaire et l'effet de croissance. La somme des trois premiers éléments est égale au ratio besoin de financement des administrations publiques/PIB. La composante corrigée des évolutions conjoncturelles du déficit primaire correspond aux dépenses primaires, en % du PIB tendanciel, moins les recettes, en % du PIB. L'effet de croissance est calculé en multipliant par  $-g/(1+g)$  le ratio endettement net/PIB pour la fin de la période précédente,  $g$  étant le taux annuel de croissance du PIB nominal. Un signe plus implique une augmentation du ratio d'endettement.

<sup>1</sup> Allemagne occidentale uniquement en 1989. <sup>2</sup> Moyenne pondérée sur la base du PIB et des cours de change de 1991.

Sources: OCDE, *Perspectives économiques* et estimations BRI.



## Endettement net, charge d'intérêts et solde primaire corrigé des évolutions conjoncturelles

En % du PIB

Échelle de gauche:

Endettement net

Échelle de droite:

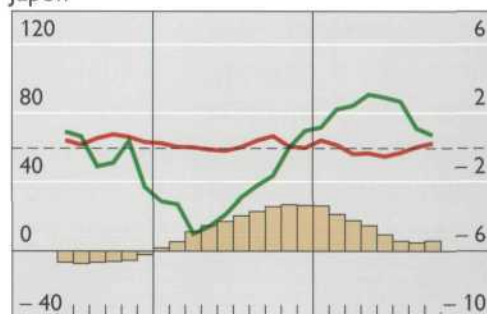
Charge d'intérêts\*

Solde primaire corrigé des évolutions conjoncturelles\*

Danemark



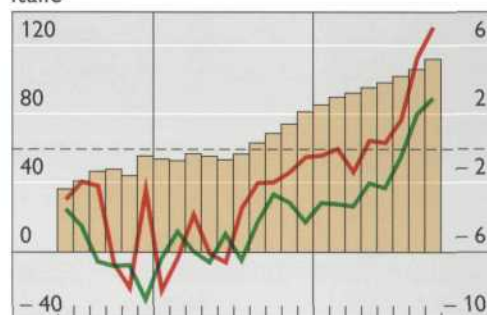
Japon



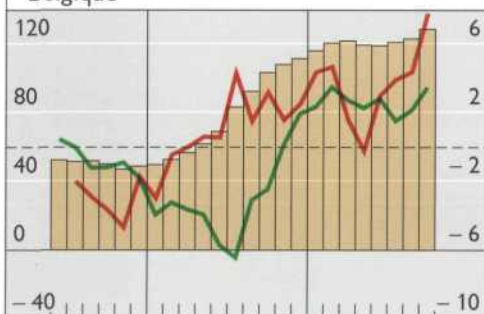
Irlande



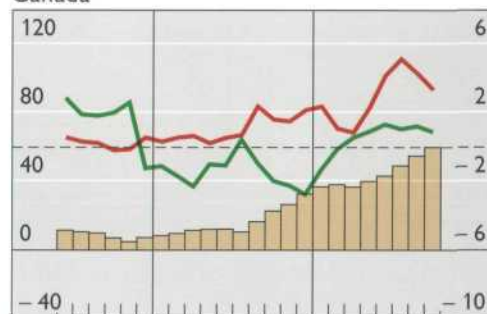
Italie



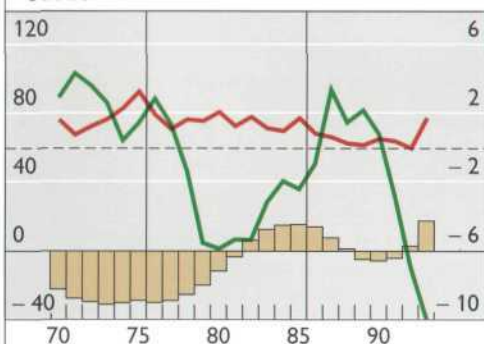
Belgique



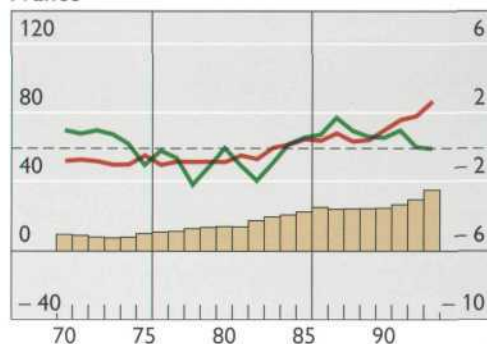
Canada



Suède



France



\* Pour les explications, voir tableau page 31. La charge d'intérêts est la somme des paiements d'intérêts nets, en % du PIB, et de l'effet de croissance. Un excédent primaire supérieur à la charge d'intérêts indique une situation budgétaire viable, avec une baisse du ratio d'endettement.

Sources: OCDE, Perspectives économiques et estimations BRI.

... s'étant inversée au début des années 90

parfaire l'assainissement structurel. Le ralentissement de l'activité à partir de 1990 et la dégradation conjoncturelle du solde primaire qui en est résultée (2% du PIB en moyenne) ont dévoilé ces faiblesses. Au cours de la même période, les pays dont le ratio endettement net/PIB était inférieur à 40% ont connu dans l'ensemble une dégradation de leur solde primaire corrigé des variations conjoncturelles de l'ordre de 2% du PIB, alors que les pays très endettés enregistraient une amélioration moyenne de 1/2% du PIB. En conséquence, les ratios dette/PIB ont encore augmenté très rapidement depuis 1989, les cas les plus spectaculaires étant ceux de la Suède, de la Grèce et du Canada (20 points de pourcentage environ sur les quatre dernières années).

#### *Augmentation des transferts sociaux et vieillissement des populations*

Hausse des transferts sociaux due à des facteurs conjoncturels ...

La dégradation actuelle des soldes budgétaires se caractérise, en particulier, par l'accroissement presque universel de la part des prestations de sécurité sociale et autres transferts publics dans le PIB. Depuis 1989, ce poste a augmenté en moyenne de plus de 2% du PIB dans les pays de l'OCDE, les hausses atteignant jusqu'à 7% et 10% environ en Suède et en Finlande respectivement. Il s'agit, dans une très large mesure, d'un phénomène cyclique lié à l'expansion des programmes d'indemnisation du chômage et de complément de revenu, mais c'est aussi l'indice d'une modification plutôt structurelle dans la composition des dépenses publiques. Le tableau de la page suivante montre comment, après un accroissement rapide pendant les années 70 à la suite du premier choc pétrolier, la part des dépenses publiques dans le PIB s'est stabilisée dans un grand nombre de pays. Cette généralisation masque toutefois de profondes différences dans l'évolution des composantes des dépenses. Si la part de la consommation publique a en moyenne diminué, celles des paiements d'intérêts sur la dette et des transferts sociaux ont progressé. Les raisons de la hausse du coût du service de la dette ont déjà été examinées; quant au gonflement des transferts, il est attribuable à plusieurs causes. Le tableau de la page 36 précise les rôles respectifs de la démographie et du marché du travail. Dans la plupart des pays, la dynamique des taux d'emploi et de dépendance a entraîné une réduction du ratio prestations sociales/PIB après 1983 mais, dans beaucoup de cas, ces effets ont été plus que compensés par une nouvelle majoration du niveau des prestations par bénéficiaire en pourcentage du salaire moyen. On peut en déduire que, malgré les efforts accomplis dans les années 80 par certains gouvernements pour ajuster le régime des transferts en supprimant l'indexation, en abaissant le ratio prestations/salaires et en durcissant les critères d'attribution, on a continué d'assister à une montée sensible des transferts réels par bénéficiaire, à une utilisation plus intensive par les ayants droit et à un élargissement de la couverture des programmes.

... et structurels

Les dépenses au titre de la santé et des pensions vont augmenter

Les projections démographiques montrent que le rapport de dépendance des personnes âgées va fortement augmenter, et même doubler dans certains cas, avec le départ en retraite de la génération du «baby boom». Ce phénomène va accentuer les pressions sur les dépenses publiques de santé et de pensions, qui, comme l'indique le tableau ci-après représentent



déjà l'un des plus importants postes des dépenses de l'État. Le Japon, en particulier, est confronté à un vieillissement rapide de la population, ce qui explique que le gouvernement hésite à recourir massivement à l'emprunt pour financer la relance. En supposant constants le niveau des prestations par bénéficiaire, le taux d'activité et les critères d'attribution, le ratio pensions de retraite/PIB, qui atteignait environ 6% en 1990, doublerait d'ici 2040. En Italie, où ces dépenses passeraient de 11% en 1990 à 22% en 2040, l'accroissement serait encore plus préoccupant. Selon les estimations de l'OCDE, les engagements nets actualisés résultant de ces droits à pension très peu capitalisés se montent à plus de deux fois le PIB nominal au Japon, en France, en Italie et au Canada et à plus d'une fois et demie en Allemagne et au Royaume-Uni. Comme les augmentations de cotisations nécessaires pour financer cet accroissement des dépenses publiques seraient exorbitantes, beaucoup de gouvernements s'orientent vers une politique associant réduction du montant des pensions, relèvement de l'âge de la retraite et mise en place de fonds de pension privés. Ainsi, en Italie, les autorités ont récemment adopté des mesures pour repousser progressivement l'âge de la retraite à 65 ans pour les hommes et 60 ans pour les femmes, porter de cinq à dix ans la période de référence pour le calcul des droits et prolonger la durée minimale de cotisation. En outre, les cotisations ont été majorées de 0,3% de la rémunération brute et le gouvernement encourage la création de fonds de retraite privés. La plupart des autres pays industriels ont pris ou envisagent de prendre des dispositions similaires.

Dépenses des administrations publiques dans les sept principaux pays								
Poste et année		États-Unis	Japon	Allemagne occidentale	France	Italie	Royaume-Uni	Canada
		en % du PIB						
Dépenses totales	1970	30,8	19,0	38,3	38,5	33,0	36,7	33,5
	1980	31,8	32,0	47,9	46,1	41,9	43,0	38,8
	1990	33,3	31,7	45,1	49,8	53,2	39,9	45,8
		en % des dépenses totales						
Prestations sociales et autres transferts	1970	26,9	25,8	37,0	42,7	39,0	23,7	24,2
	1980	36,9	32,9	39,6	45,0	35,5	27,4	26,0
	1990	36,8	37,9	43,2	46,8	36,0	30,4	28,7
Consommation publique	1970	68,3	39,2	41,2	39,0	40,2	47,5	55,0
	1980	58,9	30,7	42,2	40,0	35,7	49,2	49,2
	1990	56,7	28,8	40,6	36,5	33,2	50,1	44,0
Paiements d'intérêts sur la dette	1970	3,9	3,2	2,5	2,8	5,0	10,6	10,9
	1980	3,7	9,9	4,0	3,2	13,0	10,9	13,9
	1990	6,3	12,5	5,8	5,9	18,1	8,6	20,6
<i>Pour mémoire:</i>								
Pensions publiques*	1990	15,2	16,9	15,3	18,0	21,1	17,3	8,5
Santé publique	1990	15,7	15,0	13,2	13,3	11,8	13,0	14,9
* États-Unis et Canada: 1990; autres pays: 1988.								
Sources: OCDE, <i>Perspectives économiques</i> , <i>Pension Liabilities in the Seven Major Countries 1993</i> et <i>Nouvelles orientations pour la politique sociale 1994</i> .								

Contraintes  
de la politique  
budgétaire

L'accroissement rapide de la dette publique, conjugué à la forte pression sur les dépenses que va entraîner le vieillissement des populations, domine le débat sur les mesures budgétaires appropriées dans le cycle actuel. L'efficacité de la politique budgétaire comme instrument de stabilisation est fortement contestée depuis que les tentatives de relance des années 70 et du début des années 80 ont contribué à alimenter l'inflation et abouti à une hausse du ratio dette/PIB. Endettement important de l'État signifie contraction de l'épargne mondiale, augmentation des taux d'intérêt réels, éviction des projets privés d'investissement sensibles aux taux d'intérêt et baisse de la croissance. Pourtant, la poursuite d'un objectif de réduction de la dette publique à moyen terme n'exclut pas nécessairement un rôle stabilisateur de la politique budgétaire dans le court terme. Quoi qu'il en soit, le débat actuel ne porte pas tant sur l'emploi de la politique budgétaire comme instrument actif de stabilisation, mais plutôt sur la marge que l'on doit laisser au fonctionnement des stabilisateurs automatiques ainsi que sur le moment à partir duquel il faut inverser une politique budgétaire d'expansion, sur l'ampleur et sur la rapidité de ce renversement. Les réponses à ces questions dépendent de la viabilité, de la vulnérabilité et de la crédibilité des politiques budgétaires en cours.

Importance de  
la viabilité...

La viabilité, que l'on peut définir ici comme la capacité de préserver l'orientation des dépenses et des recettes sans augmenter en permanence la dette publique en pourcentage du PIB, est la condition préalable d'une utilisation souple de la politique budgétaire. L'Italie, qui est entrée dans la récession mondiale en 1990 avec un déficit primaire et un ratio dette/PIB élevés, n'a eu que très peu de marge pour laisser fonctionner les stabilisateurs automatiques. Malgré un contexte économique et politique difficile, les gouvernements successifs ont réussi à transformer le déficit primaire en excédent, que le plan de convergence révisé de juillet 1993 prévoit de porter progressivement à 3,6% du PIB en 1996. Contrairement à la tendance des budgets précédents, la réduction du déficit prévue pour 1994 doit se faire principalement par des économies sur les dépenses primaires, réalisées notamment à travers une diminution des pensions versées par l'État et un contrôle plus strict des dépenses de santé.

Les variations conjoncturelles normales de la production ne représentent pas un danger pour la viabilité de la politique budgétaire, car une amélioration modeste de l'excédent primaire structurel suffit à stabiliser le ratio dette/PIB à moyen terme. Mais c'est une récession grave et prolongée que plusieurs pays subissent actuellement. On peut donc s'inquiéter de l'effet que la persistance de cette conjoncture défavorable peut exercer sur les déficits. Ainsi, depuis quatre ans, la croissance moyenne du PIB au Canada est proche de zéro, et le PIB réel de la Suède et de la Finlande baisse depuis trois ans. Selon la plupart des estimations concernant la sensibilité du budget à l'évolution conjoncturelle, ces résultats peuvent facilement expliquer une augmentation d'au moins 10 points de pourcentage du ratio dette/PIB. Le Canada et la Finlande ont réussi à limiter la détérioration,



en termes corrigés des variations conjoncturelles, de leur budget primaire. En Suède, par contre, cette composante s'est dégradée de plus de 10 points depuis 1989, ce qui s'explique par des facteurs tels que le soutien financier de l'État au système bancaire et l'ajustement tardif du montant des transferts à la décade de l'inflation. Dans ce pays, plusieurs programmes décidés en 1992, qui visaient à limiter la générosité des prestations, n'ont pas empêché de larges dépassements budgétaires, obligeant ainsi le gouvernement à annoncer, en avril 1993, un nouveau plan d'assainissement des finances publiques pour la période 1994-98. La menace qui pèse sur la viabilité de la politique budgétaire ressort bien des projections de l'OCDE selon lesquelles, faute de telles mesures, le ratio endettement net/PIB de la Suède monterait très rapidement à 80%, et même davantage, d'ici la fin de la présente décennie.

Un endettement important accroît aussi la vulnérabilité de la politique budgétaire aux phases descendantes du cycle, à cause de leur effet sur la charge d'intérêts. Quand le ratio dette/PIB se situe aux environs de 100%, toute augmentation de 1% de l'écart entre taux d'intérêt moyen sur la dette publique et taux de croissance nominale entraîne une hausse de la charge d'intérêts équivalant à 1% du PIB. Or, en général, au début d'un

... de la  
vulnérabilité...

Analyse de la hausse du ratio prestations sociales/PIB										
Pays	1978-83					1986-91*				
	ΔSS	ΔTD	ΔTE	ΔPB	ΔPS	ΔSS	ΔTD	ΔTE	ΔPB	ΔPS
	en % du PIB									
États-Unis	2,04	-0,11	0,30	1,88	-0,05	-0,12	0,12	-1,39	1,18	-0,03
Japon	1,80	-0,05	-0,62	2,20	0,28	-0,26	-0,37	-1,00	1,24	-0,05
Allemagne occidentale	0,14	-1,00	0,82	0,38	-0,04	-2,19	-0,13	-0,92	-0,33	-0,84
France	3,04	-0,64	1,06	2,20	0,41	0,38	-0,16	-0,56	2,70	-1,55
Italie	2,48	-0,48	0,49	2,83	-0,38	1,00	-0,36	-0,48	2,58	-0,71
Royaume-Uni	2,49	-0,31	1,29	2,14	-0,62	-0,85	0,01	-0,37	-0,82	0,28
Canada	1,83	-0,20	0,07	2,17	-0,29	2,35	0,09	-0,85	2,65	0,40
Australie	1,43	-0,14	0,39	1,41	-0,20	0,85	-0,19	-0,70	2,17	-0,46
Autriche	0,86	-0,71	0,85	1,40	-0,64	0,45	-0,19	-0,65	1,37	-0,06
Belgique	2,52	-0,49	1,59	2,10	-0,67	-2,27	0,01	-0,82	-0,06	-1,42
Danemark	2,54	-0,45	0,03	3,07	-0,11	0,87	-0,36	-0,80	2,54	-0,53
Espagne	3,23	-0,27	2,20	1,88	-0,62	1,33	-0,68	-2,00	5,01	-0,83
Finlande	0,37	-0,08	-0,49	1,01	-0,70	-1,09	0,10	-0,18	-1,05	0,00
Grèce	3,97	-0,21	-0,12	3,40	0,85	1,22	-0,39	-0,48	3,15	-1,01
Irlande	4,64	-0,20	0,60	3,95	0,39	-1,23	-0,59	0,49	-0,14	-1,03
Norvège	0,49	-0,25	-0,17	3,51	-2,45	5,03	-0,23	0,02	4,64	0,67
Pays-Bas	1,65	-0,71	2,22	1,34	-1,16	-0,89	-0,37	-1,30	1,93	-1,12
Portugal	1,72	-0,23	-0,69	2,89	-0,20	2,78	-0,37	-0,88	5,04	-0,92
Suède	1,11	-0,17	-0,16	2,73	-1,24	2,03	0,12	-0,59	2,19	0,32

La variation du ratio prestations sociales/PIB (ΔSS) est décomposée en quatre facteurs: les variations du taux de dépendance (ΔTD), du taux d'emploi (ΔTE), des prestations par bénéficiaire, en % du salaire moyen (ΔPB) et de la part des salaires dans le PIB (ΔPS). Le taux de dépendance est le rapport de la population âgée de moins de 15 ans ou de plus de 65 ans à la population âgée de 15 à 65 ans.

\* Allemagne: 1983-90; Finlande: 1983-89.

Sources: OCDE, *Perspectives économiques et Statistiques annuelles de la population active*.

ralentissement, les taux d'intérêt réels sont élevés et la croissance chute rapidement. On peut constater la forte incidence de ce phénomène sur l'accumulation de la dette pour la Belgique, l'Italie et l'Irlande. En Belgique, par exemple, elle a varié de 2,5% du PIB en 1985 à -0,2% en 1989, pour remonter à 7,8% en 1993 (graph. p. 32). Ces fluctuations, qui réduisent à néant toutes les améliorations structurelles récentes de l'excédent primaire, ont obligé le gouvernement à prendre de nouvelles mesures d'austérité. Ainsi, son plan de convergence élaboré en juin 1992 et révisé en avril 1993 vise à ramener le besoin de financement des administrations publiques à 3% du PIB en 1996. Pour contrer les effets négatifs du haut niveau des taux d'intérêt réels et de la faiblesse de la croissance, plusieurs mesures correctives ont été prises, en particulier l'approbation d'un plan global en novembre 1993, destiné surtout à rétablir l'équilibre financier du système de sécurité sociale en aménageant les soins médicaux, les pensions, les allocations familiales et l'indemnisation du chômage.

La vulnérabilité des pays très endettés face aux hausses de taux d'intérêt peut également amoindrir la crédibilité des autorités monétaires. Cette réaction s'est manifestée de façon particulièrement nette en Italie et en Belgique pendant les turbulences monétaires de 1992 et 1993. En Italie, près de 65% de la dette publique est à court terme ou à taux variable, ce qui rend le coût moyen des intérêts très sensible à l'évolution des taux courts. En Belgique, l'échéance moyenne de la dette publique est plus longue, mais les titres à moins d'un an représentent quand même plus de 25% du total. L'incidence de la politique monétaire sur la dette publique est évidente aussi au Canada, où une politique délibérée de désinflation, conjuguée à la persistance d'une prime de risque par rapport aux taux longs des États-Unis, a entraîné une hausse sans précédent de la charge d'intérêts.

... et de la  
crédibilité

L'effet d'un changement de politique budgétaire donné doit beaucoup à la crédibilité des autorités et de leurs programmes. Puisque les mesures budgétaires à moyen terme affectent le niveau futur de la dette publique, des dépenses de l'État et des impôts, elles agissent aussi sur les anticipations de taux d'intérêt et de production, ce qui peut déclencher une modification des taux longs. Ces anticipations peuvent annuler l'incidence directe sur la demande d'une inflexion de la politique dans le domaine des impôts et des dépenses publiques. Le gouvernement français, par exemple, a récemment placé ses mesures budgétaires de stimulation dans le cadre d'un plan d'assainissement à moyen terme, afin de ne pas inquiéter les marchés des capitaux et des changes et de prévenir des effets d'éviction néfastes. Le projet de budget pour 1994 prévoit un déficit de FF 300 milliards (4,2% du PIB), mais les dépenses publiques ne devraient augmenter que de 1,1% par rapport au budget révisé de 1993, qui comporte des mesures de soutien à l'emploi et de stimulation de la construction.

Stimulation  
modérée en  
France ...

... resserrement  
budgétaire aux  
États-Unis, au  
Royaume-Uni et  
en Allemagne ...

Aux États-Unis et au Royaume-Uni, en revanche, les autorités se sont principalement préoccupées de resserrer la politique budgétaire sans compromettre une reprise d'abord hésitante. L'annonce d'un plan crédible de compression du déficit échelonnant la plupart des ajustements sur les années à venir a apporté une solution partielle à ce problème. L'objectif visé est à la



fois d'atténuer l'effet direct sur la demande dans les premiers temps et de faire en sorte que l'anticipation de la réduction de la dette déclenche un recul immédiat des taux longs et stimule les composantes de la demande sensibles aux taux d'intérêt. Aux États-Unis, l'annonce et l'approbation de l'*Omnibus Budget Reconciliation Act* pour 1993 ont été suivies par une baisse des rendements à long terme. Le programme, qui a été récemment appuyé par le projet de budget pour 1994 et un blocage presque total des dépenses discrétionnaires pour les cinq prochaines années, devrait finalement modérer le déficit du gouvernement fédéral de l'équivalent de 1 $\frac{3}{4}$ % du PIB. Au Royaume-Uni, le budget du printemps 1993 n'a guère eu d'effet sur les marchés des capitaux, mais celui de l'automne (unifié pour la première fois) a été salué par une nette reprise du marché obligataire. Leur effet direct cumulé augmentera les recettes fiscales en 1994 de 1,3% du PIB et réduira les dépenses de 0,5%. Enfin, en Allemagne, l'approbation, en mai 1993, du Programme fédéral de consolidation, qui comporte à partir de 1995 une surtaxe de 7,5% sur le revenu pour financer la réforme structurelle dans la partie orientale du pays, a déclenché un nouveau repli des taux d'intérêt à long terme. Ce programme a été appuyé, dans le cadre du budget pour 1994, par des compressions de dépenses publiques étalées sur les trois années à venir, y compris une diminution de 3% des indemnités de chômage et des prestations d'aide sociale.

La réussite des stratégies de ces pays est due en grande partie à la prise de conscience qu'une politique budgétaire plus stricte permettra aux autorités monétaires de baisser les taux d'intérêt, donc de stimuler les dépenses qui y sont sensibles, sans compromettre les progrès de la lutte contre l'inflation. Au Japon, par contre, trois plans de relance successifs en août 1992, avril et septembre 1993, qui ont accru les investissements publics d'un montant estimé à 5,2% du PIB, n'ont pas encore suffi à ranimer l'économie. En février 1994, le gouvernement a donc proposé un programme budgétaire supplémentaire, comprenant une réduction exceptionnelle de l'impôt sur le revenu et une nouvelle augmentation des investissements publics.

La recherche d'une plus grande crédibilité est l'une des raisons qui ont poussé les pays de l'UE à adopter des critères budgétaires dans le cadre du traité de Maastricht. Ils ont élaboré des programmes de convergence, renforcé la surveillance multilatérale et harmonisé leurs définitions des concepts et objectifs en matière budgétaire. Mais, à la suite de l'assombrissement des perspectives de croissance, il est apparu beaucoup plus difficile d'atteindre d'ici 1996 l'objectif de déficit fixé à 3% du PIB, et il a fallu réviser presque tous les plans de convergence initiaux. En Allemagne, par exemple, même en excluant les emprunts additionnels de la Treuhand, des Chemins de fer fédéraux et de l'Administration postale, qui correspondent à environ 2% du PIB, le ratio déficit/PIB a été supérieur d'environ un point de pourcentage, en 1993, à la prévision initiale. En Espagne également, d'importants dépassements, l'an dernier, ont poussé le gouvernement à proposer pour 1994 un budget de rigueur, qui entend limiter le déficit à 5,7% du PIB prévu, et à annoncer en février dernier un nouveau plan de trois ans

... et politique très expansionniste au Japon

Importants dépassements par rapport aux programmes de convergence des pays de l'UE

pour réduire encore le déficit public. Quant au gouvernement portugais, dans le cadre de son nouveau programme de convergence à moyen terme, il se propose d'abaisser le déficit des administrations publiques à un niveau à peine supérieur à 3% du PIB en stabilisant le ratio dette/PIB à 67% sur les quatre années à venir.

La crédibilité bénéficiera aussi des mesures concrètes qui s'attaquent aux problèmes structurels des finances publiques. Dans beaucoup de pays d'Europe continentale, les recettes publiques dépassent 45% du PIB, et même 50% dans les pays nordiques, ce qui ne laisse guère de marge pour une nouvelle augmentation des impôts. C'est pourquoi, dans ces pays, les efforts d'assainissement doivent tendre à freiner et comprimer les dépenses de l'État. La diminution attendue de la charge fiscale et de ses effets de distorsion sur la production pourrait renforcer la confiance du secteur privé et compenser ainsi les effets directs négatifs sur la demande. Toutefois, ce sont des résultats concrets dans la réduction de l'endettement qui constitueront la meilleure garantie de crédibilité. Or, si un grand nombre de pays ont pu stabiliser leur ratio dette/PIB à la fin des années 80, au moment où la croissance était supérieure à la moyenne, rares sont ceux qui ont réussi à l'abaisser de façon notable. Cette carence, conjuguée à la menace que le vieillissement des populations fait peser sur les dépenses publiques futures, a entamé la crédibilité des autorités budgétaires dans le contexte actuel de récession, ce qui ne laisse guère d'autre choix à la plupart des gouvernements que de durcir leur politique budgétaire afin d'éviter des réactions inopportunes sur les marchés des capitaux.



### III. Pays en développement et Europe orientale

#### Faits saillants

Sous l'impulsion de l'Asie, la croissance réelle dans les pays en développement a atteint quelque 4½% l'an dernier, soit un rythme nettement supérieur à celui des pays industriels. En outre, leur taux d'inflation (hors Brésil) s'est inscrit en recul. Dans le même temps cependant, du fait de la faiblesse de la demande d'exportations et de la dégradation des termes de l'échange, leur déficit global des paiements courants (à l'exclusion des NEI – nouvelles économies industrialisées) s'est accru à \$EU 91 milliards. Si son financement a été aisément assuré par d'abondantes entrées de capitaux (voir également Chapitre VII), il faudra toutefois suivre avec attention le gonflement récent de la dette extérieure de certains d'entre eux, notamment en Amérique latine, pour prévenir des problèmes ultérieurs.

Les bons résultats obtenus au niveau de la production et de l'inflation, ainsi que les écarts observés entre les différents groupes, doivent beaucoup aux politiques suivies. Les NEI enregistrent depuis de nombreuses années une croissance rapide, grâce à des politiques de stimulation des exportations de produits manufacturés. Cet exemple est actuellement suivi par d'autres pays du Sud-Est asiatique, comme l'Indonésie, la Malaisie et la Thaïlande. Les réformes structurelles et les mesures résolues de stabilisation appliquées par un certain nombre de pays d'Amérique latine sont parvenues à ralentir la hausse des prix et à relancer la croissance. En Asie du Sud, l'Inde et le Pakistan ont également adopté des réformes allant dans le sens de l'économie de marché, et des évolutions similaires ont été observées dans quelques pays du Moyen-Orient et d'Afrique.

C'est cependant dans les pays d'Asie en transition vers l'économie de marché que les effets des politiques axées sur la croissance ont été les plus spectaculaires. Au cours des deux dernières années, la progression moyenne du PIB de la Chine a dépassé 13%. Le Viêt-nam, le Laos et le Cambodge connaissent également une expansion relativement élevée. Dans le même temps, comme les programmes de réformes introduits en Chine sollicitent davantage les instruments de contrôle macroéconomique et que l'efficacité de ces instruments s'est progressivement amoindrie, le pays est confronté à un risque croissant de voir apparaître des pressions dues à l'excès de la demande et une hausse de l'inflation.

L'importance de politiques économiques appropriées est également illustrée par le contraste frappant entre les résultats de l'Europe orientale, l'an dernier, et ceux des membres de la Communauté des États indépendants (CEI). Dans le premier cas, les efforts soutenus de réformes et les mesures déterminées de stabilisation de nombreux pays ont créé les conditions d'une reprise de la croissance et permis ainsi d'enrayer le recul de la

production l'an passé et, pour certains, d'enregistrer les premiers signes d'un redémarrage de l'activité. À l'inverse, les économies de la CEI ne sont pas parvenues à résoudre les problèmes fondamentaux posés par la coopération économique dans la région, ni à réduire leurs déséquilibres macro-économiques, de sorte qu'elles ont connu une nouvelle année de baisse de la production et d'inflation élevée. Elles n'ont pas mis à profit l'effondrement de la zone rouble pour appliquer individuellement des politiques de stabilisation de leur économie.

Si, en Europe orientale, la stabilisation de la production permet d'espérer une reprise prochaine de l'activité, l'obtention d'une croissance durable demeure néanmoins un défi. Beaucoup reste à faire pour améliorer la situation actuelle des balances de paiements et élever le niveau de l'investissement, dont la faiblesse persistante souligne l'urgence d'un accroissement de l'épargne intérieure, afin de redresser durablement les balances de paiements et de relancer la croissance.

## Évolutions et politiques récentes dans les pays en développement

Poursuite d'une forte croissance et baisse de l'inflation

La production des pays en développement a progressé l'an dernier de quelque 4½% en termes réels, pratiquement comme en 1992. Elle s'inscrit pour la troisième année consécutive à un niveau nettement supérieur à celui des pays industriels et, cette fois, avec un écart encore plus prononcé (tab. p. 4). Le rythme de croissance est resté élevé en Asie et s'est accéléré en Amérique latine, compensant ainsi le fléchissement constaté au Moyen-Orient et en Afrique. Le taux d'inflation a poursuivi sa décrue en 1993, pour revenir à un peu plus de 15% (hors Brésil). Cette baisse est due pour l'essentiel à l'Amérique latine, la hausse des prix n'ayant pas varié de façon significative dans les autres régions.

Des résultats différents selon les politiques

Des disparités importantes ont été de nouveau constatées, cependant, dans les résultats obtenus d'un pays à l'autre, soulignant en particulier les effets des politiques différentes mises en œuvre. Les NEI (Corée du Sud, Hong Kong, Singapour et Taïwan) ont continué de développer la stratégie de croissance axée sur la promotion des exportations et la stabilité macro-économique, que plusieurs autres pays du Sud-Est asiatique ont d'ailleurs menée avec succès. L'évolution de la croissance en Asie résulte aussi des réformes appliquées en Chine et, plus récemment, dans d'autres pays asiatiques en transition, qui se sont inspirés du «modèle chinois». Au cours des dernières années, des politiques tournées vers l'économie de marché, comprenant notamment des mesures de déréglementation, de libéralisation des échanges commerciaux et de privatisation, ont également été adoptées au Pakistan, au Sri Lanka et, surtout, en Inde, avec des effets positifs sur la production. En Amérique latine, la poursuite de politiques de stabilisation et de réformes structurelles conduites avec détermination a permis d'inverser le mouvement antérieur de baisse de la production et d'accélération de l'inflation. L'Afrique, par contre, affectée par une dégradation des termes de l'échange, des conditions climatiques défavorables et, dans certains pays, des guerres civiles, a subi une nouvelle chute du revenu par habitant.



La dévaluation intervenue au début de 1994 dans les pays de la zone franc CFA a constitué un événement de politique économique majeur, qui aura probablement de profondes répercussions sur l'évolution de leur économie. Au Moyen-Orient et en Afrique du Nord, les résultats ont été nettement contrastés l'an dernier. La croissance a été faible ou négative dans les pays exportateurs de pétrole – en raison de la stagnation de la demande mondiale ainsi que du recul des prix pétroliers – et médiocre dans des pays comme l'Algérie, aux prises avec l'agitation sociale, et l'Égypte. La Jordanie et la Syrie, en revanche, ont enregistré des taux d'expansion de 5 à 6%, sous l'effet de leurs politiques de réformes.

## Politiques de croissance en Asie du Sud-Est

Au cours des vingt-cinq dernières années, la croissance de la production en Asie du Sud-Est (les sept pays du tableau ci-contre) a atteint 7<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% en moyenne et le PIB global a plus que sextuplé. La forte progression des échanges intra-régionaux a préservé de plus en plus ces pays des fluctuations conjoncturelles de l'activité mondiale.

Les politiques menées par ces sept pays ont en commun certaines caractéristiques, dont l'encouragement de l'épargne, les investissements de formation, la stabilité des politiques budgétaire, monétaire et de change, une faible hausse des prix et une expansion induite par les exportations du secteur manufacturier. Cependant, ces pays présentent des disparités tout aussi marquées en matière de structures économiques et de stratégies de croissance. À Taïwan, le secteur manufacturier se compose d'un grand nombre de petites et moyennes entreprises, tandis qu'en Corée du Sud ce sont les gros conglomérats qui jouent le rôle dominant. La Malaysia, l'Indonésie et, dans une moindre mesure, la Thaïlande disposent d'amples ressources naturelles. L'une des principales composantes de leurs stratégies de croissance a été le développement de l'industrie, de manière à réduire leur dépendance à l'égard des exportations de matières premières et, ainsi, leur exposition à l'instabilité des termes de l'échange. La forte expansion enregistrée par Hong Kong et Singapour, cités-États, peut être attribuée, outre les ventes à l'étranger de produits manufacturés, au développement de secteurs de services compétitifs au niveau international, en particulier dans le domaine financier.

Les mesures mises en œuvre ont également été différentes. Singapour et Hong Kong ont mené une politique libérale et non interventionniste, tandis que Taïwan et la Corée du Sud ont adopté des approches plus dirigistes. Les trois autres économies du Sud-Est asiatique (Indonésie, Malaysia et Thaïlande) introduisent progressivement des politiques de déréglementation et de libéralisation. Globalement, les résultats obtenus par les sept pays n'ont pas seulement été liés à leur situation de départ et à leurs objectifs initiaux; ils sont également dus à un processus dynamique d'ajustement constant des stratégies aux évolutions et impulsions tant internes qu'externes. Ainsi, pour soutenir leur arrivée à maturité économique et répondre à l'affaiblissement de leur compétitivité par rapport aux autres

Une croissance forte et fixée sur la région

Caractéristiques communes au sein de structures économiques différentes...

... et stratégies de croissance en constante adaptation

## Asie du Sud-Est: indicateurs de l'évolution économique

Pays	PIB réel			Prix à la consommation			Salaires réels <sup>1</sup>		
	1970-80	1981-90	1991-93	1970-80	1981-90	1991-93	1970-80	1981-90	1991-93
	variation en %, taux annuel								
Corée du Sud	8,2	9,3	6,4	16,3	6,3	6,8	9,9	6,2	6,4
Hong Kong	9,4	6,7	5,0	8,6	8,1	9,8	6,3	4,2	3,4
Singapour	9,0	7,0	7,4	7,1	2,3	2,7	3,0	5,0	2,1
Taïwan	9,7	8,0	6,3	10,4	3,1	3,7	7,8	7,5	6,1
Moyenne <sup>2</sup>	8,9	8,3	6,2	12,7	5,3	6,1	8,1	6,1	5,5
Indonésie	8,0	5,5	6,6	17,0	8,6	8,8	5,0	5,9	n.d.
Malaysia	8,0	6,0	8,4	5,9	3,2	4,2	2,0	3,2	6,4
Thaïlande	6,8	7,8	7,7	9,8	4,4	4,5	1,0	6,4	5,0
Moyenne <sup>2</sup>	7,6	6,3	7,2	13,2	6,5	6,8	3,3	5,6	n.d.

<sup>1</sup> Salaires horaires dans le secteur manufacturier, corrigés des prix à la consommation. <sup>2</sup> Moyenne pondérée, établie sur la base des PPA de 1990.

Sources: Banque mondiale, *World Tables*; FMI, *Statistiques financières internationales*; Banque asiatique de développement, *Asian Development Outlook*; données nationales.

pays d'Asie, les NEI s'emploient actuellement à restructurer leur industrie. Elles ont enregistré récemment des taux de croissance inférieurs à ceux des trois autres pays du Sud-Est asiatique. Cette évolution a été particulièrement marquée l'an dernier où, malgré une croissance exceptionnellement forte pour Singapour (près de 10%), leur PIB a augmenté de 6% «seulement» en moyenne, contre 7½% dans le reste de la région.

### Facteurs fondamentaux de la croissance et effets des politiques

D'une manière générale, on peut dire que la croissance économique est fonction de trois éléments fondamentaux: le volume de la formation de capital fixe, l'efficacité dans l'utilisation du capital et des autres ressources et le progrès technologique. De ces trois points de vue, les politiques poursuivies par les pays du Sud-Est asiatique ont joué un rôle décisif.

Les taux d'épargne et d'investissement des sept pays ont été élevés et ont, le plus souvent, augmenté (tab. au verso). Ces résultats ont été, dans une large mesure, «autogénérés», le rythme soutenu de la croissance ayant stimulé l'épargne des ménages et des entreprises et empêché l'accumulation de déficits publics. Les politiques appliquées ont œuvré dans ce sens, en assurant un niveau d'inflation généralement peu élevé et en conservant une orientation budgétaire prudente avec une épargne publique importante. Dans certains pays, les caisses de pension ou d'assurances publiques ont soutenu la formation de capital (Singapour) ou servi à financer le déficit public (Malaysia).

La plupart des pays du Sud-Est asiatique ont enregistré une amélioration globale de la productivité, car les travailleurs mis au chômage à cause de la forte hausse de la production agricole due aux réformes dans ce secteur ont été embauchés dans l'industrie ou les services. L'augmentation du nombre des sans-emploi résultant de ces mutations sectorielles n'a été que temporaire et, en moyenne, l'élévation des salaires réels n'a pas été

Taux d'épargne  
et d'investis-  
sement élevés



supérieure à celle de la productivité. L'une des caractéristiques des marchés du travail de ces régions est la très grande sensibilité des salaires à l'évolution du chômage. Dans l'ensemble, l'ajustement s'en est trouvé facilité; néanmoins, lorsque la demande de main-d'œuvre a été excédentaire, la progression des salaires réels a eu tendance à éroder les marges bénéficiaires des entreprises et à affaiblir leur compétitivité internationale. Dans certains cas, des mesures dirigistes ont été prises, sous la forme de politique des revenus à Singapour ou de «guidage des salaires» ailleurs. Globalement, cependant, la croissance exceptionnellement forte de l'emploi, qui s'est faite sans tensions excessives sur les salaires, s'explique dans une large mesure par les investissements consacrés à l'enseignement primaire et secondaire, qui ont permis de former un grand nombre de travailleurs qualifiés et ont ainsi contribué à limiter l'ampleur des variations des revenus relatifs. Du reste, à la différence de la plupart des autres pays en développement, la répartition des revenus dans les économies du Sud-Est asiatique est devenue plus égale et le pourcentage de la population vivant au-dessous du seuil de pauvreté a baissé de manière spectaculaire.

Souplesse des marchés du travail et gains importants en matière d'emploi et de productivité

Les pays du Sud-Est asiatique ont cherché, à des degrés divers, à encourager la formation de capital par des bonifications de taux d'intérêt ou des avantages fiscaux et ont influencé l'allocation des ressources par l'octroi de prêts affectés. Les «industries naissantes» ont été protégées et les exportations favorisées par des subventions. La stratégie d'expansion industrielle s'est également appuyée sur une étroite coopération entre les pouvoirs publics et le secteur privé, ou sur la création d'entreprises publiques dans des domaines d'activité pour lesquels les coûts de démarrage et/ou les facteurs externes sont importants. C'est en Corée du Sud et à Taïwan que des politiques interventionnistes de ce type ont été menées avec le plus de vigueur, alors que Singapour et, plus spécialement, Hong Kong n'y ont que rarement recouru. L'Indonésie, la Malaisie et la Thaïlande ont, elles aussi, moins pratiqué l'interventionnisme, en raison de pressions

Utilisation plus ou moins marquée de politiques d'intervention ...

Asie du Sud-Est: indicateurs structurels												
Pays	PNB par habitant de 1991	Solde budgétaire			Épargne nationale brute			Exportations de biens			Chômage	
		1971-80	1981-90	1991-93	1971-80	1981-90	1991-93	1970	1980	1992	1980	1993
		en % du PIB, moyenne annuelle									en % de la population active	
Corée du Sud	6.340	- 2,2	-1,0	-0,5	22,0	31,0	36,0	10,1	27,5	25,3	5,2	2,8
Hong Kong	13.200	6,2	-0,6	2,7	28,5	31,0	31,1	69,7	71,8	123,8	3,9	2,0
Singapour	12.890	0,4	5,8	11,8	29,0	42,0	47,5	76,3	155,3	133,8	3,5	2,7*
Taïwan	9.070	0,0	-0,1	-1,7	31,8	33,5	29,0	26,0	47,3	39,1	1,2	1,4
Indonésie	610	- 2,4	-3,0	-4,4	24,5	28,5	35,0	12,8	30,1	25,7	1,7	2,2*
Malaysia	2.490	-13,3	-6,1	-1,6	27,0	29,0	29,0	41,3	52,6	68,8	5,6	3,0
Thaïlande	1.580	- 4,9	-0,1	3,6	22,2	22,7	34,0	9,7	20,0	30,4	0,9	3,6
* 1992.												
Sources: Banque mondiale, <i>World Tables</i> ; FMI, <i>Statistiques financières internationales</i> ; Banque asiatique de développement, <i>Asian Development Outlook</i> ; données nationales.												

internationales contre le protectionnisme et, en particulier, de la difficulté d'appliquer des contrôles sur le crédit et les taux d'intérêt à un moment où les marchés des capitaux deviennent de plus en plus intégrés. Les aspects essentiels de ces politiques et leurs résultats nets peuvent être globalement résumés en trois points:

... assujetties  
à des critères  
de résultats  
rigoureux

- des normes rigoureuses de sélection et de contrôle ont présidé au choix des secteurs ou entreprises devant continuer à bénéficier d'aides, le critère utilisé étant généralement les résultats à l'exportation;

- à aucun moment, les mesures interventionnistes ne sont allées à l'encontre des objectifs macroéconomiques de faible hausse des prix et de déficits budgétaires modestes;

- en conséquence, le rendement des investissements et du capital a été généralement supérieur à celui de la plupart des autres pays en développement ainsi que de l'ensemble des pays industrialisés.

Sources  
du progrès  
technologique

En accueillant les investissements étrangers directs ou en cherchant à conclure des accords de licence, les pays du Sud-Est asiatique ont consolidé leurs propres progrès technologiques, déjà rapides. Ce processus de «rattrapage» et l'adaptation des technologies étrangères à la production nationale ont été notablement facilités par l'existence d'une main-d'œuvre hautement qualifiée. Ces pays sont dotés, en outre, d'infrastructures plus avancées que la plupart des autres pays en développement. Néanmoins, en raison de la vive croissance qu'ils ont enregistrée, ces sept pays sont, depuis peu, obligés de consacrer une part de plus en plus importante de leurs dépenses publiques au renforcement de leurs équipements collectifs.

#### *Aspects dynamiques du processus de croissance*

L'adaptation du  
secteur industriel  
dans les NEI ...

À mesure que les quatre NEI ont rattrapé leur retard technologique sur les pays industriels et que leur économie a gagné en maturité, l'existence d'une demande excédentaire et de pressions inflationnistes sur les marchés du travail, conjuguée à l'appréciation de la monnaie, leur a fait perdre une partie de leur compétitivité, notamment à l'égard de nouveaux pays concurrents de la région. Elles ont fait face à cette situation de deux manières: par une reconversion de leur industrie de transformation, en passant d'une production à forte intensité de main-d'œuvre à des biens de consommation et d'équipement à haute technicité, et par une délocalisation ou une sous-traitance de leur production vers d'autres pays du Sud-Est asiatique à main-d'œuvre moins coûteuse. Cette adaptation est particulièrement nette à Hong Kong et à Singapour. Dans le premier cas, la majeure partie de la production manufacturière a été transférée vers les provinces méridionales de la Chine, la main-d'œuvre privée d'emploi étant absorbée par le secteur des services. Singapour a également investi dans les pays voisins, tout en revalorisant ses industries locales. C'est pourquoi ses exportations de produits manufacturés proviennent désormais pour une large part de l'électronique informatique, qui a représenté, l'an dernier, l'essentiel de la progression exceptionnellement rapide du PIB global.

Les autres pays du Sud-Est asiatique ont largement profité de cette évolution. Jusqu'à une date récente, où ils se sont vus dépassés par la



Chine, ils étaient les principaux bénéficiaires des investissements directs en provenance des NEI. Ces apports ont stimulé leur croissance et constitué une source essentielle de financement représentant à certaines périodes, dans le cas de la Malaisie, près de 25% de l'ensemble des investissements. Un cercle «vertueux» s'est ainsi progressivement mis en place: les investissements directs, grâce aux modifications des structures de coûts et à une technologie plus avancée, ont renforcé l'expansion des échanges intra-régionaux (voir Chapitre IV) et contribué à fixer la croissance dans cette région. Associé à l'essor des exportations vers la Chine, ce processus a permis à l'Asie du Sud-Est d'être à l'abri des fluctuations conjoncturelles du monde industriel.

... profite aux autres pays de la région

Cette évolution a, par ailleurs, modifié la vulnérabilité relative de ces pays aux variations des cours de change réels. L'appréciation du yen en termes réels, après l'accord du Plaza, avait permis aux quatre NEI d'améliorer leur compétitivité et de bénéficier d'un afflux d'investissements directs du Japon, alors que la plupart des autres pays du Sud-Est asiatique étaient confrontés à une détérioration des termes de l'échange et à un gonflement de la dette extérieure. Par contre, son renchérissement au second semestre de 1993 semble avoir surtout profité aux trois économies naissantes, sous la forme d'une augmentation de leur compétitivité et d'investissements directs étrangers. Les NEI, notamment la Corée du Sud et Taïwan, ont tiré moins d'avantages de cette situation qu'auparavant, étant donné que la gamme de produits pour lesquels elles sont en concurrence avec le Japon se limite essentiellement aux biens d'équipement ou à haut contenu technologique et que le volume des nouveaux investissements directs s'est nettement réduit.

Réactions différentes aux fluctuations du yen

## Stabilisation macroéconomique et réformes structurelles en Amérique latine

Pendant les années 80, le revenu réel par habitant en Amérique latine a baissé, selon les estimations, de 9% et, dans certains de ces pays, le taux annuel d'inflation a souvent été à trois chiffres, voire davantage. Ce sombre tableau d'une «décennie perdue» s'explique par divers facteurs: la crise de l'endettement extérieur qui a éclaté en 1982; la baisse des revenus réels entraînée par l'ampleur des paiements d'intérêts nets à l'étranger; des détériorations sensibles des termes de l'échange et, dans plusieurs pays, des catastrophes naturelles. Fait plus important, cependant, la médiocrité de ces résultats provient d'une part de la lenteur de la correction des déséquilibres macroéconomiques qui s'étaient accumulés, et dont l'aggravation avait déclenché la crise de l'endettement, et d'autre part de la difficulté de combattre les effets de politiques antérieures erronées.

Résultats médiocres dans les années 80 ...

Malgré la poursuite de la dégradation des termes de l'échange et le ralentissement de la croissance – Brésil excepté – l'an dernier (tab. ci-contre), la production a augmenté en moyenne de près de 3% entre 1990 et 1993, corrigeant ainsi pour plus d'un tiers la baisse antérieure du revenu par habitant. Ce retournement, qui s'est accompagné d'un repli remarquable du

... suivis d'un changement d'orientation marqué des politiques

taux moyen d'inflation (hors Brésil), ramené à 18% l'an passé, s'explique par le fait que les pays ont davantage pris conscience de la nécessité de réformes et se sont résolument efforcés d'appliquer des mesures de stabilisation macroéconomique et d'ajustement structurel. L'Amérique latine a donc enregistré une reprise de la formation de capital fixe des entreprises et des entrées de capitaux, ce qui atteste du retour de la confiance chez les investisseurs nationaux et étrangers.

Changements de politique à des moments différents selon les pays

Les changements de politique sont intervenus à des moments différents selon les pays. Le Chili avait déjà modifié son orientation dans les années 70, le Mexique en 1987, l'Argentine et le Pérou en 1991-92 seulement, tandis que le Brésil n'avait toujours pas obtenu, du moins jusqu'en 1993, le consensus nécessaire à la mise en œuvre de réformes crédibles. Ces disparités, qui se retrouvent également dans la nature et la portée des mesures prises, ont fortement influé sur les résultats récents des divers pays. Certains, comme le Chili, le Mexique, la Bolivie et l'Argentine, ont consolidé leurs acquis mais, à l'exception du Chili, ne jouissent pas encore des bienfaits que procure le passage d'une stabilisation de l'économie à une croissance durable et non inflationniste. D'autres, dont l'Équateur, le Pérou, l'Uruguay et le Venezuela, connaissent une croissance très irrégulière et des taux d'inflation généralement élevés. Le Brésil, pour sa part, continue de pâtir d'une forte inflation chronique, alimentée par d'importants déficits budgétaires nominaux (voir note 4 du tableau de la page 48) et, en particulier, par une indexation quasi généralisée des salaires. Ce pays a néanmoins enregistré en 1993, après deux années étales, une croissance parmi les plus soutenues de la région, même si la reprise a commencé de s'essouffler au second semestre. Le gouvernement brésilien a récemment proposé un nouveau plan de stabilisation prévoyant une politique budgétaire plus restrictive et, fait nouveau, l'introduction d'un indice des prix instantané lié au dollar EU. Cet indice doit servir d'unité de compte pour l'ajustement des salaires du secteur public et, à partir du 1<sup>er</sup> juillet de cette année, constituer

Mesures récentes au Brésil

Amérique latine: production et inflation										
Pays	PIB réel				Pour mémoire: revenu par habitant en 1993 <sup>1</sup>	Prix à la consommation				Pour mémoire: taux d'inflation record <sup>2</sup>
	1980-85	1986-90	1991-92	1993		1980-85	1986-90	1991-92	1993	
	variation en %, taux annuel									
Chili	-0,4	6,5	8,2	6,0	130,2	21,3	19,3	18,6	12,7	505 (1974)
Bolivie	-1,9	1,7	3,7	3,2	82,0	611,0	46,5	16,7	8,5	11.750 (1985)
Mexique	1,9	1,4	3,1	0,4	94,3	60,8	69,6	19,1	9,8	132 (1987)
Argentine	-2,1	0,3	8,8	6,0	100,8	322,5	584,0	84,2	10,5	3.080 (1989)
Brésil	1,1	2,0	0,0	5,0	94,3	149,0	657,5	656,0	1.933	3.118 (1990)
Moyenne <sup>3</sup>	0,5	1,9	2,5	3,0	95,4	118,5	519,0	281,0	737,0	1.578 (1990)
Hors Brésil	0,1	1,8	3,9	2,0	96,4	99,0	277,5	42,0	18,0	652 (1990)

<sup>1</sup> Indice, 1980 = 100.    <sup>2</sup> Depuis 1970; année entre parenthèses.    <sup>3</sup> Moyenne pondérée pour l'Amérique latine et les Caraïbes, établie sur la base des PPA de 1990.

Sources: FMI, *Statistiques financières internationales*; CEALC, *Overview of the Economy of Latin America and the Caribbean*; données nationales.



Amérique latine: solde budgétaire et investissement brut								
Pays	Solde budgétaire <sup>1</sup>				Investissement brut			
	1981-85	1986-90	1991-92	1993 <sup>2</sup>	1981-85	1986-90	1991-92	1993 <sup>2</sup>
	en % du PIB, moyenne annuelle							
Chili	- 1,6	3,0	2,2	0,1	14,2	17,8	20,0	26,0
Bolivie	-13,4	-5,1	-5,8	-6,0	13,1	11,7	18,6	18,5
Mexique <sup>3</sup>	-11,5	-9,4	3,5	1,2	23,7	20,4	22,5	22,5
Argentine <sup>3</sup>	-11,8	-4,5	-0,8	-1,0	20,5	17,2	15,7	18,0
Brésil <sup>4</sup>	- 4,5	-4,0	-1,0	-2,0	18,5	22,1	19,0	17,5
Moyenne <sup>5</sup>	- 4,4	-4,6	-0,1	-1,3	20,9	19,5	21,0	22,5
Hors Brésil	-	-	-	-	22,3	18,1	22,1	25,3

<sup>1</sup> Secteur public non financier. <sup>2</sup> Chiffres provisoires. <sup>3</sup> Y compris, dans le solde budgétaire, les recettes des privatisations. <sup>4</sup> Solde budgétaire nominal diminué de la part des paiements d'intérêts correspondant à l'inflation; sans cette correction, le déficit pour 1991-92 aurait atteint environ 35% du PIB. <sup>5</sup> Moyenne pondérée pour l'Amérique latine et les Caraïbes, établie sur la base des PPA de 1990; le solde budgétaire est celui de l'administration centrale.

Sources: Banque interaméricaine de développement et sources indiquées au tableau de la page 47.

le fondement d'une nouvelle monnaie. Ces mesures, conjuguées à l'accord récemment conclu sur la restructuration de la dette extérieure du Brésil envers les banques commerciales (\$49 milliards), pourraient annoncer les premiers progrès vers la stabilisation.

Cette situation soulève trois questions. Tout d'abord, quelle a été la nature des mesures prises et quelles ont été les principales causes de leur succès ou de leur échec? Ensuite, pour quelle raison la plupart des pays ont-ils préféré un ancrage nominal fondé sur le cours de change plutôt que sur un objectif monétaire? Enfin, quels sont les problèmes qui se posent dans le sillage des réformes et quelles autres réformes sont nécessaires? L'analyse ci-après repose sur les expériences du Chili, de la Bolivie, du Mexique et de l'Argentine, qui, à de nombreux égards, sont représentatives de l'étendue des mesures de stabilisation et des réformes mises en œuvre ainsi que des problèmes rencontrés. Ces expériences sont également susceptibles de fournir des enseignements pour les pays où le processus des réformes vient juste de commencer ou doit encore s'implanter.

#### *Nature des réformes mises en œuvre et répercussions immédiates*

En règle générale, les pays ayant réussi leurs réformes ont suivi une stratégie à trois volets: politiques budgétaire et monétaire restrictives pour retrouver l'équilibre macroéconomique et réduire l'inflation; point d'ancrage nominal pour vaincre l'«inertie» de l'inflation et calmer les anticipations; mesures structurelles, dont la libéralisation du commerce extérieur, la révision de la fiscalité, les privatisations, la déréglementation des marchés des biens et du travail, la refonte du secteur financier et la suppression partielle ou intégrale du contrôle des changes. Dans la plupart des cas, les deux premiers volets ont été introduits au stade initial du processus des réformes, tandis que le troisième n'a été mis en œuvre que partiellement dans un premier temps, mais a été étendu par la suite à un plus grand nombre de domaines et de secteurs.

Les questions  
qui se posent

Principales  
caractéristiques  
des nouvelles  
politiques

Première étape  
des réformes  
au Chili...

Au *Chili*, les réformes sont intervenues en deux étapes. Suite aux niveaux d'inflation records et au changement de régime politique en 1974, des mesures portant sur tous les points indiqués plus haut ont été appliquées en 1975–76. Au départ, l'élément-clé du dispositif destiné à réduire l'inflation était une orientation monétaire très restrictive, complétée par une politique de change fondée sur une parité glissante vis-à-vis du dollar EU. À partir de 1979, cependant, un cours de change complètement fixe sera adopté et la politique monétaire quelque peu assouplie. En dépit d'une reprise relativement rapide de la croissance et du maintien de la discipline budgétaire, cet ensemble de mesures a finalement échoué. Cet échec a été dû principalement au mécanisme d'indexation des salaires sur la hausse constatée des prix, qui a entretenu une forte inertie de l'inflation, se traduisant par une appréciation plus vive de la monnaie en termes réels et un déséquilibre extérieur croissant.

... avec des  
enseignements  
essentiels

Au vu des résultats récents du Chili, dont une croissance moyenne de 7½% de 1990 à 1993, un repli de l'inflation à moins de 13% et une nette augmentation du ratio investissement/PIB (tab. p. 47 et 48), on pourrait considérer comme sans importance les difficultés que ce pays a rencontrées avec son programme antérieur. Il a cependant fourni deux enseignements essentiels pour les réformes ultérieures au Chili, de même que pour les programmes fondés sur le cours de change que d'autres pays ont adoptés. Tout d'abord, la *conjonction* d'un cours de change nominal fixe et d'une indexation des salaires ex post a peu de chances d'être viable. D'autre part, la discipline budgétaire est une condition *nécessaire mais non suffisante* pour réduire l'inflation.

Deuxième étape  
des réformes

La deuxième étape des réformes a débuté par une dévaluation importante après la crise de l'endettement extérieur, qui fut suivie, en 1984–85, de politiques budgétaire et monétaire restrictives. D'autres mesures structurelles ont ensuite été appliquées, dont la création d'une banque centrale indépendante et, l'an dernier, une vaste refonte du marché financier. À l'inverse de la première étape, les autorités ont abandonné l'ancrage nominal fondé sur le cours de change et essayé de réduire le déséquilibre extérieur par une série de dévaluations nominales. Or, comme l'indexation

Amérique latine: solde des paiements courants et cours de change effectif réel									
Pays	Solde des paiements courants				Cours de change effectif réel <sup>1</sup>				
	1981–85	1986–90	1991–92	1993 <sup>2</sup>	1979–81	1982–84	1986	1990	1993 <sup>2</sup>
	en % du PIB, moyenne annuelle				indice, 1985 = 100				
Chili	–10,0	–3,5	–0,5	–5,0	143	133	81	71	76
Bolivie	–3,9	–6,2	–8,5	–10,0	73	93	73	51	41
Mexique	–0,9	–0,9	–5,9	–5,7	122	92	72	92	118
Argentine	–2,2	–1,6	–2,6	–3,0	145	96	93	88	137
Brésil	–2,8	–0,4	0,6	0,1	126	116	94	154	133

<sup>1</sup> Cours effectif nominal, corrigé des prix relatifs à la consommation; une augmentation (diminution) indique une appréciation (dépréciation). <sup>2</sup> Chiffres provisoires.  
Sources: voir tableaux des pages 47 et 48.



des salaires avait été supprimée et que le chômage était important au moment du lancement de ce programme, ces dévaluations n'ont eu qu'un effet modéré sur les salaires nominaux. Il en est résulté une baisse de l'inflation, des salaires réels et du cours de change effectif réel dans la seconde moitié des années 80 (tab. p. 49), tandis que la croissance des exportations s'accélérait. Simultanément, l'amélioration des marges bénéficiaires a entraîné une forte progression de la formation de capital fixe dans le secteur privé, malgré le niveau élevé des taux débiteurs réels (tab. ci-dessous).

En Bolivie, au moment de l'introduction du programme de réformes en 1985, le pays connaissait l'un des taux d'inflation les plus élevés jamais enregistrés dans la région. Ce programme comportait tous les ingrédients indiqués précédemment, y compris l'unification des cours de change officiels et officiels, ce qui impliquait une dévaluation ramenant ce dernier à une fraction seulement de sa valeur antérieure. Si l'idée initiale de créer un fonds de stabilisation de la monnaie et d'utiliser le dollar EU comme ancrage nominal ne s'est pas réalisée (de fait, la monnaie a continué de se déprécier, perdant 25% sur les deux années suivantes), l'objectif de réduction de l'inflation a toutefois été atteint très rapidement, de sorte qu'en 1987 la hausse des prix était revenue en deçà de 15%. Le redressement de la production réelle a été plus lent; sous l'effet des politiques restrictives et d'importantes détériorations successives des termes de l'échange, ce n'est qu'en 1991 qu'elle a retrouvé son niveau de 1980. L'an dernier, d'ailleurs, le PIB par habitant a encore été inférieur à sa valeur de 1980. Ce processus laborieux a été dû notamment à la faiblesse de l'investissement, qui était tombé à moins de 10% du PIB à la fin des années 80. L'expérience bolivienne montre, entre autres enseignements, qu'en l'absence de mesures d'accompagnement et d'une modification des anticipations, les politiques de stabilisation ne permettent pas de restaurer l'expansion économique. Une croissance lente rend également plus difficile le maintien de l'équilibre budgétaire, étant donné que les rentrées fiscales s'en trouvent diminuées. Aussi, après une phase initiale d'assainissement, le budget de la Bolivie est très vite redevenu déficitaire, à hauteur de 6% du PIB l'année dernière.

Aspects des réformes en Bolivie ...

... et nouvel enseignement à en tirer

Amérique latine: taux d'intérêt réels										
Pays	Taux créditeurs <sup>1</sup>					Taux débiteurs <sup>2</sup>				
	1980	1983	1986	1990	1993 <sup>3</sup>	1980	1983	1986	1990	1993 <sup>3</sup>
	en % par an									
Chili	2,4	0,6	- 0,5	14,3	5,5	7,5	- 2,7	6,5	27,0	15,8
Bolivie	-29,0	-10,6 <sup>4</sup>	- 8,5 <sup>4</sup>	6,7	13,7	-21,3	-13,5 <sup>4</sup>	7,0 <sup>4</sup>	21,8	51,0
Mexique	- 5,8	-47,0	- 1,5	4,5	5,8	- 3,8	-50,7	- 7,5	13,8	9,5
Argentine	-20,0	-63,0	5,0	-17,5 <sup>4</sup>	0,5	10,9	13,9 <sup>4</sup>	71,0	n.d.	4,4
Brésil	32,1	12,5	-36,2	41,5 <sup>4</sup>	25,0 <sup>4</sup>	-13,0	25,6	-51,0	-27,0 <sup>4</sup>	35,0 <sup>4</sup>

<sup>1</sup> Taux créditeurs, corrigés de l'évolution des prix à la consommation. <sup>2</sup> Taux débiteurs (pour le Brésil, taux d'escompte), corrigés de l'évolution des prix de gros. <sup>3</sup> Chiffres provisoires.  
<sup>4</sup> Taux mensuel.  
Sources: voir tableaux des pages 47 et 48.

Amérique latine: indicateurs de la politique monétaire										
Pays	Crédit au secteur privé					M2				
	1980	1985	1990	1992	1993*	1980	1985	1990	1992	1993*
	en % du PIB									
Chili	43,4	70,1	50,2	51,2	44,5	25,9	41,1	40,6	39,0	37,0
Bolivie	11,6	10,1	18,9	30,3	31,5	18,8	10,0	21,6	30,4	35,0
Mexique	15,6	10,9	20,6	32,7	35,5	29,1	25,2	24,0	29,4	28,5
Argentine	25,4	17,4	15,7	15,2	15,5	21,4	15,9	10,4	13,7	16,0
Brésil	22,4	18,1	7,2	10,7	10,9	11,9	18,8	15,9	30,8	25,3
* Estimations.										
Sources: voir tableau de la page 48.										

Aspects et  
résultats des  
réformes au  
Mexique

Au *Mexique*, après des niveaux d'inflation records, un programme de réformes en trois volets était adopté en 1987. Les six années suivantes, il a fait l'objet d'ajustements et d'ajouts incessants, dont l'abolition de l'encadrement des taux d'intérêt et du crédit en 1989 et des amendements d'ordre législatif visant à créer une banque centrale indépendante à compter du début de cette année. Un élément-clé des politiques de réformes et de stabilisation a été l'adoption d'un ancrage nominal vis-à-vis du dollar EU, fondé sur une dépréciation annoncée à l'avance (assortie d'une bande de fluctuation), conjuguée à une politique globale des revenus visant à stabiliser les anticipations et à vaincre l'inertie de l'inflation, inhérente à l'ancien système d'indexation des salaires. En raison du caractère progressif de ces mesures, l'inflation ne s'est ralentie que lentement; l'an dernier, cependant, on a enregistré pour la première fois depuis 1972 un résultat inférieur à 10%. Le PIB réel a augmenté à un rythme modéré, mais la croissance est revenue en deçà de 1% l'an passé, les politiques restrictives ayant été conservées afin de contenir la hausse des prix et de défendre le cours de change. Malgré une croissance léthargique, le Mexique est parvenu à préserver un bas niveau de chômage dans les villes. Toutefois, même après une certaine progression depuis 1988, le salaire réel moyen demeure inférieur à celui de 1980. En outre, dans les zones rurales, la pauvreté et le sous-emploi sont généralisés, ce qui a récemment provoqué des conflits politiques et sociaux. Le déficit extérieur s'est creusé à près de 6% du PIB, sous l'effet de la vive élévation des importations consécutive à l'ample libéralisation des échanges commerciaux et à l'appréciation du peso en termes réels. Cependant, le déficit des paiements courants a été financé, et au-delà, par des entrées de capitaux attirés par un écart de taux d'intérêt favorable, étant donné que la forte augmentation de la demande de crédit du secteur privé (tab. ci-dessus), dans le contexte d'une politique monétaire rigoureuse, a maintenu les taux débiteurs réels à un niveau élevé.

Programmes  
antérieurs de  
stabilisation  
en Argentine ...

En *Argentine*, le programme de réformes a été mis en œuvre en 1991, après plusieurs tentatives de stabilisation infructueuses au cours des années 80, dont la plus connue est le plan Austral de 1985. Tout comme le plan Cruzado lancé au même moment au Brésil, ce dispositif visait à briser



la spirale inflationniste au moyen d'un ancrage nominal fondé sur le cours de change; il se solda par un échec, principalement parce que la discipline budgétaire n'a pas duré. L'échec des efforts antérieurs de stabilisation explique en partie la perte de confiance dans les responsables politiques et le fait que la production réelle ait reculé de 1% par an en moyenne au cours des années 80 tandis que le pays enregistrait des taux d'inflation à trois chiffres.

L'un des éléments importants du plan de stabilisation de mars 1991 était la «Loi sur la convertibilité», instituant un système monétaire comportant deux caractéristiques essentielles: un ancrage nominal fondé sur un cours de change fixe par rapport au dollar EU et une règle plafonnant la base monétaire au niveau des réserves de change, retirant ainsi à la banque centrale son pouvoir discrétionnaire d'augmenter le crédit interne. Ce plan a eu pour conséquence immédiate de modifier radicalement les anticipations, entraînant une chute du taux d'inflation et une reprise de la croissance de la production en termes réels. De 1991 à 1993, le revenu par habitant a progressé, alors qu'il s'était contracté durant la décennie précédente, et, en avril 1994, le taux d'inflation sur douze mois était retombé à 4¼% seulement. De plus, grâce aux effets de la «Loi sur la convertibilité», renforcés par une vaste réforme fiscale et des recettes de privatisations s'élevant à 2-3% du PIB, le budget du secteur public non financier s'est trouvé proche de l'équilibre en 1992-93. Toutefois, comme dans le cas du Mexique, l'adoption d'un ancrage nominal fondé sur le cours de change a provoqué une forte appréciation de la monnaie en termes réels, qui, ajoutée aux vastes mesures de libéralisation des échanges, a entraîné une détérioration de la balance commerciale et des paiements courants.

... et nouveau plan  
de réformes en 1991

#### *Choix de l'ancrage nominal*

Presque tous les programmes de stabilisation mis en œuvre en Amérique latine ont en commun d'avoir choisi comme ancrage un cours de change nominal fixe plutôt qu'un objectif monétaire. Les raisons d'un tel choix semblent être principalement de trois ordres:

- pour conforter leur crédibilité, les gouvernements ont estimé utile de lier leur monnaie à celle d'un pays dont les résultats en matière d'inflation sont meilleurs que les leurs, le plus souvent les États-Unis. Pour renforcer encore cette crédibilité, surtout pendant la phase initiale des réformes, ils ont généralement préféré rattacher leur monnaie à une seule devise plutôt qu'à un panier pondéré en fonction des échanges commerciaux, même si cette formule pouvait présenter l'avantage de moins altérer les flux commerciaux;

- vis-à-vis du grand public, des employeurs et des syndicats, un cours de change nominal fixe donne un signal clair, puisque les biens faisant l'objet d'échanges internationaux entrent pour une part importante dans l'indice des prix à la consommation;

- la relation entre les agrégats monétaires et le revenu nominal tend à être moins stable en période de désinflation car la demande d'encaisses

Raisons de  
l'adoption d'un  
ancrage nominal  
fondé sur le cours  
de change

réelles augmente, de sorte que les objectifs en termes d'agrégat cessent de constituer une référence fiable pour la politique monétaire.

*Problèmes subsistant après la stabilisation et nécessité de réformes complémentaires*

Malgré le succès immédiat des politiques mises en œuvre et la consolidation des acquis sur le front de l'inflation, la plupart des pays engagés dans la stabilisation et les réformes structurelles sont confrontés à un certain nombre de problèmes auxquels il importe de s'attaquer pour poursuivre dans cette voie:

Appréciation de la monnaie en termes réels et dégradation du solde commercial

– les pays utilisant un cours de change nominal fixe comme principal ancrage nominal ont vu leur monnaie s'apprécier nettement en termes réels et leur balance des paiements courants se dégrader. Grâce à d'importantes entrées de capitaux (voir Chapitre VII), le financement des déficits des paiements courants n'a généralement pas posé de problème. D'ailleurs, dans plusieurs cas, le fait que les entrées de capitaux dépassaient le déficit a rendu le maintien de la stabilité monétaire plus difficile. Certains pays ont également dévalué leur monnaie avant de fixer le cours de change, ce qui donne à penser que les marges bénéficiaires demeurent relativement confortables. En outre, l'investissement privé a augmenté dans la plupart des pays, compensant plus ou moins la contraction de l'investissement public. Il n'en reste pas moins nécessaire, du fait de la perte de parts de marché, notamment sur le plan intérieur, de poursuivre la restructuration du tissu industriel afin de créer les conditions requises pour maintenir l'ancrage nominal et redresser en même temps la position extérieure du pays;

Taux d'intérêt réels élevés

– l'application de politiques monétaires restrictives s'est traduite, dans la plupart des pays, par une hausse sensible des taux d'intérêt réels. Les conditions débitrices ont été particulièrement onéreuses en termes réels, à cause de l'augmentation des marges d'intérêts et d'une décélération des prix de gros supérieure à celle des prix à la consommation. Si l'apparition de taux créditeurs positifs en termes réels devrait logiquement aboutir à stimuler l'épargne intérieure, le niveau très élevé des taux débiteurs réels risque de freiner l'investissement en capital fixe des entreprises et donc d'éloigner les perspectives d'une croissance plus rapide et durable. Pourtant, l'an dernier, le ratio moyen investissement/PIB pour l'Amérique latine, hors Brésil, a presque atteint 25%;

Transition d'une forte inflation ...

– en Bolivie, l'hyperinflation a été vaincue en moins d'un an, avec des pertes de production relativement peu importantes, étant donné que le système monétaire et les institutions économiques avaient, de fait, cessé de fonctionner. Dans d'autres pays également, l'inflation a pu être réduite dans un premier temps, sans graves conséquences sur la croissance de la production. Une fois le taux d'inflation revenu à 10–15%, il s'est avéré plus difficile de continuer à le faire baisser, ce qui peut indiquer que les forces d'inertie étaient toujours bien présentes et/ou que les anticipations inflationnistes ne se sont pas modérées en proportion du ralentissement effectif de la hausse des prix;

... à une croissance soutenue

– le Chili a réussi la transition du stade de la stabilisation à celui de la croissance durable, alors que la plupart des autres pays sont parvenus à



créer les conditions nécessaires à une reprise de la croissance mais n'ont pas encore connu une période d'expansion vive et soutenue. La production en Bolivie ne s'est redressée que très lentement et le Mexique a enregistré, l'an dernier, son taux de croissance le plus faible depuis sept ans.

Un certain nombre de réformes restent à réaliser. En premier lieu, alors que la plupart des pays ont rénové leur système fiscal, ils n'ont pas encore restructuré les dépenses publiques, les coupes opérées ayant surtout visé à éliminer le déficit budgétaire. Les dépenses d'équipement ont été davantage comprimées que les dépenses de fonctionnement, et celles relatives à l'enseignement, à la santé et à la protection sociale ont aussi été diminuées. Par conséquent, de nombreux pays sont confrontés à un besoin urgent d'améliorer leurs infrastructures et leurs systèmes d'éducation et de santé. Certains pourraient également devoir augmenter les impôts pour financer les pensions ou, comme cela a récemment été fait au Chili, mettre en place des caisses de retraite privées.

Nécessité de réformer les dépenses publiques...

En deuxième lieu, la pauvreté est devenue un problème grave dans la région, étant donné que l'accélération de la croissance n'a surtout profité jusqu'à présent qu'aux personnes disposant des revenus les plus élevés. Les 20% de la population les plus pauvres touchent en moyenne nettement moins de 5% du revenu global. Dans plusieurs pays, dont l'Argentine et le Mexique, la montée des tensions sociales a commencé de peser sur la confiance et l'activité économique. De plus, la reprise de la croissance n'a pas empêché le chômage d'augmenter, des travailleurs qui avaient été «découragés» ayant réintégré les rangs de la population active. C'est dans cette conjoncture que le Chili et le Mexique ont introduit des réformes sociales en 1992-93, d'autres pays pouvant être amenés à les imiter.

... de combattre la pauvreté...

En troisième lieu, la plupart des pays doivent renforcer et réformer leur secteur financier. L'écart important entre taux créditeurs et débiteurs traduit peut-être l'existence de primes de risque élevées mais pourrait également refléter un manque de concurrence. Comme les marchés monétaires et financiers demeurent insuffisamment développés, plusieurs pays ont éprouvé des difficultés à combattre les effets des entrées massives de capitaux sur la liquidité interne. Ceux qui ont libéralisé les mouvements de capitaux avant de déréglementer leurs marchés nationaux sont particulièrement exposés au risque d'instabilité financière, en cas de brusque inversion de ces flux (voir également Chapitre VII).

... et de renforcer le secteur financier

Compte tenu, cependant, de plusieurs tentatives de stabilisation infructueuses qui ont sérieusement entamé la crédibilité des autorités et de l'évolution défavorable (si l'on excepte le repli des taux d'intérêt aux États-Unis) de la conjoncture extérieure (dégradation des termes de l'échange et faiblesse de la demande d'exportations), les résultats obtenus à ce jour peuvent être considérés comme remarquables et ne devraient pas être sous-estimés à cause des problèmes qui subsistent et de la nécessité de poursuivre les réformes. La plupart des pays d'Amérique latine ont réussi à briser le cycle de l'inflation et commencé à créer les bases d'une croissance durable.

## Économies en transition d'Asie

### Évolutions et réformes économiques en Chine

Résultats de la Chine par rapport aux autres économies en transition

En Chine, la production réelle s'est accrue de 13% pour chacune des deux dernières années, de sorte que le PIB total a quasiment quadruplé par rapport à 1978 (tab. ci-dessous). Le contraste est frappant avec l'Europe orientale et les économies de l'actuelle CEI, qui ont enregistré des taux de croissance positifs, bien qu'assez modestes, jusqu'en 1989, mais connaissent depuis un recul important. La différence est également marquée par rapport à la Mongolie, dont le système économique avant la réforme était très similaire à celui des pays est-européens et où la situation a évolué de manière identique. Cette disparité entre les résultats économiques de la Chine et ceux de pays qui avaient aussi connu la planification centralisée amène à s'interroger sur les politiques de réformes et de transition adoptées. Pour certains, les performances exceptionnelles de la Chine sont le fruit de stratégies mieux adaptées; pour d'autres, la raison principale réside dans les conditions de départ du pays et, en particulier, dans le fait que la Chine était encore une économie rurale sous-développée au début du processus de restructuration. Ces deux facteurs ont joué un rôle important et il est difficile, du reste, de les dissocier, étant donné que les politiques mises en œuvre en Chine ont découlé naturellement de la structure économique et administrative du pays, caractérisée notamment par une forte décentralisation au profit des régions.

### Conditions et structures initiales

Absence de déséquilibres macroéconomiques et forte réponse au niveau de l'offre

Alors que l'Europe orientale et l'ex-Union soviétique enregistraient, à la fin des années 80, d'amples déséquilibres macroéconomiques nécessitant, dans un premier temps, l'adoption de rigoureuses politiques de stabilisation, la Chine n'a pas eu à pâtir de déséquilibres de ce genre lorsque le processus de modification des politiques suivies a commencé en 1978. C'est davantage la volonté d'employer les ressources de façon plus efficace et de combattre la pauvreté, plus particulièrement dans les régions rurales, qui a poussé aux

Économies en transition: indicateurs de l'évolution économique							
Pays et groupe de pays	PIB réel		Prix à la consommation		M2/PIB		
	1978-89	1990-93	1978-89	1990-93	1978	1985	1992 <sup>1</sup>
	variation en %, taux annuel				en %		
Chine	9,2	9,5	7,5	5,4	25,0	57,0	101,5
Viêt-nam	4,1	6,8	217,5 <sup>2</sup>	39,0	n.d.	28,4	33,5
Mongolie	6,1	- 5,0	4,6	20,5	35,8	47,1	52,2
Inde	4,8	3,8	8,3	10,5	35,5	43,0	48,0
Europe orientale	2,9	-10,0	36,9	144,7	58,5	57,6	56,2
Ex-Union soviétique	3,1	-10,3	1,3	316,5	n.d.	48,5	65,2 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> Chiffres provisoires. <sup>2</sup> 1986-89. <sup>3</sup> 1989.  
Sources: Banque asiatique de développement, *Asian Development Outlook* et *Key Economic Indicators*; FMI, *Occasional Papers*; données nationales.



réformes. La première série de mesures a surtout porté sur la libéralisation du secteur agricole et a eu des effets positifs immédiats sur la production, contrairement à ce qui s'est passé en Europe orientale, où le revenu réel a baissé.

La part du secteur agricole dans la production et l'emploi en Chine était relativement importante avant les réformes (tab. ci-dessous). L'industrie contribuait également pour une part substantielle à la production, les entreprises d'État entrant pour plus de 75% dans la production industrielle. Si l'existence d'un «excédent de main-d'œuvre» à bas salaires dans l'agriculture chinoise était un avantage dont ne jouissaient pas l'Europe orientale et les économies de l'actuelle CEI, les résultats de la Chine sont cependant dus en grande partie à la réaction enregistrée au niveau de l'offre dans le secteur des industries privées.

À la différence de l'Europe orientale et des pays de l'actuelle CEI, dont les économies présentaient des structures fortement centralisées et concentrées, avec de très grosses unités de production fonctionnant dans un contexte de grande dépendance interrégionale, celle de la Chine était décentralisée et reposait sur des unités de production de taille relativement modeste. En outre, les provinces bénéficiaient traditionnellement d'une large autonomie. Cette forme d'organisation et cette structure régionale ont favorisé le développement des marchés et la concurrence entre régions et fourni un cadre propice aux expériences économiques, qui ont joué un rôle important dans les réformes mises en œuvre. Par contre, cette configuration a également donné lieu à des productions faisant double emploi et, en l'absence d'instruments de contrôle macroéconomique, la concurrence interrégionale a engendré périodiquement des poussées excessives de la demande.

L'économie chinoise présentait, par ailleurs, d'autres caractéristiques. Chaque région vivait, en effet, de manière quasi autarcique et, au début de la période de réformes, la Chine était une économie relativement fermée. Le pays n'était donc guère dépendant du CAEM pour son commerce, ce qui

Décentralisation  
et autonomie  
régionale

Influence du  
commerce  
extérieur...

Économies en transition: indicateurs structurels et fondamentaux										
Pays et groupe de pays	PIB par habitant de 1985	PIB, par secteur <sup>1</sup>		Emploi, par secteur <sup>1</sup>		Investissement/ PIB <sup>2</sup>	Exportations/ PIB <sup>2</sup>	Destination des exportations <sup>2</sup>		
		Agri-culture	Industrie	Agri-culture	Industrie			OCDE	Asie	CAEM
	en \$EU	en %								
Chine	225	25,6	51,7	68,9	15,8	35,0	9,4	41,4	38,8	8,3
Viêt-nam	115	42,7	26,3	70,0	10,6	10,9	11,9	18,5	34,0	36,0 <sup>3</sup>
Mongolie	665	17,4	33,3	39,7	16,0	40,2	22,4	3,2	0,3	92,0
Inde	285	39,6	24,4	75,0 <sup>4</sup>	25,0 <sup>4</sup>	23,9	5,7	48,0	9,2	21,0
Europe orientale	3.050	14,7	54,9	24,9	34,9	30,0	29,0	28,2	3,7	67,8
Ex-Union soviétique	3.350	14,9	51,5	20,3	29,4	20,8	4,4	25,6	7,4	55,4

<sup>1</sup> 1980. <sup>2</sup> 1985. <sup>3</sup> Sur la base d'un cours de 2,4 roubles pour un dollar EU. <sup>4</sup> Proportion de la population totale vivant respectivement en zones rurales et urbaines.

Sources: voir tableau précédent.

l'a protégé des modifications brutales des termes de l'échange dont ont souffert les pays d'Europe orientale et la Mongolie lors de sa dissolution. De plus, au fur et à mesure de l'ouverture de son économie (voir ci-après), la Chine a pu, grâce à sa situation géographique, tirer profit du commerce avec les économies dynamiques d'Asie du Sud-Est.

... et des  
communautés  
chinoises à  
l'étranger

Les importantes communautés chinoises implantées à l'étranger ont certainement contribué également aux bons résultats de la Chine, surtout depuis l'ouverture de l'économie au commerce international et aux investissements directs. Les étroites relations financières et commerciales avec Hong Kong ont joué un très grand rôle, tout spécialement pour les provinces du Sud, qui ont enregistré une croissance moyenne de 20% au cours des trois dernières années.

#### *Principales caractéristiques des réformes*

Quelques aspects  
du processus des  
réformes en  
Chine

Le processus des réformes mises en œuvre par la Chine n'a pas été conçu sous forme d'un plan d'ensemble, mais a revêtu un caractère graduel, expérimental et partiel. Il a porté sur un grand nombre de domaines et de secteurs et a présenté certains aspects que l'on ne retrouve pas en Europe orientale. Dès le départ notamment, la vive expansion de la production a soutenu les réformes et renforcé leur longévité, prévenant ainsi le phénomène de «saturation» observé dans d'autres pays. De plus, bien que ces mesures se soient accompagnées de mutations importantes dans la répartition du revenu par région et par secteur, la réponse au niveau de l'offre a permis d'éviter que cette répartition ne soit faussée par les distorsions liées à des baisses prononcées de la production.

Réformes  
agricoles...

Les principales réformes agricoles adoptées en 1978 ont notamment consisté à relever les prix d'achat officiels et à revenir à l'exploitation familiale, les agriculteurs obtenant le droit de vendre une partie de leur production sur le marché libre. L'offre a vigoureusement répondu à ces mesures plus stimulantes et l'épargne des ménages enregistré une progression inattendue, qui, conjuguée à l'existence d'une main-d'œuvre rendue disponible par les gains de productivité, a fourni les facteurs de production et incitations nécessaires au développement des industries en milieu rural.

... et croissance  
rapide du secteur  
industriel privé

À partir de 1984, les collectivités locales ont bénéficié d'une plus grande autonomie, en particulier pour créer des entreprises cantonales et communales et conserver une large part de leurs bénéfices. Dynamisées par une épargne abondante et un excédent de main-d'œuvre agricole devenu disponible, ces structures ont connu une vive expansion. En 1990, elles représentaient, avec les autres entreprises rurales, un quart environ de l'ensemble de la production industrielle (tab. p. 58). Les mêmes droits ont été conférés ultérieurement aux villes plus importantes, ramenant ainsi à 55%, la même année, la part des entreprises d'État dans la production industrielle. L'essor rapide du secteur privé, facteur essentiel de la croissance chinoise, peut s'expliquer par le fait que, contrairement aux entreprises d'État, les sociétés privées ont été soumises à de fortes contraintes budgétaires puisqu'elles n'ont pas reçu de subventions et ont dû financer leurs investissements en puisant dans leurs bénéfices non distribués



Chine: évolution et structure du capital dans l'industrie					
Type de propriété	Part dans la valeur ajoutée		Part en termes d'emploi		Production
	1979	1990	1979	1990	1981-90
	en %				variation en %, taux annuel
Entreprises d'État	78,5	54,6	72,0	53,7	7,5
Entreprises privées	21,5	45,4	28,0	46,3	21,5
dont: secteur rural	9,0	25,3	22,5	38,6	28,0
Sources: Qian, Y. et Xu, C., <i>Discussion Paper No. 154</i> , Centre for Economic Performance, London School of Economics et données nationales.					

ou en sollicitant des concours bancaires, souvent difficiles à obtenir en raison du volume des prêts consentis aux entreprises d'État déficitaires.

En 1978, les exportations représentaient moins de 10% du PIB de la Chine. Grâce à l'adoption de diverses mesures de libéralisation des ventes à l'étranger, conjuguée à une croissance rapide dans les pays voisins, à une dépréciation substantielle de la monnaie en termes réels et à des aides à l'exportation, la part du commerce extérieur est cependant remontée à un tiers environ du PIB. Les importations de biens d'équipement ont été stimulées et des dispositions prises en faveur des investissements étrangers directs, permettant à la Chine d'enregistrer, l'an passé, des entrées nettes à ce titre de quelque \$15 milliards, en tête des pays en développement. La technologie et le savoir-faire acquis au cours des dix dernières années grâce aux investissements directs ont contribué pour beaucoup à la croissance.

Promotion du commerce extérieur

L'un des principaux éléments du processus des réformes en Chine a été le double système de prix, en vertu duquel une partie prédéterminée de la production faisait l'objet d'un contrôle ou d'un «encadrement» des prix tandis que la partie excédentaire pouvait être vendue aux prix du marché. Ce système faussait les prix relatifs mais avait l'avantage d'éviter quasiment les pénuries; en outre, les décisions «à la marge» se faisaient à des prix relatifs établis en fonction du marché. Sa conception, cependant, incitait à la corruption et était relativement défavorable aux entreprises privées.

Double système de prix

#### *Nécessité de poursuivre les réformes*

Les effets macroéconomiques des politiques de réformes de la Chine ont incontestablement été substantiels; néanmoins, certaines insuffisances sont évidentes et les efforts doivent manifestement être poursuivis. Il reste encore à la Chine, comme cela est examiné plus loin, à mettre en place un cadre pleinement efficace pour ses politiques macroéconomiques. Ce problème est lié en partie à la large autonomie qui existe au niveau régional et au caractère incomplet et expérimental des réformes; cette situation, conjuguée aux disparités dans les dotations en ressources, a contribué, lors de la croissance rapide de l'économie, à accentuer les différences d'une région à l'autre. Les écarts en matière de revenus risquent de se creuser encore plus, car la mobilité de la main-d'œuvre entre les régions est entravée par des obstacles administratifs et économiques et la part des recettes fiscales revenant à l'administration centrale diminue, ce qui limite

Autonomie régionale et disparités accrues des revenus

les possibilités de correction par voie budgétaire. Selon les estimations officielles, plus d'un tiers de la population active du secteur agricole serait sans emploi, et la disparité croissante des revenus par rapport aux zones urbaines a déjà suscité des tensions. Cela peut paraître paradoxal à première vue, étant donné le succès initial des réformes agricoles, mais s'explique cependant par le fait que les gains de productivité rapides résultaient surtout d'un processus de rattrapage non récurrent; depuis le milieu des années 80, la productivité du secteur agricole ne s'est pas améliorée, en raison de l'érosion des sols, d'une diminution de la superficie des terres arables fertiles et disponibles et de la petite taille des exploitations familiales qui limite les possibilités d'économies d'échelle.

Sources potentielles d'accélération de l'inflation

Le double système de prix est potentiellement inflationniste, car les prix réglementés sont nettement plus bas que ceux du marché. Par ailleurs, les subventions, qui entrent actuellement pour un tiers environ dans les dépenses de l'administration centrale, ont été augmentées afin de modérer la hausse des prix. La croissance exceptionnellement élevée du ratio M2/PIB (tab. p. 55) pourrait être une cause d'inflation ou de perturbations dans le domaine financier. Cependant, en raison de la progression impressionnante de l'épargne des ménages due en partie aux efforts des autorités pour maintenir des taux créditeurs réels positifs, et en l'absence de pénurie du côté de l'offre, la Chine ne souffre pas du problème de «surabondance de liquidités» déjà rencontré dans certains pays d'Europe orientale. En revanche, si le sentiment des consommateurs venait à se modifier de manière défavorable, entraînant rapidement d'importants retraits des comptes d'épargne, il pourrait en résulter des pressions sur les marchés des biens et la disparition d'une source de financement non inflationniste du déficit budgétaire.

Des entreprises d'État déficitaires

Malgré plusieurs tentatives d'amélioration de la gestion et du fonctionnement des entreprises d'État, celles-ci ne sont pas encore assujetties à de sévères contraintes budgétaires. Les pertes de plus en plus lourdes qu'elles ont enregistrées ont creusé le déficit public ou ont été comblées par des crédits bancaires, provoquant une accélération de la croissance de la masse monétaire et une augmentation du volume de prêts improductifs des banques.

Absence d'instruments macroéconomiques

Depuis 1978, la Chine a traversé plusieurs cycles; en effet, chaque série de réformes a entraîné une forte augmentation de la demande, suivie rapidement d'une surchauffe qui était alors enrégulée par des interventions officielles. Cette grande instabilité cyclique peut être attribuée à deux facteurs interdépendants, qui ont privé l'administration centrale d'instruments appropriés de contrôle budgétaire et monétaire: la politique de décentralisation et l'absence, jusqu'à une date récente, d'une vaste réforme budgétaire et financière. Depuis 1978, le ratio impôts/PIB ainsi que la part de l'administration centrale dans l'ensemble des recettes publiques ont baissé (tab. p. 60), sous l'effet d'un système fiscal inadapté et d'un régime de répartition des recettes qui a accru la part des impôts conservée par les collectivités régionales et locales. Le secteur financier est demeuré largement sous-développé, malgré la création d'un système bancaire à deux



niveaux en 1984, l'ouverture de deux marchés des actions et les premières esquisses d'un marché financier. La pratique des crédits affectés reste chose courante et les instruments de contrôle indirect de la monnaie et du crédit sont inefficaces.

Vers la fin de l'année dernière, des mesures ont été prises pour doter la banque centrale d'une plus grande indépendance, créer des banques commerciales et transférer au budget les prêts destinés à appuyer les réformes. Le cours de change officiel et celui des échanges inter-entreprises ont été unifiés au début de 1994, ce qui a entraîné une dévaluation d'environ un tiers du premier par rapport au dollar EU. Des décisions ont également été adoptées pour réformer le système fiscal à compter de cette année. Elles comportent notamment l'introduction d'un impôt uniforme de 33% sur les sociétés, une taxe sur la valeur ajoutée et une imposition des plus-values ainsi qu'une restructuration du système de répartition des recettes pour augmenter la part revenant à l'administration centrale. Enfin, une série d'initiatives est destinée à ranimer le secteur en déclin des entreprises d'État et à rendre leurs dirigeants plus autonomes et davantage responsables de leur gestion. Une centaine d'entreprises parmi les plus grandes seront transformées en sociétés par actions et les prestations sociales actuellement assurées par les entreprises d'État devraient être remplacées par un système de sécurité sociale financé par des fonds publics.

Il est encore trop tôt pour dire si les réformes prévues pourront être efficacement mises en œuvre au cours du cycle actuel. Si les dépenses d'équipement ont contribué de manière substantielle à la croissance soutenue enregistrée l'an dernier, elles ont cependant été excessives dans certains secteurs, ce qui donne à penser que la politique du crédit doit être resserrée. Cette expansion rapide de l'économie s'est accompagnée d'une accélération marquée de l'inflation, bien que la demande excédentaire ait été en partie absorbée par une vive progression des importations. Les autorités se trouvent toutefois confrontées à un dilemme, du fait de l'augmentation du chômage et du sous-emploi. Cette situation ne va pas faciliter l'imposition aux entreprises d'État de règles plus strictes en matière de responsabilités de gestion; le budget de cette année prévoit d'ailleurs de nouveaux allègements d'impôts. Néanmoins, le plus difficile sera probablement

Quelques mesures récentes ...

... et leur incidence sur la conjoncture actuelle

Chine: évolution de la fiscalité et des recettes extrabudgétaires				
Rubrique	1979	1982	1987	1990
	en % du PNB			
Impôts	26,7	20,0	19,5	16,6
dont: administration centrale	n.d.	10,3	9,4	7,5
Recettes extrabudgétaires	11,3	15,5	18,0	15,3
dont: administration centrale	n.d.	5,2	7,3	6,1
Total	38,0	35,5	37,5	31,9
dont: administration centrale	n.d.	15,5	16,7	13,6

Source: FMI, *Occasional Paper No. 107*.

de contrebalancer l'un des résultats de la décentralisation tout en relevant la part des recettes fiscales revenant à l'administration centrale.

#### *Développements et réformes économiques dans d'autres pays d'Asie*

Au cours des dix dernières années, d'autres pays d'Asie en transition vers l'économie de marché, comme le Viêt-nam, le Cambodge, le Laos et la Mongolie, ont également appliqué des réformes économiques, avec plus ou moins de succès. Les pays dont la situation de départ et les structures étaient similaires à celles de la Chine ont eu des résultats très différents de ceux de la Mongolie, dont le système était plus proche de celui des pays d'Europe orientale. Le Viêt-nam a enregistré une croissance annuelle moyenne supérieure à 6% depuis le début des réformes, tandis que la production en Mongolie a sévèrement reculé, suite à la levée du contrôle des prix et à l'abandon du système de planification centralisée.

Politiques de réformes au Viêt-nam et en Mongolie

Les expériences du Viêt-nam et de la Mongolie diffèrent également à d'autres points de vue. Contrairement à la Chine en 1978, ces deux pays se trouvaient aux prises avec des déséquilibres macroéconomiques lorsque les réformes ont été lancées, en 1986 et 1989 respectivement. La Mongolie a durci sa politique économique pour corriger les effets de la libéralisation des prix. La production a alors chuté, les conséquences des mesures d'austérité étant aggravées par une détérioration des termes de l'échange et par la perte de marchés d'exportation consécutive à la dissolution du CAEM. Le Viêt-nam, par contre, a remis à plus tard les mesures de stabilisation, et la hausse mensuelle des prix y a dépassé 30%, compromettant sérieusement la stabilité financière et les perspectives de croissance. Néanmoins, après une réforme des prix et de la monnaie et un sévère resserrement des politiques budgétaire et monétaire en 1989, l'inflation a été jugulée. En outre, le Viêt-nam a bénéficié de conditions structurelles très proches de celles de la Chine, d'une réaction positive de l'offre dans le secteur agricole, d'une augmentation de la demande de pétrole et de la part relativement modeste que représentait dans ses échanges le commerce avec les pays du CAEM, ce qui lui a permis d'éviter un recul de la production. Par contre, les tentatives d'ouverture de son commerce extérieur et les mesures visant à attirer les investissements directs étrangers n'ont donné jusqu'à présent que des résultats limités, en raison de l'embargo des États-Unis en vigueur jusqu'au début de cette année et des arriérés de dette du pays auprès de prêteurs multilatéraux. Le sous-développement des infrastructures et un ratio investissement/PIB atteignant à peine 10% constituent des handicaps supplémentaires.

En Inde, adoption de mesures de libéralisation ...

L'Inde, où le secteur agricole et les entreprises d'État ont un poids important et dont le revenu par habitant est comparable à celui de la Chine, a aussi appliqué de vastes réformes dans le sens de l'économie de marché. Suite à une crise des changes qui a affecté le pays en 1991, l'économie a été ouverte à la concurrence étrangère. Le commerce extérieur a été libéralisé, le système de double cours de change abandonné et le secteur privé déréglementé. La réduction du déficit budgétaire et les premières mesures de privatisation des entreprises d'État ont été également au nombre des mesures initiales.



Pendant les deux dernières années, la croissance de la production en Inde a atteint 4% en moyenne. La dépréciation de 25 à 30% de la monnaie en termes réels et la hausse marquée des recettes d'exportations ont permis un net redressement de la balance des paiements courants. En outre, les réserves de change se sont renforcées, sous l'effet d'entrées relativement importantes de capitaux correspondant à des investissements nets de portefeuille et à des financements obtenus par des entreprises indiennes sur le marché obligataire international. Cependant, l'évolution récente de la situation budgétaire devra être corrigée si l'on veut éviter des difficultés ultérieures. En effet, après une période de stabilisation, le déficit des finances publiques s'est creusé l'an dernier, pour dépasser 7% du PIB, alors que l'objectif était inférieur à 5%. Il a été financé en majeure partie par les banques, qui, pour se conformer à des ratios de fonds propres plus exigeants, ont accru leurs portefeuilles d'obligations d'État tout en réduisant leurs crédits au secteur privé. Le secteur industriel, contrairement à l'agriculture, voit sa production stagner en raison du manque de souplesse du marché du travail et de l'inefficacité des entreprises d'État et devra également faire l'objet d'une attention particulière.

... avec des effets positifs ...

... mais nécessité d'une attention soutenue

## Europe orientale et Communauté des États indépendants

Les disparités frappantes entre les résultats économiques des pays d'Europe orientale et ceux des membres de la Communauté des États indépendants (CEI), l'an dernier, montrent clairement que le retour à la croissance passe nécessairement par des efforts soutenus de réformes et par l'adoption de mesures résolues de stabilisation. En Europe orientale, la baisse rapide de la production, les années précédentes, s'est nettement ralentie; les premiers signes de reprise de l'activité sont apparus dans plusieurs pays au second semestre – même en Estonie, où les réformes avaient débuté dans des conditions extrêmement difficiles. D'autres pays de la région paraissent avoir suivi l'exemple de ceux qui se trouvaient à un stade plus avancé du processus de restructuration. La Roumanie a adopté un programme de stabilisation au début de l'année 1994, pour corriger les effets de politiques de relance qui avaient provoqué une vive accélération de l'inflation. La Croatie et l'Ancienne république yougoslave (ARY) de Macédoine ont également entrepris de stabiliser leur économie.

Stabilisation de la production en Europe orientale ...

Le contraste est saisissant avec les États de la CEI, qui ne se sont toujours pas attaqués à ces problèmes économiques fondamentaux. Ils ont continué d'émettre des roubles pour s'acheter des marchandises les uns aux autres, ce qui a creusé le déficit de leurs échanges commerciaux avec la Russie et avivé l'inflation. C'est en juillet dernier que la situation est devenue critique, au moment où, dans le cadre de la réforme monétaire en Russie, le rouble soviétique a été remplacé par le rouble russe, ce qui faisait véritablement disparaître la zone rouble et forçait les autres États à créer leurs propres monnaies. Alors qu'ils auraient pu mettre cette occasion à profit pour entreprendre des politiques de stabilisation, ils se sont avérés incapables de maîtriser le déficit budgétaire et l'expansion du

... mais poursuite du recul dans la CEI

crédit. Le rythme de l'inflation dans cette région a continué d'avoisiner 20% par mois et l'Ukraine s'est enfoncée dans l'hyperinflation. Quant à la production, elle n'a cessé de chuter.

Alors que des signes de redémarrage de l'activité en Europe orientale étaient accueillis avec satisfaction, deux problèmes préoccupants sont apparus, qu'il importe de prendre en compte si l'on veut conférer au processus de croissance un caractère durable. Premièrement, le niveau de l'investissement est demeuré faible dans la plupart des pays. Deuxièmement, les balances des paiements courants se sont détériorées, par suite de l'augmentation de la consommation et de la baisse des exportations vers les pays occidentaux. Cette situation souligne le bien-fondé de la demande «de commerce et non pas d'aide» des pays d'Europe orientale, sous la forme d'un meilleur accès aux marchés occidentaux, notamment dans les secteurs «sensibles» où des restrictions continuent à prévaloir. En l'absence de possibilités de développement des exportations, la croissance restera limitée par les contraintes du financement extérieur. Cependant, la détérioration des paiements courants met également l'accent sur la nécessité d'accroître l'épargne intérieure et, pour ce faire, de réduire le déficit budgétaire et de renforcer les incitations à épargner.

#### *Évolutions et politiques en Europe orientale*

Les efforts résolus de réformes donnent des résultats...

Après plusieurs années de baisse, le niveau de la production en Europe orientale s'est stabilisé en 1993. L'Albanie, la Croatie, l'Estonie, la Pologne, la Roumanie et la Slovaquie ont enregistré des taux de croissance positifs sur l'ensemble de l'année (tab. au verso). Des signes de reprise sont également apparus en Hongrie et en Lettonie ainsi qu'en République tchèque au second semestre. Tous ces pays, à l'exception de la Roumanie, ont poursuivi des politiques résolues de réformes et de stabilisation présentant trois caractéristiques communes. En premier lieu, l'expansion des crédits aux entreprises d'État a été maîtrisée. Deuxièmement, des politiques de revenus ont été mises en place pour rendre la progression des rémunérations compatible avec les objectifs du programme de stabilisation. Enfin, le déficit budgétaire a été contenu et, dans les États baltes et en Croatie, nettement réduit ou même éliminé. L'expérience de la Hongrie et de la Pologne montre toutefois combien il est difficile de contenir le déficit budgétaire sur une période prolongée.

... même dans des circonstances difficiles

Dans les États baltes, les réformes ont été entreprises dans un contexte extérieur très difficile. Les exportations vers les autres républiques de l'ex-Union soviétique représentaient environ les deux tiers de leur production, ce qui les exposait à de grandes difficultés après l'effondrement des échanges commerciaux dans la région. Ils ont dû payer au prix fort les conséquences de leur étroite dépendance économique vis-à-vis de la Russie, lorsque l'énorme renchérissement des prix de l'énergie leur a causé une détérioration des termes de l'échange largement supérieure à 10% du revenu national en 1992. Ce facteur a joué un rôle important dans le recul d'un tiers du PIB et dans le repli, encore plus accentué, de la production industrielle (graph. p. 65). À l'automne de 1992, les États baltes avaient créé



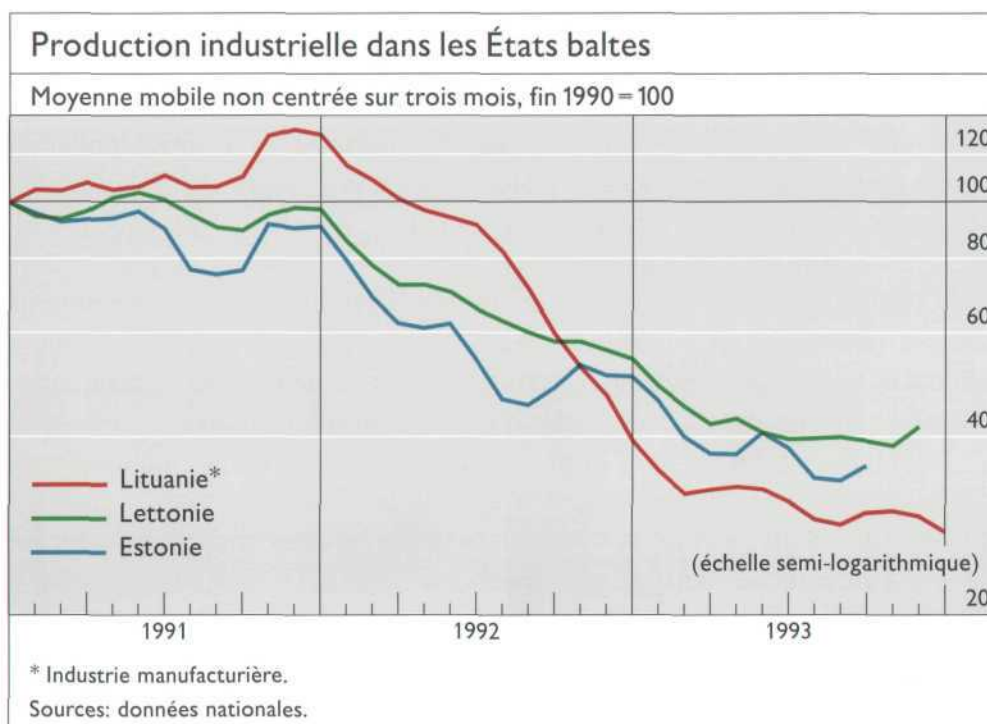
leurs monnaies, préparant ainsi la voie de leur indépendance en matière de politique macroéconomique. Malgré la forte contraction de la production, ils sont parvenus à quasiment équilibrer leur budget tant en 1992 qu'en 1993. Grâce à une politique monétaire rigoureuse, l'inflation a pu être ramenée à 35–45% en rythme annuel en Estonie et en Lettonie. Dans le premier de ces pays, le contrôle monétaire a été réalisé par le biais d'un fonds de stabilisation, en rattachant l'expansion de la masse monétaire aux entrées de devises. La Lettonie a suivi une politique de rigueur et maintenu pratiquement inchangé son cours de change nominal. Si la Lituanie, également, a réussi à équilibrer son budget, sa politique monétaire a cependant été moins restrictive et l'inflation est demeurée plus élevée. La production industrielle s'est stabilisée l'an dernier et l'Estonie a même enregistré une croissance positive du produit intérieur brut.

Un certain nombre d'autres pays de la région, dont la Roumanie, la Croatie et l'ARY de Macédoine, semblent être arrivés à la conclusion que, sans stabilisation au niveau macroéconomique, il n'est guère possible d'obtenir une croissance soutenue. La Roumanie avait mené une politique d'aisance monétaire pendant les trois premiers trimestres de 1993, qui s'était traduite par des taux d'intérêt réels largement négatifs et avait entraîné une nouvelle accélération de l'inflation. Les autorités ont reconnu que cette politique était difficilement viable; elles ont resserré les rênes

Évolution du PIB réel <sup>1</sup>					
Pays	1989	1990	1991	1992	1993 <sup>2</sup>
	variation en %				
Albanie	9,8	-10,0	-27,7	- 9,7	11,0
Bulgarie	-1,9	- 9,1	-11,7	- 5,4	- 4,2
Hongrie	0,7	- 3,5	-11,9	- 4,5	- 1,0
Pologne	0,2	-11,6	- 7,6	2,6	4,0
République slovaque	1,2	- 2,5	-11,2	- 6,1	- 4,1
République tchèque	4,5	- 1,2	-14,2	- 6,6	- 0,3
Roumanie	-5,8	- 7,4	-15,1	-13,6	1,0
ARY de Macédoine	1,9	- 9,5	-10,7	-13,4	-15,2
Croatie	-4,4	- 9,3	-28,7	-23,6	1,4
Slovénie	-1,8	- 4,7	- 9,3	- 6,0	1,0
Yougoslavie <sup>3</sup>	1,9	- 8,4	-11,0	-27,0	-30,0
Moyenne <sup>4</sup>	-0,2	- 7,6	-12,5	- 8,6	- 3,0
Ex-Union soviétique <sup>4</sup>	2,5	- 2,3	-13,0	-19,1	-12,2
Estonie	3,3	- 4,0	-11,3	-19,3	3,0
Lettonie	6,8	2,9	- 8,3	-40,0	- 3,5
Lituanie	1,5	- 5,0	-13,1	-35,2	-16,2
Russie	2,0	- 2,0	-15,0	-19,0	-12,0
Ukraine	4,1	- 3,4	-11,9	-17,0	-14,0
Moyenne globale <sup>4</sup>	1,6	- 4,1	-12,8	-15,5	- 9,1

<sup>1</sup> ARY de Macédoine: produit matériel brut (PMB); Croatie: avant 1993, PMB; Yougoslavie: avant 1992, PMB; États de l'ex-Union soviétique: avant 1991 (sauf Russie: avant 1990), produit matériel net (PMN). <sup>2</sup> Chiffres en partie estimés. <sup>3</sup> Serbie et Monténégro. <sup>4</sup> Moyenne pondérée, établie sur la base des agrégats de produit et des cours de change de 1990–91.

Sources: données nationales; FMI; BERD.



monétaires et conclu avec le FMI, en mai 1994, un accord sur un programme de stabilisation.

Le programme d'ajustement adopté en Croatie a apporté la preuve qu'une inflation élevée peut être rapidement réduite au moyen de mesures rigoureuses de stabilisation sans affecter la production. Les prix y progressaient de 39% par mois au moment où, en octobre dernier, le gouvernement a lancé un programme de stabilisation fondé sur des politiques budgétaire et monétaire restrictives et sur une modération des salaires. L'inflation a été presque immédiatement maîtrisée et les prix ont même baissé au premier trimestre de 1994.

L'évolution de la croissance en 1993 a constitué une surprise pour beaucoup d'observateurs. Les premiers signes d'une inversion de la baisse de la production étaient apparus au second semestre de 1992, à la suite d'une progression rapide des ventes vers les pays de la zone OCDE. Les anticipations d'une croissance tirée par les exportations ont été cependant déçues lorsque cette progression s'est essouffée au premier semestre de 1993. En fait, la reprise de la croissance a plutôt été induite par l'accroissement de la demande intérieure, en particulier au niveau de la consommation privée. En Hongrie, République tchèque et Slovaquie, l'élément moteur a été la hausse des salaires réels, due aux effets combinés d'un développement rapide du secteur privé, d'un faible chômage (République tchèque) et d'une médiocre gestion des entreprises (Slovaquie). Dans les autres pays, l'intensification de la consommation ne semble pas due à une augmentation des rémunérations connues, ce qui laisse supposer l'existence de revenus importants qui n'apparaissent pas dans les statistiques.

La stabilisation de la production et la vive expansion du secteur privé se sont concrétisées par un ralentissement de la progression du chômage (graph. p. 66). Trois facteurs expliquent en grande partie le faible niveau du

La croissance  
est tirée par la  
consommation ...

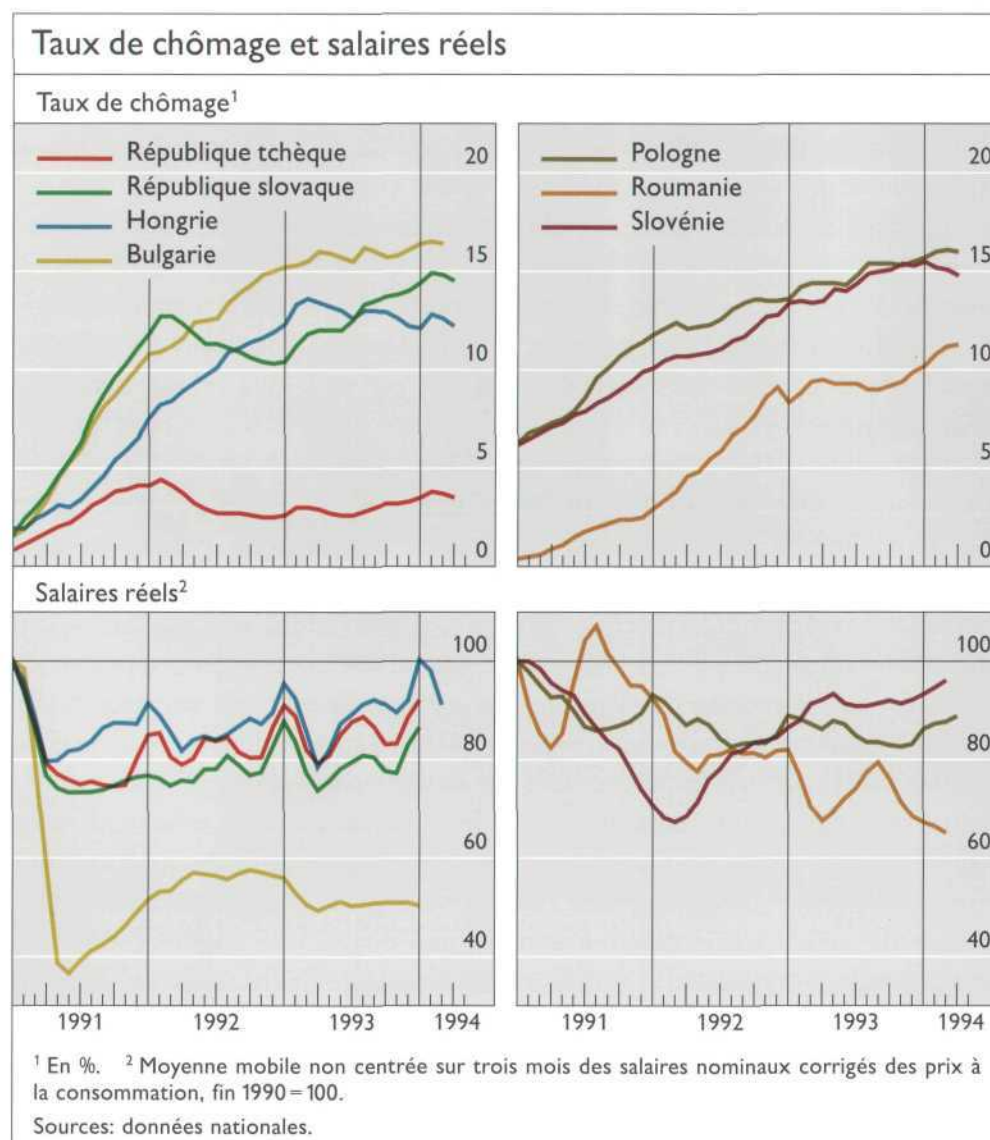
... tandis que  
la progression  
du chômage  
se ralentit ...



chômage en République tchèque (3½%, contre 10 à 15% dans les autres pays). Tout d'abord, le taux d'activité, exceptionnellement haut lors de la mise en œuvre du processus des réformes, était revenu à un niveau nettement inférieur en 1992. Ensuite, l'essor du tourisme et le développement rapide du secteur des services ont offert un grand nombre d'emplois. Enfin, beaucoup de travailleurs tchèques ont trouvé à s'embaucher de l'autre côté de la frontière, en Allemagne. Depuis 1990, l'emploi a régressé d'un tiers dans l'industrie et de deux cinquièmes dans l'agriculture. Ces ajustements sont comparables, ou même supérieurs, à ceux d'autres pays de la région. En outre, la durée moyenne du chômage est courte et la rotation des chômeurs élevée, ce qui est le signe d'une prompt adaptation.

L'inflation a reculé dans la plupart des pays. Les taux annuels indiqués dans le tableau de la page ci-contre offrent cependant un reflet inadéquat de l'inflation sous-jacente, car ils intègrent des hausses de prix ponctuelles liées à l'introduction ou au relèvement de la taxe sur la valeur ajoutée. Dans plusieurs pays, l'inflation paraît s'être stabilisée entre 20 et 40%, avec des taux inférieurs toutefois pour les Républiques tchèque et slovaque ainsi

... et que l'inflation recule



Évolution des prix à la consommation						
Pays	1989	1990	1991	1992	1993	1994 T I
	variation en % d'une année sur l'autre, sur la base de moyennes périodiques					
Albanie	0,0	0,0	35,5	226	85,2	22,9
Bulgarie	5,6	23,8	339	91,3	72,8	59,8
Hongrie	17,0	28,9	35,0	23,0	22,5	16,8
Pologne	251	586	70,3	43,0	35,3	30,8
République slovaque	1,2	10,4	61,2	10,0	23,2	15,5
République tchèque	1,4	9,7	56,7	11,1	20,8	10,0
Roumanie	0,8	5,1	166	210	256	265
ARY de Macédoine	2.763 <sup>1</sup>	608	115	1.691	335	
Croatie	1.200	610	123	666	1.518	629
Slovénie	1.306	550	118	201	32,3	19,9
Yougoslavie <sup>2</sup>	1.265	580	122	8.926	116.540 <sup>3</sup>	
Estonie	4,7	17,2	211	1.069	89,8	44,1
Lettonie	4,7	10,5	124	951	110	36,2
Lituanie	2,1	8,4	225	1.020	410	148
Russie	2,4	5,6	160	1.534	912	737
Ukraine	4,7	10,5	172	926	3.850	4.751

<sup>1</sup> De décembre à décembre. <sup>2</sup> Serbie et Monténégro. <sup>3</sup> En milliards %.

Sources: données nationales; FMI; BERD.

que la Hongrie et nettement supérieurs pour la Bulgarie, la Roumanie et la Lituanie.

Si l'expérience récente a prouvé qu'une stabilisation effective de l'économie peut permettre de juguler l'inflation et de jeter les fondements d'une reprise de la croissance, il ne s'agit là manifestement que d'une première étape. Il faut renforcer la capacité de gestion des entreprises en les privatisant; il faut également développer les compétences des banques commerciales et améliorer les systèmes juridiques, pour ne mentionner que quelques-unes des tâches à entreprendre. Ce processus prendra inévitablement du temps. Pour le moment, les gouvernements sont de plus en plus sollicités pour accorder des aides financières et protéger les entreprises contre la concurrence des importations, et, parallèlement, les salaires du secteur public ont tendance à augmenter sans rapport avec la productivité. Il sera pourtant nécessaire de résister à ces diverses pressions de plus en plus vives si l'on veut consolider les progrès réalisés à court terme en matière de stabilisation et réussir la transformation de l'économie.

#### *Évolutions et politiques dans la Communauté des États indépendants*

L'année 1993 a vu l'effondrement de la zone rouble, la Russie ayant introduit sa propre monnaie et mis enfin un terme à l'émission non coordonnée de roubles par des sources multiples. Pendant une période que l'on peut faire remonter au moins jusqu'à 1991, l'expansion du crédit présentait un intérêt pour les républiques de l'ex-Union soviétique. En effet, plus cette expansion était rapide dans l'une d'elles par rapport aux autres, plus elle en retirait d'avantages sous forme d'importations en provenance des

Mais les pressions s'intensifient

Éclatement de la zone rouble ...



républiques voisines – avec pour seuls inconvénients d'exporter la demande excédentaire et d'alimenter l'inflation ailleurs dans la zone rouble. Pour contrôler les crédits commerciaux destinés aux autres républiques, le gouvernement russe les avait donc obligées, en juillet 1992, à faire transiter les règlements afférents à des opérations commerciales par des comptes de compensation auprès de la banque centrale russe. Cette première mesure n'avait pourtant pas éliminé l'effet inflationniste, car la banque centrale russe continuait d'émettre des billets libellés en roubles et d'accorder des «crédits techniques» sans intérêts aux républiques présentant un déficit commercial.

La situation a radicalement changé l'année dernière. Les roubles soviétiques circulant en Russie ont été remplacés par des roubles russes et les crédits techniques par des prêts du gouvernement portant intérêt. Ces changements ont placé les autres républiques devant un choix difficile: soit instituer leurs propres monnaies, soit négocier un nouvel accord avec la Russie pour demeurer au sein de la zone rouble ainsi créée.

Dans un premier temps, la plupart des républiques ont choisi la seconde option. Elles se sont cependant rendu compte par la suite qu'elles devraient payer le prix fort. En effet, la Russie exigeait un contrôle total sur l'expansion du crédit dans les autres États de la CEI, un droit de regard sur leurs finances publiques et demandait également le dépôt de la moitié de leurs réserves en devises et en or auprès de la banque centrale russe, en garantie des engagements découlant de l'accord. Les discussions ultérieures ont porté principalement sur le contrôle du déficit budgétaire et de la croissance monétaire ainsi que sur la nécessité ressentie d'une certaine convergence des politiques économiques.

En fin de compte, les autres républiques ont estimé qu'il n'était pas souhaitable pour elles de remettre leur souveraineté économique entre les mains d'un État étranger, sur les décisions duquel elles ne pourraient guère influencer. Elles ont donc décidé, à l'exception de la Biélorussie et du Tadjikistan, de ne pas adhérer à la nouvelle zone rouble. Cette décision a été confortée par le fait que la Russie avait, au second semestre de 1993, relevé les prix à l'exportation de ses produits énergétiques pour les rapprocher des cours mondiaux, supprimant ainsi l'intérêt qu'il y aurait eu à continuer de percevoir des subventions déguisées. Il se peut même que les deux États qui avaient initialement décidé de participer à la nouvelle zone rouble n'en deviennent pas membres permanents. La Russie a commencé à imprimer en 1994 des roubles spéciaux pour le Tadjikistan, tandis qu'en Biélorussie la mise en application de l'accord monétaire avec la Russie se heurte à une opposition de plus en plus forte. Le tableau ci-contre récapitule les dates d'introduction des nouvelles monnaies et les régimes de change dans les républiques de l'ex-Union soviétique.

Même si l'introduction de nouvelles monnaies nationales a supprimé un élément de réticence à l'adoption de mesures de stabilisation, aucune des républiques n'a cependant trouvé de solution au problème du déséquilibre macroéconomique. Les déficits budgétaires sont demeurés importants et les entreprises d'État ont continué d'obtenir des crédits à des taux d'intérêt

... et persistance  
d'une inflation  
élevée

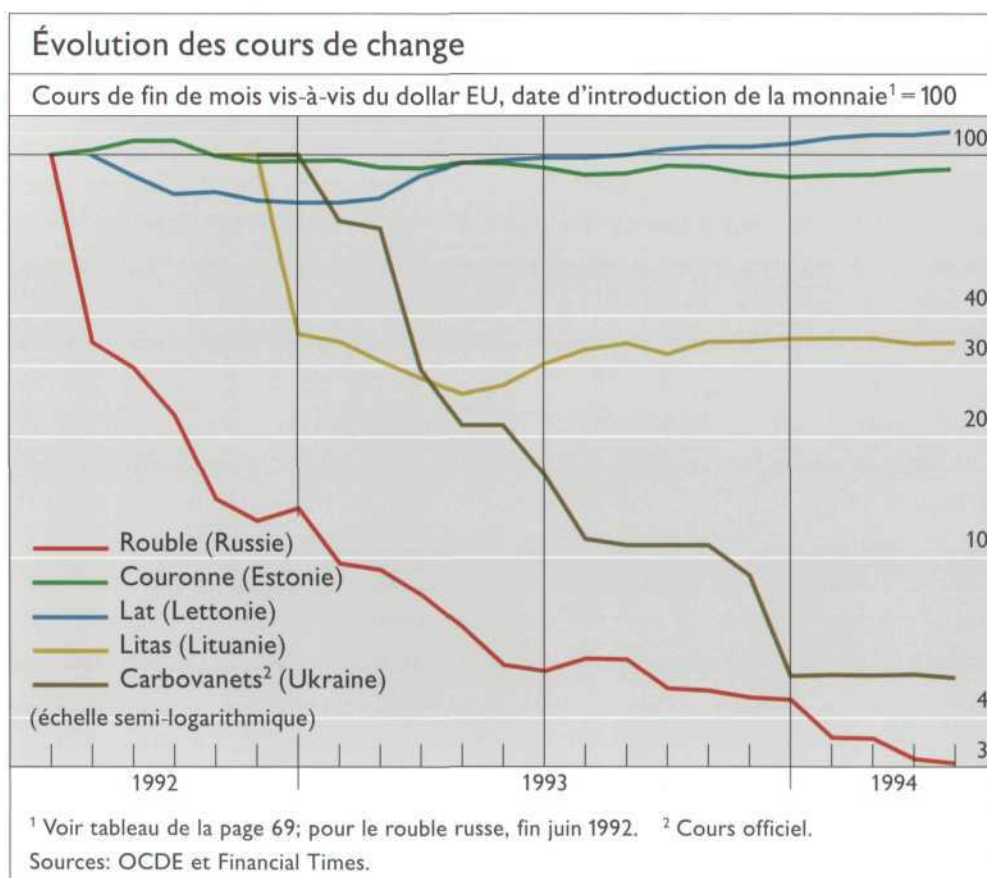
réels négatifs. L'inflation s'est inscrite à 20% par mois ou plus dans l'ensemble de la région.

En Russie, on est toujours loin de la stabilité macroéconomique. Les crédits affectés assortis de faibles taux d'intérêt et les subventions aux entreprises déficitaires ont continué d'être largement distribués, réduisant les incitations aux ajustements de marché et alimentant l'inflation. Un effort de stabilisation financière, soutenu par un prêt du FMI, a pourtant été fait au second semestre de 1993. La banque centrale a relevé le taux de ses opérations de refinancement, pour le porter à près de 600% l'an fin 1993, ce qui a engendré des taux d'intérêt réels positifs élevés. En outre, l'amputation des dépenses imposée par le ministère des Finances a permis de contenir le déficit budgétaire à 8% du PIB. Ces mesures ont produit leurs premiers effets sous la forme d'un recul de l'inflation, revenue en décembre à 13% environ en rythme mensuel, et d'une stabilisation relative du cours du rouble. Après les élections, d'aucuns ont craint que le nouveau gouvernement n'attache moins d'importance à la stabilisation de l'économie. Ces craintes se sont reflétées dans une forte dépréciation du rouble, qui est

Resserrement  
des politiques  
en Russie ...

Régimes de change dans l'ex-Union soviétique				
Pays	Monnaie	Date d'introduction	Régime de change actuel	Remarques
Estonie	couronne	juin 1992	rattachement au deutsche mark	fonds de stabilisation de la monnaie
Lettonie	lat	juin 1993	flottement	monnaie temporaire (rouble letton), juillet 1992
Lituanie	litas	juillet 1993	rattachement au dollar EU	monnaie temporaire (talon), octobre 1992; fonds de stabilisation de la monnaie, avril 1994
Biélorussie	rouble biélorusse	nov. 1992	flottement	accord monétaire avec la Russie
Ukraine	carbovanets	nov. 1992	cours multiples	
Kirghizistan	som	mai 1993	flottement	
Géorgie	coupon	avril 1993	flottement	mise en place d'une monnaie permanente à l'étude
Russie	rouble russe	juillet 1993	flottement	
Azerbaïdjan	manat	août 1993	flottement	le manat est la seule monnaie ayant cours légal depuis janvier 1994
Turkménistan	manat	nov. 1993	flottement	cours fixé sur le marché interbancaire
Kazakhstan	tenge	nov. 1993	flottement	cours fixé lors d'adjudications hebdomadaires
Ouzbékistan	coupon sum	nov. 1993	flottement	une monnaie nationale est prévue pour le second semestre de 1994
Arménie	dram	nov. 1993	flottement	le dram est la seule monnaie ayant cours légal depuis mars 1994
Moldavie	leu	nov. 1993	flottement	le leu est la seule monnaie ayant cours légal
Tadjikistan	rouble russe	janvier 1994	flottement	accord monétaire avec la Russie; introduction prévue du rouble tadjik
Sources: FMI et données nationales.				





tombé de R.1.231 pour un dollar EU en novembre à R.1.830 en avril 1994, et dans une décote de près de 50% de la dette extérieure russe sur le marché secondaire. Contrairement aux anticipations largement répandues, les politiques monétaire et budgétaire sont demeurées relativement restrictives au premier trimestre de 1994. Après de longues négociations, un programme de stabilisation a été conclu en avril avec le FMI. Cet accord exige le maintien d'une politique monétaire rigoureuse, la compression du déficit budgétaire à 6½% du PIB et une baisse de l'inflation à 7% par mois d'ici la fin de l'année. D'autres efforts n'en seront pas moins nécessaires pour atteindre les objectifs du programme.

Les autorités ukrainiennes ont pour objectif principal, depuis que l'Ukraine a quitté la zone rouble en novembre 1992, d'enrayer la chute de la production. À cette fin, des commandes publiques ont été passées (comme sous l'ancien système de planification centralisée), les prix et les changes ont été soumis à contrôle et les entreprises d'État des secteurs industriel et agricole ont largement bénéficié de nouveaux crédits. Ces mesures ont eu des effets désastreux, provoquant notamment d'énormes déficits budgétaires. L'hyperinflation a grippé le système économique et la production a baissé de 14% en 1992 et d'environ autant en 1993. L'évolution du cours de change carbovanets/rouble, qui apparaît implicitement dans le graphique ci-dessus, est la meilleure illustration du degré d'instabilité financière du pays. La monnaie ukrainienne, à parité lors de son introduction en novembre 1992, était revenue une année plus tard, lorsque les autorités ont fermé le marché des changes de Kiev, à quelque 6 carbovanets pour un

... et hyperinflation en Ukraine

rouble. Ce dernier s'échangeait alors jusqu'à quatre fois son cours officiel sur les marchés parallèles.

L'incapacité des États de la CEI de s'attaquer aux problèmes fondamentaux (stabilité macroéconomique interne, échanges et paiements internationaux) ainsi que la désintégration du commerce qui en est résultée ont incontestablement contribué à la baisse de la production, tout comme l'effondrement antérieur du système commercial du CAEM l'avait fait reculer en Europe orientale. La réduction des subventions russes et les dégradations sensibles des termes de l'échange dues au renchérissement des approvisionnements en pétrole et en gaz russes continueront d'amputer les revenus nationaux. Selon certaines estimations, les effets conjugués de ces divers facteurs s'élèveraient à 15% du PIB. Pour ne citer qu'un seul exemple, le paiement par l'Ukraine de ses importations d'énergie aux cours mondiaux pourrait engloutir l'intégralité des recettes en devises du pays. Certes, les pertes de revenus sont inéluctables, mais il doit être possible d'éviter les conséquences néfastes de l'absence de stabilisation effective de l'économie et les incertitudes engendrées par le manque de rigueur et de suivi dans l'application des réformes. Le contraste saisissant avec l'expérience des pays baltes montre que des résultats positifs peuvent être obtenus, même dans des circonstances très difficiles, si les efforts de réformes sont appliqués de manière cohérente.

#### *Contraintes sur la croissance en Europe orientale*

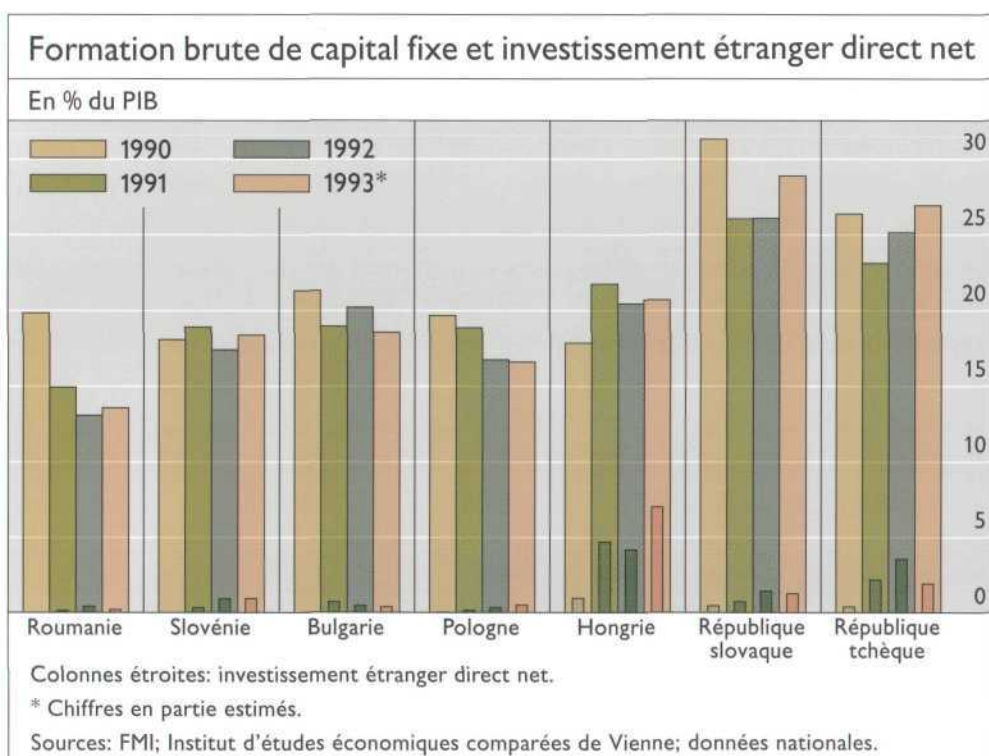
Préparer les bases d'une croissance durable demeure un défi

Bien que la production soit stabilisée en Europe orientale et que des signes de reprise se manifestent dans quelques pays, l'obtention d'une croissance durable demeure un défi. Deux éléments, en particulier, doivent faire l'objet d'une attention soutenue si l'on veut réunir les conditions propres à la réalisation de cet objectif. Tout d'abord, accroître en qualité et en quantité l'investissement fixe. Ensuite, enrayer l'aggravation du déficit des paiements courants de certains pays, néfaste pour leur cote de crédit et incompatible avec l'accès aux financements extérieurs.

On doute de plus en plus que le niveau actuel de l'investissement soit suffisant. En effet, l'équipement productif existant est pour une grande part en mauvais état, et il est indéniable que les infrastructures ont besoin d'être améliorées. Par conséquent, les taux d'investissement que l'on enregistre à présent ne peuvent suffire – sauf dans les Républiques tchèque et slovaque – à alimenter une croissance durable (graph. au verso), bien que les besoins en investissements puissent être en partie satisfaits par un meilleur entretien et une rénovation des équipements.

Pour quelles raisons l'investissement est-il demeuré faible? Outre le climat économique et politique incertain, quatre facteurs paraissent avoir joué un rôle dans la plupart des pays. Premièrement, les revenus du capital sont fortement imposés en Europe orientale. Deuxièmement, les besoins de financement du secteur public ont absorbé une grande partie de l'épargne des ménages. Troisièmement, les concours bancaires à l'industrie ont nettement baissé. Enfin, les investissements et financements étrangers restent limités en volume.





Les taux marginaux effectifs d'imposition sur le revenu du capital peuvent atteindre 80% ou même davantage. Ces niveaux extrêmement élevés sont dus aux effets conjugués d'une forte inflation et d'un système fiscal conçu pour une économie où les prix sont plus ou moins stables, puisque les intérêts et plus-values sont imposés au même taux, que ce soit en termes nominaux ou en termes réels. Compte tenu du fait que les autorités fiscales ont pu limiter l'érosion par l'inflation de la valeur réelle des recettes de l'impôt en obligeant les contribuables à l'acquitter mensuellement, des taux courants légaux d'environ 40% se traduisent par des taux effectifs très importants sur le revenu réel; ils pèsent lourdement sur les bénéfices non distribués et les rendements escomptés, deux éléments déterminants de l'investissement. Dans une certaine mesure, il est inévitable que les taux d'imposition soient élevés en Europe orientale étant donné le haut niveau de protection sociale, exprimé en termes de PIB, dans ces pays. Leurs répercussions négatives peuvent toutefois être atténuées en abaissant les taux marginaux et en élargissant la base d'imposition, mesures que la plupart des pays de la région ont déjà mises en œuvre.

Une partie importante de l'épargne des ménages a été absorbée par les besoins croissants de financement du secteur public. D'amples déficits budgétaires sont apparus partout, à l'exception des États baltes, de la République tchèque et de la Slovénie (tab. ci-contre). Dans le même temps, la composition des dépenses publiques a également changé. Les transferts sociaux ont augmenté au détriment des dépenses d'équipement, contribuant ainsi directement à la léthargie de la demande d'investissement.

Les concours bancaires à l'industrie ont considérablement baissé au cours des trois dernières années. Au départ, les banques, prisonnières d'une dépendance mutuelle due aux prêts improductifs, avaient soutenu les

Nécessité d'un soutien à l'investissement par un allègement de la fiscalité sur le revenu du capital ...

... une réduction des déficits budgétaires ...

... et la recapitali-  
sation des banques

entreprises en difficulté. Une part importante de l'épargne des ménages a ainsi été acheminée vers des entreprises déficitaires. Plus récemment, cependant, des dispositions ont été prises pour rompre les liens inefficaces entre banques et entreprises en Hongrie, Pologne, République slovaque, République tchèque, Slovénie et en Bulgarie également. Les banques de ces pays ont été recapitalisées, à des degrés divers toutefois; la capacité de gestion des entreprises a été renforcée par la création de conseils de surveillance et par la privatisation; la réglementation et le contrôle bancaires ont été améliorés. Le problème des prêts improductifs a été mis en exergue par l'adoption de normes comptables plus strictes, et la constitution de réserves a été rendue obligatoire. En outre, une réglementation nouvelle oblige les banques à se conformer progressivement aux directives de Bâle concernant les ratios de fonds propres. À la suite de ces mesures, les prêts bancaires aux entreprises ont même diminué en termes réels (tab. p. 74).

En période de sévères chocs économiques et d'incertitude généralisée, les banques ont tendance à durcir le rationnement du crédit. Dans le cas de nombreux établissements d'Europe orientale, cette attitude peut avoir été accentuée par une pénurie de compétences en matière d'évaluation et de surveillance, en particulier pour les prêts à long terme. Même si la croissance économique contribue à lever les incertitudes, les crédits bancaires ne sont sans doute pas près d'augmenter de façon significative. En effet, il faudra du temps pour que ces pays acquièrent un savoir-faire de banque commerciale et se dotent de moyens d'information sur les emprunteurs potentiels. Les prêts aux petites et aux nouvelles entreprises seront assujettis à des limites encore plus rigoureuses, et ce n'est pas en relevant les taux d'intérêt que l'on couvrira les coûts fixes importants afférents à l'octroi de ces prêts, car on augmenterait ainsi les risques de défaillance.

En Bulgarie et en Roumanie, la persistance de taux d'inflation élevés a érodé la valeur réelle des dépôts d'épargne et, conjuguée à une propension moindre des ménages à détenir des actifs financiers auprès du système bancaire national, a entraîné une contraction, en termes réels, de l'agrégat

Solde budgétaire des administrations publiques					
Pays	1989	1990	1991	1992	1993
	en % du PIB				
Albanie	-5,5	- 3,7	-43,7	-21,8	-15,5
Bulgarie	-3,7	- 8,5	- 4,1	- 6,2	- 9,1
<i>Y compris arriérés d'intérêts sur la dette extérieure</i>	-1,4	-12,7	-14,7	-14,0	-13,5
Hongrie	-1,3	0,4	- 4,6	- 7,5	- 5,8
Pologne	-7,4	3,5	- 6,2	- 6,8	- 4,1
République slovaque*	-0,6	- 0,2	- 3,8	- 3,1	- 6,9
République tchèque*		- 0,2	- 2,1	- 0,2	0,1
Roumanie	8,4	1,0	0,6	- 5,5	- 4,6
Slovénie	0,3	- 0,3	2,6	0,3	0,5
* Administration centrale. Sources: données nationales; FMI; BERD.					



monétaire au sens large. Il en est résulté une nouvelle diminution du crédit réel aux entreprises.

Au départ, les prévisions ont peut-être surestimé la part potentielle du financement extérieur, et plus particulièrement des investissements directs, dans l'investissement intérieur. Ces dernières années, ceux-ci n'ont joué un rôle important qu'en Hongrie, où ils ont représenté 7% du PIB en 1993, et en République tchèque. Ces deux pays ont également attiré des volumes de plus en plus élevés d'investissements de portefeuille. Les entrées de capitaux dans les autres pays de la région ont été modestes (graph. p. 72). Les arriérés de dette extérieure envers les banques commerciales ont constitué une entrave supplémentaire en Bulgarie et en Pologne, où les flux de nouveaux capitaux privés sont demeurés faibles jusqu'à la fin de 1993. Au terme de plusieurs années de négociations, la Bulgarie a signé, en novembre dernier, un accord de principe avec ses banques créancières, dont les modalités précises restent cependant à définir. Après un accord avec le FMI qui a permis de réduire de 50% sa dette officielle, la Pologne a obtenu, en mars 1994, un allègement du même ordre de son endettement auprès des banques commerciales (\$13 milliards), ce qui a grandement atténué les problèmes de dette extérieure du pays et levé un obstacle majeur à l'accroissement des entrées de capitaux.

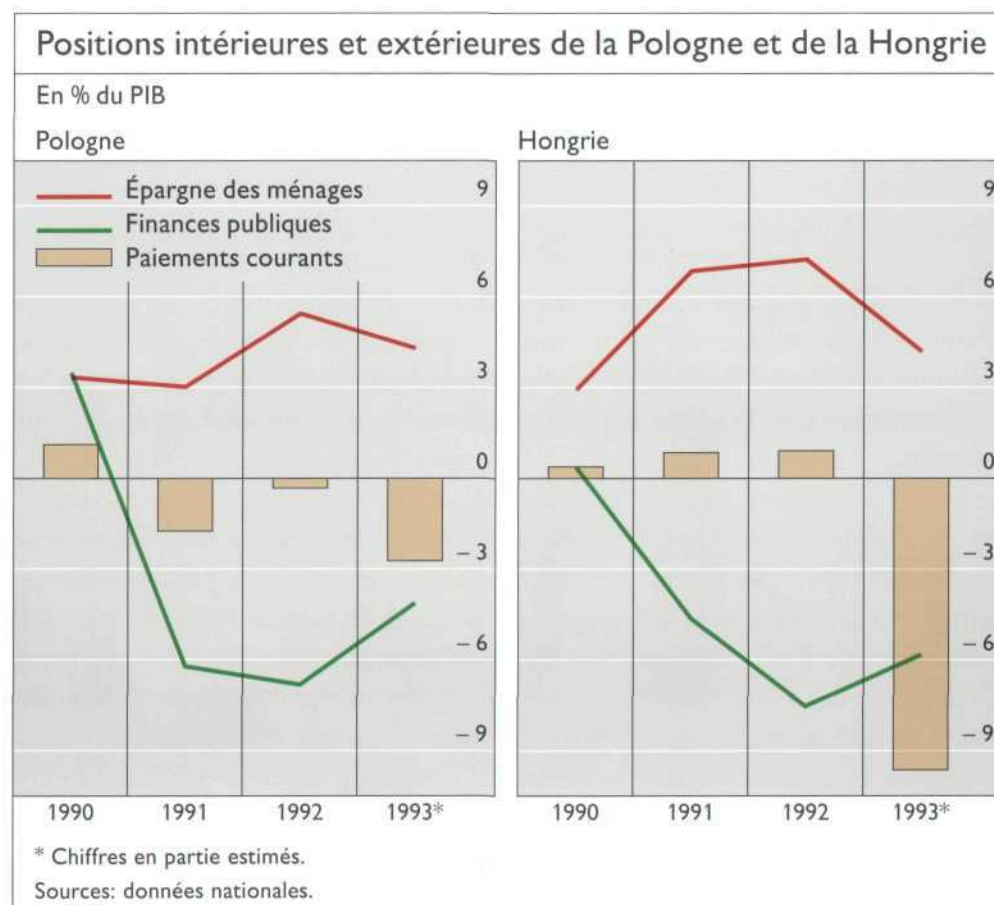
La détérioration générale des balances des paiements courants en Europe orientale a constitué un autre sujet de préoccupation. En Hongrie, en particulier, le déficit a atteint de telles proportions (10% du PIB) qu'une aggravation pourrait saper la confiance des investisseurs et en rendre le financement difficile. La Pologne a enregistré un déficit plus modéré de 3% du PIB. Ces évolutions ont résulté de facteurs à la fois externes et internes. Sur le plan extérieur, l'atonie de la croissance des principaux partenaires commerciaux a freiné la demande d'exportations, mais celles-ci ont également été entravées par des barrières non tarifaires, qui touchent environ la moitié des ventes de l'Europe orientale à l'étranger.

Au niveau interne, la réduction des déficits des finances publiques n'a pas suffi à compenser les effets de la baisse de l'épargne des ménages et de l'augmentation des investissements, stocks compris (graph. ci-contre).

La dégradation  
des paiements  
courants ...

Crédit bancaire réel aux entreprises non financières <sup>1</sup>			
Pays	1991	1992	1993 <sup>2</sup>
	variation en %, fin de période		
Bulgarie <sup>3</sup>	-51,6	-30,2	-10,1
Hongrie	-11,0	-18,2	-14,3
Pologne	- 2,9	-11,2	- 3,9
République slovaque	n.d.	4,9	-10,3
République tchèque	-19,7	2,9	0,3
Roumanie <sup>3</sup>	-24,4	-55,2	-28,1
Slovénie	n.d.	-35,0	8,9

<sup>1</sup> Crédit bancaire, corrigé des prix à la consommation. <sup>2</sup> Chiffres en partie estimés. <sup>3</sup> Hors secteur public.  
Sources: données nationales.



La progression de la demande privée, due en partie au dynamisme de ce secteur, a attiré un flux d'importations et entraîné une hausse de la consommation intérieure de biens exportables. L'appréciation de la monnaie en termes réels et la perte de compétitivité qui en est résultée ont également contribué à la détérioration de la balance commerciale, analysée plus en détail au Chapitre IV.

... souligne la nécessité de stimuler l'épargne

Il importe donc simultanément d'augmenter le ratio d'investissement et de contenir les déficits des paiements courants, ce qui donne à penser que le retour à une croissance durable doit s'accompagner de mesures de stimulation de l'épargne intérieure. L'épargne privée peut être encouragée en évitant d'assujettir les entreprises à une fiscalité confiscatoire, mais aussi en rémunérant suffisamment les placements financiers. L'action la plus efficace, cependant, consiste peut-être à réduire les déficits budgétaires. En effet, les deux pays qui paraissent échapper à des contraintes de balance des paiements, malgré un redémarrage de l'activité, et où le crédit aux entreprises a augmenté en termes réels – la République tchèque et la Slovaquie – ont pratiquement maintenu leur équilibre budgétaire.



## IV. Échanges internationaux

### Faits saillants

L'année écoulée a encore démontré l'internationalisation croissante du commerce mondial. La preuve la plus concluante a été fournie par l'Asie, où de nombreux pays qui, il y a à peine plus de dix ans, ne jouaient qu'un rôle marginal (se limitant souvent à exporter des produits agricoles ou des matières premières) sont devenus des partenaires commerciaux diversifiés et de premier plan. La Chine, en particulier, s'est intégrée à l'économie mondiale à pas de géant. L'Inde, qui s'est ouverte plus tardivement au commerce international, a mis en œuvre des mesures de libéralisation radicales. De fait, l'adoption de politiques commerciales libérales par de nombreux pays hors OCDE n'est pas loin de constituer une révolution. Pendant les négociations du Cycle de l'Uruguay, plus de soixante pays en développement ou en transition ont fait part au GATT de dispositions unilatérales d'ouverture de leurs marchés. L'accord qui a finalement été arrêté cette année est sans doute le plus complet jamais conclu dans ce cadre et, s'il est effectivement appliqué, est de nature à entraîner une diminution substantielle de l'intervention de l'État dans les mouvements commerciaux.

Les échanges internationaux ont été dominés l'an passé par des écarts de croissance de plus en plus marqués, non seulement au sein du monde industriel, mais aussi entre pays industriels et en développement. La vigueur de plus en plus soutenue de la reprise aux États-Unis et l'aggravation de la récession au Japon ont encore amplifié les déséquilibres des balances courantes. Au début de 1993, le cours effectif réel du yen avait atteint de nouveaux sommets et son appréciation s'est poursuivie une grande partie de l'année, ce qui commence à exercer une influence profonde, masquée pour l'instant par la gravité de la récession et par les effets de «courbe en J», sur l'excédent commercial structurel du Japon.

Alors que l'économie britannique redémarrait, la persistance de la faiblesse conjoncturelle en Europe continentale a pesé sur les échanges l'année dernière. Les exportations européennes ont enregistré des résultats très différenciés: dans les pays dont la monnaie s'est notablement dépréciée vis-à-vis du deutsche mark, elles ont fortement augmenté, tandis qu'ailleurs elles ont stagné. Les exportations nippones ont chuté; par contre, celles des autres pays asiatiques ont poursuivi leur envolée, aidées par le repli de leur monnaie par rapport au yen. Les investissements directs intra-régionaux en Asie ont largement soutenu la croissance, les entreprises des pays à revenu élevé ayant investi massivement dans ceux où les salaires sont beaucoup plus faibles. Ce même facteur, conjugué à un cours de change compétitif, a également stimulé les exportations chinoises, associant ainsi plus étroitement la Chine à l'économie dynamique des pays d'Asie du Sud-Est.

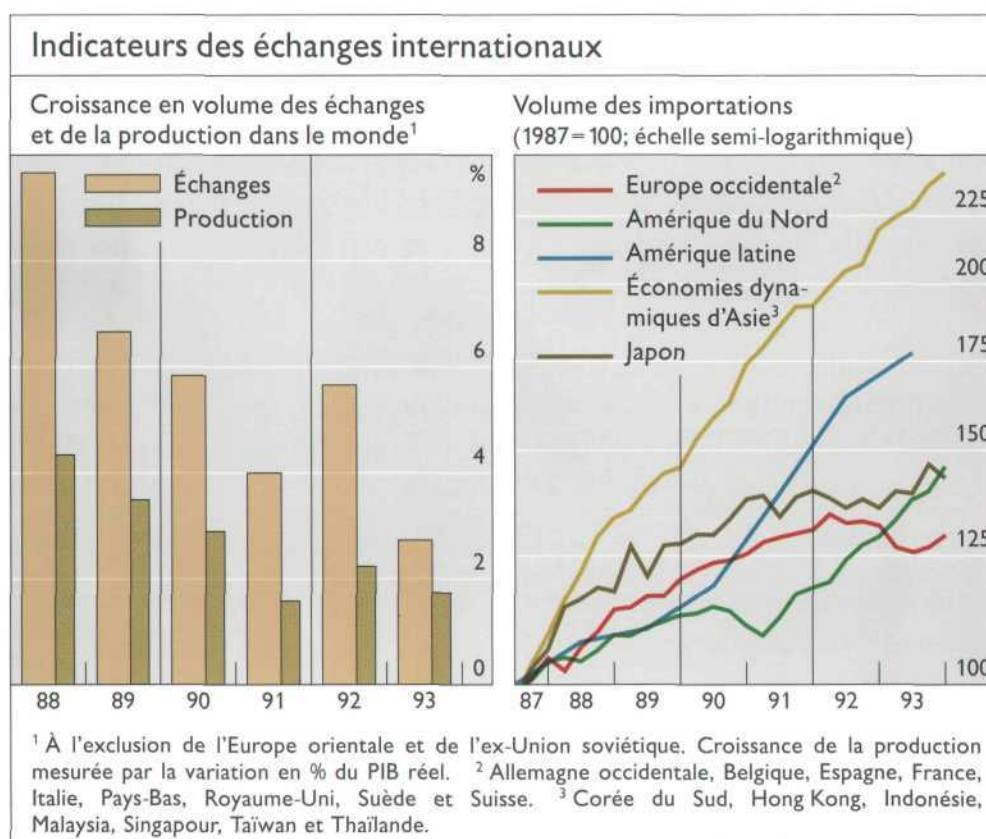
D'importants investissements étrangers en Amérique latine ont entretenu des cours de change élevés en termes réels, contribuant à la formation de lourds déséquilibres courants. Les déficits s'étant notablement accrus dans la majorité des pays d'Europe orientale, l'accent s'est trouvé davantage placé, dans ces pays, sur le maintien de la compétitivité par un ajustement du cours de change nominal permettant de compenser les effets d'une inflation relativement forte. Plusieurs pays d'Afrique ont vu leur position concurrentielle s'améliorer par suite de la dépréciation de leur monnaie, l'exemple le plus remarquable étant celui de la dévaluation massive du franc CFA.

Avec le démembrement de la zone rouble et l'adoption générale de monnaies distinctes, la Russie et les autres pays de la région assument maintenant la responsabilité de leur politique monétaire. Cette évolution permettra peut-être de commencer à placer les échanges entre pays de la Communauté des États indépendants sur des bases économiques saines.

## Commerce international

### Évolution

La baisse marquée (bien que surestimée dans les statistiques – voir p. 88) des importations en Europe continentale, l'année dernière, a freiné l'accroissement en volume du commerce international (graph. ci-dessous). Dans le reste du monde industrialisé, les achats à l'étranger ont nettement augmenté, stimulés en Amérique du Nord et au Royaume-Uni par la reprise





économique et au Japon par l'appréciation du yen. Dans le monde en développement, les échanges ont également poursuivi leur forte expansion; la dépendance envers les marchés des pays industriels diminuant, ils sont de plus en plus tirés par la vigueur de la demande dans les autres pays en développement, la libéralisation du commerce et la multiplication des investissements intra-régionaux. Les pays en développement d'Asie, bénéficiant de l'essor de l'économie chinoise, se sont montrés particulièrement dynamiques. En Amérique latine, malgré un certain ralentissement de l'activité, le volume des importations a gagné environ 8% (contre 17-18% pour les deux années précédentes).

La faiblesse des échanges en Europe continentale contraste avec le dynamisme qui règne ailleurs

Aucune augmentation de la valeur en dollars des échanges mondiaux de marchandises n'a été enregistrée l'an passé. La lenteur de la croissance économique dans les pays industriels ainsi qu'une légère hausse du cours effectif du dollar ont contribué au recul de 4% des prix des exportations de produits manufacturés exprimés dans cette monnaie, première diminution importante depuis le milieu des années 80. L'apathie de la demande dans ces pays a aussi joué un rôle dans l'affaiblissement persistant, depuis cinq ans, des prix des produits de base non pétroliers: près de 4% en 1993, soit une baisse cumulée de plus de 15% depuis 1988. Les plus touchés ont été les métaux et les minerais. Le cours moyen du baril de pétrole, qui était supérieur à \$18 en 1992, a chuté à quelque \$13 à la fin de 1993, son minimum depuis cinq ans; à cela trois raisons principales: l'atonie de la demande, l'accroissement de la production des pays de l'OPEP (qui ont dépassé pendant la majeure partie de l'année les plafonds convenus) et le développement de l'extraction en mer du Nord. Durant les premiers mois de 1994, les cours sont restés faibles, l'OPEP ayant décidé, en mars, de ne pas réduire ses quotas de production jusqu'à la fin de l'année. Cette évolution, si elle se confirme, aura un effet considérable sur les balances commerciales: une diminution de \$1 du prix du baril de pétrole entraîne un allègement de plus de \$10 milliards de la facture énergétique des pays industriels.

Chute des prix mondiaux

Par rapport aux prix des exportations de biens manufacturés, les cours des produits de base ont régulièrement régressé, chutant à moins de la moitié du niveau record qu'ils avaient atteint au milieu des années 70. La

Cours des produits de base

Composition des exportations mondiales						
	1980	1985	1990	1991	1992	1993*
	en % du total des exportations de biens et services					
Marchandises	75,4	70,2	66,1	65,6	65,7	65,7
Invisibles	24,6	29,8	33,9	34,4	34,3	34,3
Revenus d'investissements	9,9	13,3	16,3	16,6	15,7	15,1
Services commerciaux	13,3	15,1	16,5	16,7	17,6	18,2
<i>Transports</i>	4,7	5,1	4,7	4,6	4,6	..
<i>Voyages</i>	3,9	4,2	5,0	4,9	5,2	5,5
<i>Autres</i>	4,8	5,8	6,8	7,2	7,8	..
Autres services	1,4	1,4	1,1	1,1	1,0	1,0
* Chiffres en partie estimés.						

persistance de cette tendance depuis une vingtaine d'années – en phases de croissance comme de récession – est venue miner les accords visant à stabiliser les cours, de sorte que la plupart d'entre eux ont fini par s'effondrer. Le ralentissement tendanciel de la croissance dans les pays industriels à partir de 1973, conjugué à la diminution de la part des matières premières dans la production industrielle, a freiné la demande de produits de base. Simultanément, les capacités d'exploitation se sont fortement développées, non seulement du fait des progrès techniques, mais aussi par suite de la nécessité, pour de nombreux pays, de gonfler leurs recettes d'exportations. Un exemple très récent est fourni par la CEI, qui a augmenté ses ventes de métaux, jusque-là absorbées par une industrie lourde nationale peu performante. Dans l'agriculture, les politiques des pays industriels ont également contribué à la baisse des cours mondiaux: en stimulant les productions intérieures, elles ont généré des surplus qui ont cherché à s'écouler sur les marchés internationaux.

Importance  
croissante  
des services

Une importante tendance à moyen terme des échanges internationaux a été la croissance de la part des transactions hors marchandises. Les balances des paiements courants reflètent de plus en plus des mouvements au titre des revenus nets d'investissements et des autres services. Ces opérations représentent aujourd'hui plus d'un tiers du commerce total de biens et services, contre moins d'un quart en 1980. Les revenus de capitaux, en particulier, ont connu une hausse rapide au cours de la dernière décennie, les opérations financières transfrontières ayant été stimulées par la globalisation des marchés, la déréglementation et l'apparition de nouveaux produits. Cependant, cette tendance fondamentale a été occultée dans le passé récent par la baisse des taux d'intérêt. La part des services à caractère commercial a augmenté, dépassant 18% du total des échanges; comme ils sont en grande partie sous-estimés, le chiffre réel pourrait être encore supérieur. Dans les pays industriels, notamment, les exportations de services ont progressé plus rapidement que celles de marchandises, accentuant ainsi leur domination dans ce secteur.

#### *Modification dans la répartition de la production et des échanges de biens manufacturés*

Industrialisation  
de l'Asie ...

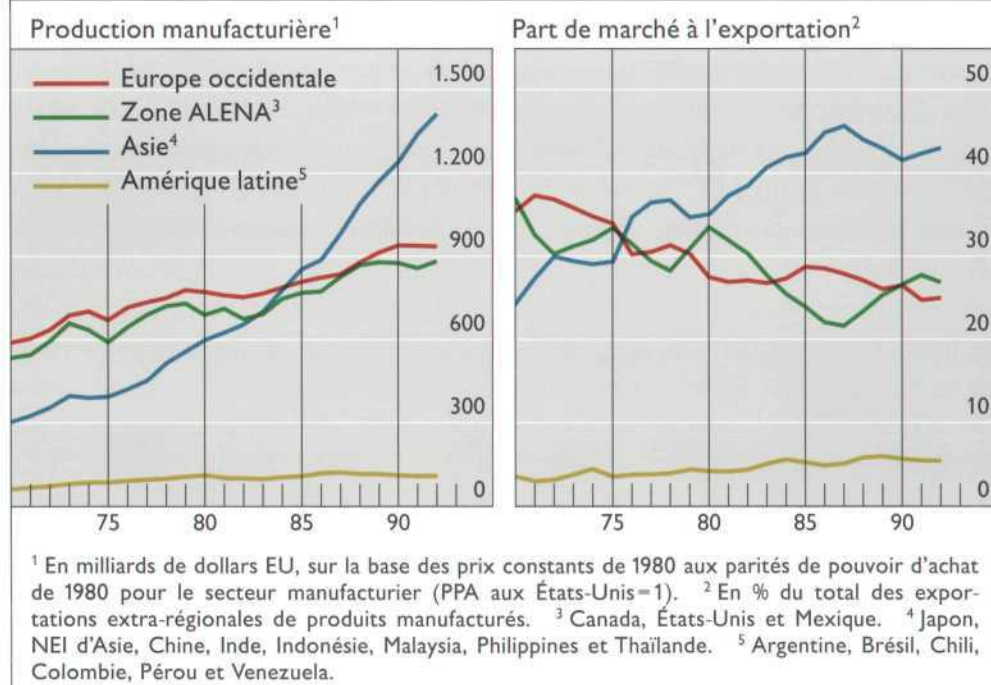
Les dernières années ont été caractérisées par un déplacement régulier de la production mondiale de biens manufacturés d'Europe et d'Amérique du Nord vers l'Asie. Bien qu'il soit délicat de comparer la valeur réelle de la production à l'échelle internationale, des calculs fondés sur les parités de pouvoir d'achat de 1980 semblent indiquer que l'industrie manufacturière asiatique a rattrapé, au milieu des années 80, les niveaux de production en Europe et dans les pays de l'ALENA (graph. p. 80). Le même calcul, effectué à partir des cours de change de 1980, situerait ce rattrapage au début des années 90.

... portée par les  
exportations ...

C'est du côté des exportations qu'il faut rechercher la cause de cette évolution et non dans la substitution de la production locale aux importations. Le pourcentage de la production exportée s'est fortement élevé, passant en moyenne à plus de 50% pour les nouvelles économies industrialisées (NEI)



## Modification dans la répartition de la production et des échanges de biens manufacturés



et à 35% pour les autres pays de l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est (ANASE) (tab. p. 44). Une augmentation correspondante de la part des importations dans le PIB a été enregistrée. Hong Kong et Singapour mènent depuis longtemps des politiques libre-échangistes et les autres pays de la région ont notablement réduit leurs obstacles aux importations ces dernières années. En exposant l'économie nationale à la concurrence internationale, l'ouverture au commerce a dynamisé la croissance. Ainsi, la contribution de l'Asie aux échanges a augmenté beaucoup plus vite que sa part dans la production mondiale.

La meilleure illustration du poids de l'Asie dans le commerce mondial des produits manufacturés est donnée par son rôle dans les échanges extra-régionaux. (Les statistiques du commerce mondial sont toujours fortement influencées par l'importance des échanges intra-européens.) L'Asie satisfait aujourd'hui plus de 40% de la demande extra-régionale de produits manufacturés d'importation, contre environ 25% à la fois pour l'Europe occidentale et les pays de l'ALENA, ces proportions étant exactement inverses de celles qui prévalaient au début des années 70. L'impulsion a été donnée par le Japon jusqu'à cette date, puis par les NEI jusqu'au milieu des années 80 et, plus récemment, par la Chine, l'Indonésie, la Malaysia et la Thaïlande.

Les principaux pays en développement d'Amérique latine n'ont pas été en mesure d'égaliser leurs homologues asiatiques. Leur part de marché est restée assez stable, aux alentours de 5%, et leur participation à la production mondiale de biens manufacturés n'a pas beaucoup évolué.

Les échanges intra-asiatiques ont été exceptionnellement soutenus, bien que n'existe, de fait, aucun accord préférentiel explicite. Ils représentent

... et soutenue par la libéralisation des échanges

Échanges intra-asiatiques...

aujourd'hui près de la moitié du commerce total de l'Asie (contre un tiers au début des années 70). La très forte croissance économique que connaît la majeure partie de la région et l'imbrication des productions, conséquence d'importants investissements directs intra-régionaux, ont contribué à souder plus étroitement entre eux les pays asiatiques.

... et intra-européens

Le commerce intra-européen de produits manufacturés s'est, lui aussi, nettement accru; il s'élève à présent à 24% du PIB de la région. Son essor a été favorisé par deux facteurs principaux: le démantèlement progressif des barrières douanières et la mise en place d'un marché unique. En revanche, les échanges extra-européens ont connu une expansion plus lente; ils n'entrent aujourd'hui que pour 7% dans la composition du PIB, ce qui est le plus faible pourcentage des quatre régions mentionnées sur le graphique ci-contre.

#### *Politiques commerciales*

Conclusion du Cycle de l'Uruguay

Les sept années de négociations du Cycle de l'Uruguay se sont achevées en décembre 1993, trois ans après la date fixée à l'origine. Jamais auparavant, un aussi large éventail de questions n'avait été traité. Un important effort a été effectué pour aborder de nombreux domaines qui, par le passé, avaient été écartés parce que politiquement trop sensibles ou trop complexes. L'Acte final du Cycle de l'Uruguay prévoit la création d'une Organisation mondiale du commerce (OMC) qui succédera au GATT et aura comme principales fonctions de surveiller la mise en œuvre des accords, servir d'enceinte permanente pour la poursuite des négociations commerciales et fournir un mécanisme de règlement multilatéral des différends commerciaux. Les instruments juridiques définitifs ont été signés en avril 1994; l'Acte final devrait entrer en vigueur vers la mi-1995, après ratification par les États membres.

Progrès dans la libéralisation des échanges de marchandises ...

Le Cycle de l'Uruguay a avancé sur de nombreux dossiers. En ce qui concerne le domaine traditionnel des *échanges de marchandises*, il a été convenu non seulement de diminuer de plus d'un tiers les droits de douane sur les produits industriels, mais aussi d'étendre les règles du GATT à l'agriculture, à l'habillement et aux textiles. Dans l'agriculture, une plus grande conformité aux mécanismes du marché devra être obtenue en limitant les aides à la production, en réduisant fortement les exportations subventionnées et en transformant les obstacles non tarifaires en droits de douane qui, à leur tour, devront être progressivement abaissés. Cependant, des restrictions quantitatives pourront être maintenues sur certains produits jusqu'à la fin du siècle; c'est le cas notamment pour les importations japonaises de riz. Dans le textile et l'habillement, les pratiques discriminatoires qui ont régné pendant la majeure partie de l'après-guerre feront place à des règles multilatérales, avec un démantèlement des quotas bilatéraux étalé sur dix ans.

... dans la prise en compte de nouveaux domaines du commerce international ...

Mais il est un autre élément à porter à l'actif du Cycle de l'Uruguay, peut-être plus important encore: il a traité de *domaines* totalement *nouveaux* du commerce international. Il a posé les grandes lignes d'un accord général sur les échanges de services financiers, télécommunications, transports, audiovisuel, tourisme, prestations d'experts et flux de travailleurs. Il a



fait accepter des obligations fondamentales, telles que la clause de la nation la plus favorisée (extension à tous les pays membres des avantages consentis à l'un d'entre eux) et le principe de transparence, renforcées dans certains domaines par l'engagement explicite d'accorder aux entreprises étrangères de services le traitement national et de leur ouvrir plus largement les marchés. De grands progrès ont également été accomplis sous la forme d'un accord sur un cadre multilatéral de principes, destiné à régir les droits de la propriété intellectuelle et les mesures relatives aux investissements liés au commerce.

Les *politiques et mesures relatives au commerce* ont aussi été largement examinées. La définition plus précise des subventions faussant les échanges et pouvant donner lieu à une action auprès du GATT devrait désormais modérer le recours aux droits compensatoires. De même, les règles s'appliquant à la qualification juridique de la vente à perte et à la mise en œuvre de mesures antidumping ont été clarifiées et renforcées; la validité maximale de ces dernières a été fixée à cinq ans, alors que certaines sont en vigueur depuis plus de vingt ans. En outre, l'accord a cherché à freiner encore l'utilisation de clauses de sauvegarde en faveur d'une branche se considérant gravement menacée par l'augmentation des importations. Il a été interdit d'imposer de nouvelles dispositions relevant de la «zone grise» comme les restrictions volontaires des exportations ou les accords d'organisation des marchés, et celles déjà en vigueur devront être progressivement éliminées. Enfin, c'est tout le système de règlement des différends du GATT qui a été consolidé, afin de limiter l'emploi de procédures unilatérales.

La réduction multilatérale des barrières commerciales dont il est question dans l'Acte final du Cycle de l'Uruguay devrait contribuer à lutter contre les détournements de trafic inhérents à tout accord commercial régional. Non seulement de tels accords peuvent interdire l'accès à des fournisseurs plus performants hors région, mais l'absence de tarif extérieur commun dans la plupart des zones de libre-échange implique souvent un recours accru à des règles d'origine opaques, jouant parfois le rôle d'obstacles aux échanges avec le reste du monde.

Ces réussites indéniables ne doivent cependant pas dissimuler que de nombreux dossiers sont restés irrésolus. Ainsi, les règles régissant certaines subventions (par exemple, dans quelques industries «de pointe») et les procédures antidumping n'ont pas été aussi précisément formulées qu'il était espéré, de sorte qu'à l'avenir des litiges ne sont pas exclus. En outre, pour bien des services, les accords n'ont porté la plupart du temps que sur les principes élémentaires, et de nouvelles négociations seront nécessaires pour déterminer concrètement les obligations de libéralisation; il en est ainsi pour les télécommunications, les transports aériens et maritimes et l'audio-visuel.

La question des services financiers s'est révélée particulièrement épineuse, et son règlement a été repoussé à une date postérieure à l'entrée en vigueur de l'Acte final. Les États-Unis, déçus par le peu d'empressement mis par certains pays d'Asie et d'Amérique latine à s'engager à ouvrir leur marché des capitaux aux sociétés étrangères, ont proposé en octobre 1993

... et dans la définition de règles commerciales plus précises

Nombreux dossiers en suspens...

... notamment dans le domaine des services financiers

un système différencié allant dans le même sens que le projet de loi (*Fair Trade in Financial Services Act*) actuellement en discussion au Congrès: les États-Unis n'accorderaient l'accès à leur marché que dans la mesure où chaque partenaire commercial accepterait d'ouvrir parallèlement le sien aux entreprises américaines. Or, comme la présente législation des États-Unis exige l'application d'un traitement national «inconditionnel» aux prestataires étrangers de services financiers, la proposition américaine institutionnalisant la réciprocité s'est heurtée à une forte opposition de l'étranger. Les États-Unis ont alors accepté de poursuivre les négociations encore six mois après l'entrée en vigueur de l'Acte final, tout en se réservant le droit d'exclure les services financiers de la clause de la nation la plus favorisée à la fin de cette période, s'ils estiment que les autres pays n'ont pas suffisamment ouvert leur marché. Réciproquement, les pays ainsi désignés ne seraient pas tenus d'appliquer les mesures de libéralisation qu'ils avaient proposées au cours des premières négociations.

Dérive vers le  
commerce dirigé

Il est à espérer que l'Acte final du Cycle de l'Uruguay saura créer l'impulsion nécessaire pour désamorcer la tendance au commerce dirigé. Au début des années 90, les importations totales de marchandises des pays industriels faisaient l'objet, pour près d'un cinquième, de mesures non tarifaires; aujourd'hui, les pays en développement y ont de plus en plus recours, imposant notamment des droits antidumping. Au début de mars 1994, les États-Unis ont réactivé leur réglementation «Super 301», cet instrument de politique commerciale qui leur permet de prendre des sanctions à l'encontre de tout pays se protégeant des exportations américaines par des obstacles jugés inacceptables. L'utilisation de ce dispositif – ou même le simple fait de l'invoquer – s'est souvent soldée par des accords de partage du marché ou par l'acceptation d'objectifs quantitatifs d'importations, qui, en limitant la concurrence, font non seulement augmenter les prix des produits pour les consommateurs ou les industries utilisatrices, mais atténuent aussi pour les producteurs locaux les incitations à l'efficacité et à l'innovation. L'Union européenne continue également à pratiquer des accords bilatéraux (ainsi, fin mars, un accord a été conclu avec le Japon sur le nombre maximal de voitures nippones pouvant être importées en 1994).

### Évolution des paiements courants: vue d'ensemble

Les paiements  
courants reflètent  
des facteurs  
conjuncturels ...

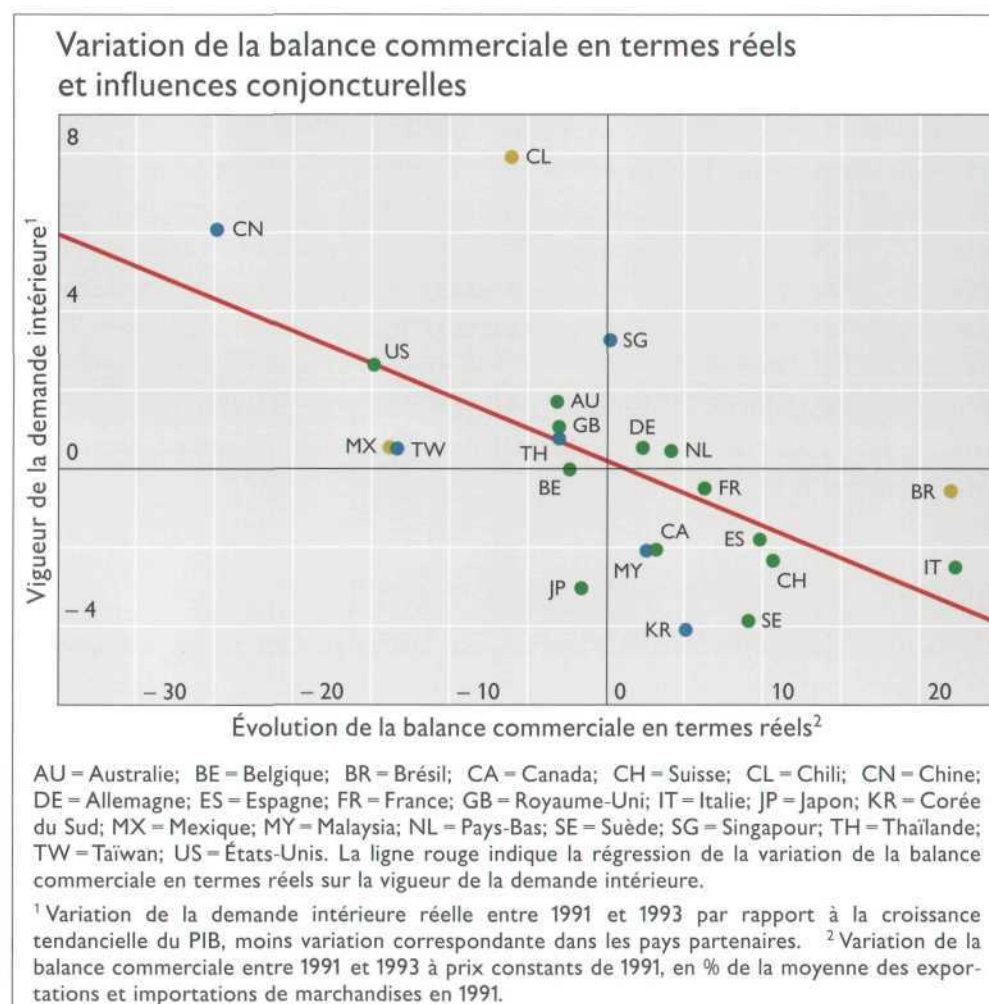
L'évolution des comptes extérieurs a été marquée l'an passé, comme en 1992, par une désynchronisation prononcée des cycles des économies. Le graphique de la page 84 résume les effets de la demande relative sur les balances commerciales en termes réels des principales économies (dans les pays en développement et développés) entre 1991 et 1993. Pendant cette période, la demande intérieure a nettement fléchi en Europe continentale, les importations déclarées diminuant au total de 3%. Par contre, le volume des importations de l'Amérique du Nord a augmenté de 10% en rythme annuel. Dans les pays d'Amérique latine, la demande intérieure a également progressé plus vite que la production, et les balances commerciales ont

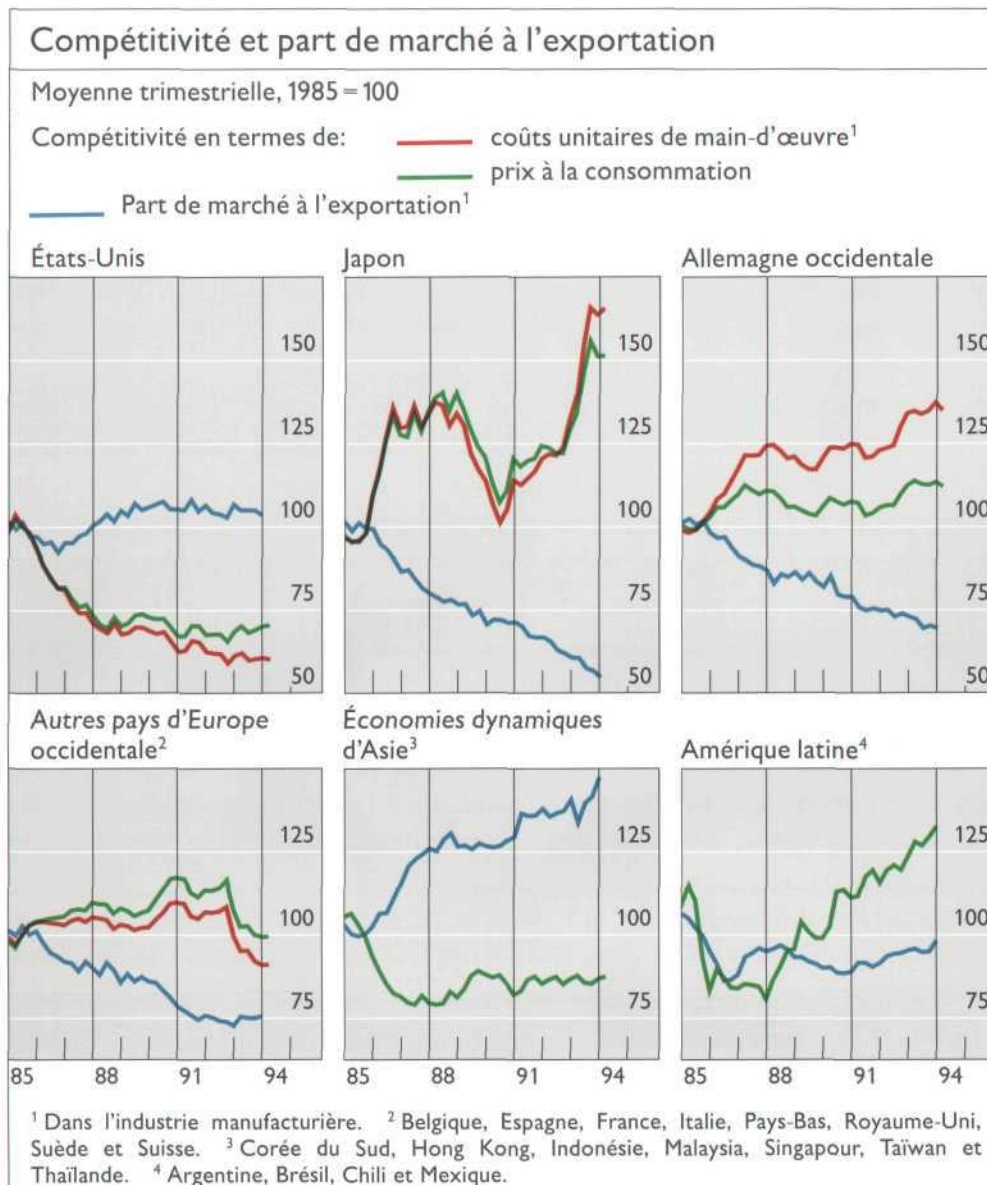


accusé une forte détérioration en volume. Une vive hausse de la demande d'investissement à haute teneur d'importation, dans certains pays en développement d'Asie comme la Chine, la Thaïlande et Taïwan, a entraîné une dégradation notable des soldes commerciaux de ces pays en termes réels.

Une amélioration marquée de la compétitivité a influé sur la position relative d'un certain nombre de pays – ceux qui apparaissent au-dessus de la ligne rouge du graphique matérialisant la variation de la balance commerciale en termes réels rapportée aux facteurs conjoncturels. L'Italie en fournit un exemple notable. Il est à remarquer que le Japon se trouve de l'autre côté de cette ligne, l'appréciation du yen ayant eu pour effet de réduire les exportations nettes en volume. En Amérique latine, le Brésil et le Chili – qui jouissent tous deux d'une position concurrentielle assez bonne – se situent largement au-dessus de la ligne, tandis qu'un renchérissement substantiel du change en termes réels a sensiblement comprimé les ventes nettes à l'étranger de l'Argentine (qui sort du cadre du graphique) et du Mexique. En Chine, où l'on a enregistré une très forte poussée de la demande intérieure, la dépréciation réelle de la monnaie a limité la dégradation de la balance commerciale en volume. Si un certain nombre d'autres pays asiatiques se situent en dessous de la ligne, ce n'est pas tant à cause

... et l'évolution de la compétitivité





d'une perte de compétitivité qu'en raison d'un gonflement considérable des importations de biens d'équipement provoqué par une vive reprise des investissements.

Compétitivité-  
coûts et résultats  
à l'exportation

Le graphique ci-dessus illustre les effets sur les exportations de la compétitivité en termes de coûts, dans une perspective davantage axée sur le moyen terme. Grâce à des gains de compétitivité, le secteur manufacturier des États-Unis a pu progressivement reconquérir des parts de marché à l'exportation depuis le milieu des années 80. En revanche, l'augmentation importante des coûts relatifs en Allemagne et au Japon a nui aux exportations. La récente amélioration de la compétitivité en Europe, Allemagne mise à part, semble avoir enrayé les pertes de parts de marché. Enfin, l'appréciation des cours de change réels en Amérique latine a empêché les pays de cette région de tirer pleinement parti, sur les marchés étrangers, des profondes réformes économiques mises en œuvre. C'est l'inverse qui s'applique à l'Asie.



## Pays industriels

### *États-Unis*

En raison d'une nouvelle aggravation du solde commercial hors produits pétroliers, le déficit des paiements courants des États-Unis a été supérieur à \$100 milliards pour la première fois depuis 1989; il s'est encore creusé dans les premiers mois de 1994. Étant donné que les termes de l'échange n'ont guère varié, cette aggravation résulte de la vigueur conjoncturelle des importations et du ralentissement des exportations, puisque l'économie continuait de stagner en Europe continentale et au Japon.

Les importations ont progressé de près de 25% pour les biens d'équipement (hors secteur automobile et aviation civile) et de quelque 40% pour le matériel informatique. Cette croissance est supérieure à celle, en termes réels, des investissements domestiques en capital fixe (16%). L'augmentation des exportations non agricoles, malgré un ralentissement par rapport aux années précédentes, est demeurée importante. Les ventes à l'étranger de biens d'équipement et d'automobiles se sont accrues à un rythme supérieur à la moyenne: ces deux secteurs représentent actuellement plus de la moitié des exportations américaines.

Les autres composantes de la balance des paiements courants des États-Unis n'ont guère varié l'an dernier. Des facteurs conjoncturels défavorables ont mis fin à cinq années d'augmentation rapide des excédents au titre des services. Étant donné que les engagements financiers américains à l'étranger sont largement supérieurs aux avoirs, le repli des taux d'intérêt au niveau international a permis de modérer la baisse des revenus nets d'investissements, qui ont pourtant été réduits à quasiment zéro, pour la première fois depuis l'époque antérieure à la Première Guerre mondiale.

### *Japon*

L'excédent des paiements courants du Japon, exprimé en dollars, a progressé l'an dernier, mais beaucoup moins que lors des deux années précédentes. L'excédent commercial a augmenté de \$9 milliards et les revenus nets des investissements à l'étranger se sont gonflés d'un peu plus de \$5 milliards.

Les origines du retour à un ample excédent commercial diffèrent sur trois points de la situation qui existait dans les années 80. Premièrement, les exportations augmentent moins vite qu'au début des années 80, époque où elles étaient fortement stimulées par une sous-évaluation temporaire du yen; celui-ci s'est nettement renchéri depuis, tandis que la montée du protectionnisme à l'étranger et l'accroissement des investissements directs ont freiné la progression des exportations (tab. ci-contre). Deuxièmement, c'est en Asie, et non aux États-Unis, que l'on trouve la principale contrepartie du gonflement de l'excédent du Japon. Troisièmement, l'économie japonaise connaît une récession plus sévère.

Le développement du commerce avec l'Asie est dû pour une grande part à la délocalisation par les entreprises japonaises de certaines productions

Creusement du déficit courant dû à ...

... une hausse rapide des importations ...

... un ralentissement des exportations ...

... et une contraction des revenus nets d'investissements

Augmentation de l'excédent commercial

Changements par rapport aux années 80

Japon: excédent commercial et exportations				
	Variation de l'excédent commercial (en milliards de dollars EU)		Croissance des exportations, en % (valeur en dollars)	
	Entre 1982 et 1986	Entre 1990 et 1993	Entre 1982 et 1986	Entre 1990 et 1993
Total	75,8	68,1	50,7	25,8
<i>dont vis-à-vis:</i>				
des États-Unis	39,3	12,2	121,5	16,7
de l'Europe occidentale	7,9	7,4	73,2	2,5
de l'Asie du Sud-Est et de la Chine	16,5	31,3	46,0	51,6

Réorientation  
du commerce  
vers l'Asie

manufacturières vers des pays à main-d'œuvre moins chère. Une première vague d'investissements de ce type, dans les années 70, s'est effectuée en direction des NEI; en raison de l'augmentation des salaires dans ces pays, ils se sont ensuite dirigés vers l'Indonésie, la Malaysia et la Thaïlande, où leurs niveaux étaient inférieurs; l'an dernier, le mouvement s'est largement réorienté vers la Chine. Étant donné que les entreprises japonaises ou filiales communes en Asie sont fortement tournées vers le commerce extérieur, exportant massivement vers le Japon et le reste du monde, cette évolution a eu une influence majeure sur la configuration du commerce mondial.

Fortes  
corrections en  
termes réels ...

Avec de sensibles gains des termes de l'échange, l'excédent commercial japonais, exprimé en dollars, s'est renforcé, mais il a régressé, à prix constants, de près de \$14 milliards, son plus important recul depuis 1988. Si l'on prend en compte la nette faiblesse conjoncturelle du Japon par rapport à ses principaux clients (États-Unis et Asie notamment), l'ajustement tendanciel de la balance nippone des échanges de produits manufacturés apparaît encore plus marqué. La baisse des parts de marché à l'exportation en termes réels s'est substantiellement accentuée en 1992 et 1993, prolongeant ainsi une tendance née de l'appréciation antérieure du yen (graph. p. 88). Plus récente, et peut-être plus remarquable, est la forte augmentation des importations de produits manufacturés, qui étaient jusqu'à présent exceptionnellement faibles au Japon, ne représentant en 1990 que 6% de la production intérieure brute de ce secteur; leur vive expansion et la quasi-stagnation de la production industrielle ont porté ce pourcentage à 8%, fin 1993.

... parallèlement  
au recul des  
parts de marché  
à l'exportation ...

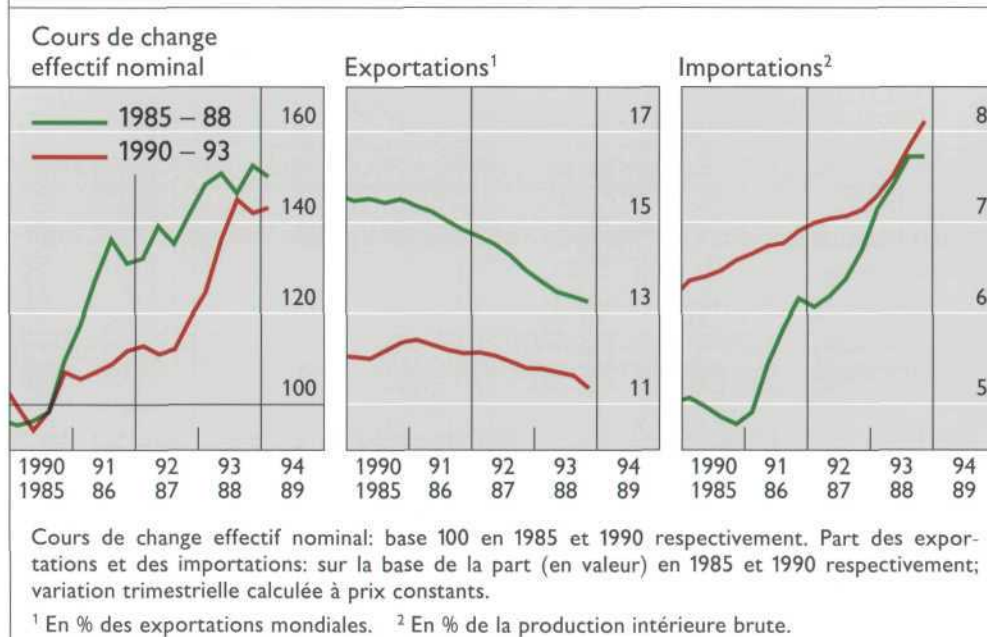
... et à la  
pénétration  
accrue des  
importations

Gains des termes  
de l'échange non  
répercutés sur  
les prix intérieurs

Le recul des exportations et la hausse des importations ont grandement déprimé l'économie japonaise. En théorie pourtant, les gains des termes de l'échange qui résultent de l'appréciation du yen devraient largement corriger ces influences. Les gains cumulés depuis 1990 sont d'ailleurs substantiels: même en tenant compte de la légère diminution des prix à l'exportation, l'amélioration nette atteint près de 30%, soit environ 2% du PNB. La baisse des prix à l'importation ne s'est cependant pas beaucoup répercutée sur le marché intérieur, ce qui en a restreint l'effet positif sur les dépenses des consommateurs. Les produits pétroliers en fournissent



## Incidence de l'appréciation du yen sur les échanges de produits manufacturés



peut-être l'exemple le plus frappant: malgré une chute de 20% des cours mondiaux du brut l'année dernière, les prix hors taxes du carburant et du fioul domestique au Japon, exprimés en dollars, ont progressé de quelque 5–10% sur les douze mois s'achevant au quatrième trimestre de 1993 – ce qui les a portés à un niveau deux à trois fois supérieur environ aux prix en vigueur dans les principaux pays européens (où, exprimés en dollars, ils se sont contractés de 15% à peu près sur la même période).

### Europe occidentale

La récession en Europe continentale a eu, l'an dernier, un effet dépressif sur les importations. Son ampleur est cependant incertaine, car le nouveau système de déclaration des transactions commerciales entre pays de l'Union européenne, mis en place le 1<sup>er</sup> janvier 1993, fausse les statistiques des échanges au sein de l'Union. D'après une première compilation des données relatives au commerce bilatéral à l'intérieur de l'UE déclarées pour 1993, les exportations sont au total supérieures d'environ \$20–25 milliards aux importations, alors que l'écart statistique était habituellement faible par le passé. Cela donne à penser que les importations sont moins bien recensées que les exportations, dont le système de détaxe favorise la déclaration plus rapide et plus complète. Il s'ensuit que l'excédent commercial des pays d'Europe occidentale en 1993, tel qu'indiqué dans le tableau de la page 92, est surestimé.

Selon des calculs ne tenant pas compte des pondérations des échanges intra-régionaux, la compétitivité de l'Europe occidentale s'est améliorée: à fin 1993, les coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre avaient baissé d'environ 15% par rapport à leur maximum de mi-1992. La demande

Excédent commercial dû à la récession, qui reflète en partie une sous-déclaration des importations

Gains de compétitivité

étrangère a été, en outre, stimulée par la reprise en Amérique du Nord et par la poursuite d'une croissance soutenue en Asie du Sud-Est. En conséquence, le déficit commercial de l'Europe occidentale vis-à-vis du monde (hors Europe) s'est contracté de plus de \$45 milliards l'année dernière.

Modification  
substantielle  
des positions  
concurrentielles  
intra-européennes

Les positions concurrentielles se sont aussi notablement modifiées, les divergences marquées des cours de change réels s'étant inversées. L'évolution des prix à la consommation exprimés dans une même monnaie en donne une indication simple. Jusqu'au milieu de 1992, juste avant que n'éclate la crise des changes en Europe, les différentiels d'inflation cumulés, conjugués à la stabilité des cours de change nominaux, s'étaient traduits par des pertes de compétitivité pour l'Italie, l'Espagne, le Royaume-Uni et la Suède vis-à-vis des pays où la hausse des prix était moins importante (Belgique, France, Pays-Bas et Suisse). Au milieu de 1992, les prix à la consommation dans le premier groupe de pays, exprimés en deutsche marks, avaient augmenté en moyenne de 34% par rapport à 1987, tandis qu'ils n'avaient progressé que de 13% environ dans le second groupe, soit un peu moins qu'en Allemagne (tab. ci-dessous). L'ampleur de cette divergence a eu des conséquences majeures sur la situation des comptes extérieurs: les déficits courants se sont établis dans une fourchette de 1½-3½% du PIB dans le premier groupe, tandis que les pays du second groupe dégagent d'importants excédents ou, dans le cas de la France, éliminaient leur déficit.

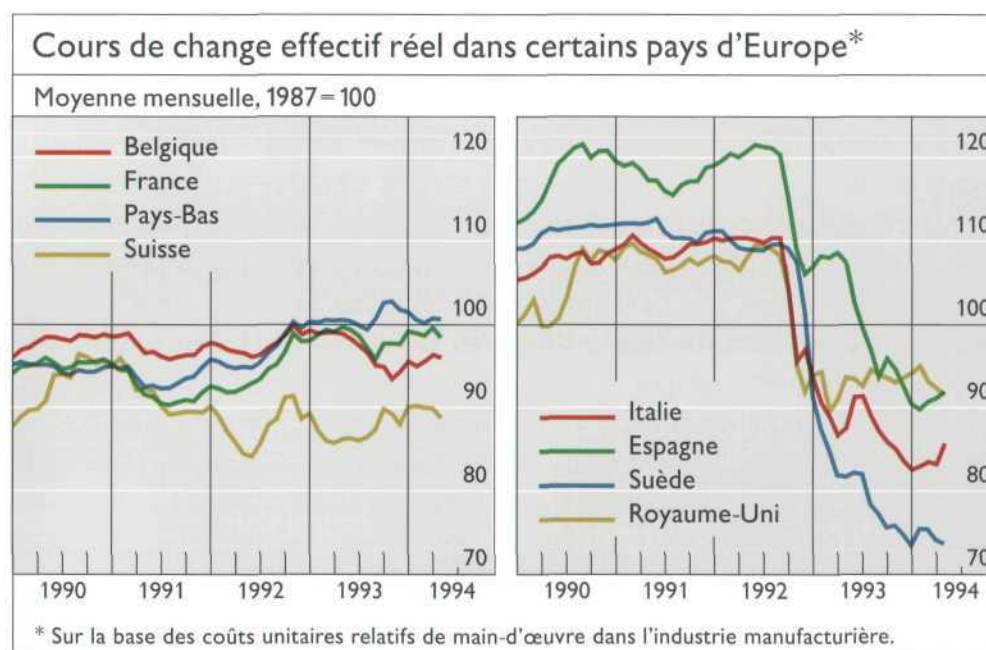
En raison de l'évolution des changes en Europe depuis le milieu de 1992, les variations des prix à la consommation exprimés en deutsche marks se sont nettement rapprochées dans les pays déficitaires et excédentaires. À la faveur d'importantes dépréciations de la lire et de la couronne, les modifications cumulées des prix à la consommation en Italie et en Suède depuis 1987 sont devenues inférieures à celles des pays excédentaires sur la même période.

Prix à la consommation dans certains pays européens, exprimés dans une même monnaie											
Période	Pays excédentaires <sup>1</sup>					Alle- magne occi- dentale	Pays déficitaires <sup>1</sup>				
	Bel- gique	France	Pays- Bas	Suisse	Moyenne		Espagne	Italie	Royaume- Uni <sup>2</sup>	Suède	Moyenne
	en deutsche marks, 1987 = 100										
1990	108,4	109,1	104,4	107,0	107,2	106,9	130,1	115,4	114,7	119,8	120,0
1991	112,4	111,5	107,8	112,5	111,1	110,6	138,8	121,9	125,7	131,6	129,5
1992	115,1	114,6	111,3	112,4	113,3	115,0	140,6	121,9	123,8	131,8	129,5
1993	116,6	115,8	114,5	117,0	115,9	119,7	125,4	105,3	115,0	109,3	113,8
1994 T I	119,7	117,8	116,6	125,1	119,8	122,4	121,6	105,0	120,3	111,9	114,7
Pour mémoire: Mai – août 1992	115,2	115,2	111,1	112,0	113,4	115,1	145,0	126,9	130,0	135,2	134,3

<sup>1</sup> Sur la base du solde moyen des paiements courants 1991–93.    <sup>2</sup> Hors logement.

<sup>1</sup> Sur la base du solde moyen des paiements courants 1991–93. <sup>2</sup> Hors logement.





En Italie, l'importante baisse de la lire a stimulé les exportations, qui ont progressé de quelque 9% en volume l'an dernier, soit à un rythme plus de deux fois supérieur à celui de 1992 et bien plus rapide que l'expansion des marchés étrangers. Étant donné que les importations en volume, selon les statistiques, se sont contractées encore plus vite que la demande intérieure, le déficit des paiements courants de \$28 milliards en 1992 a fait place à un excédent de \$11 milliards. De même, grâce à une amélioration de la compétitivité, les exportations de l'Espagne se sont étoffées de 16% en volume et son déficit commercial a grandement diminué. En Suède, également, les ventes à l'étranger se sont largement accrues et l'excédent commercial s'est inscrit en hausse. Dans ces trois pays, la baisse du cours de change a eu des effets étonnamment prompts sur les volumes exportés – en raison peut-être de l'atonie de la demande intérieure. Au Royaume-Uni, par contre, les exportations n'ont augmenté que de 4% en volume. De plus, à mesure que la reprise économique s'affirmait, le décalage conjoncturel a continué de s'accroître par rapport aux pays d'Europe continentale, entraînant un important déficit des opérations courantes.

Les exportations en volume des quatre principaux pays dont la monnaie s'est dépréciée ont augmenté en moyenne de 8% l'an dernier, alors qu'elles sont restées stables ou ont diminué dans les pays où le change n'a pas baissé par rapport au deutsche mark. La demande d'importations en Belgique, en France, aux Pays-Bas et en Suisse a cependant été encore plus faible et leur volume s'est inscrit en recul, compris entre 1% (Pays-Bas et Suisse) et 3½% (France), même si une certaine reprise de la demande est progressivement apparue, en France et en Suisse notamment. L'excédent des paiements courants des quatre pays s'est nettement accru.

En Allemagne, une importante perte de compétitivité a maintenu les exportations à un bas niveau pendant la majeure partie de 1993, une légère amélioration paraissant cependant se dessiner au dernier trimestre.

Exportations en forte hausse dans la plupart des pays où la monnaie s'est dépréciée ...

... mais en stagnation dans les autres

Allemagne

Néanmoins, la contraction de la demande intérieure a entraîné une diminution plus forte des importations, de sorte que l'excédent commercial s'est gonflé à \$40 milliards. Cette progression a été en grande partie annulée par la détérioration rapide du solde des invisibles. Pour la première fois depuis 1982, les revenus nets d'investissements sont devenus négatifs au quatrième trimestre; toutefois, ce résultat est peut-être en partie illusoire, dans la mesure où il est difficile de recenser statistiquement les intérêts perçus par les résidents sur leur épargne placée au Luxembourg dans le but d'acquérir des actifs financiers allemands. Le déficit courant est resté supérieur à \$20 milliards.

Turquie

Le déficit des paiements courants de la Turquie s'est accru à près de 6% du PIB l'an dernier. L'important déficit du secteur public a alimenté la croissance de la demande intérieure, ce qui a provoqué une hausse de l'inflation et une nette appréciation de la monnaie nationale en termes réels, le volume des importations augmentant d'un tiers. Ces déséquilibres, conjugués à une forte progression de l'endettement extérieur et aux incertitudes au sujet de la politique mise en œuvre, ont suscité de vives attaques sur la livre turque au début de 1994. Dans les premiers jours d'avril, les autorités ont annoncé une série de mesures destinées à freiner la demande et à réduire l'inflation.

#### *Autres pays industriels*

Vigoureuse  
expansion des  
exportations  
au Canada...

Au Canada, les exportations ont fortement augmenté pour la deuxième année consécutive, après être restées pendant trois ans au-dessous de la moyenne. La reprise de la demande intérieure aux États-Unis et la chute du cours de change réel ont été les principaux facteurs de cette évolution. Après s'être très nettement dégradée jusqu'à la fin de 1991, la compétitivité s'est vivement redressée grâce à la maîtrise des coûts salariaux et à la baisse de 15% du cours de change effectif nominal entre fin 1991 et début 1994; les coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre sont actuellement revenus aux bas niveaux du milieu des années 80. La forte croissance des exportations a toutefois été contrebalancée par une vigoureuse progression des importations. En outre, l'importance de la dette extérieure a exigé de lourds versements d'intérêts nets à l'étranger; si le déficit des paiements courants s'est quelque peu contracté, il représente encore 3½% du PIB.

... en Australie  
et en Nouvelle-  
Zélande

En Australie et en Nouvelle-Zélande, la compétitivité des cours de change, conjuguée à la réorientation de plus en plus marquée du commerce vers l'Asie du Sud-Est, a stimulé les exportations de produits manufacturés ces deux dernières années: en volume, elles ont augmenté de 9% en 1992 dans les deux pays, avant de revenir à environ 4-5% en 1993. Dans le même temps, un vif redémarrage de la demande intérieure a entraîné un fort gonflement des importations en volume dans les deux pays. L'excédent commercial est demeuré inchangé en Nouvelle-Zélande et a fait place à un léger déficit en Australie. Compte tenu de l'importance de sa dette extérieure, et donc des paiements d'intérêts y afférents, le déficit des opérations courantes de l'Australie a atteint près de 4% du PIB en 1993.



Pays industriels et NEI d'Asie: balance des paiements courants									
Pays et groupe de pays	Balance des paiements courants			dont					
				Solde commercial			Solde des revenus d'investissements		
	1991	1992	1993	1991	1992	1993	1991	1992	1993
en milliards de dollars EU									
Pays industriels	-36,8	-45,3	11,0	-14,9	23,5	73,0	- 8,8	-15,1	-15,3
États-Unis	- 8,3	-66,4	-109,2	-73,8	-96,1	-132,5	13,0	6,2	0,1
Japon	72,9	117,6	131,4	103,0	132,3	141,5	26,7	36,2	41,4
Europe occidentale	-65,3	-61,6	20,0*	-54,1	-23,3	53,3*	-14,6	-25,1	-27,1
Allemagne	-19,3	-22,1	- 21,2	20,8	29,8	40,4	19,6	15,7	9,2
France	- 6,5	3,9	10,3	- 9,0	2,8	9,3	- 5,1	- 7,7	- 8,0
Italie	-23,6	-28,0	11,2	- 0,3	3,0	32,3	-17,2	-21,0	-16,4
Royaume-Uni	-13,7	-18,1	- 16,1	-18,3	-24,0	- 20,2	0,5	7,6	4,1
Pays-Bas	4,2	5,0	8,4	5,2	7,5	9,3	1,0	0,1	0,7
Suède	- 4,3	- 6,7	- 0,4	5,1	5,9	7,1	- 5,8	- 7,8	- 5,8
Suisse	10,7	15,1	18,6	- 5,6	- 0,6	1,9	15,3	14,8	14,7
UEBL <sup>1</sup>	4,7	6,4	11,2	- 0,4	1,2	3,2	1,4	1,1	3,1
Autriche	0,1	- 0,2	- 0,9	- 9,6	- 9,7	- 8,4	- 1,5	- 1,2	- 1,1
Danemark	2,1	4,8	5,3	4,7	7,2	7,8	- 5,6	- 5,7	- 4,6
Espagne	-17,0	-19,1	- 5,6	-31,8	-30,9	- 15,6	- 4,8	- 6,5	- 8,8
Finlande	- 6,8	- 4,9	- 1,0	1,1	2,8	5,4	- 4,6	- 5,4	- 5,0
Grèce	- 1,5	- 2,1	1,1	-12,3	-13,9	- 12,5	- 1,7	- 2,0	- 2,1
Irlande	1,4	2,6	2,9	3,2	5,7	6,8	- 4,6	- 5,4	- 5,2
Islande	- 0,3	- 0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	- 0,3	- 0,2	- 0,2
Norvège	5,0	2,9	2,4	8,3	7,6	7,4	0,5	- 0,6	- 0,6
Portugal	- 0,7	0,0	1,0	- 7,8	- 9,4	- 6,9	0,1	0,6	0,5
Turquie	0,3	- 0,9	- 7,3	- 7,3	- 8,2	- 14,2	- 1,9	- 1,6	- 1,8
Autres pays industriels	-36,1	-34,9	- 31,2	9,9	10,5	10,7	-34,0	-32,4	-29,6
Australie	-10,3	-10,8	- 10,7	3,5	1,6	- 0,1	-12,4	-10,2	- 8,1
Canada	-25,3	-23,0	- 19,6	4,4	7,3	9,1	-19,1	-20,0	-19,1
Nouvelle-Zélande	- 0,5	- 1,0	- 0,9	2,1	1,7	1,7	- 2,5	- 2,2	- 2,3
NEI d'Asie	9,1	8,4	10,5	2,6	1,4	0,5	4,8 <sup>2</sup>	4,6 <sup>2</sup>	3,6 <sup>2</sup>
Corée du Sud	- 8,7	- 4,5	0,4	- 7,0	- 2,1	2,1	- 1,0	- 1,1	- 1,3
Hong Kong	2,5 <sup>3</sup>	1,8 <sup>3</sup>	2,3 <sup>3</sup>	- 2,1	- 4,3	- 5,0	..	..	..
Singapour	3,3	2,9	2,0	- 4,1	- 4,9	- 8,1	1,4	1,6	1,3
Taïwan	12,0	8,2	5,8	15,8	12,8	11,4	4,4	4,1	3,6

\* Chiffre sans doute faussé par de sérieuses distorsions (voir texte).

<sup>1</sup> Union économique belgo-luxembourgeoise. <sup>2</sup> À l'exclusion de Hong Kong. <sup>3</sup> Exportations nettes de marchandises et de services autres que les revenus de facteurs.

## Anciennes économies à planification centralisée

### Europe orientale

Les exportations des pays d'Europe orientale ont stagné en volume l'an passé, après deux années de vive expansion. L'appréciation notable des cours de change réels sur les deux dernières années a probablement

Stagnation des exportations en volume

constitué un facteur négatif. Il est également possible que le processus d'abandon du commerce d'État ait artificiellement gonflé les exportations en 1991 et 1992, dans la mesure où les stocks excessifs couramment détenus dans le cadre des économies dirigées ont alors été écoulés puisque, en l'absence de fortes contraintes budgétaires, les marchandises pouvaient être exportées à des prix inférieurs à leur prix de revient. En raison de la nette progression des importations, le déficit commercial des pays d'Europe orientale s'est accru de \$4 milliards environ.

Réorientation  
de la politique  
de change

Dans ces conditions, les politiques de change ont moins cherché à assurer un «ancrage nominal» qu'à préserver la compétitivité internationale face à une inflation élevée et persistante. Deux pays seulement ont conservé durablement un objectif de cours de change nominal: l'actuelle République tchèque (depuis décembre 1990) et l'Estonie (depuis juin 1992).

Républiques  
slovaque et  
tchèque

Comme la couronne tchèque a préservé sa compétitivité et que les politiques, notamment budgétaire, sont restées rigoureuses (voir Chapitre III), le déficit commercial de la République tchèque a été nettement réduit l'an dernier, les exportations progressant régulièrement. En outre, l'intensification des entrées au titre des investissements de portefeuille a renforcé les réserves d'environ \$3 milliards et contribué à assurer la fixité du change. La République slovaque, dont les échanges commerciaux sont beaucoup plus dépendants de la Russie, a vu son déficit extérieur se creuser. La couronne slovaque a été dévaluée en juillet 1993 et les produits de consommation importés ont été frappés d'une surtaxe de 10% en mars 1994.

Hongrie

En Hongrie, le déficit commercial s'est inscrit en forte hausse sous l'effet, principalement, de l'augmentation de la dépense intérieure, alors que des facteurs particuliers (notamment l'embargo sur le commerce avec certaines parties de l'ex-Yougoslavie et une période de sécheresse) ont limité les exportations. Le solde de la balance des invisibles est devenu négatif, ce qui a creusé le déficit des paiements courants à 10% environ du PNB. Ce déficit a été financé en majeure partie par des investissements directs, à l'occasion surtout de la privatisation des télécommunications. La politique de change a été réorientée, de façon à freiner l'appréciation du forint en termes réels: en 1993, celui-ci a été dévalué cinq fois par rapport au panier de monnaies de référence et a ainsi perdu 15% au total.

Pologne

Le déficit de la Pologne s'est élargi en raison d'une rapide progression des importations. Le régime de parités glissantes en vigueur depuis 1991, qui implique une dépréciation d'environ 20-25% l'an, n'a pas suffi à préserver la compétitivité du pays; de nouvelles dévaluations – la dernière (de 8%) en août 1993 – se sont avérées nécessaires.

Slovénie

Les exportations de la Slovénie ont stagné l'an dernier, tandis que les importations augmentaient fortement, ce qui a entraîné une dégradation de près de \$1 milliard de la balance commerciale, qui s'explique essentiellement par la libéralisation des échanges et par une légère croissance du PIB, après trois ans de contraction prononcée. Contrairement à ce qui s'est passé pour un certain nombre de pays de la région, le cours de change réel (en termes de parités de pouvoir d'achat) a pu être maintenu (malgré une



hausse rapide des salaires réels). La Bulgarie et la Roumanie, très dépendantes des importations de pétrole et de matières premières, se sont trouvées confrontées à des problèmes de balance des paiements de plus en plus grands.

Bulgarie et  
Roumanie

Les États baltes ont réussi à s'affranchir de l'extrême dépendance de leurs exportations envers le marché russe et ont pu faire face à la dégradation considérable des termes de l'échange résultant de l'application des cours mondiaux aux importations de produits énergétiques. L'Estonie et la Lettonie, avec toutefois des différences importantes, ont poursuivi des politiques monétaires restrictives qui leur ont épargné l'hyperinflation russe et ont entraîné une ample appréciation du cours de change – très bas au départ – à l'égard de leurs partenaires commerciaux occidentaux. Comme l'exposait plus en détail le 63<sup>e</sup> Rapport annuel, l'Estonie avait montré la voie en rattachant au deutsche mark sa monnaie nouvellement créée, la couronne, tout en maintenant des taux d'intérêt très élevés pour attirer les capitaux étrangers nécessaires à son engagement de change. La production avait considérablement fléchi et, en un an, l'inflation avait été maîtrisée. En 1993, la production et les exportations ont nettement augmenté et les flux commerciaux se sont réorientés vers les pays occidentaux. Au début de 1994 cependant, l'inflation a redémarré. La Lettonie a également eu recours à une politique rigoureuse pour juguler l'inflation, mais elle a laissé flotter le lat vis-à-vis des monnaies convertibles. Il a fallu relativement plus longtemps à la Lituanie pour resserrer sa politique. Les coupons libellés en roubles n'ont été remplacés par une nouvelle unité monétaire qu'en juillet 1993; à l'issue de plusieurs mois de flottement, celle-ci a été soumise à de fortes pressions baissières et les autorités l'ont rattachée au dollar en avril 1994.

Estonie

Lettonie

Lituanie

Les réformes économiques en Europe orientale ne peuvent pleinement réussir qu'avec un accès aux marchés des pays industriels. Les accords

Europe orientale: échanges commerciaux									
Pays et groupe de pays	Exportations			Importations			Solde commercial		
	1991	1992	1993 <sup>1</sup>	1991	1992	1993 <sup>1</sup>	1991	1992	1993 <sup>1</sup>
	en milliards de dollars EU								
Europe orientale	28,3	33,8	33,9	31,9	39,4	43,4	-3,6	-5,7	-9,5
Bulgarie <sup>2</sup>	1,2	1,6	1,6	1,7	1,9	2,1	-0,5	-0,3	-0,5
Hongrie <sup>2</sup>	6,4	7,0	6,2	6,6	7,8	8,5	-0,2	-0,8	-2,3
Pologne <sup>2</sup>	9,5	10,7	10,4	12,6	13,7	15,0	-3,1	-3,0	-4,5
République slovaque	1,4	2,0	1,8	1,4	2,0	2,3	0,1	0,0	-0,5
République tchèque	4,4	5,7	7,1	4,1	6,9	7,5	0,3	-1,3	-0,4
Roumanie <sup>2</sup>	2,3	2,3	2,6	2,3	3,2	3,5	0,0	-0,8	-0,9
Slovénie	3,0	4,4	4,2	3,2	3,9	4,6	-0,2	0,5	-0,3
Pour mémoire: Communauté des États indépendants <sup>2</sup>	28,7	26,7	30,7	27,3	24,7	26,1	1,5	2,0	4,6

<sup>1</sup> Chiffres en partie estimés. <sup>2</sup> Données obtenues à partir des statistiques commerciales de l'OCDE. Les importations CIF sont converties FOB en retranchant une marge FOB/CIF de 4%. Les échanges bilatéraux entre l'ex-Union soviétique et la Finlande ne sont pas pris en compte.

Nécessité d'un plus large accès aux marchés occidentaux

d'association avec l'Union européenne et autres conventions similaires ont beaucoup contribué à faciliter l'entrée sur les marchés occidentaux. L'UE a décidé l'an dernier d'accélérer la réduction des droits de douane prévue par ces accords. Cela n'a pas empêché les producteurs des pays d'Europe orientale de se heurter à des barrières commerciales, étant donné que leurs exportations traditionnelles – produits agricoles et sidérurgiques, textiles et habillement – figurent parmi les marchandises les plus protégées en Occident. Outre leur coût pour le consommateur, ces mesures protectionnistes rejaillissent manifestement sur les entreprises exportatrices des pays occidentaux, puisque toute réduction des exportations des pays d'Europe orientale s'accompagne en principe d'une contraction à peu près équivalente de leurs importations.

#### *Communauté des États indépendants*

Excédent commercial

La valeur en dollars des exportations de la CEI vers les pays industriels a progressé en 1993, en raison d'une augmentation des ventes de métaux et autres produits de l'industrie lourde. Les exportations de pétrole sont demeurées pratiquement inchangées, une chute de la production ayant été compensée, pour la deuxième année consécutive, par de fortes réductions de la consommation intérieure. L'ampleur des difficultés rencontrées par la CEI est illustrée par le fait que la production de pétrole – principal produit de base exporté – est actuellement inférieure d'environ 40% aux niveaux de la fin des années 80. D'après les données fournies par ses partenaires commerciaux, l'excédent des échanges vis-à-vis des pays industriels s'est accru l'an dernier.

Appréciation du cours de change réel

En raison de la persistance d'un rythme d'inflation élevé, le rouble a vivement baissé au premier semestre de 1993, de R.414 contre dollar en décembre 1992 à R.1.081 en juin 1993, tout en s'appréciant en termes réels. Sa chute a cependant été enrayée pendant une bonne partie du second semestre, grâce surtout à des interventions sur les changes, à des modifications de la réglementation du commerce extérieur et à une compression de la demande d'importations suite à la réduction des subventions. Par ailleurs, les taux d'intérêt réels du rouble sont devenus positifs vers la fin de l'année, alors que la politique monétaire menée depuis la libéralisation des prix les avait laissés largement négatifs. Cet intermède de stabilité du cours de change nominal en période d'inflation galopante a plus que doublé le cours de change effectif réel. À partir de fin 1993, cependant, les incertitudes au sujet de l'orientation de la politique ont provoqué de nouvelles pressions sur le rouble, dont le cours contre dollar est tombé à environ R.1.800 en avril 1994.

Fuite des capitaux

La chute rapide du rouble a sans doute fortement incité à dissimuler des recettes d'exportations – surtout lorsque ses taux d'intérêt réels étaient très négatifs. Des fuites de capitaux se sont assurément produites, même si leur ampleur est incertaine. Les statistiques bancaires internationales de la BRI évaluent à \$16 milliards les dépôts de l'ex-Union soviétique auprès des banques déclarantes à fin 1993. Après correction des effets de change, leur augmentation est ressortie à \$3½ milliards au premier



semestre, au moment où le rouble chutait, mais ils ont fléchi de \$1 milliard dans la seconde partie de l'année, alors qu'il était plus stable. Les capitaux enfuis ne sont toutefois pas entièrement recensés par ces statistiques.

Il s'est avéré très difficile de placer les échanges entre la Russie et les autres États sur une base commerciale normale car, dans le cadre de la planification centralisée, la Russie leur fournissait l'énergie à une fraction des prix du marché et leur achetait des produits manufacturés qui n'étaient pas compétitifs sur les marchés mondiaux. En dépit de fortes hausses en roubles et d'une baisse substantielle des approvisionnements, les prix des exportations d'énergie sont demeurés très nettement en deçà des niveaux mondiaux en 1992; une estimation du gouvernement russe chiffre la subvention implicite au commerce à 13% du PIB pour cette année-là. En outre, la Russie a continué d'effectuer d'importants transferts financiers vers les autres républiques.

Difficulté de replacer les échanges intra-CEI sur une base commerciale

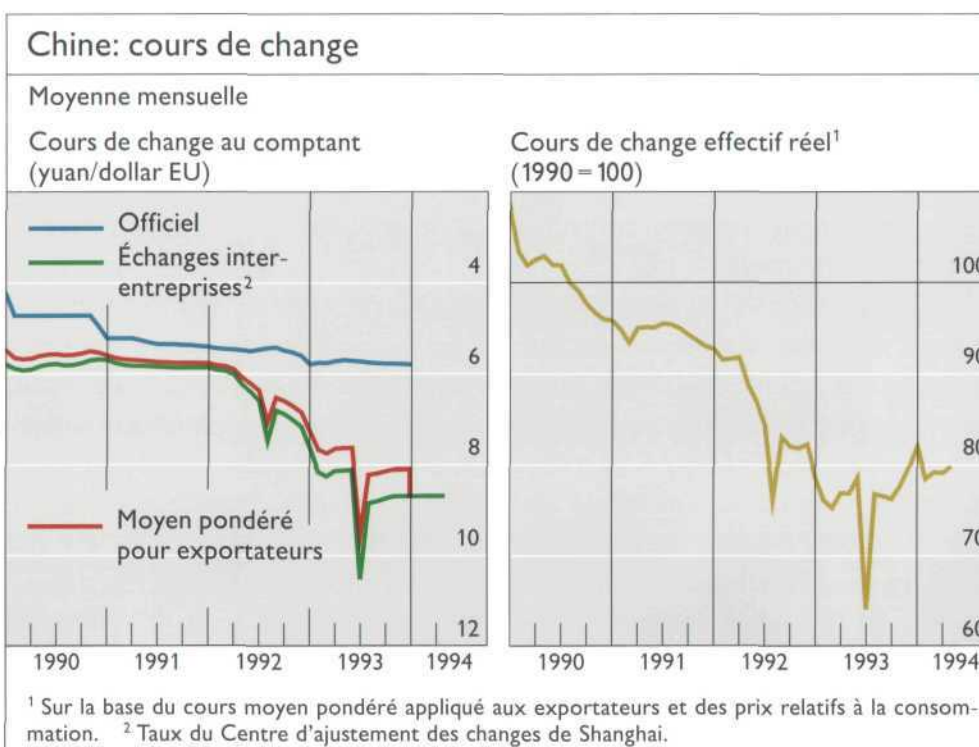
L'ampleur même de cette aide a été l'une des principales raisons de la réticence de la plupart des anciennes républiques à quitter la zone rouble. Ce problème, loin d'être le seul facteur en cause, a retardé la mise en œuvre des politiques de stabilisation en Russie et dans les autres pays de la région. En 1993, cependant, la Russie a pris d'importantes mesures destinées à diminuer ces subventions. Les prix du pétrole exprimés en dollars ont été relevés et les conditions d'octroi de nouveaux crédits durcies. Les financements entre États par l'intermédiaire de comptes auprès de la banque centrale russe se sont quasiment taris. Malgré l'absence d'accord sur un cadre de coordination monétaire effective, les pays ont, pour la plupart, continué à se raccrocher au rouble: seuls les pays baltes, l'Ukraine et le Kirghizistan avaient quitté la zone rouble à la mi-1993. Le moment critique est arrivé en juillet de la même année avec la démonétisation des coupures antérieures à 1993 – l'an dernier, en effet, les nouveaux billets n'ont été émis qu'en Russie. Après de nouvelles et vaines tentatives pour préserver la zone rouble en tant qu'union monétaire, toutes les autres républiques (à l'exception du Tadjikistan) ont donné cours légal à leur propre monnaie avant fin 1993. La banque centrale russe a alors commencé à établir les cours du rouble contre toutes les nouvelles devises, en tenant compte des décotes observées pour chacune d'elles. Les effets conjugués de la nette réduction des subventions implicites et de la fin de la plupart des transferts officiels en provenance de Russie pèsent lourdement, à l'heure actuelle, sur les autres États de la CEI: selon une estimation du FMI, la perte globale représenterait 15% de leur PIB. Toutefois, les liens étroits qui subsistent entre la Russie et d'autres républiques ont incité à chercher de nouveaux mécanismes de coopération, notamment en matière économique.

Fortes subventions de la Russie

## Chine

L'abandon par la Chine, en janvier 1994, du régime de changes multiples est porteur de vastes conséquences pour les relations économiques du pays. Dans l'ancien système, le cours officiel coexistait avec d'autres, plus sensibles au marché, fixés par les différents Centres d'ajustement des

Unification du régime de change



changes du pays. L'arbitrage entre ces «centres d'échanges inter-entreprises» était imparfait car les opérations y étaient assujetties à des contrôles administratifs, qui avaient notamment pour effet d'en limiter l'accès à certains intervenants. Il existait également des marchés noirs, dont l'importance effective variait constamment selon le degré d'intervention des pouvoirs publics.

Ce système encourageait les exportations, puisque les recettes en devises des entreprises pouvaient, pour la plupart, être cédées aux cours d'échanges inter-entreprises, plus favorables; seuls 20% de ces recettes en devises devaient être convertis au cours officiel. L'État se réservait néanmoins le droit d'acheter un quota supplémentaire de 30% à un cours spécifique – ce qui lui conférait en pratique un droit de préemption sur 50% des recettes d'exportations, qui lui servaient à financer les importations officielles ou «planifiées» (par exemple, de certains produits agricoles ou par les entreprises d'État) ou à renforcer les réserves de change. Les importations «non planifiées» devaient être réglées aux cours d'échanges, plus élevés. Ce mécanisme amplifiait l'incidence potentielle d'un gonflement des importations hors plan sur les cours d'échanges: si l'État achetait intégralement sa part (50%) des recettes d'exportations, une augmentation équivalente des exportations et des importations hors plan déprimait les cours d'échanges. Les réserves officielles pouvaient toutefois s'accroître dans le même temps. Ce système a également pu inciter à une sous-déclaration des exportations: les statistiques officielles chinoises indiquent des chiffres inférieurs à ceux que donnent les pays industriels pour leurs achats en Chine.

Fin 1991, une forte dévaluation du cours officiel, une nette décrue de l'inflation et un ample excédent des paiements courants avaient ramené à moins de 10% l'écart entre le cours officiel et le cours d'échanges. On

La coexistence antérieure d'un cours officiel et d'un cours d'échanges...

... était source de distorsions



pouvait espérer que les autorités seraient en mesure d'unifier les cours, mais une résurgence de l'inflation a réduit cette perspective à néant. En outre, d'importantes baisses, en 1993, des droits de douane à l'importation (qui demeurent très élevés à l'échelle internationale, notamment sur les biens de consommation) ont entraîné un boum des achats à l'étranger et, selon les chiffres officiels, contribué à la dégradation (\$14 milliards) de la balance commerciale.

Inflation et  
alourdissement  
des déficits  
extérieurs...

Ces évolutions ont exercé de très fortes pressions sur le mécanisme de change. À plusieurs moments de l'année, les autorités ont cherché à enrayer la chute des cours d'échanges en intervenant sur les marchés, mais également par voie administrative, ce qui a eu pour effet de détourner les transactions vers les marchés noirs et s'est avéré intenable. Après une dépréciation vertigineuse, le cours d'échanges s'est redressé, pour se stabiliser à quelque yuan 8,7 contre dollar dans les derniers mois de l'année (graph. p. 97). Fin 1993, le gouvernement a abandonné le cours officiel au profit d'un cours unique en flottement administré. Pendant les premiers mois de 1994, la monnaie s'est stabilisée au niveau prévalant sur les marchés d'échanges de devises avant le changement de régime, ce qui représente une dépréciation d'environ un tiers par rapport à l'ancien cours officiel. Bien que les autorités aient l'intention de remplacer les Centres d'ajustement des changes par un marché interbancaire unique, les entreprises étrangères doivent toujours y recourir.

...à l'origine de  
graves tensions

Ces changements auront des conséquences majeures sur le commerce de la Chine. La vive augmentation en monnaie locale du coût des importations officielles va «étrangler» les entreprises d'État, déjà lourdement déficitaires. En revanche, l'unification bénéficiera aux investisseurs étrangers qui étaient obligés d'introduire des capitaux au cours officiel mais n'étaient autorisés à rapatrier leurs bénéfices qu'au cours d'échanges. Sous réserve que les indices des prix à la consommation soient précis et reflètent fidèlement l'inflation, le cours de change effectif réel pour les exportateurs s'est déprécié de plus de 20% entre 1990 et fin 1993 (graph. p. 97). L'ampleur de cette dépréciation n'est pas inusitée pour un pays qui entreprend une profonde libéralisation de ses échanges commerciaux. Néanmoins, la forte incitation aux exportations qui en résulte rend d'autant plus nécessaire de freiner la croissance de la demande intérieure. Il faut donc se féliciter que les mesures récentes de restriction du crédit soient venues renforcer l'incidence de la dépréciation pour comprimer la demande d'importations, contribuant ainsi à un nouvel accroissement des réserves de change.

Conséquences  
de l'unification  
des cours de  
change

## NEI d'Asie

La croissance extrêmement rapide en Chine a exercé un puissant effet de stimulation sur les autres économies d'Asie, qui ont, en outre, tiré parti de l'expansion tendancielle de la demande intérieure et de la très grande souplesse de l'offre de main-d'œuvre.

La récente vigueur de la demande intérieure dans la région est la conséquence de la période antérieure de croissance rapide, souvent tirée

Vigueur de la demande intérieure

par les exportations, qui avait provoqué de vives tensions au sein des économies. En particulier, de sévères pénuries de main-d'œuvre en Corée du Sud et à Taïwan avaient entraîné une forte poussée des salaires réels et de la consommation. Cette fièvre de croissance a, par ailleurs, engendré des goulots d'étranglement dans les secteurs des transports et des communications, suscitant le besoin de grands programmes d'investissements publics.

Investissements directs au sein de l'Asie

Les salaires réels plus élevés dans les pays qui se sont industrialisés les premiers ont amené les entreprises à investir massivement dans les pays voisins à bas salaires, afin de bénéficier d'une souplesse de l'offre de main-d'œuvre dont elles ne disposaient plus chez elles. Les flux d'investissements directs intra-asiatiques ont ainsi accéléré l'intégration des pays à bas salaires à l'économie internationale et ont stimulé leur demande d'importations – non seulement pour les biens d'équipement, mais également pour les composants de haute technologie utilisés dans les industries locales de transformation.

Transformation de la structure du commerce dans les NEI

Ce déplacement de la production à forte intensité de main-d'œuvre vers d'autres pays d'Asie a réduit la part des NEI dans les marchés mondiaux et accru celle des produits plus élaborés dans leurs exportations. La récente appréciation du yen a conforté cette évolution et nettement renforcé la position des exportateurs de Corée du Sud et de Taïwan par rapport à leurs concurrents japonais. Ainsi, les exportations sud-coréennes de produits à forte intensité de main-d'œuvre ont diminué, supplantées par la vive croissance des capacités de production dans les autres pays d'Asie à salaires largement inférieurs; en revanche, elles ont beaucoup augmenté dans les secteurs comme l'automobile et le matériel informatique, où la concurrence vient surtout du Japon. Le redressement des ventes à l'étranger est la cause principale du premier excédent des paiements courants de la Corée du Sud depuis 1989. Il a également entraîné une nette poussée des importations en provenance du Japon, dont la Corée du Sud dépend étroitement pour son approvisionnement en biens d'équipement et en composants électroniques, de sorte que son déficit bilatéral n'a pas changé. Les exportations de Taïwan, stimulées par la récente dépréciation du dollar local, ont enregistré une évolution identique, mais l'excédent commercial s'est contracté en raison d'une progression rapide des importations. À Singapour, le dynamisme des exportations d'ordinateurs et de produits associés – pas seulement à destination des États-Unis – a limité la détérioration de la balance des paiements courants.

Corée du Sud

Taïwan

### Autres pays en développement

Déficits extérieurs en Amérique latine et en Asie ...

Le déficit des transactions courantes des pays en développement (hors NEI d'Asie) s'est creusé à \$91 milliards en 1993, soit quelque 12% de leurs exportations totales de biens et services et une très nette aggravation par rapport au déficit de 1992 (moins de 10%). C'est en Amérique latine que la dégradation a été la plus prononcée: le déficit y a dépassé 23% des exportations, niveau le plus haut depuis le début de la crise de la dette en 1982. En Asie, le principal élément a été l'évolution négative des paiements



courants de la Chine, une détérioration de \$16 milliards ayant changé l'excédent en déficit. Le déficit des paiements courants du reste de l'Asie s'est contracté l'année dernière.

Les déficits extérieurs des pays d'Amérique latine et d'Asie ont deux causes communes: une rapide expansion de la demande intérieure et une forte accélération des entrées de capitaux privés. La demande intérieure y a progressé plus vite, ces trois dernières années, que partout ailleurs dans le monde. Le graphique de la page 84 illustre le rôle des facteurs conjoncturels dans l'évolution de la balance commerciale en termes réels de quelques pays en développement. Quant aux importantes entrées de capitaux (voir Chapitre VII), elles ont, en Amérique latine, allégé les contraintes financières qui avaient limité le développement des importations durant les années 80 et, en Asie, contribué à l'industrialisation rapide. En outre, la libéralisation des échanges mise en œuvre dans de nombreux pays a permis à la demande latente d'importations de se matérialiser.

Il existe cependant une différence importante: en Amérique latine, les exportations ont beaucoup moins augmenté qu'en Asie. En 1993, leur volume a progressé, dans le premier groupe, de quelque 20% par rapport à 1990, tandis que celui des importations se gonflait de 50%; dans le second, au contraire, la croissance des importations et des exportations a été plus équilibrée, d'environ 40% en volume.

Les résultats commerciaux de nombreux pays d'Amérique latine ont souffert d'une nette appréciation des cours de change réels depuis 1990, notamment en Argentine, en Colombie, au Mexique et au Pérou, où les balances commerciales se sont fortement dégradées. Au Chili, par contre,

... qui reflètent la force de la demande intérieure ...

... et une augmentation des entrées de capitaux

Compétitivité et résultats commerciaux en Amérique latine

Pays en développement: balance des paiements courants									
Pays et groupe de pays	Balance des paiements courants			dont					
				Solde commercial			Solde des revenus d'investissements		
	1991	1992	1993 <sup>1</sup>	1991	1992	1993 <sup>1</sup>	1991	1992	1993 <sup>1</sup>
en milliards de dollars EU									
Pays en développement <sup>2</sup>	-92,0	-72,8	-90,9	19,0	- 2,9	-11,4	-47,4	-49,3	-55,0
Afrique	- 4,9	- 7,4	- 7,9	8,7	3,3	2,4	-17,6	-17,1	-16,9
Chine	13,3	6,4	- 9,6	8,7	5,2	- 9,1	0,8	0,2	- 0,3
Autres pays d'Asie <sup>2</sup>	-21,5	-20,2	-15,4	-12,2	- 9,9	- 4,0	-13,0	-12,6	-14,5
dont: Inde <sup>3</sup>	- 2,1	- 4,9	- 0,5	- 2,1	- 4,1	- 0,5	- 3,7	3,6	3,4
Indonésie	- 4,1	- 3,7	- 1,9	4,8	6,0	8,8	- 5,5	- 6,0	- 6,1
Malaysia	- 4,2	- 1,6	- 2,1	0,5	3,4	3,4	- 2,4	- 2,9	- 3,1
Thaïlande	- 7,4	- 6,1	- 6,5	- 6,0	- 4,2	- 4,3	- 2,0	- 2,3	- 2,7
Moyen-Orient	-60,4	-17,6	-18,6	7,9	10,7	14,6	14,4	10,8	8,3
Amérique latine	-16,6	-31,2	-36,8	13,0	- 3,9	- 8,6	-29,2	-28,0	-28,9
dont: Argentine	- 2,8	- 8,4	- 7,6	4,4	- 1,5	- 2,5	- 5,6	- 4,6	- 3,9
Brésil	- 1,4	6,3	- 0,6	10,6	15,5	13,1	- 9,7	- 8,1	- 9,0
Chili	0,1	- 0,6	- 2,1	1,6	0,7	- 1,0	- 1,8	- 1,9	- 1,5
Mexique	-13,8	-22,8	-20,5	-11,3	-20,7	-18,8	- 7,1	- 7,5	- 8,5

<sup>1</sup> Chiffres en partie estimés. <sup>2</sup> À l'exclusion des NEI d'Asie. <sup>3</sup> Exercice commençant en avril.

le maintien de la compétitivité a soutenu la hausse des exportations en termes réels; le déficit commercial s'explique, dans une large mesure, par une détérioration des termes de l'échange. Le Brésil représente un cas à part depuis quelques années: avec un cours de change réel nettement déprécié, l'excédent commercial est demeuré important en 1993, mais celui des paiements courants a été réduit à néant.

Hausse des importations sous l'effet de l'investissement en Asie

En Asie, les cours de change effectifs réels ont été plutôt stables ces dernières années. En Indonésie, en Malaysia et en Thaïlande, le maintien des gains de compétitivité consécutifs à la baisse du dollar EU au milieu des années 80 a facilité l'accroissement continu des exportations. Néanmoins, le gonflement très vif des importations résultant des investissements s'est traduit dans ces trois pays par d'importants déficits des paiements courants.

Réformes en Inde

L'Inde s'est davantage intégrée au commerce mondial. Il y a trois ans, les autorités – alors aux prises avec un déficit courant supérieur à 3% du PIB, une fuite des capitaux, une dette extérieure de plus en plus lourde et un tarissement des réserves – avaient durci leurs politiques budgétaire et monétaire, réduit l'intervention de l'État (notamment en allégeant la procédure d'autorisation des investissements étrangers) et s'étaient efforcées d'améliorer la compétitivité du cours de change par une dévaluation d'environ 19% vis-à-vis du dollar EU. Une seconde série de réformes, en 1992 et 1993, s'est attachée à moderniser les marchés des capitaux et à libéraliser les échanges, entre autres par un assouplissement des restrictions à l'importation. En outre, le système de double cours de change a été unifié au début de 1993 (entraînant une dépréciation de fait) et la roupie est devenue convertible dans le cadre des transactions commerciales. Ces réformes se sont traduites par un net redressement des comptes extérieurs de l'Inde: le déficit commercial, qui était proche de \$7 milliards au plus fort de la crise durant l'exercice 1990/91, a pratiquement disparu en 1993/94. La valeur en dollars des exportations a augmenté de 20% l'an dernier. Les entrées de capitaux se sont accélérées et ont orienté à la hausse le cours de change, ce qui a compliqué la conduite de la politique monétaire.

Forte dévaluation du franc CFA

La dévaluation de 50% du franc CFA en janvier 1994, alors que sa parité avec le franc français était inchangée depuis 1948 (le franc des Comores étant simultanément dévalué de 33%), donne aux pays concernés la possibilité de restaurer leur compétitivité et de rééquilibrer leur économie. La chute des cours des produits de base exprimés en dollars, au milieu des années 80, suivie de l'appréciation du franc français vis-à-vis de la monnaie américaine à la fin de la décennie, avait fortement affecté la compétitivité des secteurs exportateurs de ces pays et alimenté un volume d'importations tel que les recettes à l'exportation ne suffisaient pas à le financer. Il est prévu pour ces pays un important soutien extérieur destiné à adoucir l'ajustement douloureux à un cours de change plus réaliste.

## Investissements étrangers directs

Les caractéristiques des sorties d'investissements directs reflètent les situations conjoncturelles différentes des pays investisseurs. Les flux émanant



des États-Unis et du Royaume-Uni ont fortement progressé, alors que ceux en provenance des autres pays industrialisés ont nettement fléchi. Les premiers ont globalement augmenté de plus de \$22 milliards et représentent la moitié des apports de l'ensemble des pays industriels. La baisse des sorties d'Europe continentale a été à peu près équivalente à ce montant, la Belgique et la France connaissant les reculs les plus importants.

Les investissements japonais à l'étranger se sont de nouveau réduits. Les rendements apparemment médiocres des opérations antérieures ont peut-être eu un effet dissuasif: selon les statistiques de balance des paiements, pour des avoirs globaux sous forme d'investissement direct évalués à \$250 milliards, les revenus n'ont atteint que \$8 milliards l'an en moyenne ces dernières années. La reprise économique américaine n'a pas empêché les établissements sous contrôle japonais aux États-Unis de subir de nouvelles pertes en 1993. D'après les estimations du MITI, les rendements des investissements japonais dans les pays d'Asie ont été régulièrement bien supérieurs; l'appréciation du yen a stimulé encore plus les investissements dans les pays d'Asie à main-d'œuvre bon marché, notamment en Chine.

Des facteurs conjoncturels ont également provoqué un net gonflement des investissements aux États-Unis, même si les entrées de capitaux y sont demeurées bien en deçà des niveaux très élevés de la fin des années 80. Avec une baisse en Europe, les chiffres bruts pour les flux vers les pays industriels ont atteint \$100 milliards environ. L'évolution la plus marquante

Caractère conjoncturel des flux de capitaux émanant des pays industriels

Baisse des investissements japonais

Tendance globale de l'investissement direct							
	1976-80	1981-85	1986-90	1990	1991	1992	1993*
	en milliards de dollars EU, moyenne annuelle						
Total des sorties	39,5	43,0	162,8	217,4	184,5	173,5	173,4
Pays industriels	38,7	41,3	154,0	203,5	173,3	158,9	152,5
dont: États-Unis	16,9	8,4	25,1	27,1	29,1	34,8	50,2
Japon	2,3	5,1	32,1	48,0	30,7	17,2	13,7
Royaume-Uni	7,8	9,2	28,1	19,4	16,0	18,5	25,4
Autres pays d'Europe	9,8	14,6	59,4	102,8	90,1	85,1	54,2
Pays en développement	0,8	1,7	8,9	14,0	11,2	14,5	20,8
dont: Amérique latine	0,2	0,2	0,6	1,0	1,2	0,3	0,5
Asie	0,1	1,1	7,8	12,5	9,3	12,9	19,0
Total des entrées	31,8	52,6	147,6	193,9	152,5	140,3	175,7
Pays industriels	25,3	34,9	124,1	161,0	111,0	85,9	101,5
dont: États-Unis	9,0	19,1	53,1	48,0	24,0	2,4	31,5
Japon	0,1	0,3	0,3	1,8	1,4	2,7	0,1
Royaume-Uni	5,6	4,3	21,7	32,5	16,2	16,8	14,5
Autres pays d'Europe	8,7	9,9	38,8	63,6	57,5	54,1	50,7
Pays en développement	6,5	17,7	23,5	32,8	41,6	54,4	74,2
dont: Amérique latine	3,7	4,7	5,8	6,8	11,3	13,8	17,5
Asie	2,1	4,9	13,7	20,2	23,3	32,7	47,5
Europe orientale	0,0	0,0	0,2	0,6	2,5	3,4	5,0

\* Chiffres en partie estimés.

Vive expansion de l'investissement étranger direct dans les PED ...

... qui reflète la part grandissante de l'Asie dans le commerce mondial ...

... les accords commerciaux régionaux ...

... et les privatisations

en 1993 concerne la vive croissance de l'investissement étranger direct (IED) dans les pays en développement, que des estimations provisoires situent à quelque \$75 milliards; il s'agirait ainsi de la plus importante source de financement extérieur pour ces pays.

Cette vive expansion s'explique par plusieurs facteurs. Le rôle bien plus grand des pays d'Asie dans le commerce international – y compris dans les échanges intra-régionaux – est un élément majeur. Plus de \$45 milliards ont été investis dans les pays en développement d'Asie l'an dernier. D'après les statistiques de balance des paiements, l'IED en Chine a augmenté de \$14 milliards, pour atteindre \$25 milliards environ. Ce chiffre est certes gonflé par le fait que certains capitaux chinois transitent par Hong Kong (afin de profiter d'avantages fiscaux et autres concédés aux investisseurs étrangers). Il ne fait cependant guère de doute que le boum économique en Chine a fortement stimulé l'IED. En Malaysia et en Indonésie, les entrées de capitaux se sont ralenties, après avoir été très soutenues pendant des années: les autorisations d'investissement ont chuté en 1993, ces pays subissant la concurrence de la Chine. La Corée du Sud, Taïwan et, presque certainement, Hong Kong sont devenus ces dernières années gros pourvoyeurs nets d'IED – aux autres pays d'Asie, en particulier. La Chine, également, tient désormais une place importante à cet égard, puisque ses investissements cumulés à Hong Kong ont atteint \$13 milliards à la fin de 1993.

Ensuite, les accords commerciaux régionaux ont accru l'attrait de certains pays comme bases pour des investissements générateurs d'exportations de produits manufacturés. L'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA) – qui a assoupli les obstacles à l'IED – a probablement joué dans ce sens pour le Mexique. Les accords d'association de l'UE avec les pays d'Europe orientale ont peut-être eu des effets similaires. Plusieurs autres pays ont également levé les barrières à l'investissement direct. Au Chili, par exemple, l'IED a été favorisé dès lors que les non-résidents ont été autorisés à exploiter les ressources naturelles du pays.

Les privatisations constituent le dernier facteur. Elles ont revêtu une importance particulière en Europe orientale où, selon une estimation, plus de la moitié des recettes à ce titre viennent de l'étranger. Les privatisations ont également joué un rôle significatif en Amérique latine en 1993, surtout en Argentine, qui a bénéficié de plus d'un tiers de l'IED apporté à la région. En revanche, elles n'ont guère contribué aux flux d'investissements en Asie. En fait, comme le montre le Chapitre VII, les fonds mobilisés pour des opérations de privatisation donnent lieu à un changement de propriété des actifs existants, mais n'entraînent pas de formation de capital fixe.



## V. Marchés internationaux des capitaux

### Faits saillants

Les activités traditionnelles des banques étant déprimées par des préoccupations de cote de crédit et un certain nombre d'autres facteurs conjoncturels et structurels, les financements internationaux ont continué, l'an dernier, d'être principalement assurés par les marchés des titres. Les émissions brutes et nettes ont atteint de nouveaux records, dopées par la baisse des taux d'intérêt et la popularité croissante des eurobons à moyen terme négociables (EBMTN), des émissions planétaires et des titres «sur mesure» liés aux instruments dérivés. L'expansion des avoirs bancaires internationaux est restée bien inférieure à la moyenne des années 1987-90 et a englobé un important volume d'achats de titres par les banques pour leur propre compte, provoquant un chevauchement sans précédent entre les deux compartiments du marché. Parallèlement, l'instabilité continue des taux d'intérêt et des cours de change a apporté une impulsion supplémentaire à l'utilisation des produits dérivés, sur les marchés organisés et de gré à gré, par une gamme de plus en plus large d'opérateurs. L'instabilité des marchés peut expliquer également le regain d'intérêt pour l'or.

L'interdépendance financière dans le monde s'est accrue en 1993, estompant davantage encore les distinctions entre crédit bancaire et émission de valeurs mobilières, titres nationaux et internationaux, instruments au comptant et dérivés et même entre les diverses catégories de ces derniers produits. Le processus d'intégration a stimulé les flux d'investissements transfrontières. Ainsi, les nouvelles positions prises par les banques sur les marchés des changes, des titres et des instruments dérivés ont engendré d'importants flux entre centres européens. En outre, on a observé une extension de leurs activités sous forme de transactions et services connexes, qui constituent une part croissante de leurs rentrées. Sur les marchés des valeurs mobilières, le recours de plus en plus fréquent aux obligations planétaires, émises simultanément sur les marchés nationaux et étrangers, a augmenté la liquidité, tandis que les programmes d'EBMTN à options multidevises offraient une souplesse inconnue sur les marchés internes. La prolifération des produits «sur mesure», tels que les titres «composés», dont les caractéristiques initiales de risque et de rendement sont modifiées par l'adjonction d'éléments empruntés aux instruments dérivés, a alimenté l'activité et accentué l'intégration des divers compartiments. Enfin, les possibilités de plus en plus grandes de combiner contrats à terme, options et échanges financiers ont contribué à renforcer la liquidité et le volume des transactions, même s'il est difficile de déterminer l'apport net de cette évolution sur les marchés au comptant sous-jacents.

Un certain nombre de pays ont pris des mesures pour éliminer les distorsions de la concurrence et faciliter le financement international des

Financements nets sur les marchés internationaux (estimations)							
Composante	Variation <sup>1</sup>						Montant à fin 1993 <sup>2</sup>
	1988	1989	1990	1991	1992	1993 <sup>2</sup>	
	en milliards de dollars EU						
Créances externes des banques déclarantes <sup>3</sup>	436,1	684,9	608,3	- 54,7	189,9	274,7	6.464,9
Créances internes en devises	74,8	122,2	106,0	- 48,7	-25,7	-13,4	1.127,3
<i>moins: dépôts interbancaires</i>	250,9	397,1	249,3	-183,3	-30,8	96,3	3.812,3
A = Prêts bancaires internationaux nets <sup>4</sup>	260,0	410,0	465,0	80,0	195,0	165,0	3.780,0
B = Tirages nets d'euro-effets	19,9	8,0	33,0	34,9	40,4	72,7	255,8
Émissions d'obligations internationales	221,6	264,7	239,8	319,7	342,2	466,4	
<i>moins: amortissements et rachats</i>	82,5	89,6	107,7	149,3	222,9	282,6	
C = Financement obligataire net	139,1	175,0	132,1	170,5	119,3	183,8	1.849,8
D = A + B + C = Total des financements	419,0	593,1	630,1	285,4	354,7	421,5	5.885,7
<i>moins: duplications d'écritures<sup>5</sup></i>	69,0	78,1	80,1	40,4	74,7	121,5	705,7
E = Financements internationaux nets	350,0	515,0	550,0	245,0	280,0	300,0	5.180,0

L'inclusion, pour la première fois, à fin septembre 1990 des positions des banques situées dans les cinq Länder d'Allemagne orientale a renforcé de quelque \$20 milliards l'expansion recensée cette année-là. Parallèlement, les positions vis-à-vis de l'ex-RDA ont été reportées sur l'Allemagne.

<sup>1</sup> Données bancaires et, à partir de 1990, tirages d'euro-effets: variation de l'encours à cours de change constants de fin de trimestre; financements obligataires: montant converti aux cours de change en vigueur aux dates d'annonce. <sup>2</sup> Chiffres provisoires. <sup>3</sup> Données transmises par les banques situées dans les pays du Groupe des Dix plus Luxembourg, Autriche, Danemark, Espagne, Finlande, Irlande, Norvège, Antilles néerlandaises, Bahamas, Bahreïn, îles Caïmans, Hong Kong et Singapour ainsi que par les succursales des banques américaines au Panama. <sup>4</sup> Moins duplications d'écritures dues aux dépôts successifs entre banques déclarantes (estimations). <sup>5</sup> Obligations souscrites par les banques déclarantes et déjà prises en compte dans les créances bancaires sur les non-résidents.

déficits du secteur public. Les gouvernements ont proposé de grandes émissions facilement négociables, encouragé l'emploi des monnaies nationales dans les programmes d'euro-obligations et d'EBMTN et soutenu l'expansion des contrats dérivés sur titres d'État. En attirant les capitaux à la recherche d'instruments liquides, ces mesures ont contribué au développement du marché. L'abondance des ressources, l'ampleur des investissements transfrontières et les apports dus aux remboursements de principal et d'intérêts ont permis d'absorber un large volume de titres du secteur public, de faire face à une reprise de la demande d'emprunts émanant des entreprises de certains pays et d'assurer de nouvelles émissions de pays en développement.

L'évolution des taux d'intérêt et des cours de change a eu diverses incidences. Dans le secteur bancaire, la baisse des emprunts traditionnels au profit des instruments négociables a été plus que compensée par de nouvelles activités liées aux opérations sur devises et aux prêts sur titres. Sur le marché primaire, les turbulences de change ne semblent pas avoir eu d'effet sensible sur la composition par monnaie des émissions, sauf peut-être dans le cas de l'Écu. Quant aux produits dérivés, l'expansion des instruments de taux d'intérêt sur les marchés organisés et de gré à gré a bénéficié des anticipations de décrue généralisée des taux d'intérêt; par contre, la crise du MCE n'a pas entraîné, dans l'ensemble, d'augmentation notable des transactions sur devises négociées sur les marchés organisés, car les participants ont continué d'utiliser les méthodes classiques au comptant et à terme pour se couvrir et prendre des positions.



## Marché bancaire

L'expansion du crédit bancaire international, de respectivement \$261 milliards (4%) et \$165 milliards (5%) en termes bruts et nets, est restée modérée par rapport à la seconde moitié des années 80. Du côté des ressources, les banques déclarantes ont eu recours aux marchés nationaux pour compenser la baisse des dépôts transfrontières reçus des agents non bancaires du monde industriel et la diminution des apports des autres régions. Si le déclassement de certains établissements actifs sur le plan international a pu diminuer leur attrait pour les déposants, rien ne prouve qu'il y ait eu pénurie de fonds disponibles aux fins de prêts. Les facilités consortiales annoncées (\$221 milliards), en grande partie destinées au refinancement ou à la constitution de lignes de précaution, semblent même indiquer le contraire. La concurrence entre établissements pour attirer les meilleures signatures s'est intensifiée, comprimant les marges et les commissions pour ces emprunteurs, et le marché s'est ouvert à de nouveaux clients. Pourtant, l'abondance des liquidités n'a pas rendu les banques moins sélectives, comme le montre la différenciation accrue du coût des prêts selon le type d'emprunteur.

Croissance modérée des prêts bancaires ...

... mais pas de pénurie de fonds disponibles

Les prêteurs restent sélectifs

### Activité par centre déclarant et par nationalité des banques déclarantes

Comme en 1992, l'évolution a été très contrastée, avec une expansion en Europe et, aux États-Unis et au Japon, une contraction due à une nouvelle

Principales caractéristiques de l'activité bancaire internationale					
Emplois et origines	Variation, hors effets de change				Montant à fin 1993*
	1990	1991	1992	1993*	
	en milliards de dollars EU				
A = Créances sur les pays hors zone	-11,9	8,1	66,2	17,2	829,3
<i>dont: sur le secteur non bancaire</i>	- 9,6	- 0,7	18,2	5,3	417,5
B = Créances intra-zone	680,8	-103,9	95,6	227,1	6.629,6
1) <i>Créances sur le secteur non bancaire</i>	284,4	100,8	90,5	118,6	1.982,2
2) <i>Utilisation par les banques pour prêts internes</i>	147,1	- 21,3	35,9	12,1	835,2
3) <i>Dépôts interbancaires</i>	249,3	-183,3	-30,8	96,3	3.812,3
C = Non attribué	45,4	- 7,6	2,4	17,0	133,4
D = A + B + C = Avoirs bancaires internationaux bruts	714,3	-103,3	164,2	261,3	7.592,3
E = D - B 3) = Crédit bancaire international net (estimations)	465,0	80,0	195,0	165,0	3.780,0
A = Engagements envers les pays hors zone	92,0	- 12,3	13,7	-15,4	706,7
<i>dont: envers le secteur non bancaire</i>	37,6	- 12,2	- 9,0	-20,8	291,9
B = Engagements intra-zone	626,4	-201,7	100,8	81,2	6.131,4
1) <i>Engagements envers le secteur non bancaire</i>	175,7	16,5	101,8	51,8	1.294,9
2) <i>Apport par les banques de fonds internes</i>	165,3	20,3	54,7	97,9	1.331,2
3) <i>Dépôts interbancaires</i>	285,4	-238,5	-55,6	-68,4	3.505,3
C = Non attribué	32,0	55,5	24,9	30,8	447,2
D = A + B + C = Engagements bancaires internationaux bruts	750,4	-158,5	139,4	96,6	7.285,3

\* Chiffres provisoires.

Activité bancaire internationale par centre déclarant										
Pays de résidence des banques déclarantes	Avoirs					Engagements				
	Variation, hors effets de change				Montant à fin 1993*	Variation, hors effets de change				Montant à fin 1993*
	1990	1991	1992	1993*		1990	1991	1992	1993*	
	en milliards de dollars EU									
Ensemble des pays	608,3	-54,7	189,9	274,7	6.464,9	646,8	-130,7	110,2	32,7	6.266,1
Royaume-Uni	86,1	-51,9	87,7	50,8	1.052,7	104,6	- 43,7	65,5	36,5	1.134,1
Japon	72,6	-35,9	-57,9	- 6,6	918,6	47,0	-127,9	-128,8	-38,8	688,4
États-Unis	-28,2	6,8	-24,7	-17,1	542,7	-2,5	1,2	38,2	27,1	715,4
France	64,6	-14,5	75,0	64,9	514,6	88,1	18,7	23,6	11,4	492,0
Allemagne	72,5	10,2	6,1	95,1	446,0	46,8	12,3	50,4	43,1	301,4
Suisse	45,8	- 6,5	6,0	-12,3	358,6	42,8	0,1	3,8	- 9,7	287,2
Pays-Bas	21,8	7,3	6,1	4,1	172,8	20,1	3,2	17,9	3,7	155,3
Espagne	9,4	8,3	25,4	55,6	116,9	17,9	9,9	14,8	9,1	87,7
Italie	2,4	4,5	4,2	13,6	113,5	6,7	25,0	31,4	-19,8	214,1
Centres des Caraïbes	65,8	4,0	-18,4	8,7	599,5	78,9	1,8	- 11,5	- 1,6	589,5
Centres d'Asie	117,5	- 5,3	21,7	- 0,5	868,2	101,2	- 20,3	17,6	- 2,8	840,4
Autres pays	77,9	18,4	58,6	18,5	760,8	95,2	- 11,0	- 12,5	-25,4	760,5

\* Chiffres provisoires.

\* Chiffres provisoires.

Activité contrastée selon les centres ...

réduction des positions internationales des banques japonaises. Si, en 1991-92, leur repli représentait essentiellement un véritable désengagement, il s'explique, en 1993, par la compression des positions transfrontières entre établissements affiliés. Ce sont le Marché extraterritorial japonais de Tokyo et les Facilités bancaires internationales de New York qui ont été les plus touchés par cette tendance. Aux États-Unis, le recul des créances transfrontières est attribuable, pour plus de la totalité, aux établissements bancaires japonais dans ce pays.

... et selon le critère de nationalité

Sous l'angle de la nationalité, après agrégation des établissements bancaires dans les divers centres, les banques japonaises enregistrent une légère augmentation de leurs avoirs internationaux en dollars courants, mais une chute de \$50 milliards environ hors effets de change, après une contraction cumulée de \$400 milliards (soit 20%) sur les deux années précédentes. Les banques américaines, à l'inverse, ont bénéficié de l'amélioration de leur cote de crédit – attestée par le nombre des relèvements de notations – et ont pris une part importante dans le placement et la négociation de titres. Elles ont, en particulier, renforcé les bilans de leurs établissements à Londres et développé leurs crédits directs à la clientèle non bancaire.

En Europe, l'activité a beaucoup varié selon les pays. Alors que la plupart des banques de l'UE ont notablement accru leurs avoirs internationaux, celles de certains autres pays ont fortement réduit leur présence. Les banques nordiques ont continué d'être pénalisées par des créances douteuses et, comme les établissements italiens, ont vu les résidents leur rembourser des crédits en devises à la suite des secousses monétaires de 1992. Dans le cas des banques suisses, la baisse a été due au recul de l'intermédiation fiduciaire traditionnelle, qui a plus que contrebalancé la hausse des



prêts directs aux agents non bancaires. Même les établissements qui ont développé leurs activités transfrontières ont allégé leurs comptes inter-établissements, dont la part dans le total des créances a encore diminué (moins un point de pourcentage), revenant à 27%.

### Évolution par monnaie

Les nouveaux accès de tensions au sein du MCE au début et au milieu de 1993 ont déclenché d'importants prêts transfrontières en monnaie nationale par les banques de France, d'Espagne, d'Italie et du Danemark, pour faire face à la demande aux fins de couverture ou de spéculation. Comme ces capitaux transitaient souvent par les euromarchés, on a assisté à une multiplication des transactions. Si, en France, les sorties ont été du même ordre qu'en 1992, elles ont atteint des niveaux sans précédent dans les trois autres pays.

En outre, l'essor des opérations sur titres en Europe a donné lieu à d'importants flux bancaires. En particulier, les achats étrangers d'obligations allemandes ont entraîné des exportations de deutsche marks par les banques du pays. Ces sorties se sont intensifiées au quatrième trimestre, quand l'annonce d'un changement du système de prélèvement à la source sur les revenus d'intérêts a incité les résidents à liquider en partie leurs placements en fonds d'investissement étrangers. Le tarissement de ces ressources a amené les banques de l'euromarché à se refinancer auprès d'établissements en Allemagne. Par ailleurs, l'absence de signes, en fin d'année, de retour des capitaux exportés par les systèmes bancaires français, espagnol et italien au plus fort de la crise du MCE conduit à penser que d'autres facteurs ont aussi contribué à soutenir l'activité. Les emprunts ont peut-être

Transferts massifs de monnaies en Europe, dus à la crise du MCE ...

... à l'essor des opérations sur titres et aux changements dans les fiscalités nationales

Avoirs internationaux, selon le pays d'origine des banques déclarantes <sup>1</sup>										
Pays d'origine	Avoirs					dont: créances hors groupe <sup>2</sup>				
	Variation en dollars courants				Montant à fin 1993 <sup>3</sup>	Variation en dollars courants				Montant à fin 1993 <sup>3</sup>
	1990	1991	1992	1993 <sup>3</sup>		1990	1991	1992	1993 <sup>3</sup>	
	en milliards de dollars EU									
Ensemble des pays	845,1	-104,7	- 77,1	217,7	6.260,0	590,2	- 59,0	- 16,9	202,2	4.546,4
Japon	152,9	-190,0	-256,3	5,5	1.683,4	81,4	-129,0	-142,1	29,8	1.105,7
Allemagne	163,9	29,6	44,6	103,2	786,6	127,0	15,0	25,8	57,5	595,3
États-Unis	-15,4	- 2,3	7,5	37,0	693,4	-25,5	19,8	27,6	36,8	349,9
France	122,3	- 10,5	89,4	33,2	688,4	83,0	- 21,1	79,1	34,5	560,1
Suisse	34,8	14,2	- 3,1	-10,2	386,6	23,8	8,9	- 9,8	4,4	278,7
Italie	73,5	21,7	9,5	-32,0	374,5	64,6	14,7	- 2,6	-29,0	322,6
Royaume-Uni	25,2	- 12,4	16,1	38,4	332,2	25,3	- 10,5	18,6	31,0	285,1
Pays-Bas	42,2	15,8	5,2	8,5	212,9	31,2	15,6	0,9	- 2,5	166,6
Pays nordiques <sup>4</sup>	71,8	- 3,2	- 50,0	-38,1	187,5	56,5	- 8,6	- 50,2	-28,0	136,3
Autres pays	174,0	32,5	59,9	72,3	914,4	123,0	36,3	35,7	67,7	746,2

<sup>1</sup> Créances externes en toutes monnaies et locales en devises des banques situées dans les pays suivants: Allemagne, Autriche, Belgique, Canada, Danemark, Espagne, États-Unis (positions externes en dollars uniquement), Finlande, France, Irlande, Italie, Japon, Luxembourg, Norvège (seulement à partir de 1992), Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède et Suisse. Les données sur les banques américaines couvrent également les créances externes de leurs succursales aux Bahamas, aux îles Caïmans, au Panama, à Hong Kong et à Singapour. <sup>2</sup> Banques non affiliées, clientèle non bancaire et institutions monétaires officielles. <sup>3</sup> Chiffres provisoires. <sup>4</sup> Danemark, Finlande, Norvège (à partir de 1992 uniquement) et Suède.

Répartition par monnaie des créances externes des banques <sup>1</sup>										
Monnaie	Monnaie nationale					Devises				
	Variation, hors effets de change				Montant à fin 1993 <sup>2</sup>	Variation, hors effets de change				Montant à fin 1993 <sup>2</sup>
	1990	1991	1992	1993 <sup>2</sup>		1990	1991	1992	1993 <sup>2</sup>	
	en milliards de dollars EU									
Ensemble des monnaies	48,7	20,8	7,3	186,0	1.728,1	376,3	-74,2	179,3	80,5	3.269,2
Dollar EU	-23,4	1,6	-18,4	-13,0	482,5	162,9	-78,0	78,5	3,9	1.723,4
Deutsche mark	29,6	- 6,4	-16,0	75,5	265,3	36,9	-10,5	75,6	36,2	497,6
Écu						21,3	15,8	12,3	5,7	162,0
Yen japonais	19,9	20,8	-28,5	- 4,0	486,5	22,8	-43,6	-43,8	-18,8	143,7
Franc français	8,9	5,5	49,5	41,3	145,0	28,9	14,0	6,9	20,2	117,8
Franc suisse	10,4	- 8,2	- 8,5	- 0,4	86,2	9,0	1,1	4,2	-18,0	113,8
Livre sterling	9,0	-10,0	24,0	15,0	99,3	25,1	-18,7	12,9	- 8,3	98,2
Lire italienne	- 7,4	3,3	2,8	17,7	25,9	27,0	20,1	8,5	30,0	94,1
Peseta espagnole	0,2	1,7	10,6	36,2	45,2	..	..	..	..	..
Autres monnaies	1,5	12,6	- 8,1	17,8	92,3	42,5	25,7	24,2	29,7	318,6

<sup>1</sup> Banques des pays industriels déclarants uniquement.    <sup>2</sup> Chiffres provisoires.

<sup>1</sup> Banques des pays industriels déclarants uniquement. <sup>2</sup> Chiffres provisoires.

été en partie destinés à couvrir des positions longues et, tant que les taux d'intérêt à long terme baissaient, les opérateurs ont pu financer de nouveaux achats de titres par des lignes bancaires à court terme. Enfin, bien qu'on ne dispose pas à présent de statistiques le confirmant, il apparaît clairement que les prêts bancaires sur titres deviennent un instrument essentiel de gestion des liquidités en Europe.

#### *Opérations avec le secteur non bancaire de la zone*

Fortes exportations de capitaux par les agents non bancaires allemands

En ce qui concerne les engagements transfrontières vis-à-vis des agents non bancaires de la zone, l'élément marquant est l'apport de \$12,5 milliards par les résidents allemands. Si le désir d'échapper à la retenue à la source mise en place en janvier 1993 semble avoir été le facteur déterminant, son ampleur est toutefois impossible à évaluer exactement, faute de données en provenance du Luxembourg. Dans le même temps, les banques en Allemagne ont reçu \$9,6 milliards du secteur non bancaire des Pays-Bas, provenant probablement du produit des titres émis dans ce pays par des filiales financières. Les résidents du Royaume-Uni et de Belgique-Luxembourg ont été les seuls autres déposants importants, ce qui est conforme au rôle joué par les établissements de ces pays sur l'euromarché et dans les opérations sur titres. Dans les autres pays du Groupe des Dix, la stagnation des dépôts transfrontières non bancaires reflète soit la faiblesse du marché national (par exemple, au Japon et en France), soit un report de l'euro-dollar vers d'autres types d'actifs (aux États-Unis, à cause de la pente accentuée de la courbe des rendements).

Du côté des avoirs, on a assisté à une importante progression des créances transfrontières sur les agents non bancaires aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Allemagne. Sauf au Royaume-Uni, où l'impulsion vient du rôle moteur de la place de Londres sur le marché des eurodevises, les



nouveaux crédits ont été en très grande majorité libellés dans la monnaie de l'emprunteur et ont représenté une proportion non négligeable de l'accroissement des agrégats respectifs de crédit intérieur. L'augmentation des avoirs correspond, dans une large mesure, à des achats de titres par les banques pour leur propre compte et, surtout aux États-Unis, à la reprise des crédits consortiaux pour d'autres fins que le refinancement. L'expansion a résulté également de mouvements circulaires de fonds à court terme via l'euromarché, destinés à contourner les réglementations ou fiscalités nationales.

Hausse des avoirs extérieurs du fait d'achats de titres par les banques

#### Opérations avec les pays hors zone

La réticence persistante des banques à prêter à un certain nombre de pays et l'amélioration des conditions d'accès des emprunteurs aux marchés des

Opérations des banques avec le secteur non bancaire du Groupe des Dix										
Pays de résidence de la clientèle non bancaire	Variation, hors effets de change								Montant à fin 1993	
	Position externe <sup>1</sup>				Pour mémoire: crédit bancaire intérieur et masse monétaire <sup>2</sup>				Position externe <sup>1,3</sup>	Pour mémoire: crédit bancaire intérieur et masse monétaire <sup>2</sup>
	1990	1991	1992	1993 <sup>3</sup>	1990	1991	1992	1993		
	en milliards de dollars EU									
Avoirs	193,0	84,2	112,2	141,8	823,6	593,0	702,5	632,5	1.183,0	17.173,5
Japon	63,7	44,1	12,3	13,4	351,5	133,7	147,0	42,8	283,3	5.803,1
États-Unis	50,1	5,6	29,7	38,1	-12,5	13,0	111,1	194,6	344,1	4.652,0
Allemagne	2,5	9,5	35,0	34,7	141,7	174,9	191,5	199,0	150,2	2.213,2
France	5,6	2,2	6,6	12,0	153,9	85,0	84,7	65,9	46,4	1.615,1
Royaume-Uni	10,8	5,6	1,7	36,2	62,6	41,8	37,7	35,4	94,5	946,6
Italie	23,3	8,0	9,2	7,1	51,0	64,2	70,1	11,1	84,6	496,9
Suisse	4,5	- 1,3	1,8	-0,4	22,5	17,1	11,3	17,3	23,7	411,4
Canada	8,3	3,4	3,1	3,5	21,8	30,8	23,6	47,7	43,0	340,0
Pays-Bas	15,8	4,7	-1,9	1,4	17,4	13,3	12,4	9,5	56,3	314,5
Belgique	3,4	0,9	-0,4	1,0	14,0	8,2	18,1	13,7 <sup>4</sup>	28,6	296,6 <sup>5</sup>
Suède	4,9	1,5	15,2	-5,2	- 0,4	10,9	-5,1	- 4,6	28,3	83,9
Engagements	108,5	4,0	45,3	28,4	659,0	412,8	273,1	433,3	766,6	13.448,1
Japon	-2,0	- 5,7	-0,2	-2,8	241,4	90,9	-4,4	102,9	18,3	4.708,5
États-Unis	22,1	-12,1	-9,2	-3,6	58,8	56,4	6,3	46,1	252,5	4.244,3
Allemagne	28,8	11,7	30,8	12,5	67,8	79,4	104,6	145,7	165,5	1.098,9
France	12,3	- 0,1	6,9	-1,6	78,3	23,2	50,0	-14,7	43,0	892,6
Royaume-Uni	14,3	3,9	-2,1	8,0	89,9	47,8	30,9	44,8	69,7	811,5
Italie	7,3	3,2	5,4	0,4	58,3	67,0	25,4	37,5	36,9	574,8
Suisse	10,6	1,3	1,6	-2,2	8,1	8,0	6,7	17,8	53,6	283,4
Canada	6,2	- 3,6	-1,7	-1,5	23,2	14,5	19,3	8,8	11,0	310,3
Pays-Bas	1,6	4,7	8,9	12,6	14,8	11,9	15,0	17,8	71,0	241,4
Belgique	7,5	0,0	5,8	5,4	7,0	9,1	18,7	23,4	40,7	196,9
Suède	-0,1	0,6	-0,8	1,4	11,5	4,6	0,5	3,2	4,4	85,5

<sup>1</sup> Pour la Belgique, y compris les positions vis-à-vis du Luxembourg. <sup>2</sup> Japon: M2+CD; Royaume-Uni: M4; autres pays: M3.  
<sup>3</sup> Chiffres provisoires. <sup>4</sup> Neuf premiers mois de 1993. <sup>5</sup> À fin septembre 1993.

Activité des banques avec les pays hors zone								
Position des banques sur	Variation, hors effets de change						Montant à fin 1993 <sup>1</sup>	
	Avoirs			Engagements				
	1991	1992	1993 <sup>1</sup>	1991	1992	1993 <sup>1</sup>	Avoirs	Engagements
	en milliards de dollars EU							
Ensemble hors zone	8,1	66,2	17,2	-12,3	13,7	-15,4	829,3	706,7
Pays développés	0,4	7,0	3,1	- 3,5	11,2	7,3	156,6	118,1
Europe orientale	-1,5	3,9	-4,1	1,3	9,7	2,4	88,2	32,4
<i>dont: ex-Union soviétique</i>	1,3	5,9	-1,8	0,3	5,8	2,3	55,1	16,3
Pays en développement <sup>2</sup>	9,2	55,3	18,2	-10,1	-7,3	-25,0	584,5	556,2
Amérique latine <sup>3</sup>	-0,8	14,8	5,9	- 2,3	-2,1	- 4,1	230,6	135,9
Chine	5,7	6,2	5,5	6,2	1,8	0,5	48,2	49,6
Autres pays d'Asie	16,6	19,4	14,6	- 1,9	-3,1	- 0,7	189,9	141,0
Afrique	-3,6	-1,2	-2,2	0,2	2,6	0,4	39,8	36,5
Moyen-Orient	-8,7	16,1	-5,6	-12,4	-6,5	-21,1	76,0	193,2

<sup>1</sup> Chiffres provisoires.   <sup>2</sup> Y compris pays de l'OPEP.   <sup>3</sup> Y compris pays des Caraïbes non classés comme centres bancaires extraterritoriaux.

Ralentissement  
des prêts hors  
zone ...

obligations et des actions ont pesé sur l'ensemble des crédits aux pays hors zone. L'adoption d'autres types de financement a été très marquée en Amérique latine, mais on a pu l'observer aussi en Asie, tandis que la prudence des banques a joué énormément vis-à-vis de l'Europe orientale et du Moyen-Orient. Pour cette dernière région, on a également assisté à un retrait massif de dépôts, attribuable, pour les pays de l'OPEP, à la faiblesse des recettes pétrolières et à des déficits extérieurs et budgétaires élevés, auxquels il faut ajouter, dans le cas de l'Iran, les problèmes posés par le service de la dette.

... mais flux  
interbancaires  
encore impor-  
tants en Asie ...

Les pays d'Asie ont encore été, l'année dernière, les plus gros emprunteurs, car ils bénéficiaient généralement d'une bonne cote de crédit conjuguée à une forte croissance. Les flux interbancaires sont restés le principal mode de financement et les taux d'intérêt élevés ont stimulé les prêts à la Malaisie, la Thaïlande et, à un degré moindre, à Taïwan. En revanche, on a enregistré des paiements nets par l'Inde et un ralentissement des prêts à la Corée du Sud, d'importantes entrées de capitaux sur d'autres postes ayant facilité le remboursement de la dette publique dans ces deux pays. La réduction des entrées interbancaires en Indonésie a été en partie due à l'assouplissement de la politique monétaire. Les nouveaux crédits à la Chine n'ont connu qu'une baisse marginale par rapport à leur niveau record de 1992, malgré les efforts déployés par les autorités pour ralentir la croissance économique. À l'exception notable de la Malaisie, qui a renforcé ses dépôts de \$6,9 milliards, les prêts bancaires internationaux aux pays d'Asie ne se sont pas traduits par une augmentation sensible de leurs apports aux banques déclarantes. Il est possible que ces fonds aient servi à rembourser la dette publique ou à financer le déficit des paiements courants, mais on peut proposer trois autres explications. La première réside dans l'attrait croissant des actifs financiers au sein même de la région, phénomène accentué par la déréglementation. La deuxième, en partie liée à la première, est le développement



des places locales et régionales, qui a réduit la demande d'intermédiation bancaire internationale. La troisième tient à la politique de gestion des réserves officielles suivie par certaines autorités, les retraits opérés par quelques pays pouvant s'expliquer par une volonté de diversification.

En Amérique latine, la préférence donnée à l'emprunt par émission de titres et le peu d'empressement des banques à prêter, si ce n'est sous forme de crédits commerciaux à court terme, ont freiné les flux bancaires et de nouveau augmenté la part des échéances jusqu'à un an (portée à plus de 50% en moyenne à fin juin 1993, dernière date pour laquelle on dispose de cette ventilation). Dans le même temps, les résidents du secteur privé ont continué de rapatrier les fonds qu'ils détenaient auprès des banques déclarantes, pour des montants généralement supérieurs (sauf pour le Chili et le Mexique) à leurs apports en devises. Le gonflement prononcé des créances sur le Mexique (\$3,8 milliards) et le Brésil (\$2,4 milliards) s'explique par un volume encore plus important de crédits interbancaires à court terme et, dans le cas du Brésil (qui a signé, en avril 1994, un accord de restructuration de sa dette avec les banques créancières), par de nouveaux arriérés au titre des intérêts. Par contre, les créances des banques sur l'Argentine ont diminué de \$1,4 milliard, suite à l'accord de réduction de la dette conclu en décembre 1992.

... et vigueur  
des crédits à  
court terme  
à l'Amérique  
latine

En Europe orientale, de substantiels investissements directs et de portefeuille ont permis à la Hongrie et à la République tchèque de rembourser en partie leur dette envers les banques internationales. Des annulations ont réduit les créances sur d'autres pays, bien que l'accumulation d'arriérés d'intérêts par la Pologne et l'ex-Union soviétique ainsi que de nouveaux crédits bénéficiant d'une garantie officielle à la Russie aient partiellement compensé cette baisse. Les rapatriements de dépôts par les agents non bancaires polonais ont contribué au financement du déficit courant, alors que les résidents de l'ex-Union soviétique ont renforcé leurs avoirs extérieurs.

Quant aux autres pays hors zone, les remboursements de crédits bancaires par les agents d'Australie et d'Afrique du Sud contrastent avec l'augmentation de \$5 milliards des créances sur les résidents turcs. Bien que la Turquie ait beaucoup emprunté sur le marché des euro-obligations l'an passé, l'écart entre ses taux d'intérêt et la dépréciation de sa monnaie a encouragé les entrées bancaires à court terme jusqu'à ce que cette dévalorisation s'accélère fortement, en mars de cette année. Dans le cas du Portugal, l'accroissement des créances n'a représenté que la moitié des \$5 milliards de nouveaux dépôts. Après la suppression des dernières restrictions sur les mouvements de capitaux au début de 1993, c'est principalement par les sorties interbancaires que de nouvelles pressions contre l'escudo se sont manifestées au cours de l'année.

Prêts records  
à la Turquie

## Marchés des titres

### *Effets à court et à moyen terme*

Avec \$117 milliards d'annonces durant l'année, le montant cumulé des programmes d'euro-effets a dépassé \$780 milliards à la fin de 1993. Parallèlement,

## Émissions d'effets à court et à moyen terme sur les marchés nationaux et internationaux

Secteur et monnaie	Émissions nettes <sup>1</sup>								Encours à fin 1993	
	Marchés nationaux <sup>2</sup>				Marchés internationaux <sup>3</sup>				Natio- naux <sup>2</sup>	Interna- tionaux <sup>3</sup>
	1990	1991	1992	1993	1990	1991	1992	1993		
	en milliards de dollars EU									
Court terme <sup>4</sup>	96,1	-43,1	18,8	-11,4	18,9	16,5	12,1	-5,4	782,6	109,2
Dollar EU	35,9	-29,7	17,0	8,6	10,6	10,2	14,6	-7,3	553,8	86,8
Yen japonais	20,1	-26,9	-1,6	-10,3	0,5	-0,3	-0,2	-0,4	98,8	0,2
Franc français	12,0	5,3	-3,5	-7,6	0,0	0,0	0,2	-0,3	38,5	0,0
Peseta espagnole	16,7	2,2	5,4	-4,7	0,0	0,1	0,2	-0,3	18,9	0,0
Dollar canadien	-0,2	0,0	-2,4	1,2	0,0	0,1	0,1	0,4	17,3	0,5
Livre sterling	0,6	-0,2	0,2	2,3	1,4	0,3	0,0	2,5	8,0	4,2
Deutsche mark	0,0	5,4	5,1	-2,7	0,0	1,2	2,5	-0,7	6,8	2,8
Autres monnaies <sup>5</sup>	11,1	0,7	-1,4	1,7	6,4	5,0	-5,4	0,6	40,6	14,7
Moyen terme	24,7	43,6	93,7	62,9	14,2	18,4	28,3	78,1	296,7	146,6
Dollar EU	24,0	42,4	34,4	33,6	6,4	7,0	11,2	31,1	210,4	63,9
Franc français	0,0	0,0	55,9	22,3	0,0	0,2	0,5	2,4	74,5	3,0
Livre sterling	0,7	1,2	3,4	7,0	0,4	1,4	2,8	6,2	11,8	10,2
Autres monnaies <sup>5</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	7,4	9,9	13,8	38,4	0,0	69,6

<sup>1</sup> Variation d'encours à cours de change constants. <sup>2</sup> Émissions par les résidents et non-résidents en monnaie locale sur le marché local; pays de l'OCDE uniquement, à l'exclusion de l'Islande et de la Turquie. <sup>3</sup> Émissions par les résidents et non-résidents en devises. <sup>4</sup> Marchés nationaux: papier commercial uniquement; marchés internationaux: europapier commercial et autres euro-effets à court terme. <sup>5</sup> Y compris l'Écu.

Sources: Euroclear; autorités nationales; BRI.

Abondance de  
fonds dans le  
compartiment  
des euro-effets

le total des tirages effectués dans le cadre des facilités existantes a atteint un record de \$73 milliards, soit près de deux fois plus qu'en 1992, portant l'encours effectif à \$256 milliards en fin d'année. Les nouvelles émissions nettes ont été dues pour plus de la totalité aux eurobons à moyen terme négociables (EBMTN), dont 60% en monnaies autres que le dollar EU. Par contre, le marché des effets à court terme, y compris l'europapier commercial (EPC), a enregistré pour la première fois des remboursements nets. L'essor des EBMTN a été tel que, fin 1993, l'encours de ces instruments était supérieur de plus de 80% à celui de l'EPC.

L'encours des  
EBMTN dépasse  
celui de l'EPC

Sur le *court terme*, on a assisté à une réduction de l'encours, parallèlement à une légère augmentation du volume des nouvelles facilités, qui peut s'expliquer par le montage de lignes de précaution et par l'extension de programmes existants pour certaines des meilleures signatures. La baisse de l'encours est due dans une grande mesure à l'abandon, par les banques internationales, des émissions de certificats de dépôt au profit de financements à plus long terme, en particulier de notes à taux variable (NTV).

Popularité  
croissante des  
émissions avec  
prise ferme ...

Le *marché des EBMTN* a été stimulé par la préférence des investisseurs pour les échéances plus longues, l'introduction de nouvelles monnaies et échéances dans les options de tirage et l'apparition de caractéristiques spécifiques. On a constaté, en particulier, une désaffection à l'égard de la procédure «au mieux» en faveur du placement avec prise ferme, qui permet de collecter plus facilement des montants élevés dans de brefs délais. Une



partie des transactions – plus de la moitié au cours des derniers trimestres selon des sources proches du marché – a été liée à des instruments dérivés (composés), qui offrent aux émetteurs et aux investisseurs la possibilité de modifier les caractéristiques initiales de risque et de rendement selon leurs propres anticipations et préférences. L'assouplissement des réglementations d'émission dans plusieurs pays de l'OCDE a également contribué à l'expansion du marché. Depuis juillet 1993, les entreprises japonaises sont autorisées à lancer directement des EBMTN et le régime des demandes et des notifications a été simplifié. Dans d'autres pays, des mesures de déréglementation ont été prises (France, Italie et Suisse) ou proposées (Royaume-Uni) pour faciliter l'utilisation de la monnaie nationale.

... des instruments  
«composés» ...

Les options à devises multiples sont désormais courantes dans les programmes d'EBMTN et renforcent l'avantage de cette technique par rapport aux autres formes de financement. L'an dernier, les EBMTN ont compté pour 30% dans l'accroissement total de l'encours d'obligations et effets internationaux et représenté plus de deux fois le volume des nouveaux BMTN libellés en dollars aux États-Unis. Depuis leur introduction en 1986, les EBMTN ont évolué: conçus à l'origine comme méthode d'emprunt permettant de combler l'écart d'échéance entre les euro-effets à court terme et les euro-obligations, ils sont devenus un instrument plus général de financement offrant un haut degré de flexibilité (pour la monnaie, la durée, le volume et la structure des émissions), et ce à des conditions très concurrentielles (puisque les dispositions juridiques et justificatifs documentaires sont valables pour l'ensemble du programme). Toutefois, des préoccupations se sont fait jour quant à la liquidité des titres composés émis dans le cadre de ces facilités, incitant plus récemment la Banque mondiale à franchir une étape décisive avec un programme planétaire de bons à devises multiples comportant un engagement permanent de rachat.

... et des options  
à devises multiples

Toutefois, la flexi-  
bilité a peut-être  
joué contre la  
liquidité

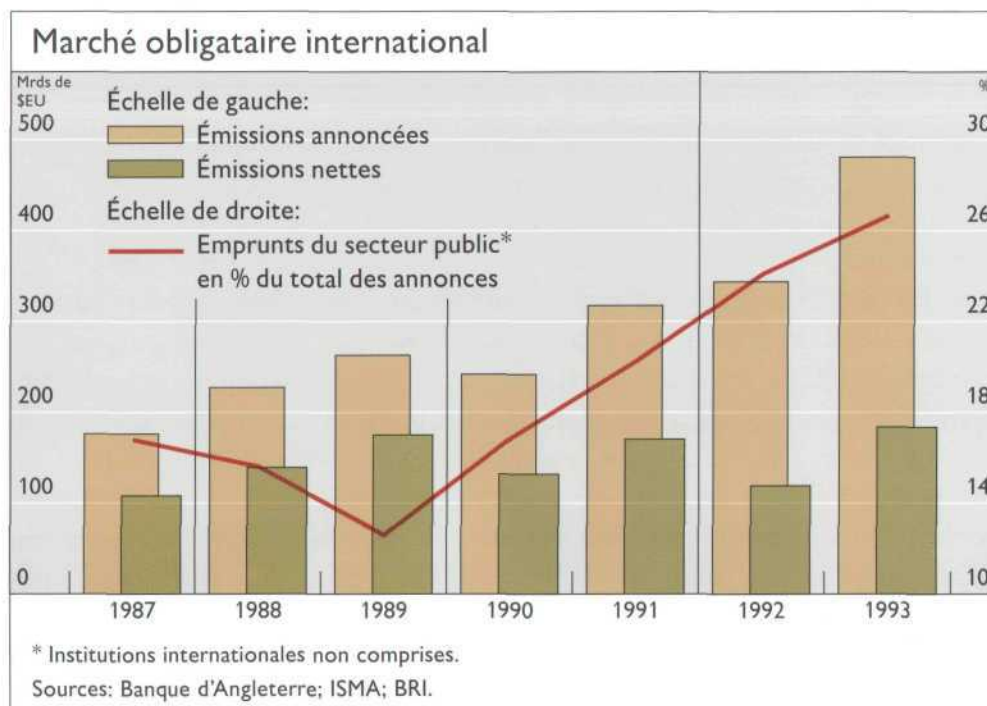
### *Marché obligataire*

Les annonces brutes d'émissions ont atteint le chiffre record de \$481 milliards, soit une augmentation de 40% par rapport à 1992. La demande s'est gonflée sous l'effet conjugué de la baisse des rendements, de l'aggravation de déficits budgétaires déjà élevés dans un grand nombre de pays de l'OCDE et de la nécessité, dans plusieurs cas, de renforcer les réserves de change. Les besoins en ressources des institutions financières, pour leurs prêts et leurs fonds propres, ainsi que les emprunts substantiels des pays en développement ont également contribué à cette expansion. Hors amortissements et rachats, le total ressort à \$184 milliards, soit un peu plus que le record précédent de 1989, et ce malgré l'intensification de la concurrence des autres marchés, comme ceux des titres nationaux et des EBMTN.

Volume record  
des émissions  
brutes et nettes  
d'obligations  
internationales

Le marché a été caractérisé par une dichotomie croissante entre les grosses émissions liquides et les produits «sur mesure». D'une part, les obligations planétaires, qui sont lancées à la fois sur le marché national et international, ont continué de prendre de l'importance, avec un total de \$29 milliards pour l'année et un encours de \$59 milliards à fin 1993. Elles

Dichotomie  
croissante entre  
les grosses émis-  
sions liquides et  
les produits «sur  
mesure»



comportent aujourd'hui une vaste gamme de monnaies (y compris, pour la première fois l'an dernier, le deutsche mark), d'échéances (jusqu'à quarante ans), de montants d'émission et de catégories d'emprunteurs. D'autre part, on a observé une prolifération de produits moins liquides, faits «sur mesure» ou «ciblés». Ainsi, on assiste au développement des obligations «dragon», qui cherchent à drainer les ressources financières des économies à croissance rapide d'Asie. Un autre exemple est le nombre grandissant d'instruments composés, tels les NTV à plafond (avec un rendement maximal) et tunnel (avec un rendement minimal et maximal). Ces caractéristiques, conjuguées aux anticipations de remontée des taux d'intérêt en dollars après l'été et à la forte demande de fonds des institutions financières, ont eu un effet stimulant. On a enregistré également une augmentation des euro-émissions convertibles d'emprunteurs d'Asie hors Japon, qui ont profité du dynamisme des marchés locaux des actions.

La poursuite de la déréglementation des émissions nationales et euro-obligataires a aussi influé sur l'activité. Au Japon, le ministère des Finances a annoncé une série de mesures, dont l'autorisation pour les établissements à l'étranger des banques japonaises de souscrire ferme des émissions en euro-yens, l'assouplissement des critères de notation pour le marché national et d'autres restrictions sur les émissions internes japonaises, le raccourcissement du délai de notification pour les émissions en euro-yens des entreprises japonaises et, à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1994, la suppression de la période d'attente de quatre-vingt-dix jours pour l'achat, par les investisseurs nationaux, d'euro-obligations en yens des gouvernements étrangers et organisations internationales. Les autorités suisses ont allégé, elles aussi, la réglementation des émissions en eurofrancs suisses: depuis le 1<sup>er</sup> avril 1993, seul le chef de file doit être établi en Suisse ou au Liechtenstein; en outre, le droit de timbre a été supprimé. En juin, les autorités italiennes ont

L'activité est  
soutenue par  
la dérégle-  
mentation ...



autorisé les banques étrangères à être chef de file et à négocier des titres en eurolires dans les mêmes conditions que les établissements italiens. Cette mesure a été suivie par l'atténuation des contraintes sur les émissions en eurolires. En France, l'abolition de la TVA frappant les commissions de placement sur le marché obligataire en francs français est entrée en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 1994, après diverses autres mesures de libéralisation.

En ce qui concerne la structure du marché, l'accroissement des besoins du secteur public a accentué la nécessité d'améliorer le fonctionnement des marchés primaire et secondaire nationaux. Cette réorganisation a largement fait appel à des techniques mises au point aux États-Unis. Sur le marché de la dette intérieure, par exemple, les autorités ont délaissé les offres quantitatives de titres au profit d'adjudications et de prises fermes par les spécialistes en valeurs du Trésor. Le marché secondaire a bénéficié d'une liquidité plus abondante, grâce à l'adoption d'émissions publiques standardisées, à la rationalisation des procédures de gestion de la dette, à l'émission de montants plus élevés dans plusieurs catégories d'échéances, au lancement de nouvelles tranches échangeables avec des titres existants et à la désignation de spécialistes en valeurs du Trésor chargés d'assurer la contrepartie pour certains titres de la dette publique. Les autorités se sont également efforcées d'améliorer l'efficacité du marché en clarifiant ou en simplifiant les conditions d'émission, en éliminant les obstacles fiscaux (en particulier, dans le cas de la retenue à la source) et en harmonisant les modalités de règlement.

L'homogénéité accrue des marchés nationaux de la dette a contribué à leur intégration au niveau mondial, qui s'est traduite par une internationalisation

... et par les besoins d'emprunt du secteur public

Structure par catégorie et monnaie des obligations internationales									
Catégorie et monnaie	Émissions annoncées*				Émissions nettes*				Montant à fin 1993
	1990	1991	1992	1993	1990	1991	1992	1993	
	en milliards de dollars EU								
Ensemble des émissions	241,7	317,6	343,8	481,1	132,1	170,5	119,3	183,8	1.849,8
Classiques à taux fixe	166,2	256,2	276,7	373,1	80,8	142,0	115,3	193,7	1.389,9
dont: dollar EU	52,2	75,0	90,9	113,1	16,0	27,9	41,2	63,8	455,1
yen japonais	30,2	39,1	39,6	49,2	24,8	20,7	3,6	14,3	233,6
deutsche mark	7,3	12,2	29,2	50,2	1,3	4,8	17,1	27,0	142,0
Notes à taux variable	42,5	19,0	42,9	68,5	28,2	3,5	23,7	44,7	263,3
dont: dollar EU	15,0	4,4	25,1	43,0	7,6	-5,1	14,8	31,7	157,1
livre sterling	10,8	7,6	5,4	8,6	6,9	4,6	3,0	3,5	44,3
deutsche mark	8,2	2,8	3,5	3,9	7,3	2,7	1,9	2,7	25,2
Émissions liées aux actions	33,1	42,4	24,2	39,6	23,1	25,0	-19,8	-54,6	196,7
dont: dollar EU	19,5	24,9	12,9	19,5	15,9	15,1	-20,0	-54,8	110,0
franc suisse	8,2	7,0	5,3	9,8	4,1	2,3	- 2,8	- 3,6	43,8
deutsche mark	1,9	4,7	2,1	2,3	0,7	3,7	1,5	- 2,0	16,9
* Données en termes de flux aux cours de change courants.									
Sources: Banque d'Angleterre; ISMA; BRI.									

## Émissions sur les marchés obligataires nationaux et internationaux

Monnaie	Émissions nettes <sup>1</sup>								Encours à fin 1993	
	Marchés nationaux <sup>2</sup>				Marchés internationaux <sup>3</sup>				Natio- naux <sup>2</sup>	Interna- tionaux <sup>3</sup>
	1990	1991	1992	1993	1990	1991	1992	1993		
	en milliards de dollars EU									
Ensemble des monnaies	985,7	1.185,9	1.202,2	1.370,9	132,1	170,5	119,3	183,8	15.561,7	1.849,8
Dollar EU	462,8	557,1	573,6	529,6	39,5	37,9	36,0	40,7	7.301,8	722,2
Yen japonais	120,5	141,5	141,6	175,3	26,8	20,6	5,9	20,5	3.397,0	252,0
Deutsche mark	167,0	126,1	188,4	217,9	9,2	11,2	20,5	27,6	1.353,3	184,1
Lire italienne	68,3	119,4	69,9	108,2	6,0	9,3	6,2	9,6	738,2	29,5
Franc français	38,5	31,6	35,8	56,0	7,8	15,9	21,8	34,1	546,1	92,4
Livre sterling	-19,7	24,0	37,4	77,0	16,1	20,6	11,2	27,2	328,0	146,3
Dollar canadien	22,8	27,5	24,9	26,6	1,6	14,1	7,4	20,4	327,2	80,5
Franc suisse	18,7	16,3	10,3	-0,3	7,4	5,4	-6,7	-2,8	179,6	149,9
Florin néerlandais	11,7	13,9	14,6	16,1	-0,3	0,9	4,7	6,0	173,9	32,9
Peseta espagnole	4,1	26,0	12,4	51,5	1,6	3,0	1,6	3,9	143,3	10,6
Écu	14,7	6,9	4,1	3,6	11,2	26,2	10,3	-4,2	52,5	90,0
Autres monnaies	76,4	95,6	89,2	109,4	5,1	5,4	0,4	0,7	1.020,8	59,5

<sup>1</sup> Obligations nationales: variation de l'encours à cours de change constants; obligations internationales: données en termes de flux aux cours de change courants. <sup>2</sup> Émissions par les résidents en monnaie locale sur le marché local uniquement; pays de l'OCDE uniquement, à l'exclusion de l'Islande et de la Turquie. <sup>3</sup> Émissions par les résidents sur les marchés étrangers et en devises sur le marché local.

Sources: Banque d'Angleterre; ISMA; autorités nationales; BRI.

Intégration  
croissante des  
marchés des  
titres dans le  
monde

plus marquée des activités d'emprunt, d'investissement et de négociation. Elle apparaît dans les importants volumes de titres de dette publique absorbés par les investisseurs étrangers et dans le nombre croissant d'emprunteurs s'adressant au marché international, soit pour lever directement des ressources externes, soit pour faire un arbitrage entre les conditions d'émission nationales et internationales. C'est dans ce contexte qu'il convient de replacer le fort accroissement enregistré en 1993 dans les compartiments de l'euromarché en deutsche marks, francs français, liras et pesetas. Dans le même temps, les transactions sur titres nationaux, en particulier de la dette publique, ont été de plus en plus assurées par des chambres de compensation internationales, qui ont représenté l'essentiel de l'expansion (65%) de l'activité sur le marché secondaire recensée l'an dernier par Euroclear et Cedel.

Incidence limi-  
tée de la crise  
du MCE sur l'ac-  
tivité primaire

La récente crise du MCE semble n'avoir guère influencé l'activité primaire. Certes, les fortes entrées de capitaux sur le marché allemand ont créé des conditions d'emprunt favorables dans le compartiment récemment libéralisé de l'eurodeutsche mark. En outre, la montée des pressions contre le franc français au début de l'été s'est accompagnée d'une diminution de 30% du volume des nouvelles émissions dans cette monnaie entre les deuxième et troisième trimestres; il se peut toutefois que le succès d'un grand emprunt d'État en juillet ait détourné certains investisseurs de l'euromarché. L'élargissement des bandes de fluctuation du MCE en août a été suivi par un rétrécissement de l'écart de rendement entre les obligations

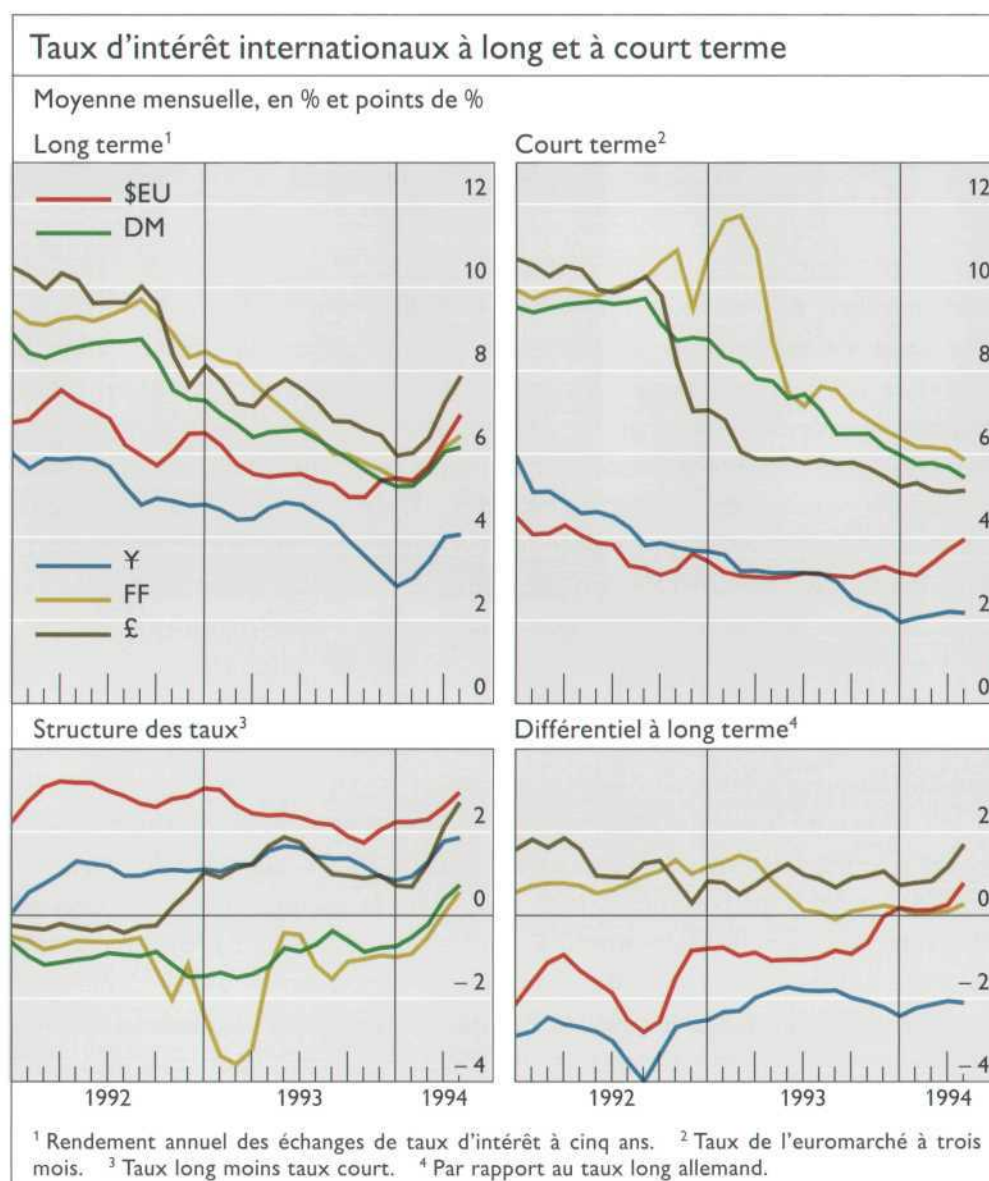


d'État en francs et en deutsche marks et par la reprise des émissions en monnaie française. En dehors des épisodes de tensions monétaires, le repli généralisé des taux d'intérêt à long terme a soutenu les émissions d'instruments à taux fixe sur l'ensemble des monnaies, les perspectives de plus-values l'ayant apparemment emporté sur les considérations de change dans les décisions des investisseurs.

La répercussion la plus manifeste des turbulences au sein du MCE a été la régression du marché de l'Écu, pour lequel les remboursements dépassent les émissions presque continuellement depuis le troisième trimestre de 1992 et qui a connu une chute des transactions sur le marché secondaire et sur les contrats à terme. À la fin de 1993, l'encours total des euro-obligations et euro-effets en Écus s'élevait à \$98 milliards, soit une contraction de 27% par rapport au maximum de septembre 1992. Néanmoins, cette désaffection des investisseurs ne semble pas avoir causé de grosses perturbations, ni empêché d'absorber un flux, certes réduit, mais ininterrompu d'émissions nouvelles des débiteurs supranationaux et souverains d'Europe. L'écart

Prédominance des considérations de taux d'intérêt

Poursuite de la régression sur le marché de l'Écu



entre les rendements effectif et théorique (du panier) de l'Écu, positif depuis l'été de 1992, est redevenu négatif au début de 1993, tendance qui ne s'est ensuite inversée que provisoirement. Avec l'allègement des tensions sur les monnaies, deux facteurs ont concouru plus récemment à améliorer la situation de ce marché. Le 1<sup>er</sup> septembre, la Banque d'Angleterre a lancé une nouvelle facilité de compensation en Écus, qui offre un règlement même jour pour les titres ainsi libellés, afin d'accroître la liquidité du marché et de faciliter la prise en pension de tels titres; ensuite, vers la fin de l'année, plusieurs gouvernements ont annoncé leur intention d'augmenter en 1994 leurs émissions en Écus.

Revirement brutal  
du sentiment du  
marché au début  
de 1994 ...

Parallèlement à la décision, prise le 4 février 1994 par la Réserve fédérale américaine, de relever le taux des fonds fédéraux, un revirement brutal du sentiment du marché est intervenu à l'échelle mondiale, inversant ainsi le rythme d'émission. Le total des annonces, qui en janvier dépassait de 74% la moyenne mensuelle de 1993, est tombé en février-mars à 17% au-dessous de cette moyenne avec, de surcroît, un déplacement partiel des émissions à taux fixe vers les NTV.

... occasionnant  
des pertes  
substantielles

Dans le même temps, les cessions opérées sur le marché secondaire ont fait monter les transactions effectuées par les chambres de compensation internationales à de nouveaux records. Les opérations sur contrats à terme et options de taux d'intérêt ont aussi atteint des niveaux sans précédent, par suite de la liquidation ou de l'ajustement de positions aux nouvelles conditions de taux d'intérêt. Les pertes ont été particulièrement marquées pour certaines NTV composées (surtout celles comportant des niveaux planchers pour les paiements d'intérêts, qui n'avaient plus d'utilité après la remontée des taux) et les emprunts d'Amérique latine, amenant à s'interroger sur la liquidité du marché et le mécanisme de formation des prix.

#### *Répartition des emprunteurs par catégorie et pays de résidence*

Participation  
accrue des orga-  
nismes publics

Comme en 1992, les gouvernements et organismes publics ont été les principaux emprunteurs, puisqu'ils ont compté pour 37% dans l'expansion de l'encours total des titres, les plus actifs ayant été ceux du Canada, de Suède, d'Italie, du Danemark et de Finlande. Avec le placement d'émissions nationales auprès des non-résidents et les mesures destinées à rendre les titres plus négociables, le recours croissant des gouvernements aux marchés internationaux s'inscrit dans une politique générale qui vise à faciliter l'absorption de leurs emprunts, à en réduire le coût et à offrir davantage de souplesse dans la gestion de la dette. Le fait le plus remarquable à cet égard est le développement d'importantes émissions planétaires et euro-obligataires, de programmes d'EBMTN à options de tirage en devises multiples et de l'utilisation des chambres de compensation internationales dans les transactions sur titres publics nationaux.

Dans le cas du secteur privé, l'expansion du marché a été soutenue par les tirages d'euro-effets, un volume record d'émissions obligataires brutes du secteur privé non financier ayant été quasiment annulé par des remboursements d'émissions échues. Il faut rapprocher, en particulier, la progression



à \$54 milliards des nouvelles émissions des entreprises japonaises du montant de \$93 milliards de leurs euro-obligations (pour la plupart liées aux actions) arrivant à échéance. Par ailleurs, on a enregistré une augmentation marquée des emprunts bruts et nets d'entités françaises, allemandes, néerlandaises, américaines, suédoises et canadiennes, qui s'explique, dans le cas des États-Unis et du Canada, par une reprise de la demande des entreprises et, dans les autres pays, par les besoins de financement élevés des banques et autres institutions financières. S'agissant du secteur privé français, les

Les émissions des entreprises non financières sont presque entièrement annulées par les remboursements

Émissions sur les marchés nationaux et internationaux des titres <sup>1</sup>										
Pays de résidence et marché	Émissions nettes <sup>2</sup>								Encours à fin 1993	
	Total				dont: secteur privé				Total	dont: secteur privé
	1990	1991	1992	1993	1990	1991	1992	1993		
	en milliards de dollars EU									
Ensemble des pays <sup>3</sup>										
national	1.446,4	1.349,5	1.433,4	1.514,0	565,2	438,0	398,3	379,6	19.354,4	7.093,4
international	166,7	206,8	153,8	252,8	128,6	142,2	82,5	128,6	2.105,7	1.433,9
États-Unis										
national	594,3	627,1	631,1	605,8	126,3	150,4	135,2	153,8	9.071,0	3.236,6
international	1,3	12,4	14,5	25,3	3,3	12,4	14,6	25,1	210,7	210,5
Japon										
national	170,6	77,6	156,4	204,6	83,2	40,5	55,3	46,7	3.976,9	1.325,8
international	30,4	39,1	-3,3	-41,2	28,7	36,1	-5,0	-43,8	278,7	261,1
Allemagne										
national	166,9	150,6	189,1	210,2	92,2	95,4	71,0	74,3	1.376,3	738,6
international	1,8	3,7	9,5	21,1	1,7	3,7	9,4	20,7	44,5	43,8
Italie										
national	151,2	166,3	137,1	134,6	45,9	48,9	42,9	40,3	1.188,2	300,9
international	7,7	10,8	-2,6	9,3	2,8	5,3	-2,1	-1,7	49,7	17,5
France										
national	137,1	73,2	120,7	67,8	109,4	49,3	62,7	3,6	961,2	543,9
international	12,3	22,2	20,0	28,0	12,2	22,4	19,6	24,1	150,8	145,6
Royaume-Uni										
national	12,4	20,4	31,4	90,8	25,0	-1,5	1,2	14,7	452,5	134,0
international	28,5	29,7	20,7	21,3	27,9	24,7	13,1	20,5	191,8	174,7
Canada										
national	37,3	37,9	34,8	31,5	4,5	0,6	-0,6	4,2	482,0	50,7
international	5,1	16,6	11,0	22,5	-0,2	0,8	-1,7	1,4	154,8	48,8
Suède										
national	31,2	53,5	15,8	12,7	20,6	13,7	12,2	8,1	214,6	132,9
international	3,8	-0,8	12,8	31,2	5,6	0,5	8,9	17,5	86,8	49,3
Australie										
national	14,8	11,6	12,1	5,5	5,3	0,3	0,3	-2,2	127,0	27,3
international	4,6	3,2	-2,2	3,9	5,3	3,1	-1,2	4,2	72,8	56,6
Autres pays										
national	130,6	131,3	104,8	150,5	52,8	40,4	18,1	36,1	1.504,8	602,7
international	71,3	69,8	73,4	131,3	41,0	33,2	26,9	60,6	865,1	426,1

<sup>1</sup> Obligations, effets et autres titres de dette émis par les secteurs privé et public. <sup>2</sup> Variation de l'encours à cours de change constants, sauf dans le cas des obligations internationales (données en termes de flux). <sup>3</sup> Pour les marchés nationaux, pays de l'OCDE uniquement, à l'exclusion de l'Islande et de la Turquie.

Sources: Banque d'Angleterre; ISMA; Euroclear; autorités nationales; BRI.

Élargissement de la gamme d'emprunteurs à un grand nombre de PED

emprunts nets ont été, pour une très grande part, libellés en monnaie nationale, par suite des restrictions internes favorisant l'eurofranc.

Face à l'atonie de la demande des entreprises dans la plupart des grands pays, aux montants élevés des remboursements et à la nette contraction des marges pour les meilleures signatures, les investisseurs ont cherché à accroître leurs rendements en prêtant à des débiteurs moins bien notés. Ainsi, les pays en développement ont plus que doublé leurs émissions nettes de titres internationaux l'an dernier, passant de \$12,5 milliards à \$29,2 milliards. Ce sont encore les pays d'Amérique latine qui arrivent en tête, le Mexique levant \$9,6 milliards, l'Argentine \$6,7 milliards et le Brésil \$5,4 milliards. Si les organismes du secteur public ont pu généralement obtenir des conditions plus favorables, un certain nombre d'emprunteurs privés ont néanmoins fait leur apparition sur le marché, mais avec des modalités d'émission très variables et, vers la fin de l'année, en se heurtant à une réticence des investisseurs à réduire les marges. Dans le même temps, les résidents d'Asie (principalement de Corée du Sud, de Chine, de Thaïlande et des Philippines) ont accru leurs emprunts, et ce de façon progressive durant l'année. Récemment encore, les emprunteurs d'Asie, qui bénéficiaient d'une bonne notation, se finançaient surtout par le crédit bancaire. Toutefois, le développement des marchés financiers favorisé par les autorités de ces pays et la suppression graduelle des restrictions sur les mouvements de capitaux ont facilité depuis l'émission de titres internationaux, les non-résidents étant attirés par les perspectives économiques favorables et, dans le cas des émissions convertibles, par des marchés des actions en plein essor.

### Marchés dérivés

Vive expansion des marchés organisés et de gré à gré...

Les marchés dérivés, tant organisés que de gré à gré, ont connu une vive expansion en 1993. L'activité a encore bénéficié de tendances de fond, comme la mondialisation de l'investissement, la prolifération de nouveaux marchés et produits, l'accroissement du nombre d'utilisateurs et le développement de la titrisation et des montages composés. Elle a été aussi confortée par des considérations de court terme, conjoncturelles et autres, concernant en particulier la hausse des actions et obligations à taux fixe et la forte instabilité des monnaies. Le brusque revirement de sentiment des opérateurs en février-mars de cette année a entraîné un volume record de transactions sur un grand nombre de places. Sur les marchés organisés, de nouveaux contrats ont été proposés et la durée des produits existants a été étendue. La concurrence entre centres européens est restée intense, alors qu'aux États-Unis les marchés organisés se sont efforcés d'attirer la clientèle des marchés de gré à gré en créant des instruments qui reprenaient certaines caractéristiques des contrats établis sur ces marchés, sans toutefois affecter le dynamisme de ces derniers. Les intervenants ont continué d'analyser des structures et procédures nouvelles visant à réduire le risque de contrepartie, et plusieurs études ont été publiées sur la question des risques dans le gré à gré (voir p. 127).

... dans un contexte d'intensification rapide de la concurrence et de l'innovation



## Marchés organisés

Les contrats à terme et options négociés sur ces marchés ont continué de croître rapidement en 1993, leur nombre augmentant de 22%. Par suite d'une nouvelle et puissante expansion de l'activité hors des États-Unis (34%, contre 12% dans ce pays), un rattrapage s'est opéré avec, options non comprises, un volume nettement supérieur hors des États-Unis. La croissance a été particulièrement vive en Europe et dans certains pays non membres de l'OCDE, principalement sur les marchés les plus récents, et a été la plus marquée pour les contrats à terme de taux d'intérêt; en effet, le montant des transactions dans ce compartiment s'est élevé de 29% et leur part dans l'activité totale des marchés dérivés est passée de 62% à 66%. La forte progression de ces contrats en Europe a été due notamment à leur usage croissant dans la gestion active des risques financiers, à la demande accrue de liquidités sur les marchés nationaux d'obligations et à la poursuite de la diversification internationale des portefeuilles. En outre, les opérations sur les divers types de produits dérivés se renforcent mutuellement, car les positions constituées sur options, échanges financiers et autres instruments de gré à gré donnent souvent lieu à des transactions de couverture successives sur les marchés de contrats à terme sous-jacents.

Les transactions sur contrats à terme de devises ont augmenté plus rapidement qu'en 1992 (24%), mais cet accroissement a été dû surtout à un petit nombre de contrats, principalement ceux libellés en yens et en cruzeiros brésiliens. Le secteur des options de change n'a connu qu'une progression marginale (2%). Comme les opérations sur instruments dérivés liés aux devises sont en grande partie menées de gré à gré, tant pour les contrats à terme que pour les options, les fortes tensions qui ont

Le montant des contrats à terme et options sur marchés organisés hors des États-Unis rejoint celui de l'activité traitée dans ce pays

Progression particulièrement forte des contrats sur taux d'intérêt

Les contrats liés aux devises négociés surtout de gré à gré

Marchés de certains instruments dérivés						
Instrument	Encours du principal notionnel					
	1988	1989	1990	1991	1992	1993
	en milliards de dollars EU					
Marchés organisés	1.306,0	1.768,3	2.291,7	3.523,4	4.640,5	7.839,3
Contrats à terme de taux d'intérêt	895,4	1.200,6	1.454,1	2.157,1	2.902,2	4.960,4
Options de taux d'intérêt <sup>1</sup>	279,2	387,9	599,5	1.072,6	1.385,4	2.362,4
Contrats à terme de devises	11,6	15,6	16,3	17,8	24,5	29,8
Options de change <sup>1</sup>	48,0	50,1	56,1	61,2	80,1	81,1
Contrats à terme sur indices boursiers	27,8	41,8	69,7	77,3	80,7	119,2
Options sur indices boursiers <sup>1</sup>	44,0	72,2	96,0	137,4	167,6	286,4
Marchés de gré à gré <sup>2</sup>	..	..	3.450,3	4.449,4	5.345,7	..
Échanges de taux d'intérêt	1.010,2	1.502,6	2.311,5	3.065,1	3.850,8	..
Échanges de devises <sup>3</sup>	319,6	449,1	577,5	807,2	860,4	..
Autres instruments connexes <sup>4</sup>	..	..	561,3	577,2	634,5	..

<sup>1</sup> Options d'achat et de vente. <sup>2</sup> Données collectées par l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) uniquement; les deux parties d'un contrat entre membres de l'ISDA ne sont notifiées qu'une seule fois; à l'exclusion d'autres instruments comme les accords de taux futurs, options de change, contrats sur opérations de change à terme et produits dérivés sur actions et produits de base. <sup>3</sup> Après correction des doubles déclarations; y compris les échanges simultanés de taux d'intérêt et de devises. <sup>4</sup> Taux plafonds, tunnels, taux planchers et options d'échange.

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

Instruments financiers dérivés négociés sur les marchés organisés						
Instrument	Nombre annuel de contrats					Encours du principal notionnel à fin 1993
	1989	1990	1991	1992	1993	
	en millions					en milliards de dollars EU
Contrats à terme de taux d'intérêt	201,0	219,1	230,9	330,1	427,0	4.960,4
sur instruments à court terme	70,2	76,0	84,8	130,8	166,8	4.627,0
<i>dont: eurodollar à trois mois<sup>1</sup></i>	46,8	39,4	41,7	66,9	70,2	2.178,6
<i>euro-yen à trois mois<sup>2</sup></i>	4,7	15,2	16,2	17,4	26,9	1.080,1
<i>eurodeutsche mark à trois mois<sup>3</sup></i>	1,6	3,1	4,8	12,2	21,3	421,2
sur instruments à long terme	130,8	143,1	146,1	199,3	260,2	333,4
<i>dont: obligation du Trésor américain<sup>4</sup></i>	72,8	78,2	69,9	71,7	80,7	32,6
<i>emprunt de l'État français<sup>5</sup></i>	15,0	16,0	21,1	31,1	36,8	12,6
<i>emprunt de l'État japonais<sup>6</sup></i>	19,1	16,4	12,9	12,1	15,6	136,0
<i>obligation de l'État allemand<sup>7</sup></i>	5,3	9,6	12,4	18,9	28,1	33,3
Options de taux d'intérêt <sup>8</sup>	39,5	52,0	50,8	64,8	82,9	2.362,4
Contrats à terme de devises	27,5	29,1	29,2	30,7	38,0	29,8
Options de change <sup>8</sup>	20,7	18,9	22,9	23,4	23,8	81,1
Contrats à terme sur indices boursiers	30,1	39,4	54,6	52,0	60,7	119,2
Options sur indices boursiers <sup>8</sup>	101,7	119,1	121,4	133,9	141,8	286,4
Total	420,4	477,7	509,8	634,9	774,2	7.839,3
<i>dont: aux États-Unis</i>	286,2	310,3	300,7	339,4	379,0	4.328,9
<i>en Europe</i>	64,4	83,0	110,5	185,0	255,9	1.819,9
<i>au Japon</i>	45,7	60,6	66,2	51,7	57,8	1.193,6

<sup>1</sup> Marchés concernés: Chicago Mercantile Exchange – International Monetary Market (CME-IMM), Singapore Mercantile Exchange (SIMEX), London International Financial Futures Exchange (LIFFE), Tokyo International Financial Futures Exchange (TIFFE) et Sydney Futures Exchange (SFE). <sup>2</sup> TIFFE et SIMEX. <sup>3</sup> Marché à terme international de France (MATIF) et LIFFE. <sup>4</sup> Chicago Board of Trade (CBOT), LIFFE, Mid-America Commodity Exchange (MIDAM), New York Futures Exchange (NYFE) et Tokyo Stock Exchange (TSE). <sup>5</sup> MATIF. <sup>6</sup> TSE, LIFFE et CBOT. <sup>7</sup> LIFFE et Deutsche Terminbörse (DTB). <sup>8</sup> Options d'achat et de vente.

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

persisté sur les changes européens n'ont eu qu'un effet minime sur les marchés organisés. Néanmoins, on y a enregistré une augmentation de l'activité pour certains produits sur devises européennes. Ainsi, l'élargissement des bandes de fluctuation du MCE, en août, a été suivi d'un triplement des transactions sur options en francs français au Philadelphia Stock Exchange. Quant aux contrats à terme et options sur indices boursiers, ils ont progressé respectivement de 17% et 6%. Au Japon, cependant, l'activité de ce compartiment est restée faible, avec une baisse de 27% du montant global négocié sur ces instruments.

#### Marchés de gré à gré

Expansion rapide des échanges de taux d'intérêt ...

*Échanges de taux d'intérêt et de devises.* Au premier semestre de 1993, dernière période pour laquelle on dispose de données de l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) sur les nouveaux contrats, la valeur notionnelle des échanges s'est accrue de 27% par rapport au second



semestre de 1992, atteignant le chiffre record de \$2.095 milliards. Sur ce total, les contrats de taux d'intérêt représentaient \$1.938 milliards et ceux sur devises \$157 milliards, soit des augmentations respectives de 29% et 8% d'un semestre à l'autre. Pour les taux d'intérêt, ce rebond a fait suite à un ralentissement, les six mois précédents, et, pour les échanges de devises, à une année de contraction.

Dans le secteur des échanges de taux d'intérêt, la très forte progression hors dollar a entraîné un nouveau repli de la part de la monnaie américaine, de 43% à 40%. Cet important volume de transactions hors dollar peut s'expliquer par les incertitudes au sujet des taux d'intérêt en Europe et par le développement constant des contrats en Europe et en Asie. Les échanges à échéance comprise entre cinq et huit ans, après une contraction au second semestre de 1992, sont revenus en force. Le regain d'activité sur les échanges de devises a été dû principalement à l'augmentation en yens et en dollars EU. Toutefois, les nouveaux contrats conclus au premier semestre de 1993 sont restés inférieurs au record de la seconde moitié de 1991. Le montant moyen des échanges de devises a connu une hausse marquée, ce qui donne à entendre que ceux-ci étaient liés, pour une part assez substantielle, à de grosses émissions d'obligations internationales, pour lesquelles ces échanges portent généralement sur des sommes plus élevées que dans les transactions de couverture.

*Autres produits dérivés connexes.* Après une pause au second semestre de 1992, ces instruments, tels que taux plafonds, planchers, tunnels et, surtout, options d'échange, ont connu une vigoureuse progression sur les six premiers mois de 1993. L'expansion a été liée en grande partie à l'abondant volume des émissions complexes d'euro-obligations et d'EBMTN. Ainsi, le montant des émissions de NTV assorties de taux plafonds et de tunnels est passé de \$2,8 milliards en 1992 à \$19,1 milliards l'an dernier.

L'ampleur de l'activité de gré à gré est également illustrée par le volume record des transactions en bons de souscription d'actions, d'obligations et de matières premières. Selon des données du secteur privé, la valeur globale des émissions de tels bons est passée de \$9,8 milliards en

... surtout dans les monnaies autres que le dollar

Remontée des échanges de devises

Forte progression des produits dérivés connexes

Marchés de quelques instruments dérivés négociés de gré à gré <sup>1</sup>						
Instrument	Nouveaux contrats					Encours à fin 1992
	1990	1991	1992 S I	1992 S II	1993 S I	
	principal notionnel en milliards de dollars EU					
Total	1.769,3	2.332,9	1.768,0	1.949,0	2.605,0	5.345,7
Échanges de taux d'intérêt	1.264,3	1.621,8	1.318,3	1.504,3	1.938,5	3.850,8
Échanges de devises <sup>2</sup>	212,8	328,4	156,1	145,8	156,8	860,4
Autres instruments connexes <sup>3</sup>	292,3	382,7	293,6	298,8	509,7	634,5

<sup>1</sup> Données collectées par l'ISDA uniquement; les deux parties d'un contrat entre membres de l'ISDA ne sont notifiées qu'une seule fois; à l'exclusion d'autres instruments comme les accords de taux futurs, options de change, contrats sur opérations de change à terme et produits dérivés sur actions et produits de base. <sup>2</sup> Après correction des doubles déclarations; y compris les échanges simultanés de taux d'intérêt et de devises. <sup>3</sup> Taux plafonds, tunnels, taux planchers et options d'échange.

Source: ISDA.

Popularité croissante des bons de souscription ...

1992 à \$49,1 milliards en 1993. Bien que cette augmentation ait surtout concerné les actions et obligations européennes, un nombre important a porté sur des titres ou paniers de titres d'entreprises de pays en développement. Les bons de souscription sont généralement vendus à la clientèle qui ne peut pas accéder aux marchés organisés ou réside dans des pays où n'existent pas vraiment d'instruments dérivés liés aux actions. Ils permettent aussi aux investisseurs de prendre des positions «sur mesure» sur un marché donné, ce qui ne serait pas possible dans le cadre de marchés organisés ou par le biais d'options équivalentes sur le gré à gré. En outre, les chiffres montrent que le dynamisme de ce compartiment et le nombre croissant d'intermédiaires en ont accru la liquidité et réduit les primes par rapport aux options de gré à gré.

... et des titres composés comportant des caractéristiques de produits dérivés

L'an dernier a aussi été marqué par une vive expansion des émissions de titres composés, répondant au souci de préserver le revenu courant des investisseurs dans un contexte de baisse des rendements. Ainsi, on a offert certains titres comportant un coupon initial plus élevé mais un remboursement du principal lié à un indice financier, sur actions par exemple. En outre, l'accroissement des investissements boursiers transfrontières, conjugué à une forte incertitude sur les changes, a poussé à développer des produits permettant aux investisseurs d'opérer sur des Bourses étrangères tout en supprimant le risque de change correspondant. L'élargissement des bandes du MCE, en août, a également suscité un intérêt accru pour des instruments comme les options sur panier de monnaies du MCE.

#### *Autres évolutions et questions concernant ces marchés*

Concurrence entre marchés européens

La concurrence entre marchés est restée intense en 1993, surtout en Europe, où le LIFFE a continué de profiter de la position centrale de Londres pour les transactions internationales au comptant en élargissant sa gamme d'instruments liés aux titres étrangers. Parallèlement, d'autres places européennes ont essayé de se renforcer par rapport au LIFFE en concluant des accords de coopération et en complétant l'éventail de leurs produits. Le premier volet de cette stratégie est illustré par l'accord de partenariat passé entre le MATIF, en France, et la Deutsche Terminbörse (DTB), en Allemagne, en vue d'offrir conjointement la cotation de plusieurs contrats de taux d'intérêt. Comme exemple du second aspect, on peut citer l'institution, par la DTB, d'un contrat interbancaire sur deutsche marks qui comporte certaines caractéristiques du contrat eurodeutsche mark proposé par le LIFFE. La DTB a aussi créé un contrat à long terme (sur les obligations à quinze-trente ans Bund et Treuhand), après la décision du gouvernement allemand de reprendre les émissions sur le plus long terme.

Les places américaines créent des contrats capables de concurrencer les marchés de gré à gré

Aux États-Unis, certains marchés organisés se sont efforcés de créer des instruments et services capables de mieux concurrencer les produits de gré à gré. Ainsi, le Chicago Board Options Exchange (CBOE) a lancé des options sur indices boursiers dites *flex*, qui présentent plusieurs caractéristiques de ces produits «sur mesure», par exemple la possibilité de choisir le prix d'exercice, la durée (jusqu'à cinq ans) et le type d'exercice (américain ou européen), tout en offrant les avantages d'une réduction du risque de



contrepartie et la transparence des cours propre aux marchés organisés. Cette innovation du CBOE a été reprise par d'autres places américaines, qui proposent des contrats sur indices boursiers et titres du Trésor des États-Unis, de façon à améliorer la liquidité du marché des options en facilitant l'accès de nouvelles contreparties moins bien notées. D'autre part, le Chicago Mercantile Exchange (CME) et le Singapore Mercantile Exchange (SIMEX) ont institué des contrats sur devises conçus comme répliques des transactions au comptant de gré à gré. Le contrat *rolling spot* du CME, par exemple, permet aux participants de calquer ces transactions, mais sans règlement automatique à deux jours et sans échange de montants bruts. Le règlement dans le cadre d'un marché organisé, après compensation intrajournalière des profits et pertes, devrait réduire le nombre et le volume des opérations interbancaires, donc le risque de livraison. Les appels de marges par le marché devraient aussi limiter notablement le risque de contrepartie.

Les préoccupations soulevées par l'intensification du risque de contrepartie sur les marchés de gré à gré ont, depuis quelques années, amené les participants à réagir par diverses mesures: mise au point d'accords-cadres prévoyant la compensation; clauses de résiliation des contrats si la notation d'une contrepartie baisse, si ses positions dépassent un seuil donné ou si sa situation financière se dégrade de quelque autre façon; obligation de nantissement des positions non dénouées; réévaluation périodique aux cours du marché et liquidation des positions ouvertes; réduction des lignes de crédit pour les contreparties les moins bien notées et plafonnement des positions pour les meilleures signatures; enfin, création de filiales spécialisées dotées d'un capital distinct.

Si plusieurs de ces mesures ont permis de limiter le risque de contrepartie, des préoccupations subsistent quant aux implications des clauses de nantissement et de résiliation car, en période d'instabilité financière, il peut être très difficile d'évaluer le besoin de garanties ou d'obtenir les sûretés nécessaires. En outre, si l'on institue ou renforce une exigence de nantissement en cas de déclassement ou de turbulences financières, on risque d'accentuer la volatilité des cours des actifs gagés. Enfin, si la création de filiales spécialisées en produits dérivés a été assortie de garanties juridiques et opérationnelles complexes visant à les protéger contre la faillite de la société mère, on peut se demander si elles seraient vraiment à l'abri des problèmes de contagion que connaissent les conglomérats lorsqu'une des sociétés du groupe est en difficulté.

Le débat concernant la création de chambres de compensation pour les transactions de gré à gré s'est poursuivi l'an dernier. De telles institutions peuvent, certes, si leur conception est adéquate, réduire notablement le risque de contrepartie. Toutefois, leur mise en place dans ces marchés pose des problèmes techniques et pratiques, compte tenu du caractère «sur mesure» des transactions et de l'absence d'accord sur les critères d'évaluation de beaucoup d'instruments (voir Chapitre VIII). De plus, les contreparties les mieux notées n'auraient guère intérêt à y participer. Néanmoins, un certain nombre d'intermédiaires financiers et de places ont commencé à

Les participants s'efforcent toujours de limiter les risques ...

... mais des préoccupations subsistent

Poursuite du débat sur les chambres de compensation pour le gré à gré

proposer des mécanismes de compensation dans ce domaine. Une banque d'affaires, par exemple, intervenant en qualité d'agent-tiers, a créé un service de gestion des garanties qui se charge de surveiller les positions des contreparties, collecter les marges et réévaluer périodiquement les sûretés, tout en assurant la garde des actifs remis en nantissement. Étant donné le caractère sensible des informations financières relatives au règlement des marges, un service de cette nature pourrait s'avérer très utile pour les opérateurs de second rang (fonds de pension et compagnies d'assurances), qui n'entrent pas en concurrence directe avec les grandes banques commerciales et d'affaires. Le Chicago Board of Trade (CBOT) projette, lui aussi, de mettre en place un service similaire et, plus tard, de fonder un véritable dispositif de chambre de compensation pour échanges financiers semi-standardisés. Plusieurs autres places travaillent sur des projets semblables.

Publication  
d'études ...

... appelant à  
l'amélioration de  
la gestion des  
risques et de la  
transparence

Nécessité d'une  
analyse plus  
vaste des pro-  
blèmes posés

Un certain nombre d'études sur les marchés dérivés ont été publiées l'année dernière par des banques centrales, autorités prudentielles, législateurs et intervenants. Le rapport du Groupe des Trente, paru en juillet, a suscité une attention toute particulière. Préparé principalement par des participants à ces marchés, ce document examine de manière exhaustive l'activité, les risques et les moyens de les gérer. Il contient aussi un code de saine gestion à l'intention des opérateurs et de la clientèle, sous forme de recommandations visant à renforcer la maîtrise des risques et à améliorer la transparence. Il invite, en outre, les autorités chargées de la législation et du contrôle prudentiel à reconnaître les dispositifs de compensation, à éliminer les incertitudes juridiques et réglementaires, à supprimer les distorsions fiscales pénalisant l'usage des instruments dérivés et à mettre au point des pratiques comptables et règles de notification compatibles à l'échelle internationale. Le rapport conclut que l'expansion des marchés dérivés n'a pas fait naître des risques fondamentalement différents de ceux qui existent déjà sur les marchés des capitaux. Il précise également qu'elle n'a pas notablement aggravé le risque systémique et que les préoccupations prudentielles peuvent être traitées dans le cadre des structures de contrôle existantes. Si ce texte a reçu un accueil très favorable de la part des autorités de tutelle pour avoir défini les principes d'un contrôle efficient des risques, on a estimé dans l'ensemble qu'il serait utile de procéder à une analyse plus détaillée des problèmes que ces marchés posent aux autorités, et qui vont au-delà de la bonne gestion des établissements, puisqu'ils ont trait à la transparence du marché, à la protection de la clientèle et, plus généralement, aux questions systémiques.

Les lourdes pertes qu'ont subies un certain nombre d'entreprises au cours de l'année ont renforcé les préoccupations concernant l'utilisation de ces instruments. Il apparaît que ces pertes ont été en grande partie dues soit à une stratégie de couverture incorrecte, soit à un mécanisme inadéquat de contrôle interne (qui a toléré des transactions non autorisées ou même frauduleuses), soit à une spéculation pure et simple visant à gonfler les revenus dans un contexte de baisse des rendements des actifs financiers, soit enfin à une appréciation erronée des conséquences fiscales.



Ces pertes et le débat qui se poursuit sur les risques potentiels des marchés dérivés ont encore souligné la nécessité de mettre au point une méthode plus précise de mesure des positions exactes que ces produits impliquent et de l'ampleur de ces marchés en comparaison avec ceux au comptant. Le «Rapport Promisel» (*Recent Developments in International Interbank Relations*), publié en 1992 par un groupe de travail constitué par les banques centrales du Groupe des Dix, demandait déjà une amélioration de la qualité et de la couverture des statistiques concernant les produits de gré à gré. À l'heure actuelle, ces données sont collectées par les places elles-mêmes, par plusieurs associations professionnelles, comme la Futures Industry Association et l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA), ainsi que, dans le cadre de leur responsabilité, par les autorités de tutelle nationales. On peut aussi trouver des informations dans les comptes financiers publiés par les teneurs de marché et la clientèle. Récemment, l'attention s'est concentrée sur le montant du principal notionnel des échanges financiers et de leurs dérivés notifié par l'ISDA. Si l'étude de cette organisation est à présent la plus fouillée dans son domaine, les données ainsi rassemblées ne représentent, cependant, qu'un indicateur partiel de l'activité de gré à gré. En effet, celle-ci est beaucoup plus vaste, puisqu'elle comporte des instruments financiers à terme et à option sur devises, obligations et actions, ainsi que toute une gamme de titres composés et d'échanges entre produits de compartiments différents. En mai 1994, le Président du Comité des gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix a annoncé que ce Comité avait approuvé le projet de lancement d'une étude globale sur l'activité des marchés dérivés, qui sera menée dans le cadre des enquêtes triennales effectuées par les banques centrales sur les marchés des changes, la prochaine étant prévue pour avril 1995.

## Marché de l'or

Après s'en être détournés pendant plusieurs années, les investisseurs d'Amérique du Nord et d'Europe ont recommencé, l'an dernier, à voir dans l'or un instrument d'investissement attractif. La baisse des taux d'intérêt, qui a réduit le coût d'opportunité inhérent à sa détention, et l'instabilité des marchés des changes et des capitaux ont contribué à stimuler la demande. Alors que la récession en Europe a pesé sur la demande de bijouterie et autres produits en or, on a enregistré une augmentation modeste de la consommation en Amérique du Nord avec l'accélération de la croissance. Globalement, toutefois, la demande de consommation a diminué par rapport à son maximum de 1992.

Du côté de l'offre, la production minière a légèrement augmenté. L'élément le plus notable a été la quantité exceptionnelle d'or vendu par des détenteurs officiels. En fait, leurs cessions nettes n'avaient jamais été aussi élevées depuis 1979. Ce résultat s'explique principalement par le règlement d'une transaction à terme portant sur 400 tonnes, conclue par les Pays-Bas à la fin de 1992, et par des ventes records du Canada, qui poursuit son programme, déjà ancien, de réduction des avoirs officiels.

Regain d'intérêt des investisseurs pour l'or...

...satisfait par une offre abondante des détenteurs officiels...

Origine de l'or (estimations)					
Rubrique	1989	1990	1991	1992	1993
	en tonnes				
Production mondiale <sup>1</sup>	2.070	2.135	2.160	2.235	2.280
Afrique du Sud	608	605	601	614	620
États-Unis	266	294	296	329	336
Australie	204	244	236	244	247
Ex-Union soviétique	285	270	252	237	244
Canada	160	167	177	160	151
Chine	86	95	110	118	127
Brésil	101	84	79	77	76
Papouasie-Nouvelle-Guinée	34	34	61	71	62
Autres pays	326	342	348	385	417
Apport net des encaisses-or officielles <sup>2</sup>	180	30	70	305	565
Apport net des opérations financières <sup>1,3</sup>	140	235	65	185	135
Total (= absorption non monétaire, estimations)	2.390	2.400	2.295	2.725	2.980
Pour mémoire:	moyenne annuelle, en dollars EU l'once				
Cours de l'or					
en dollars EU courants	381	384	362	344	360
en dollars EU constants <sup>4</sup>	119	114	103	95	97

<sup>1</sup> Source: Gold Fields Mineral Services Ltd. (Londres). <sup>2</sup> Selon les données fournies au FMI.  
<sup>3</sup> Y compris prêts, ventes à terme et options de couverture sur or. <sup>4</sup> Corrigés de l'indice des prix à la consommation aux États-Unis (1970 = 100).

... et menant à un raffermissement du cours de l'or

Sous l'effet du dynamisme de la demande aux fins d'investissement et de spéculation, les cours se sont affermis, en termes réels, pour la première fois depuis six ans. Ils sont montés à plus de \$390 en fin d'année, soit une hausse de 17% par rapport à la fin de 1992. Pendant les quatre premiers mois de 1994, l'or s'est échangé dans la fourchette \$370-395. Les produits dérivés ont également joué un rôle important sur ce marché, l'an dernier: divers instruments sur or ont permis aux investisseurs de prendre des positions sans avoir à assumer les coûts qu'implique la détention du produit sous-jacent. On a remarqué, à plusieurs reprises, la présence sur le marché de représentants de fonds spéculatifs et de maisons de courtage spécialisées négociant pour leur propre compte. Les cours sont devenus nettement plus volatils au printemps de 1993 et sont restés élevés jusqu'en septembre. Cette tendance a incité les opérateurs qui ajustent en permanence leurs portefeuilles à prêter plus d'attention au marché de l'or.



## VI. Politique monétaire

### Faits saillants

L'an dernier, la politique suivie par les autorités monétaires dans les pays industriels a reflété leur désir de permettre un redémarrage progressif de l'activité réelle, tout en consolidant et en amplifiant les gains obtenus dans la lutte contre l'inflation.

Aux États-Unis, la politique a conservé une orientation accommodante en 1993, mais a été légèrement durcie au début de 1994 afin de prévenir une remontée de l'inflation, alors que la croissance s'accélérait et que le sous-emploi des capacités de production se réduisait. Dans les autres économies industrielles, les taux d'intérêt ont continué de baisser. L'assouplissement monétaire s'est poursuivi dans celles dont la monnaie avait été mise en flottement ou dévaluée fin 1992 ou début 1993. En Allemagne, le rythme de la détente a tenu compte de la lente atténuation des pressions des salaires et des prix. Dans les autres pays membres du mécanisme de change européen (MCE), la politique a été desserrée, généralement à la suite de l'élargissement des bandes de fluctuation, lorsque la monnaie, après un repli initial, s'est raffermie face au deutsche mark.

Avec la diminution des taux courts, les prix des actifs ont été légèrement mieux orientés en 1993 que l'année précédente. Le recul des prix immobiliers s'est interrompu dans certains pays et ralenti dans d'autres, mais leur faiblesse entrave toujours la reprise économique au Japon et dans de nombreux pays européens. Les cours des obligations se sont inscrits en hausse durant la majeure partie de l'année et, à l'exception notable du Japon, ceux des actions se sont également montrés le plus souvent dynamiques. Au début de 1994, les prix des actifs financiers ont toutefois enregistré un repli.

La lenteur des réactions de l'activité économique à l'abaissement des taux à court terme et les différences entre pays quant aux échéances et à la nature des taux des contrats financiers – mises en relief par les turbulences de change – ont focalisé l'attention sur les mécanismes de transmission de la politique monétaire et souligné la nécessité de faire preuve de souplesse dans son application.

Les autorités monétaires ont néanmoins continué d'insister sur l'importance de la stabilité des prix, but ultime de leur politique. Mais les démarches qu'elles adoptent pour l'atteindre diffèrent maintenant de façon marquée, surtout en ce qui concerne l'utilisation des objectifs intermédiaires et la publication d'objectifs chiffrés d'inflation.

### Politique monétaire et activité économique

L'an dernier, les banques centrales des pays industriels ont été confrontées à des choix difficiles, devant décider jusqu'à quel point elles pouvaient

accompagner la reprise sans compromettre les résultats obtenus en matière de stabilité des prix. La persistance d'une sous-utilisation des capacités aux États-Unis et le ralentissement de l'activité au Japon ont constitué les déterminants essentiels de l'orientation monétaire dans ces économies. En ce qui concerne la plupart des pays européens, en revanche, la marge de manœuvre de la politique a été limitée, à des degrés divers, par la crainte qu'un assouplissement rapide ne ravive les pressions inflationnistes, soit directement en agissant sur les anticipations, soit indirectement par son incidence sur le cours de change. Les évaluations divergentes des conséquences de la réduction des taux courts ont contribué à différencier les orientations suivies dans les pays du MCE et dans certains autres.

#### *Indicateurs des conditions monétaires internes*

Taux d'intérêt  
à court terme

L'incidence de la politique monétaire sur l'économie s'évalue en recourant à une gamme d'indicateurs. Le taux d'intérêt à court terme est l'instrument que les autorités contrôlent le plus directement, mais cette variable n'est pas nécessairement celle qui joue le rôle le plus important dans les décisions économiques. L'influence de la politique monétaire sur l'activité dépend également de la réaction des taux d'intérêt à long terme, des cours de change et des prix des actifs internes ainsi que de l'impact (non observable) de ses inflexions sur les anticipations en matière d'inflation.

Structure des  
taux d'intérêt

L'écart, en termes nominaux, entre taux courts et rendements obligataires peut s'interpréter de diverses manières. Une courbe des rendements ascendante indique que les taux courts sont bas par rapport à leur niveau moyen anticipé et que l'orientation monétaire est donc assez souple. Mais il n'existe pas de relation mécanique entre les modifications des taux courts induites par les autorités et le comportement des taux longs. Lorsque la baisse des taux courts est perçue comme l'élément d'une stratégie crédible de stabilité des prix, elle peut s'accompagner d'une détente des rendements obligataires; en revanche, si elle donne à penser que le désir de stimuler l'activité prend le pas sur la volonté de maîtriser la hausse des prix, elle peut avoir l'effet inverse. Dans la majeure partie des pays, l'incidence des variations des taux directs sur la production dépend en grande partie de la réponse des taux longs, ce qui souligne le rôle important de la crédibilité dans la réaction des marchés obligataires aux inflexions de l'orientation monétaire. En 1993, la décre dans le compartiment du court terme en Europe s'est accompagnée d'une diminution parallèle pour les échéances longues, mais, au début de 1994, les taux courts et longs ont évolué dans des directions opposées, faisant de nouveau apparaître, dans la plupart des pays, une courbe des rendements ascendante.

Évolution des  
agrégats de  
monnaie et  
de crédit

Si le contrôle des taux d'intérêt à court terme est l'instrument de la politique monétaire, c'est le rythme d'expansion de la masse monétaire qui est largement utilisé pour apprécier son orientation. Un nombre croissant de pays ont cependant estimé que la demande de monnaie n'était pas suffisamment stable pour en faire le guide principal de la politique monétaire à courte échéance. La modification des circuits d'intermédiation financière résultant à la fois des innovations et de l'environnement changeant des taux

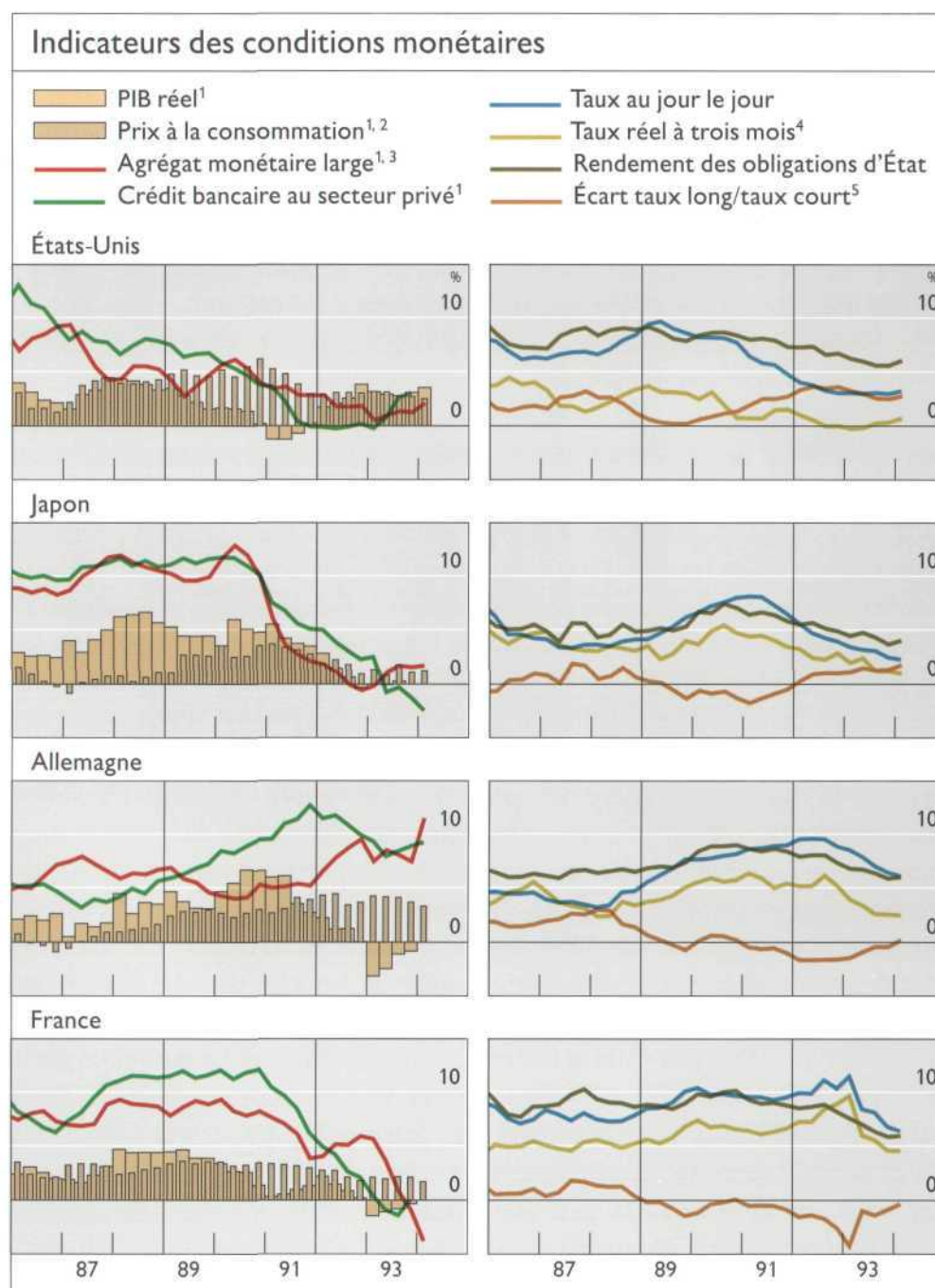


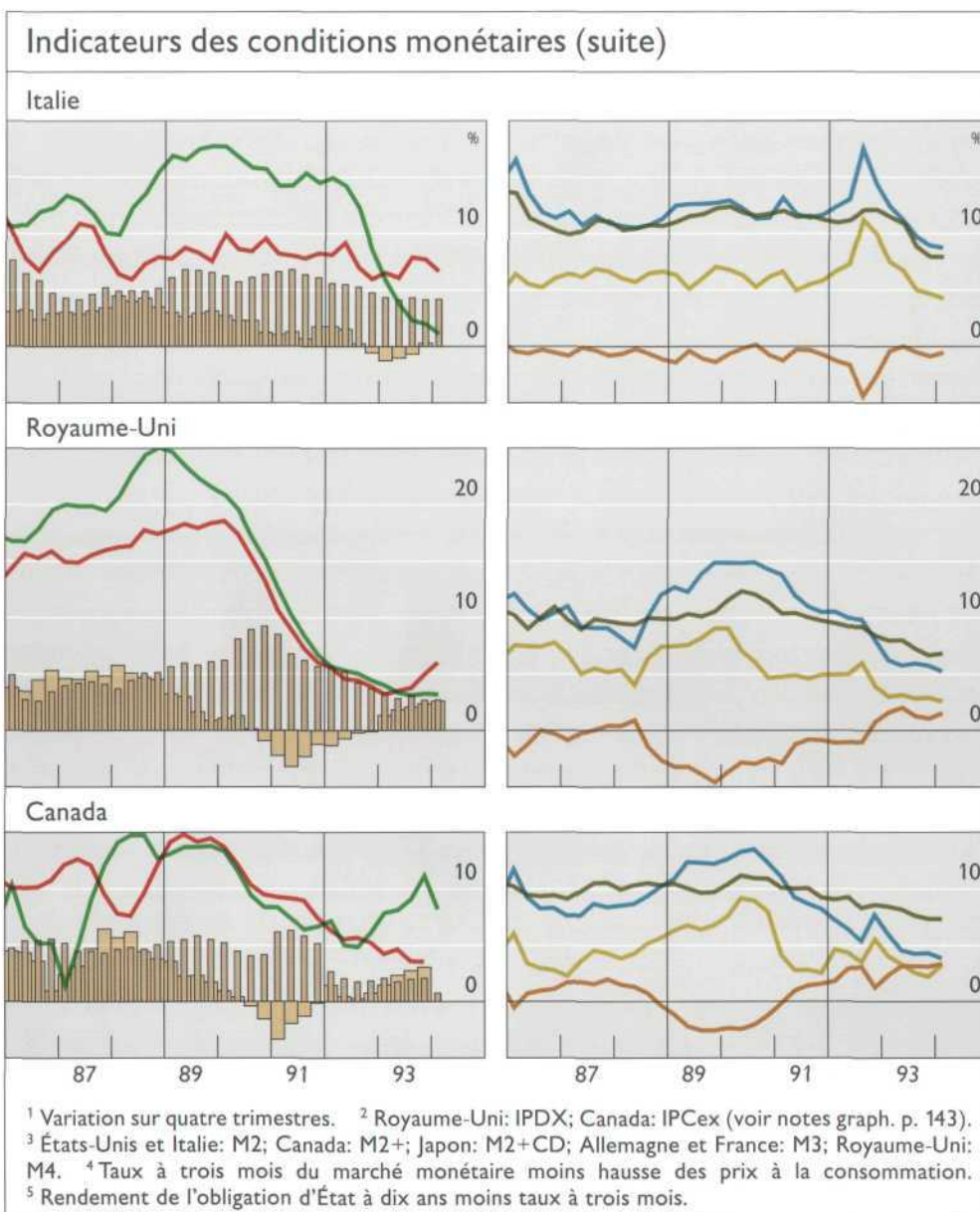
d'intérêt a eu tendance, en effet, à affaiblir la relation entre l'évolution des agrégats monétaires et le niveau de la demande finale. De nombreux pays assignent néanmoins un rôle d'indicateur, important dans certains cas, au comportement de la monnaie et du crédit.

### Politique et conditions monétaires dans les principales économies

En abaissant les taux d'intérêt à court terme aux États-Unis ces dernières années, la Réserve fédérale avait expressément tenu compte des contraintes financières exceptionnelles que le fardeau de la dette des entreprises et des ménages faisait peser sur l'activité économique. Bien que les taux courts n'aient pas poursuivi leur repli en 1993, la détente des rendements

Politique  
monétaire aux  
États-Unis...





obligataires s'est prolongée durant les trois premiers trimestres et a facilité la restructuration des bilans de ces agents économiques; les dépenses d'investissement sensibles aux taux d'intérêt s'en sont trouvées stimulées, ce qui a permis d'absorber une partie des capacités de production disponibles. Les établissements collecteurs de dépôts ont commencé à desserrer les conditions du crédit, même si leurs marges d'intérêts sont restées larges. Les crédits bancaires ont progressé lentement, mais les financements des agents non bancaires sur les marchés des obligations et des actions ont été exceptionnellement importants. La faiblesse de la croissance des agrégats larges de monnaie, qui reflétait en partie de volumineux investissements auprès d'organismes de placement collectif en obligations et actions, s'est traduite par une nouvelle accélération de la vitesse-revenu de M2. Au début de 1994, un premier ajustement en hausse du taux des fonds fédéraux a laissé les taux courts encore assez proches du rythme de l'inflation



structurelle, mais a engendré une réaction nettement plus forte sur les marchés obligataires.

Le loyer de l'argent au jour le jour sur le marché monétaire du Japon a été de nouveau abaissé à l'automne de 1993, lorsqu'un fléchissement de la confiance des industriels et un ralentissement des investissements ont encore assombri les perspectives de croissance. La lenteur persistante de la progression de M2+CD et la diminution des crédits bancaires au secteur privé ont reflété la contraction de l'investissement réel et l'ajustement des bilans des entreprises non financières, ainsi que la réaction des banques face à leurs pertes sur prêts. Les taux courts se sont inscrits à des creux absolus en termes nominaux, mais, comme les prix n'ont guère augmenté à la consommation et ont même reculé à la production l'an dernier, ils se situaient probablement un peu plus haut qu'aux États-Unis en termes réels.

... au Japon ...

Dans les quatre plus grandes économies européennes, les taux d'intérêt à court terme avaient atteint des niveaux élevés fin 1992 et début 1993 par rapport à la fois à l'inflation de l'époque et aux rendements obligataires. Au Royaume-Uni et en Italie, les taux courts réels se sont détendus après la mise en flottement de la monnaie: sur six mois environ au Royaume-Uni, plus progressivement et sur toute l'année dans le cas de l'Italie. En Allemagne, les taux à court terme ont été réduits par étapes à mesure que s'atténuaient les pressions inflationnistes; en France, après l'élargissement des bandes du MCE, ils se sont aussi nettement repliés en termes réels. Les rendements obligataires, généralement orientés à la baisse après la mi-1993 en Allemagne, en France et en Italie, sont demeurés inférieurs aux taux courts jusqu'au début de 1994.

... en Allemagne,  
en France, au  
Royaume-Uni,  
en Italie ...

Le gonflement de M3 en Allemagne est resté rapide en 1993 et la demande a été vigoureuse pour les crédits à long terme, mais nettement ralentie pour les prêts à court terme; l'expansion monétaire, fin 1993 et début 1994, a traduit en partie des influences spécifiques associées à des réformes fiscales. L'accélération de l'expansion de M4 au Royaume-Uni a été liée à une reprise des crédits bancaires aux particuliers, alors que la demande de monnaie au sens large et de crédit des entreprises demeurait faible. En France, M3 et le crédit bancaire se sont inscrits en repli, par réaction à l'atonie de l'économie, mais sous l'effet également de reports des prêts et dépôts vers les marchés des titres après une modification du traitement fiscal applicable aux SICAV monétaires. La croissance rapide de M2 en Italie en 1993 semble surtout attribuable à la baisse des taux d'intérêt.

Au Canada, les autorités monétaires s'étaient fixé un double but: assouplir les conditions monétaires dans le contexte d'un important sous-emploi des capacités et s'opposer aux pressions baissières sur le change, qui pouvaient menacer l'objectif publié en matière d'inflation. Les taux courts ont généralement diminué en 1993. Au printemps de 1994, toutefois, ils sont repassés bien au-dessus de ceux des États-Unis – malgré un différentiel d'inflation depuis longtemps favorable au Canada – à mesure que les autorités tentaient de limiter l'affaiblissement du dollar canadien. Les rendements obligataires sont demeurés supérieurs à leurs homologues américains, sans doute en raison des primes de risque associées aux incertitudes

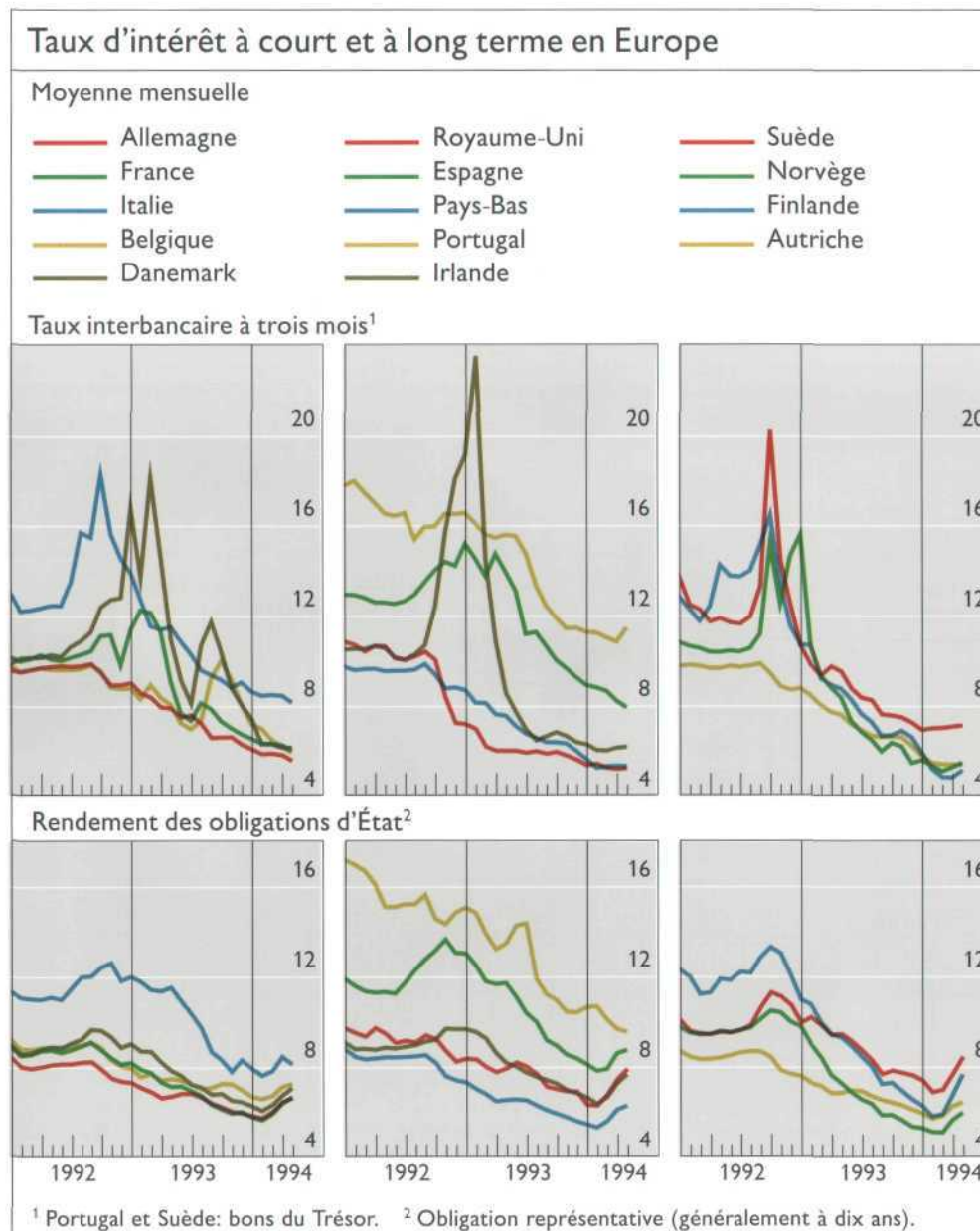
... et au Canada

politiques et à l'existence de larges déficits budgétaires, dans certaines provinces notamment. Quoique affectée par les préférences des entreprises pour les instruments des marchés financiers, à la fois dans leur rôle d'emprunteurs et de prêteurs, l'expansion des crédits bancaires et de M2+ a reflété la lenteur de la reprise.

#### Politique et conditions monétaires dans les autres pays industriels

Politique  
monétaire dans  
les pays du MCE

Dans de nombreux pays, la politique de taux d'intérêt a continué d'être fortement influencée par les marchés des changes. Dans certains pays du MCE, la volonté de défendre la parité de la monnaie s'est traduite par une élévation substantielle des taux à court terme au début et au milieu de 1993. Les autorités ont maintenu des orientations prudentes après l'élargissement des bandes de fluctuation, la détente ayant généralement eu pour but de rétablir les écarts de taux d'intérêt avec l'Allemagne à leurs niveaux d'avant la





crise. Au début de 1994, les positions relatives des monnaies dans la bande du MCE étaient comparables à celles qui existaient avant l'augmentation des marges.

Les taux courts nominaux ne sont descendus au-dessous de ceux de l'Allemagne que dans de rares pays européens en 1993 et au début de 1994; outre le Royaume-Uni, il s'agit notamment de la Finlande, dont la monnaie – qui s'était dépréciée – s'est redressée en termes effectifs réels l'an dernier, de la Norvège, qui a préservé la stabilité de la couronne face à l'Écu après une légère détérioration fin 1992, et des Pays-Bas, dont le florin est resté étroitement rattaché au deutsche mark. En Suède, les taux courts ont notablement baissé, mais sont demeurés bien au-dessus de ceux de l'Allemagne.

L'évolution de la politique et des conditions monétaires doit être analysée à la lumière des développements sur les changes. Une dépréciation du change, à taux d'intérêt constants, représente de fait un assouplissement monétaire. Elle peut attiser les pressions inflationnistes, toutes choses étant égales par ailleurs, à la fois par ses effets sur la demande d'exportations nettes et par les répercussions directes d'une hausse du coût des importations.

Ces deux dernières années, l'évolution des cours de change réels a sensiblement divergé dans les pays européens. En Suède et en Finlande, comme au Royaume-Uni et en Italie, les conditions monétaires ont été assouplies par la dépréciation de la monnaie en 1992–93. En Espagne et en

Finlande,  
Norvège  
et Suède

Incidence des  
variations de  
change sur les  
conditions  
monétaires

Taux d'intérêt réel et cours de change réel							
Pays	Taux d'intérêt réel à court terme <sup>1</sup>					Variation du cours de change réel <sup>2, 4</sup>	
	Niveau <sup>2</sup>			Variation <sup>3</sup>			
	Mars			Glissement annuel, mars			
	1992	1993	1994	1993	1994	1993	1994
Allemagne	4,9	3,7	2,6	-1,1	-1,1	9,4	0,7
France	7,2	9,1	4,8	1,9	-4,3	7,7	0,4
Belgique	6,9	5,4	3,9	-1,5	-1,6	2,4	- 2,7
Pays-Bas	5,7	5,1	2,3	-0,6	-2,8	6,0	0,3
Danemark	7,5	13,4	4,4	5,9	-8,9	7,6	- 3,7
Irlande	6,9	9,1	4,4	2,1	-4,7	- 3,7	- 4,2
Espagne	5,7	10,6	3,2	4,9	-7,5	- 9,6	-16,2
Italie	6,9	7,1	4,2	0,2	-2,9	-21,5	- 4,1
Royaume-Uni	4,9	2,5	2,7	-2,4	0,2	-14,6	1,4
Suède	9,3	4,8	5,4	-4,5	0,6	-25,0	- 9,5
Norvège	7,8	6,3	4,3	-1,6	-2,0	- 0,4	- 3,3
Finlande	9,4	6,2	4,4	-3,2	-1,6	-25,9	1,5
Japon	3,1	2,1	1,1	-1,0	-1,0	21,0	16,8
Canada	5,1	3,4	4,2	-1,7	0,8	- 5,0	-10,1
Australie	5,9	4,1	3,6	-1,7	-0,6	- 7,3	- 2,7
Suisse	2,7	1,5	2,6	-1,2	1,1	- 0,1	4,8

<sup>1</sup> Taux à trois mois corrigé de la variation des prix à la consommation sur les douze mois précédents (hors alimentation et énergie pour le Canada; prix de détail hors paiements d'intérêts hypothécaires pour le Royaume-Uni). <sup>2</sup> En %. <sup>3</sup> En points de pourcentage. <sup>4</sup> Cours effectif calculé sur la base des coûts unitaires de main-d'œuvre.

Sources: données nationales et BRI.

Irlande, l'activité a été stimulée par les réalignements au sein du MCE, qui comportaient implicitement une chute du cours de change effectif réel. Celui-ci n'a guère varié sur la période en Belgique, alors qu'il s'est apprécié aux Pays-Bas et au Danemark.

Variation des  
taux d'intérêt  
réels à court  
terme

Dans les petites économies européennes, les mouvements divergents ont plus porté, en 1993, sur les cours de change réels que sur les taux d'intérêt réels. Depuis le début de 1992, les taux réels ont globalement baissé dans tous les pays européens. Entre le début de 1992 et le printemps de 1994, les taux courts réels ont diminué de quelque 2-3 points de pourcentage en Belgique, aux Pays-Bas, au Danemark et en Espagne, à peu près parallèlement à ceux de l'Allemagne. En Suède, en Norvège et en Finlande, ils apparaissent s'être un peu plus repliés dans l'ensemble. Dans ces deux groupes de pays, cependant, ils sont restés supérieurs aux niveaux allemands.

Taux d'intérêt  
à long terme

Si la décrue des taux d'intérêt à court terme a contribué à préparer la voie à la reprise, ce sont les taux longs qui jouent un rôle important dans le financement des ménages et des entreprises non bancaires dans maints pays d'Europe continentale, comme cela sera examiné plus loin. Il est intéressant de noter que, l'an passé, dans la plupart des pays européens dont la monnaie s'était dépréciée, les taux longs ont diminué davantage qu'en Allemagne, le différentiel se réduisant même par comparaison avec les niveaux de début 1992, avant la crise. Cela s'explique sans doute en partie par une atténuation du risque de change dans le court terme dès que la dépréciation a été entérinée et par les signes de plus en plus nombreux montrant que celle-ci se répercutait faiblement sur les prix. Néanmoins, les efforts résolus déployés pour résister aux pressions sur les marchés des changes, même lorsqu'ils se sont finalement révélés infructueux, et la prudence affichée par la suite dans l'abaissement des taux courts ont peut-être raffermi la crédibilité de la politique. En outre, dans quelques pays dont la monnaie s'est dévalorisée, les mesures prises pour consolider le cadre institutionnel de la politique monétaire en renforçant, par exemple, l'autonomie de la banque centrale ont contribué à conforter la confiance des agents dans les politiques de stabilisation.

La politique  
monétaire en  
Australie et en  
Suisse

En Australie, l'affaiblissement du cours de change réel jusqu'en septembre 1993, puis son redressement, ont aidé à modérer l'incidence sur l'économie de l'évolution des prix des exportations de produits de base; les taux au jour le jour ont été maintenus inchangés. L'effet sur les conditions monétaires internes de la Suisse d'un raffermissement du franc en termes effectifs réels, à la fin de 1993, a été en partie contrebalancé par une réduction des taux courts. Dans ces deux économies, qui vivent depuis longtemps en régime de change flottant, les taux courts réels sont restés plus élevés qu'aux États-Unis.

## Politique monétaire et inflation

### *Diversité du cadre opérationnel de la politique monétaire*

Pendant de nombreuses années, la conduite de la politique monétaire dans la plupart des pays industriels a reposé sur l'hypothèse suivante: il est plus



facile d'obtenir la stabilité des prix et de bons résultats économiques d'ensemble en s'assignant un objectif intermédiaire servant de point d'ancrage nominal. Maîtriser l'expansion d'un agrégat monétaire convenablement choisi, sous réserve d'une stabilité acceptable de la demande de monnaie, ou définir un objectif de change approprié, sous réserve de performances économiques satisfaisantes dans le pays choisi comme référence, étaient considérés comme les meilleures façons de parvenir à la stabilité des prix à moyen et long terme. La stabilité à long terme était elle-même perçue comme le cadre le plus propice à la croissance de la production, de l'investissement et de l'emploi. Si la capacité d'action discrétionnaire des autorités monétaires face aux perturbations s'en trouvait limitée, cet inconvénient était de peu de poids par rapport au risque que ces réactions discrétionnaires soient mal interprétées ou trop empreintes de considérations politiques. Le recours à des objectifs intermédiaires pour assurer la cohérence de la politique visait à limiter une dérive inflationniste systématique et à permettre un renforcement de la crédibilité.

Utilisation  
des objectifs  
intermédiaires

Plus récemment, le cadre opérationnel de la politique dans différents pays est devenu plus diversifié, en particulier en ce qui concerne l'utilisation des objectifs intermédiaires et des indicateurs. On admet généralement que si, à court terme, l'orientation monétaire peut influencer la production, à long terme, elle agit principalement sur l'inflation qui, elle, nuit à un emploi efficient des ressources. On s'accorde moins sur la manière optimale de s'assurer que l'objectif de stabilité des prix est dûment pris en compte dans la mise en œuvre des instruments de la politique. Certaines banques centrales ont modifié le cadre dans lequel elles cherchent à résoudre cette question. Des objectifs d'inflation chiffrés ont été fixés au Royaume-Uni, au Canada, en Suède, en Finlande et en Nouvelle-Zélande. Des engagements de change définis en termes de bande de fluctuation étroite sont encore utilisés comme objectif intermédiaire aux Pays-Bas et en Autriche. Les cours pivots du MCE continuent de servir de référence, même dans les pays qui ont adopté la marge élargie. D'autres se fondent sur un éventail d'indicateurs, les États-Unis et le Japon accordant moins d'importance aux agrégats monétaires depuis deux ans.

Plus grande  
diversité  
des cadres  
opérationnels

### *Objectifs d'agrégats monétaires*

Les objectifs assignés aux agrégats monétaires sont susceptibles de fournir aux autorités un repère bien visible et contribuent à souligner leur responsabilité en matière d'inflation. Ils deviennent cependant moins utiles lorsque la trajectoire des agrégats cibles n'est pas suffisamment liée aux buts ultimes de la politique ou ne peut être contrôlée étroitement par les instruments dont disposent les banques centrales. Depuis deux ou trois ans, les difficultés que celles-ci ont rencontrées dans l'utilisation des agrégats monétaires comme objectifs et indicateurs n'ont cessé de s'amplifier, aux États-Unis et au Japon, en raison de la diminution de la part des établissements collecteurs de dépôts dans l'intermédiation financière et, dans certains pays d'Europe, par suite de l'incidence des perturbations de change sur l'évolution monétaire.

Objectifs publiés pour les agrégats monétaires						
Variation d'un quatrième trimestre à l'autre, en % <sup>1</sup>						
	États-Unis			Japon	Allemagne	France
	M2	M3	EITANF	M2+CD	M3	M3
1993 Objectif <sup>2</sup>	1-5	0-4	4-8	2	4½-6½	4-6½
Résultat	1,3	0,5	4,9	1,6	7,4	-1,5
1994 Objectif <sup>2</sup>	1-5	0-4	4-8	1-2 <sup>3</sup>	4-6	5
	Royaume-Uni		Italie	Espagne	Suisse	Grèce
	M0	M4	M2	ALP	MBC	M3
1993 Objectif <sup>2</sup>	0-4	3-9	5-7	4½-7½	3	9-12
Résultat	5,6	5,9	7,8	8,6	2,8	15,2
1994 Objectif <sup>2</sup>	0-4	3-9	5-7	3-7	1	9-11

EITANF = endettement intérieur total des agents non financiers sur les marchés du crédit; M0 = base monétaire au sens large; ALP = actifs liquides détenus par le public; MBC = monnaie de banque centrale.

<sup>1</sup> Espagne et Grèce: de décembre à décembre; Royaume-Uni: pour le résultat, période de douze mois se terminant en mars de l'année suivante. <sup>2</sup> Royaume-Uni et États-Unis (EITANF): fourchette de surveillance; Japon et, pour 1993, Suisse: simple projection. France et Suisse: le chiffre de 1994 est une norme à moyen terme; pour la France, il sert aussi de référence à la croissance de l'endettement intérieur. <sup>3</sup> D'un deuxième trimestre à l'autre.

Interprétation  
souple de  
l'évolution  
des agrégats

Les objectifs ou projections de croissance des agrégats monétaires ont perdu de leur importance aux États-Unis, au Japon et au Royaume-Uni. De tels objectifs sont encore utilisés en Allemagne, Suisse, France, Italie, Espagne et Grèce. En Suisse, la norme de croissance de la base monétaire ne porte que sur des périodes pluriannuelles, des déviations conjoncturelles ou autres étant acceptées pour une année. En France, les normes applicables à la monnaie et au crédit intérieur à partir de 1994 concernent uniquement, elles aussi, le moyen terme. En Allemagne, un objectif monétaire reste au centre de la conception de la politique, même si la Bundesbank apprécie depuis longtemps les évolutions monétaires à court terme avec souplesse, en surveillant également d'autres variables. En Italie et en Espagne, les normes d'expansion monétaire jouent un rôle accru comme guides de la politique des autorités, parallèlement à d'autres indicateurs, après l'atténuation des contraintes de change pesant sur l'orientation monétaire; néanmoins, le dépassement des objectifs a été accepté l'an dernier, compte tenu de la morosité économique. Il est clair que le recours actuel aux agrégats monétaires dans le cadre des stratégies anti-inflationnistes laisse une grande latitude dans l'interprétation des résultats.

#### Objectifs de change

Depuis le milieu de 1992, alors que le rattachement de la monnaie à un point d'ancrage constituait encore le fondement de la politique monétaire dans la plupart des pays industriels d'Europe, cinq d'entre eux ont laissé flotter leur monnaie et adopté d'autres stratégies anti-inflationnistes. Cependant, l'élargissement des bandes du MCE, l'an dernier, n'a pas conduit les États membres à faire usage de cette marge additionnelle pour assouplir leurs conditions monétaires de façon autonome. Comme en témoigne

Maintien du  
cours de change  
comme point  
d'ancrage dans  
les pays du MCE



l'évolution ultérieure des politiques et cours de change, les cours pivots du MCE continuent de servir de points d'ancrage à moyen terme.

Il est reconnu depuis longtemps que les politiques fondées sur le maintien d'un cours de change fixe requièrent des résultats satisfaisants en matière d'inflation dans le pays de référence et peuvent être source de dilemmes lorsque des décalages conjoncturels apparaissent entre les pays; cette exigence n'a toutefois pris sa signification concrète en Europe qu'après l'unification allemande puisque, auparavant, les objectifs de change jouaient un rôle positif dans la maîtrise de l'inflation et que les évolutions cycliques étaient suffisamment en phase. La désynchronisation est devenue plus nette après l'unification allemande et a constitué l'une des raisons qui ont amené certains pays à laisser flotter leur monnaie en 1992. Néanmoins, l'élargissement des bandes du MCE en 1993 a plutôt été décidé pour résoudre les problèmes que pose le respect d'un objectif sous forme de bande de fluctuation étroite face à d'amples mouvements internationaux de capitaux privés, facilités par la suppression du contrôle des changes et par l'institutionnalisation croissante de l'épargne privée.

Dans la plupart des pays membres du MCE, les autorités monétaires sont toujours sensibles aux avantages d'un point d'ancrage en termes de change, car la visibilité de cet objectif facilite le soutien de l'opinion en sa faveur. Le recours systématique à des ajustements de parités pour neutraliser des perturbations cycliques est incompatible avec l'utilisation du cours de change comme levier de discipline monétaire et instrument d'intégration économique. Certes, pour les monnaies flottantes, de fortes variations de change ont parfois exercé des effets néfastes sur l'activité économique, ce qui a été le cas au Japon l'an dernier. Toutefois, comme l'a démontré le passé récent, il peut également être dangereux de rattacher la monnaie à une devise de référence si ce lien ne peut être maintenu quand des pressions apparaissent.

#### *Gestion discrétionnaire de la demande et approche en termes de taux d'intérêt réels*

À défaut d'objectifs intermédiaires fiables, les autorités monétaires doivent adopter une approche plus discrétionnaire fondée sur une gamme d'indicateurs, afin de juger s'il leur est nécessaire d'ajuster leurs instruments pour maintenir la croissance à un niveau correspondant à un taux non inflationniste d'utilisation des ressources. Dans ce processus, elles doivent porter une appréciation sur la nature des perturbations affectant la dépense globale et l'activité, par exemple les contraintes liées à l'offre de crédit et au bas niveau des prix des actifs, comme aux États-Unis et au Japon ces dernières années. Une telle approche se heurte toutefois à deux difficultés: apprécier correctement les délais de réaction de l'économie et expliquer de façon convaincante pourquoi des mesures sont prises avant même que n'apparaissent les signes d'une modification de l'inflation.

En cherchant à évaluer si un ajustement des taux nominaux est justifié, il peut être parfois utile de comparer le niveau des taux d'intérêt réels qui en résulterait avec ce qui pourrait être considéré comme une moyenne

Approches faisant intervenir un élément d'appréciation

Critères pour les taux d'intérêt réels

«normale» pour le cycle. Une telle démarche a été suggérée par le Président du Conseil de la Réserve fédérale lors de son audition par le Congrès en juillet 1993.

L'idée qui sous-tend cette proposition est la suivante: si les taux d'intérêt réels peuvent être maintenus un certain temps à un niveau bas ou élevé, afin de remédier à la fragilité financière ou de combattre la surchauffe, un écart durable par rapport à la moyenne du cycle ne manquera pas de donner lieu, ultérieurement, à une correction excessive, qui amplifiera alors le cycle conjoncturel.

Certes, il est difficile de déterminer où se situe le niveau «neutre» des taux d'intérêt réels. Dans la plupart des pays industriels, ils semblent avoir été plus hauts pendant les années 80 que durant la décennie précédente, mais l'ampleur de l'écart et ses raisons font encore l'objet de controverse. Pour évaluer le niveau d'équilibre des taux réels à long terme en vue d'une utilisation régulière comme indicateur pour la politique monétaire, il faudrait tenir compte des évolutions cycliques et structurelles dues à des influences non monétaires telles que les anticipations concernant le solde budgétaire et la rentabilité des investissements. Fixer les taux réels à un niveau inapproprié pourrait, en effet, engendrer un processus cumulatif d'inflation ou de déflation.

Le taux des fonds fédéraux aux États-Unis semble n'avoir été négatif, en termes réels, que sur de brèves périodes, à l'exception majeure du milieu des années 70 lorsque, le fait est largement reconnu à présent, la politique monétaire fut vraiment laxiste et contribua à accélérer l'inflation par la suite. L'an dernier, le taux au jour le jour a probablement été négatif en termes réels aux États-Unis, mais positif dans tous les autres pays. Étant donné la vigueur de la reprise américaine et l'absence d'agrégats monétaires fiables susceptibles de justifier un durcissement rapide de l'orientation monétaire, on pourrait faire valoir que maintenir trop longtemps négatifs en termes réels les taux directeurs risque d'alimenter les pressions inflationnistes.

#### *Objectifs d'inflation publiés et indicateurs des anticipations inflationnistes*

Publication  
d'objectifs  
d'inflation à  
moyen terme

Dans le passé récent, des objectifs explicites d'inflation à moyen terme ont été publiés par les banques centrales du Canada et de Nouvelle-Zélande et, après la mise en flottement de leur monnaie, par celles du Royaume-Uni, de Suède et de Finlande. Dans certains cas, les objectifs ont été établis par le gouvernement ou en accord avec lui. En principe, une telle approche pourrait conférer aux autorités une plus grande marge de manœuvre qu'une politique de change pour adapter leur action à des évolutions inattendues de la demande intérieure globale. L'objectif peut être utilisé pour témoigner de la conviction qu'il n'existe pas de compromis à long terme entre croissance et inflation. Simultanément, l'horizon fixé permet d'éviter les conséquences indésirables pour l'activité d'une réduction trop rapide du rythme de hausse des prix. En l'absence d'objectifs intermédiaires servant de point d'ancrage, les autorités cherchent à régler les instruments de la politique monétaire de façon à respecter l'objectif d'inflation.



Objectifs d'inflation publiés <sup>1</sup>						
	Royaume-Uni	Canada	Suède	Nouvelle-Zélande	Finlande	France
	de décembre à décembre, en %					
1993 Objectif <sup>2</sup>	1-4	1½-3½	–	0-2	–	–
Résultat	2,7	1,7	4,1	1,4	1,6	2,1
Objectif à long terme <sup>3</sup>	<2	1-3	1-3	0-2	2	<2

<sup>1</sup> Royaume-Uni: prix de détail hors paiements d'intérêts hypothécaires; autres pays: prix à la consommation. <sup>2</sup> Royaume-Uni: vaut jusqu'à la fin de la législature. <sup>3</sup> Canada: s'applique jusqu'en 1998; Suède et Finlande: entre en vigueur à partir de 1995.

La publication d'objectifs d'inflation peut contribuer à mieux montrer que la maîtrise de l'évolution des prix est le souci premier de la politique monétaire, même lorsqu'un objectif intermédiaire est également affiché. Une mesure chiffrée de l'objectif ultime de stabilité des prix a été annoncée en France en janvier 1994, en plus de normes à moyen terme pour les agrégats de monnaie et de crédit intérieur. En Allemagne, la détermination de la fourchette assignée à la croissance annuelle de M3 semble comporter implicitement un objectif d'inflation, puisqu'elle prévoit une marge, jugée tolérable, de 2% de hausse des prix d'une année sur l'autre.

Le fait de chiffrer l'objectif d'inflation peut indiquer un engagement plus ferme de la politique monétaire et, s'il permet d'atténuer les pressions incitant la banque centrale à des ajustements à court terme, accroître la crédibilité de l'objectif. Celle-ci peut être renforcée par des aménagements du cadre institutionnel établissant l'indépendance de la banque centrale ou soustrayant, de toute autre manière, l'action monétaire aux pressions du monde politique.

Cette approche soulève quelques questions techniques concernant notamment la définition précise de la variable retenue et le choix d'un objectif sous forme de niveau ou de fourchette. La plupart des autorités monétaires ont choisi en pratique l'indice des prix à la consommation, essentiellement parce qu'il est bien connu du public et à cause de son influence sur les négociations salariales. Au Canada, en Nouvelle-Zélande et en Suède, cet indice est corrigé des distorsions dues à des modifications de la fiscalité ou à d'autres facteurs spécifiques. Au Royaume-Uni, il exclut les paiements d'intérêts hypothécaires, dont l'évolution reflète principalement l'action des autorités sur les taux. Bien que moins précise qu'une norme, une fourchette peut, pour cette raison, être parfois plus crédible. Un objectif d'inflation supérieur à zéro traduit la prise en compte d'erreurs de mesure et de déformations dans les indices ainsi que les problèmes pratiques qui résulteraient d'une baisse généralisée des prix. Les pays qui ont publié un objectif en ont habituellement fixé le point médian ou le jalon haut à 2%.

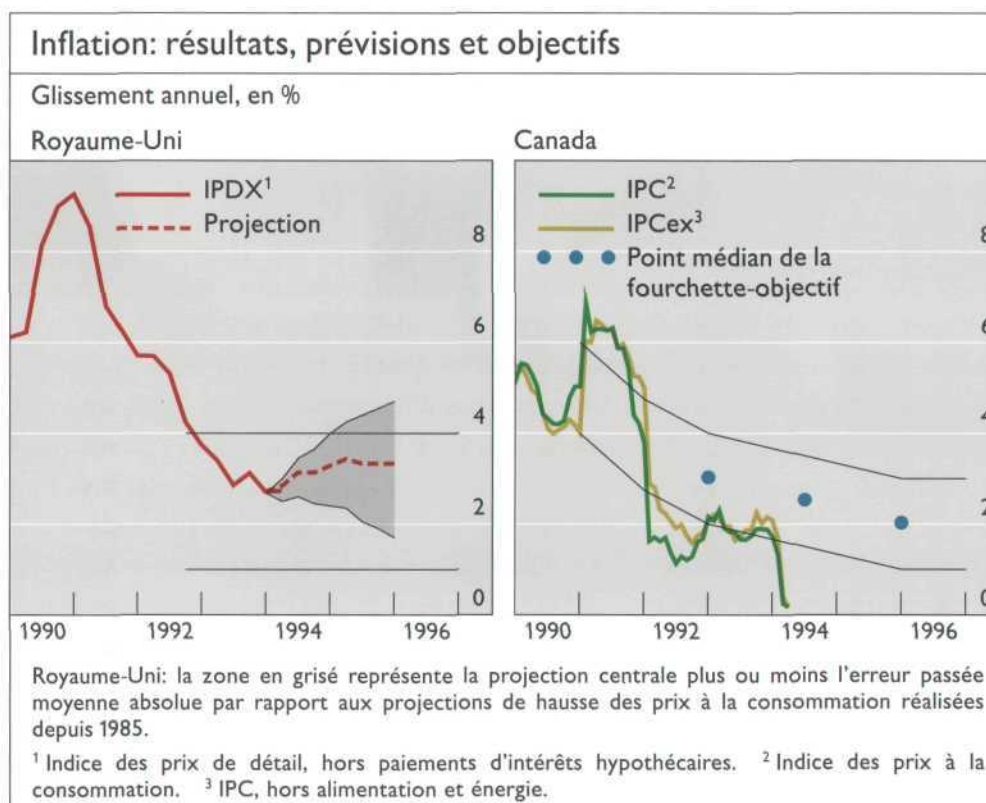
Étant donné la longueur du délai qui sépare l'action des autorités et son incidence sur l'inflation, la banque centrale doit disposer de moyens lui permettant d'ajuster ses instruments au moment opportun et de la manière appropriée. En l'absence d'objectifs intermédiaires, elle peut s'appuyer en partie sur des prévisions concernant la relation entre le réglage des instruments, les pressions de la demande globale et l'inflation, ou s'en

Aspects techniques du choix de l'objectif d'inflation

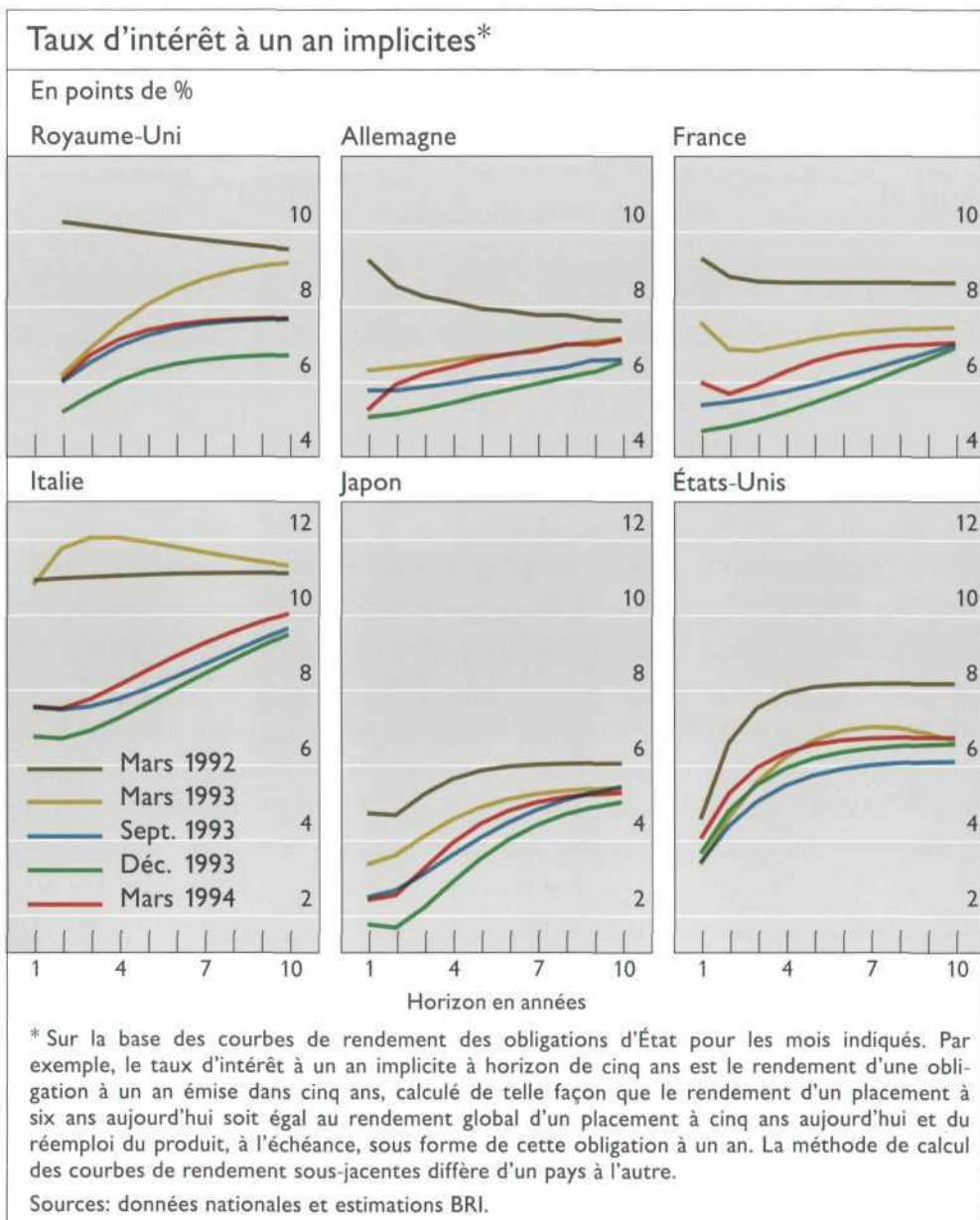
remettre principalement à un seul indicateur tel que le cours de change, comme en Nouvelle-Zélande.

Au Canada et en Nouvelle-Zélande, la hausse des prix constatée a été ramenée vers la borne inférieure de la fourchette-objectif en 1992, en partie sous l'effet de la récession durable qui touchait les principaux marchés à l'exportation et, dans le cas du Canada, des transformations structurales qui ont freiné l'activité davantage que prévu. Au Royaume-Uni, en Suède et en Finlande, les autorités ont surtout veillé à ce que la réaction de l'économie à la dépréciation du change ne pousse pas la hausse des prix au-delà de la fourchette-objectif. Le Royaume-Uni, qui a été le premier de ces trois pays à adopter un objectif d'inflation, semble avoir obtenu jusqu'à présent un certain succès, l'indice de référence étant revenu au point médian de la fourchette au début de 1994. En général, cependant, il est encore trop tôt pour juger si ces stratégies parviendront à contenir une accélération de l'inflation au moment où l'activité se développera.

Au Royaume-Uni et en Suède, des efforts sont déployés pour améliorer la transparence du processus sur lequel repose la politique et aider les intervenants du marché à faire la part des influences temporaires et durables sur les prix. Un rôle central est joué par les rapports sur l'inflation publiés par la banque centrale, qui comprennent notamment des prévisions sur le rythme de hausse des prix en fonction de la politique en vigueur; celles-ci se fondent sur une évaluation des coûts salariaux, du cours de change et des prix des actifs ainsi que sur les variations attendues des pressions de la demande. Les projections à un ou deux ans peuvent indiquer s'il est nécessaire de modifier la politique pour atteindre les objectifs assignés.







Des projections d'origine privée sont également utilisées comme signaux avancés d'une accumulation d'anticipations inflationnistes. Une attention minutieuse est accordée aux enquêtes d'opinion et à l'évolution des taux d'intérêt, afférents à des périodes futures, qui sont implicites dans la structure par échéance des taux. Ces taux d'intérêt implicites sont potentiellement utiles, mais pas toujours faciles à interpréter. Une baisse des taux implicites pour le futur proche, comme celle qui a été enregistrée entre le début de 1992 et la fin de 1993 dans de nombreux pays européens, reflète probablement des anticipations concernant la réaction des autorités à l'évolution conjoncturelle. La chute des taux implicites pour le futur éloigné, comme ce fut le cas au Royaume-Uni dans le même temps, semble prédire une modération des anticipations inflationnistes à long terme. Cette interprétation est confortée par le recul, de quelque 6% à 3½% environ, de la composante de ces anticipations inflationnistes, que l'on peut calculer par

Taux d'intérêt  
implicites et  
anticipations  
inflationnistes

comparaison avec les taux implicites à horizon lointain des titres d'État à taux indexé sur les prix. Une légère diminution des taux implicites pour le futur éloigné, en termes nominaux, a été observée l'an dernier en Italie, au Japon, en Allemagne et en France, économies où les perspectives d'inflation semblent tenues pour relativement favorables depuis quelque temps. La remontée des taux implicites dans tous les pays au début de 1994 est difficile à interpréter, mais peut porter à croire que leur tassement antérieur ne s'expliquait pas entièrement par un repli de l'inflation anticipée.

## Politique monétaire et prix des actifs

Prix de  
l'immobilier  
et politique  
monétaire

Ces dernières années, l'incidence sur l'activité des baisses prononcées des prix de l'immobilier, après le boum de la fin des années 80, a été soigneusement prise en considération dans la définition de la politique monétaire aux États-Unis, au Japon et dans de nombreux pays européens qui avaient mis leur monnaie en flottement. Les chutes des prix immobiliers, en termes à la

Immobilier: prix nominaux et corrigés de l'inflation								
Pays et ville	Prix nominaux				Prix corrigés de l'inflation			
	1988	1989	1992	1993	1988	1989	1992	1993
	indice, 1986 = 100							
	Immobilier d'habitation							
États-Unis	114,5	119,9	132,9	135,6	106,1	106,0	103,8	102,9
Japon	134,9	157,8	150,6	143,5	133,8	153,1	134,9	127,0
Royaume-Uni	146,5	177,1	165,9	161,7	134,1	150,4	117,2	112,5
Canada	138,3	155,9	158,5	161,0	127,4	136,8	123,8	123,5
Australie	138,8	165,8	182,5	185,8	119,3	132,5	130,4	130,4
Allemagne	100,5	98,5	150,5	149,5	99,0	94,4	130,5	124,6
France <sup>1</sup>	117,6	129,4	149,9	147,2	110,9	117,9	125,0	120,2
Suède	133,9	157,4	171,3	153,1	121,5	134,1	118,2	100,9
Norvège	117,7	109,1	89,2	91,3	101,5	89,9	66,7	66,8
Finlande	152,2	185,8	121,8	112,9	139,1	159,3	91,7	83,2
	Immobilier d'entreprise, grandes villes							
États-Unis <sup>2</sup>	107,1	107,9	71,9	68,1	99,2	95,4	56,2	51,7
Tokyo	165,9	173,9	136,5	111,5	164,6	168,7	122,3	98,7
Londres	164,6	160,0	69,2	73,3	150,7	135,8	48,9	51,0
Toronto <sup>3</sup>	124,2	136,3	104,2	91,0	114,4	119,6	81,4	69,8
Sydney	177,8	187,3	82,1	73,6	152,9	149,7	58,7	51,7
Francfort	140,9	193,4	199,3	182,5	138,8	185,4	172,8	152,1
Paris	117,6	144,2	119,9	104,9	110,9	131,3	99,9	85,6
Milan	132,7	167,3	201,0	170,2	120,6	143,1	144,4	117,1
Madrid	203,9	292,9	177,0	112,1	184,8	248,6	125,4	75,9
Stockholm	162,2	183,8	94,6	75,7	147,1	156,6	65,2	49,9
Oslo	110,8	93,5	65,5	67,1	95,5	77,1	49,0	49,1
Helsinki	160,8	189,2	121,6	118,2	147,0	162,2	91,6	87,1

<sup>1</sup> Logements neufs.   <sup>2</sup> Nord-Est.   <sup>3</sup> Indice des prix des bureaux dans l'Ontario.

Sources: données nationales; estimations BRI; pour les prix de l'immobilier d'entreprise, Jones Lang Wootton et divers groupements privés de professionnels de l'immobilier.



fois nominaux et réels, enregistrées plusieurs années durant dans divers pays ont alourdi la charge de l'endettement, créé des situations patrimoniales négatives pour les ménages et poussé à des ajustements de bilan dans le secteur privé. Elles ont également amené les banques et autres établissements financiers à resserrer les conditions de l'offre de crédit. L'an dernier, on a observé des signes d'inflexion du cycle long de l'immobilier d'habitation. Les prix se sont à nouveau clairement orientés à la hausse aux États-Unis, au Royaume-Uni, au Canada ainsi qu'en Australie et n'ont plus baissé en Suède; toutefois, au Japon et dans certains pays d'Europe continentale, où ils avaient atteint leur maximum plus récemment, ils semblent avoir continué de fléchir en 1993.

Dans l'immobilier d'entreprise, la surabondance de l'offre suscitée par la précédente phase ascendante des prix a laissé des séquelles particulièrement graves au Royaume-Uni ainsi que dans quelques pays nordiques et continue de peser sur les prix dans beaucoup d'autres. Des signes de reprise sont apparus l'an dernier dans certains pays qui étaient entrés les premiers dans la phase descendante du cycle, comme le Canada et les États-Unis. Au Royaume-Uni, l'indice des prix en milieu urbain s'est élevé à la fois en termes nominaux et réels, alors qu'un recul supplémentaire a été enregistré en Allemagne, en France, mais surtout en Espagne et en Italie. Au Japon, où la baisse des prix a contribué à alourdir les bilans des banques, les autorités ont accru leurs efforts en faveur d'une restructuration du secteur de la construction, en adoptant des mesures budgétaires pour freiner la chute des prix.

La bonne orientation manifeste des cours des actions depuis plusieurs années aux États-Unis s'est révélée particulièrement résistante en 1993; on pourrait considérer que c'est en partie par son intermédiaire que la détente monétaire a soutenu la reprise. En Europe, la remontée générale des cours, après les creux de septembre 1992, s'est poursuivie, la progression étant surtout sensible dans certains pays où les conditions monétaires ont été assouplies, du fait de la dépréciation du change ainsi que de la baisse des taux d'intérêt. En Suède, Norvège, Finlande, Espagne et Italie, le mouvement a été bien plus marqué qu'en Allemagne et en France. La fragilité des cotations a persisté au Japon l'an dernier, le redressement amorcé au début de 1993 s'étant en grande partie inversé à l'automne devant la déception provoquée par les perspectives économiques et l'appréciation du yen.

Après leur vif redressement de 1993, les cours des actions ont baissé au début de 1994 dans de nombreux pays industriels, dans la crainte que ne s'achève la période prolongée de décrue des taux longs. Ce retournement s'est accompagné d'une plus grande volatilité des cotations.

Aux États-Unis, où les cours des obligations avaient entamé leur repli en septembre 1993, la chute enregistrée entre février et avril 1994, à la suite du premier durcissement monétaire de l'actuelle phase de reprise, a reflété, en période de croissance supérieure aux anticipations, l'inquiétude soulevée par le risque d'accumulation de pressions inflationnistes.

La réaction rapide des autres places financières à la montée des rendements obligataires aux États-Unis est plus difficile à expliquer, puisqu'on ne

Bonne tenue  
des cours des  
actions en 1993

Baisse des actions  
et obligations au  
début de 1994

Actions: cours nominaux et corrigés de l'inflation								
Pays	Cours nominaux				Cours corrigés de l'inflation			
	Juin 1990	Sept. 1992	Mars 1993	Mars 1994	Juin 1990	Sept. 1992	Mars 1993	Mars 1994
	indice, premier trimestre 1987 = 100							
États-Unis	129,0	149,8	161,2	166,1	110,9	118,4	125,3	125,9
Japon	136,2	78,5	77,9	92,6	127,6	69,5	68,9	80,8
Royaume-Uni	124,1	122,6	150,0	171,6	98,2	88,2	108,0	120,8
Canada	100,4	93,4	102,1	122,7	86,4	74,7	80,6	96,7
Allemagne	132,0	100,8	111,6	135,9	123,4	87,0	93,7	110,5
France	132,6	117,4	130,1	142,6	119,9	99,9	108,8	117,6
Italie	108,5	52,5	72,4	94,8	90,4	38,6	52,0	65,4
Espagne	120,9	87,4	99,8	140,2	100,9	63,4	71,2	95,2
Suède	185,5	98,6	140,8	203,2	148,0	69,2	95,4	135,4
Norvège	211,1	109,0	150,8	227,0	177,9	86,3	117,4	174,9
Finlande	128,6	52,7	91,0	170,4	106,8	40,6	69,0	128,7

perçoit aucun signe clair de reprise ni au Japon ni dans maints pays européens. Le recul simultané des cotations des obligations sur de nombreux marchés au début de 1994, qui n'est pas sans rappeler l'effondrement des cours des actions dans le monde entier en octobre 1987, a été largement attribué à un mouvement de correction des fortes hausses antérieures associées à un important gonflement des positions internationales.

### Transmission de la politique monétaire

Le mécanisme de transmission de la politique monétaire a récemment suscité un regain d'attention, et ce pour trois raisons. Premièrement, lors de la présente phase de reprise, la croissance économique a paru réagir plus lentement que par le passé à l'assouplissement monétaire, ce qui a fait craindre que les baisses de taux d'intérêt soient moins capables désormais de stimuler la demande globale. Deuxièmement, les turbulences sur les changes européens entre mi-1992 et mi-1993 ont amené à se demander jusqu'où les taux courts peuvent être utilisés pour la défense des parités sans avoir de répercussions néfastes sur l'activité réelle. Troisièmement, les pays semblent répondre différemment aux incitations monétaires. Cela pose la question de savoir si le mécanisme de transmission comporte des caractéristiques spécifiques selon les pays et, dans ce cas, quelles en sont les implications pour la coordination des politiques monétaires. Certes, ces spécificités n'empêchent pas en elles-mêmes une telle coordination, mais celle-ci doit tenir compte de la diversité des structures économiques.

La politique monétaire affecte l'évolution macroéconomique de plusieurs manières. Par son action sur les taux d'intérêt réels, elle a un impact direct sur les décisions d'épargne et d'investissement des entreprises et des ménages. Elle exerce également son effet par le biais des flux de trésorerie, en agissant sur le revenu disponible des agents privés. En raison de la déréglementation financière et de l'accroissement notable de l'endettement brut

Incidence  
plus marquée  
de la politique  
monétaire  
sur les flux de  
trésorerie



des entreprises et des ménages dans bon nombre de pays durant les années 80, l'incidence de la politique monétaire sur les flux de trésorerie a pris de plus en plus d'ampleur ces dernières années.

L'importance des répercussions de la détente monétaire sur ces flux est illustrée par les exemples du Royaume-Uni et des États-Unis. Le processus d'assouplissement engagé au Royaume-Uni à la fin de 1990 s'est traduit, entre le troisième trimestre de cette année-là et le troisième de 1993, par une contraction de plus de 40% du ratio paiements d'intérêts bruts/PIB nominal pour les agents privés non financiers. Aux États-Unis, la détente monétaire réalisée entre 1989 et 1993 a notablement réduit ce ratio: de 30% pour les entreprises non financières et de 18% pour les ménages.

#### *Flux de trésorerie*

La transmission de la politique monétaire par le biais des flux de trésorerie s'opère par l'effet des variations des taux d'intérêt nominaux sur les montants d'intérêts payés et perçus par les entreprises et les ménages. Un relèvement de taux alourdit les paiements en termes nominaux et, même s'il n'est pas supérieur au rythme d'inflation, détériore généralement la situation de trésorerie des emprunteurs. Si les entreprises et ménages ne sont pas en mesure de faire face à cet accroissement du service de la dette, ni par prélèvement sur leur revenu courant ni par recours à de nouveaux emprunts, ils modéreront alors leurs dépenses en biens et services.

L'ampleur de cet effet de trésorerie dépend ainsi de façon cruciale de trois facteurs: l'endettement net de chaque entreprise ou ménage; la sensibilité des taux d'intérêt sur les actifs et passifs des agents privés aux variations des taux courts par lesquels les banques centrales mettent en œuvre leur politique; la capacité des entreprises et des ménages à accroître leurs emprunts.

La structure de l'endettement dans l'économie joue un rôle important sur l'amplitude de l'effet de trésorerie. Néanmoins, même si le secteur des ménages est détenteur net d'actifs rémunérés, une augmentation des taux d'intérêt n'implique pas nécessairement un accroissement de la consommation. Tout d'abord, les ajustements des taux payés et reçus peuvent intervenir à des moments différents après l'inflexion de l'orientation monétaire. En second lieu, au sein même des ménages, les comportements des créanciers et débiteurs peuvent évoluer de manière asymétrique: les débiteurs nets sont plus exposés aux restrictions de crédit, alors que les prêteurs nets peuvent avoir une plus faible propension marginale à consommer. Puisque la réaction des entreprises et des ménages à une modification du fardeau de la dette sera vraisemblablement plus marquée pour les débiteurs nets que pour les prêteurs nets, il ressort que les données sur leurs paiements d'intérêts nets (qui n'établissent aucune distinction entre les intérêts payés par les emprunteurs nets et ceux qui sont reçus par les prêteurs nets) ne traduisent pas nécessairement toute l'importance de l'effet de trésorerie.

Le deuxième grand facteur qui détermine l'ampleur de l'incidence de la politique monétaire sur les flux de trésorerie est la sensibilité des taux d'intérêt appliqués par les établissements de crédit et sur les marchés financiers

La transmission par les flux de trésorerie dépend de trois éléments:

structure de l'endettement;

sensibilité des  
taux d'intérêt  
aux inflexions  
de la politique;

face aux modifications des taux contrôlés par la banque centrale. Étant donné que l'importance de ce mode de transmission repose probablement de manière disproportionnée sur le comportement des emprunteurs nets, un élément particulièrement significatif à cet égard est le degré de répercussion de la politique monétaire sur les taux d'intérêt afférents à la dette des agents non financiers. Le jeu de ce mécanisme de transmission dépend donc au plus haut point de la structure par échéance de l'encours et de la mesure dans laquelle les taux des contrats peuvent être révisés. De surcroît, puisque la réponse des taux débiteurs bancaires à l'action monétaire peut être différente de celle des taux déterminés sur les marchés financiers, il convient aussi de prendre en considération la part des prêts bancaires dans l'endettement total.

et capacité  
d'emprunt

Le troisième facteur ayant une influence sur l'ampleur de l'effet de trésorerie est la capacité des entreprises et des ménages à ajuster leur endettement face à une augmentation des taux. Comme leur faculté d'emprunter est conditionnée par leur aptitude à honorer le paiement de leurs intérêts, l'effet de trésorerie sera sans doute plus sensible dans le cas d'agents déjà lourdement endettés et/ou à faible patrimoine net. Une hausse des taux associée à une dépréciation des actifs, qui amoindrit ainsi la possibilité pour les emprunteurs de remettre des garanties, aura un impact macroéconomique particulièrement marqué, comme le donne à penser la situation récente au Japon, aux États-Unis et dans les pays nordiques. En outre, une variation des prix des actifs affectant la valeur des portefeuilles de prêts des banques, et exerçant donc une incidence sur leur disposition à octroyer de nouveaux financements, joue également un rôle majeur dans l'ampleur des répercussions de la politique monétaire sur les flux de trésorerie.

#### *Structure de l'endettement*

Des différences  
dans la structure  
de l'endettement  
difficiles à  
évaluer...

Étant donné qu'on dispose de données limitées sur la part relative des financements à taux fixe et à taux variable, il est difficile de juger dans quelle mesure la structure de l'endettement privé varie à cet égard selon les pays. De plus, la distinction entre taux fixes et variables est elle-même floue, car la rémunération versée sur certains prêts, classés dans la catégorie à taux fixe, peut parfois être révisée, tandis que les taux variables peuvent n'être modifiés que rarement ou être référencés sur celui du marché des capitaux à long terme, peu sensible aux taux courts modulés par la banque centrale. En outre, puisque les critères de différenciation entre prêts à court et à long terme varient d'un pays à l'autre, il est malaisé de comparer les données sur le plan international. Enfin, les innovations financières ont élargi la gamme des instruments dérivés permettant aux emprunteurs et prêteurs de transformer les caractéristiques des paiements versés ou reçus dans le cadre du contrat initial.

... mais  
néanmoins  
importantes

Il convient de tenir compte de ces réserves en interprétant le tableau de la page 150, qui présente quelques estimations sur la structure de l'endettement dans plusieurs pays et laisse entrevoir d'importantes différences. En Allemagne et en France, les prêts sont largement accordés à taux fixes. À l'inverse, les taux variables prédominent au Royaume-Uni et sont



Structure de l'endettement du secteur privé non financier, fin 1992			
Pays	Part de l'endettement		
	à taux fixe*	à long terme*	auprès des banques
Allemagne	Taux relativement rigides: 53% du crédit bancaire.	69% de la dette des entreprises; 85% des crédits au logement.	89% de la dette des entreprises.
Canada	40% du total des prêts aux sociétés privées.	42% du total des prêts aux sociétés privées.	27% du total des prêts aux sociétés privées.
États-Unis	47% de l'ensemble du crédit bancaire.	60% de la dette des sociétés; 69% de la dette des ménages.	30% de la dette des sociétés.
France	87% du crédit bancaire aux ménages; 31% du crédit bancaire aux entreprises.	68% de la dette des entreprises; 87% de la dette des ménages.	82% de la dette des entreprises.
Italie		37% de la dette des entreprises; 71% de la dette des ménages.	68% de la dette des entreprises.
Japon	19% des prêts bancaires.	43% des prêts bancaires.	74% de la dette des sociétés.
Royaume-Uni	15% des prêts bancaires aux petites entreprises.	67% de la dette des grandes sociétés.	63% de la dette des sociétés.
Encours d'endettement, hors crédits commerciaux et actions. Sur la base de données nationales, dont la définition varie selon les pays. Les chiffres doivent être considérés comme des estimations. * États-Unis: endettement sous forme d'emprunts hypothécaires et obligataires. Sources: banques centrales et estimations BRI.			

répandus au Japon, aux États-Unis et au Canada. Quant à la structure par échéance, elle semble présenter des écarts moins prononcés. De même, à l'exception du Canada et des États-Unis, la part relative des financements bancaires est assez semblable pour tous les pays examinés. Dans la mesure où les taux fixés par les banques pour leurs prêts aux entreprises réagissent plus rapidement à l'action des autorités que ceux des marchés financiers, le recours des sociétés canadiennes et américaines à ces marchés pour l'essentiel de leurs ressources peut tendre à atténuer les effets de la politique monétaire.

L'existence, dans certains pays, d'une forte proportion de prêts à long terme assortis d'un taux fixe donne à penser que le taux moyen sur l'encours de la dette privée évolue lentement. Même d'amples modifications des taux d'intérêt afférents aux nouveaux crédits n'auront donc qu'une incidence modérée sur la situation de trésorerie des emprunteurs. Ainsi, un recours généralisé aux prêts à taux fixe et à long terme, avec en corollaire une viscosité du taux moyen sur l'encours, a d'importantes implications pour la conduite de la politique monétaire. Puisque les taux d'intérêt sur l'encours des prêts sont en grande partie déterminés par les contrats conclus antérieurement, les répercussions d'une modification des taux

Une part importante de prêts à long terme et à taux fixe ralentit le processus de transmission ...

courts sont différées ou, lorsque l'inflexion de la politique est temporaire, réduites. En revanche, une hausse des taux d'intérêt suffisamment prolongée pour relever le taux moyen de l'encours peut avoir un effet de contraction très durable sur la demande globale.

... et affecte la répartition du risque de taux d'intérêt

Les différences qui apparaissent entre les pays figurant dans le tableau soulèvent également d'importantes et délicates questions au sujet de la relation entre la structure financière et les résultats économiques sur une longue durée. L'une concerne les coûts et avantages respectifs des taux fixes et variables pour les prêts à long terme; elle peut se formuler ainsi: le risque de taux est-il réparti de manière efficiente entre débiteurs et créditeurs ainsi qu'entre les divers prêteurs?

La capacité et la volonté d'assumer un tel risque varient vraisemblablement selon les emprunteurs et les prêteurs; un système financier efficient devrait donc permettre aux deux parties d'assumer le niveau de risque de taux qu'elles souhaitent. Les débiteurs disposant de l'expertise nécessaire peuvent le faire grâce aux échanges financiers, contrats à terme et options sur taux d'intérêt. Pour les petits emprunteurs qui, par définition, n'ont pas accès aux marchés dérivés, il est important que le système financier propose une palette de contrats suffisamment large pour qu'ils puissent adapter leurs positions en fonction du niveau désiré de risque de taux.

Il est difficile de savoir si le risque de taux encouru par les débiteurs et prêteurs est trop élevé (ou trop faible) et si la structure financière est suffisamment diversifiée pour répartir ce risque de manière appropriée. L'absence de crédits à long terme et à taux fixe dans de nombreux pays porte à croire que la clientèle est exposée à un risque trop lourd, comme cela s'est récemment avéré pour les emprunteurs hypothécaires au Royaume-Uni; la situation inverse peut créer des problèmes pour les créanciers, ainsi que l'ont montré les difficultés des caisses d'épargne aux États-Unis. Néanmoins, grâce au développement des produits dérivés, emprunteurs et prêteurs peuvent s'affranchir du risque de taux inhérent au contrat initial.

Instruments dérivés et risque de taux d'intérêt

#### *Politique monétaire et paiements d'intérêts*

On peut obtenir des indications supplémentaires montrant que l'action monétaire a une influence différente sur les flux de trésorerie selon les pays en étudiant la réaction des versements d'intérêts des agents économiques aux inflexions de la politique monétaire. Le graphique de la page 152 retrace l'évolution des paiements d'intérêts bruts, en termes de PIB nominal, des entreprises non financières et des ménages dans quatre pays qui collectent ces données sur une base trimestrielle. Il inclut le taux d'intérêt indicateur de l'orientation monétaire, afin de bien souligner son rôle. Il met clairement en évidence les différences de réaction à un durcissement monétaire. Au Canada, au Royaume-Uni et aux États-Unis, où une grande partie des crédits sont généralement consentis à taux variable, la réaction des paiements d'intérêts semble relativement rapide et forte. En France, à l'opposé, elle apparaît limitée et plus tardive. Dans la mesure où ce dernier exemple est représentatif des autres pays dans lesquels les financements se font à long terme et à taux fixe, il illustre le rôle majeur de

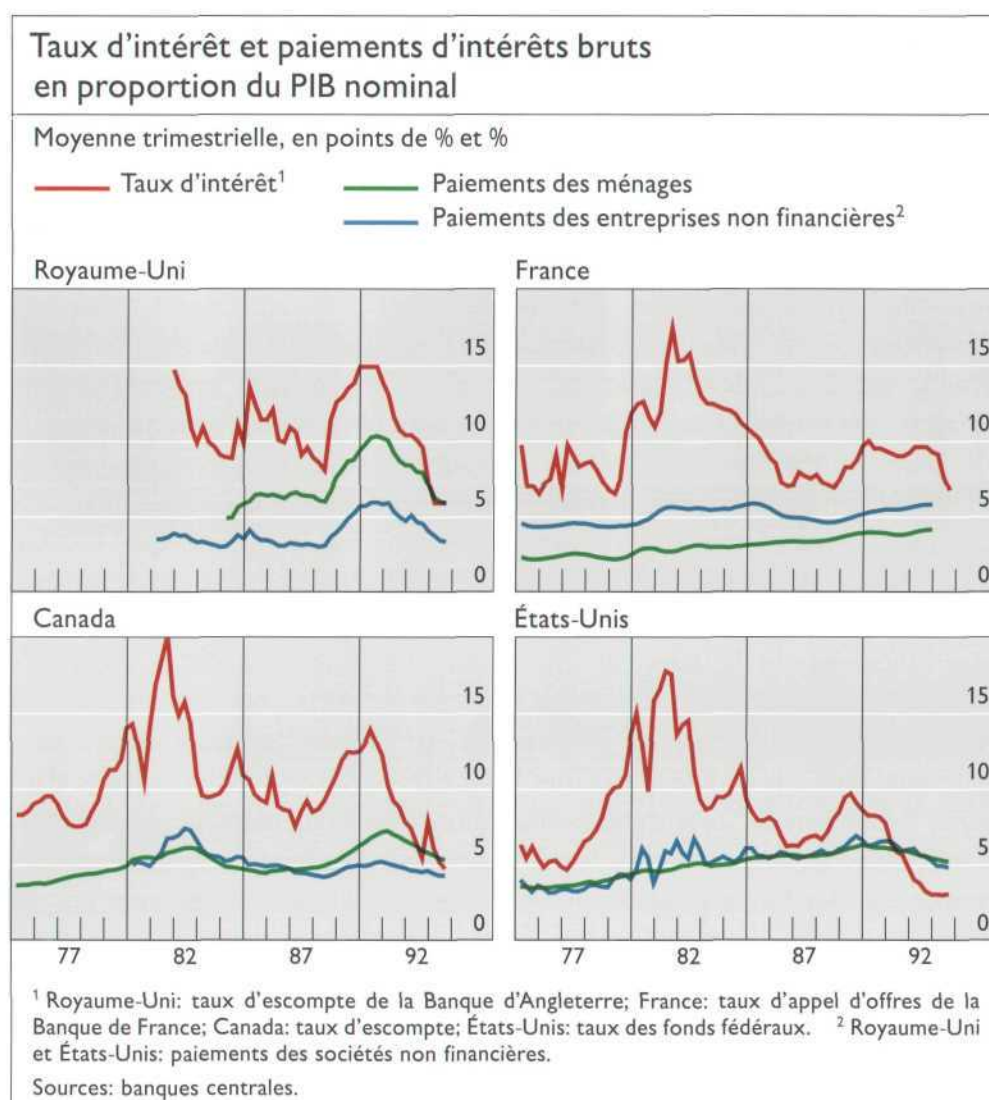
Structure financière et incidence de l'orientation monétaire sur les paiements d'intérêts



la structure financière dans le processus de transmission de la politique monétaire.

Une analyse plus systématique des données renforce ces conclusions. Le graphique ci-contre reprend les sources statistiques du précédent et simule la réaction des paiements d'intérêts à un relèvement permanent de 100 points de base du taux représentatif de l'orientation monétaire. Pour permettre les comparaisons entre secteurs et pays, ces paiements sont exprimés sous forme d'indices. Les courbes montrent que la répercussion de la variation du taux directeur sur les flux de trésorerie des entreprises et des ménages est à la fois rapide et forte au Royaume-Uni, alors qu'en France elle est moindre et plus tardive, à tel point que les paiements d'intérêts apparaissent relativement insensibles en courte période aux modifications des taux directeurs. Il convient toutefois de signaler que les résultats pour la France ont été obtenus à partir d'estimations couvrant la période 1976-92; la suppression de l'encadrement du crédit en 1987 et la libéralisation plus intense du système financier donnent à penser que ces simulations auraient tendance à sous-estimer les effets actuels sur les flux de trésorerie des variations des taux d'intérêt.

Réactions des  
paiements d'inté-  
rêts par secteur

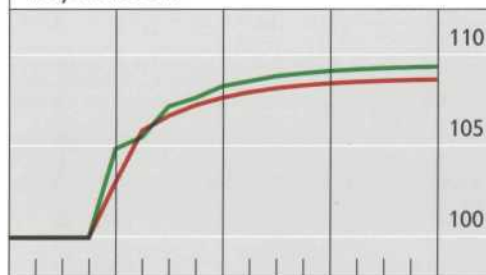


## Réaction par secteur des paiements d'intérêts bruts à une modification de taux\*

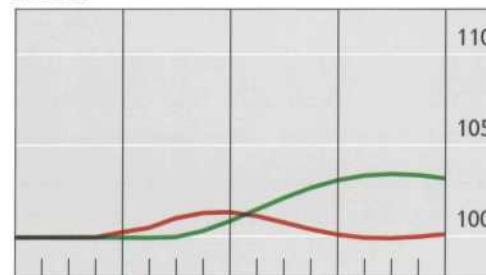
Ratio paiements d'intérêts/PIB avant le changement d'orientation monétaire = 100

— Ménages — Sociétés non financières

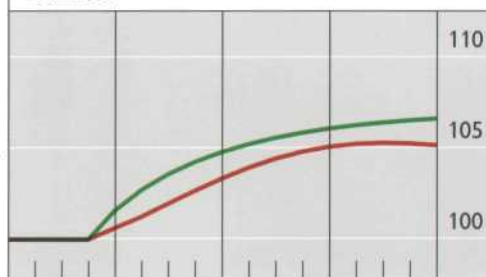
Royaume-Uni



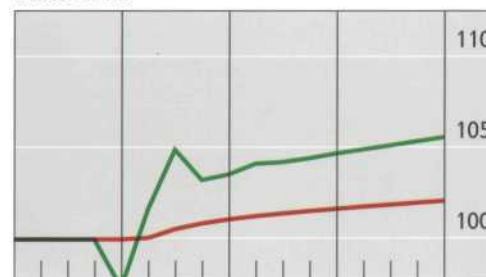
France



Canada



États-Unis



Trimestres après le changement d'orientation monétaire

Calculée à partir de modèles à correction d'erreurs analysant les paiements et taux d'intérêt, en exploitant les données du graphique de la page 152. La période d'estimation commence en 1976 (Royaume-Uni: 1982-84) et finit en 1993 (France: 1992).

\* Réaction à un relèvement permanent de 100 points de base des taux d'intérêt.

La réaction des paiements d'intérêts au Canada et aux États-Unis se manifeste, surtout pour les entreprises, plus nettement et plus vite qu'en France, mais à un rythme plus lent qu'au Royaume-Uni. On remarque une répercussion limitée des variations du taux des fonds fédéraux sur les paiements d'intérêts hypothécaires aux États-Unis, où le financement des logements se fait communément à long terme et à taux fixe, en dépit d'un recours croissant à des hypothèques à taux révisable.

### Taux d'intérêt et activité économique

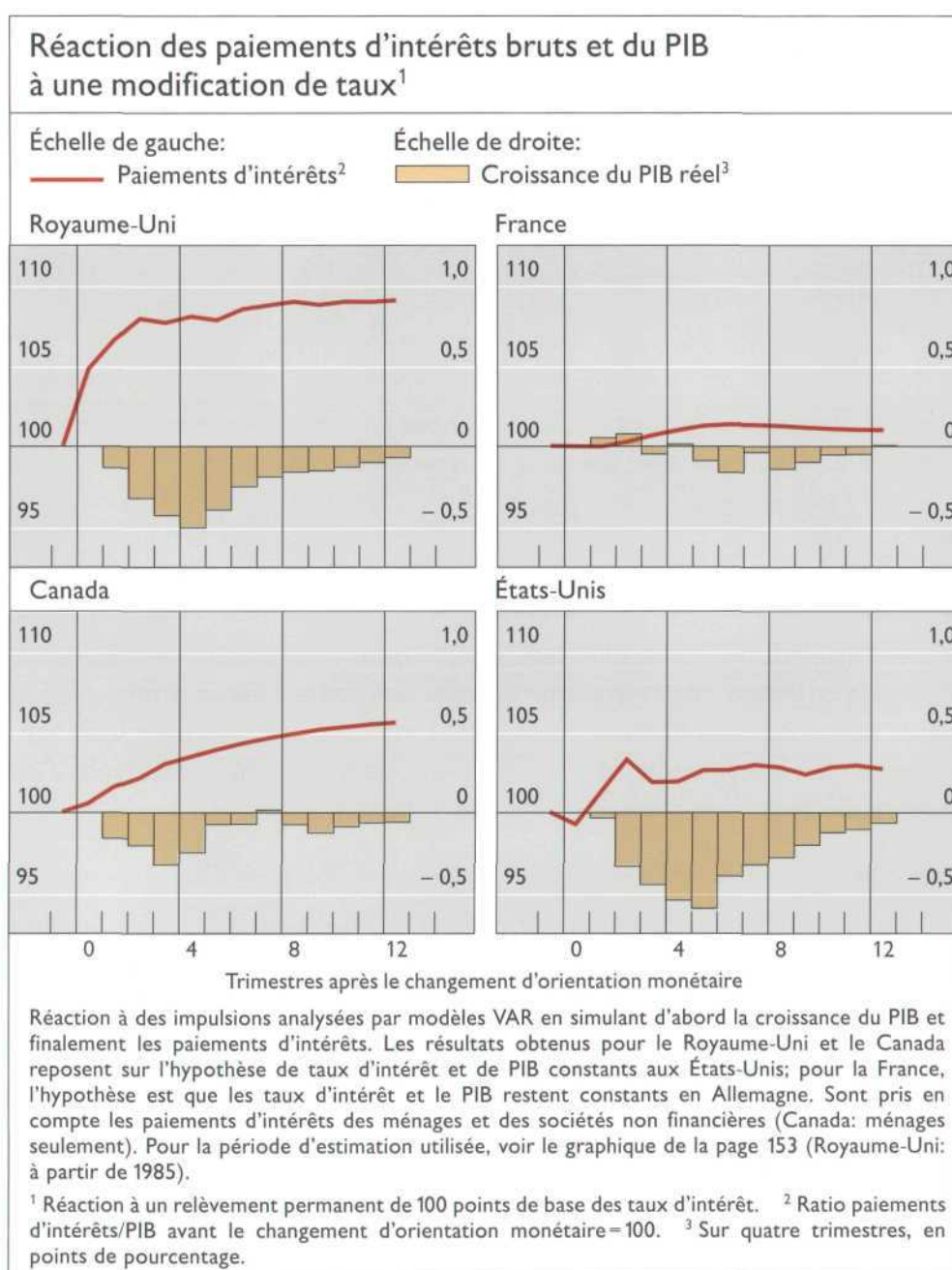
Les observations qui précèdent permettent de conclure que les différences de structure financière ont une incidence sur la nature de la réaction des paiements d'intérêts aux modifications de la politique monétaire. Celle-ci exerce vraisemblablement des effets plus immédiats sur la demande de biens et de services, et donc sur l'activité réelle, dans les pays où les emprunts sont essentiellement à taux variable ou à court terme. Quelques exemples à l'appui de cette hypothèse sont fournis par le graphique de la page suivante.

Ce graphique montre, à partir d'estimations, comment les paiements d'intérêts et le PIB réel réagissent à une augmentation de 100 points de



base des taux courts. Toutes les études de relations économiques sont sensibles au choix des données, de la période d'échantillonnage et de la méthodologie. Ainsi, ces résultats suggèrent des différences possibles entre pays concernant l'importance de l'effet de trésorerie et ne constituent pas des évaluations précises sur les conséquences à attendre de la détente monétaire dans des cas spécifiques.

Pour la France et le Royaume-Uni, les résultats illustrent bien le rôle de la structure financière dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Bien que les variations simulées de taux d'intérêt soient de même magnitude dans les deux pays, les paiements d'intérêts des agents privés non financiers ont une évolution très contrastée. Au Royaume-Uni, ils augmentent durant le trimestre où le taux d'intérêt est modifié et



atteignent un nouveau plateau au bout de deux trimestres environ. En France, par contre, ils ne réagissent guère dans l'immédiat et subissent leur effet maximal – d'ailleurs bien moindre qu'au Royaume-Uni – au bout de six trimestres. Le graphique souligne également que la croissance du PIB réel est affectée de façon beaucoup plus modérée en France: alors que, selon les estimations, la hausse du taux la minore de 0,5% au Royaume-Uni après quatre trimestres, l'incidence en France est, là encore, moins sensible et plus tardive.

Les différences entre la France et le Royaume-Uni quant aux effets estimés des modifications de taux sur les paiements d'intérêts et l'activité mettent en relief les contraintes que la prédominance des financements à taux variable impose à l'utilisation de la politique de taux d'intérêt en période de turbulences sur les changes. Au surplus, en tenant compte également des résultats concernant le Canada et les États-Unis, les estimations montrent à quel point l'incidence de la politique monétaire sur l'économie dépend de l'ampleur des répercussions des variations de taux sur les paiements d'intérêts des entreprises et des ménages, qui est à son tour fonction de la part relative des financements à taux fixe et à long terme.



## VII. Mouvements de capitaux et cours de change

### Faits saillants

Dans le climat généralisé de déréglementation et de libéralisation qui règne depuis une dizaine d'années, les mouvements internationaux de capitaux ont connu une expansion tellement considérable qu'à présent les transactions liées aux paiements courants paraissent bien modestes en comparaison. Sur un point – la liberté pour les agents du secteur privé de mener des opérations financières internationales – la situation n'est pas vraiment sans précédent, bien que le phénomène n'ait jamais revêtu pareille ampleur, même avant la Première Guerre mondiale. À certains égards, elle est pourtant entièrement nouvelle, dans la mesure où le rythme et la complexité de ces opérations ont été totalement bouleversés par l'informatique et les télécommunications, mais aussi par les innovations financières que ces techniques ont facilitées. Cette évolution a des implications potentielles profondes, que le présent chapitre étudie sous deux aspects principaux.

Le premier concerne la reprise récente des mouvements de capitaux en direction des pays en développement. Cette réorientation importante des flux financiers constitue une bonne nouvelle, puisque les fonds se dirigent vers des régions où le rendement potentiel réel des investissements devrait être très élevé. La réalisation de profondes réformes économiques et l'amélioration des résultats ont beaucoup contribué à y attirer les capitaux étrangers. Toutefois, trois considérations doivent inciter à la prudence. Premièrement, si ces apports s'accompagnent d'augmentations de la consommation (publique ou privée) – et non de l'investissement – ils risquent de ne pas durer très longtemps. Deuxièmement, dans certains cas, ils ont fait monter le cours de change réel, favorisant ainsi l'apparition d'un large déficit des paiements courants. Pour s'opposer à cette appréciation, des interventions substantielles ont été effectuées sur les marchés des changes; les réserves en devises des pays en développement se sont ainsi renforcées de \$240 milliards pendant la période 1990–93 et l'accroissement correspondant de la liquidité intérieure a créé, chez certains, des difficultés. Enfin, le risque que ces entrées de capitaux puissent s'inverser a rendu quelques pays plus vulnérables aux chocs macroéconomiques.

Le second aspect majeur porte sur les régimes de change, particulièrement dans le monde industriel. Le changement de situation s'est encore manifesté de façon frappante pendant la période étudiée, d'abord avec la crise du mécanisme de change européen (MCE) de 1993, qui a donné lieu à un élargissement notable des bandes de fluctuation autorisées au sein de ce mécanisme, et, ensuite, même s'il s'agit d'un événement moins spectaculaire, avec la forte hausse de la valeur internationale du yen. Il convient de noter que les dernières perturbations monétaires, à la différence de celles

que les marchés des changes européens avaient connues en 1992 et au début de 1993, n'ont eu finalement que peu d'effet sur les cours de change en vigueur. Les responsables des politiques des pays européens ont prouvé, au contraire, qu'une application prudente de leurs stratégies peut aider à stabiliser les cours de change, même en l'absence d'engagements contraignants de cours fixe, à condition tout au moins que les données fondamentales de l'économie soient saines. On peut peut-être en tirer des enseignements de portée plus vaste pour le système monétaire international, en général, et pour les mérites respectifs des divers dispositifs de change, en particulier.

Une importante conclusion s'impose pour tous les pays, en développement et développés, à savoir que l'intégration des marchés financiers dans le monde rend encore plus nécessaire l'établissement d'un cadre macroéconomique solide et cohérent au niveau international. On peut beaucoup moins compter désormais sur les seules interventions officielles pour stabiliser les cours de change. Dans le cas des pays en développement, il importe de mettre en œuvre des politiques appropriées, non seulement dans le but d'attirer les flux de capitaux, mais aussi pour aider à en prévenir les effets secondaires indésirables et faire en sorte que ces apports de ressources soient utilisés de la façon la plus productive.

### Mouvements de capitaux: vue d'ensemble

Progrès de  
l'intégration  
des marchés  
financiers ...

... de la  
convertibilité ...

... et de la libé-  
ralisation des  
mouvements  
de capitaux

Ces dernières années, les marchés financiers du monde entier sont devenus plus intégrés qu'ils ne l'ont jamais été depuis le temps de l'étalon or avant 1914. La comparaison avec cette époque peut d'ailleurs faire ressortir certains aspects de l'évolution en cours. Une similarité frappante porte sur la convertibilité des monnaies. L'étendue de cette convertibilité a beaucoup augmenté durant les quelque dix années écoulées – qu'il s'agisse du nombre des pays qui en bénéficient ou de la gamme des transactions. L'adoption d'une convertibilité effective et la libéralisation des échanges – qui constituent d'importants piliers des réformes récentes dans les économies en transition et le monde en développement – ont rendu encore plus pressante la nécessité de définir un cours de change réaliste. Les mouvements de capitaux ont, eux aussi, été progressivement libérés. Au milieu des années 70, la convertibilité des monnaies dans la plupart des pays industriels ne s'appliquait encore qu'aux transactions courantes; dès le début des années 90, en revanche, les résidents de tous les grands pays industriels bénéficiaient d'une liberté presque totale pour acquérir et liquider des avoirs étrangers – comme c'était le cas avant 1914. Les marchés financiers du monde industriel sont accessibles aux non-résidents, et ceux des pays en développement de plus en plus également. Les investissements dans ces derniers pays ont été facilités par un certain nombre de mesures, notamment la levée des restrictions sur l'acquisition d'avoirs par des étrangers, l'amélioration des procédures de règlement et de compensation ainsi que la réduction des impôts et des coûts de transaction. Cette évolution s'est accomplie de façon particulièrement nette en Amérique latine; par contre,



plusieurs pays d'Asie continuent de limiter les investissements étrangers sur leurs marchés financiers.

Toutefois, la période actuelle de mobilité internationale accrue des capitaux se distingue de celle d'avant 1914 par trois aspects principaux: la nature du régime monétaire et de change, la diversité des actifs financiers et le rôle des investisseurs institutionnels.

La première différence, et peut-être la plus importante, réside dans le fait que les cours de change sont aujourd'hui plus flexibles qu'ils ne l'étaient. Actuellement, la libéralisation des mouvements de capitaux s'avère difficilement compatible avec les changes fixes, comme on l'observe depuis l'effondrement du système de Bretton Woods. Pourquoi, à l'époque, les amples flux financiers ne perturbaient-ils pas le régime de changes fixes? L'une des raisons est que l'engagement vis-à-vis de l'étalon or était beaucoup plus crédible; il suffisait donc d'un petit écart de taux d'intérêt pour financer un déséquilibre des paiements courants: ainsi, le cours de change fixe était soutenu par des mouvements de capitaux extrêmement sensibles aux taux d'intérêt. Dans un tel contexte, la mobilité des capitaux contribue à stabiliser un régime de changes fixes, car ces flux permettent un financement sans à-coups des déséquilibres ex ante de balance des paiements. On peut aussi expliquer cette stabilité des changes, malgré des mouvements de fonds considérables, par leur orientation vers la formation de capital, souvent à fort contenu d'importation. Les transferts de capitaux n'exerçaient donc pas de tensions sur le cours de change fixe. En outre, ils engendraient des rendements réels qui pouvaient être utilisés pour le service de la dette ainsi encourue. Cette analyse peut s'appliquer à la période récente: quand les investissements étrangers s'accompagnent d'une expansion des importations, les entrées de capitaux n'exercent pas nécessairement une tension sur le cours de change. Ainsi, une grande partie des apports de ressources en faveur de l'Asie ont été étroitement liés à l'augmentation des investissements intérieurs et des importations de biens d'équipement, ce qui a contribué à la stabilité des cours de change réels dans la région et empêché également un accroissement excessif de la liquidité interne. En Amérique latine, par contre, l'arrivée de capitaux étrangers – sous forme surtout d'investissements de portefeuille et de flux à court terme – a été associée moins directement à une progression des achats de biens d'équipement et s'est donc accompagnée d'une appréciation des cours de change réels.

La deuxième différence par rapport à la période d'avant 1914 réside dans la gamme beaucoup plus vaste des actifs financiers qui sont aisément négociables aujourd'hui, tant sur les marchés nationaux qu'internationaux. En outre, ces actifs (surtout s'ils sont libellés dans des monnaies différentes) ont des rendements réels nettement plus divergents que ce n'était le cas au temps de l'étalon or. À l'époque, on éprouvait moins le besoin de diversification financière et de couverture des risques, qui est à l'origine du volume élevé des opérations sur les marchés actuels des titres. Ainsi, le total des transactions internationales sur titres des six pays du Groupe des Sept qui établissent des statistiques en la matière s'est élevé à \$6.000 milliards par trimestre au second semestre de 1993, soit cinq à six fois la valeur des

Cours de change flexibles ...

... large gamme d'actifs financiers ...

échanges commerciaux dans le monde. De ce fait, les transactions sur le marché des changes liées à des déterminants d'ordre financier dépassent à présent de loin celles qui sont liées à des opérations commerciales. Aux États-Unis, au Japon et au Royaume-Uni, cette mutation remonte à une dizaine d'années; dans les pays d'Europe continentale, elle est plus récente (tab. p. 189). Cet accroissement des investissements de portefeuille a rendu les marchés des changes beaucoup plus sensibles aux états d'âme des marchés financiers, ce qui permet de mieux comprendre l'évolution des cours de change en Europe depuis quelques années.

... et rôle des investisseurs institutionnels

La troisième différence tient à la place beaucoup plus importante des investisseurs institutionnels. C'est, en fait, la diversification de leurs portefeuilles qui a constitué l'élément moteur des mouvements de capitaux pendant les années 80 (tab. ci-dessous). Durant cette période, l'allègement progressif des restrictions qui limitaient les investissements étrangers des

Portefeuilles de titres étrangers des investisseurs institutionnels						
Pays et poste	1980	1985	1990	1991	1992	1993
	en % du total du portefeuille global en fin d'année					
Australie						
Assurance vie et pension			14,0	16,2	16,8	18,8
Autriche						
Compagnies d'assurances	14,1	11,6	10,1	9,4	10,5	9,9
Fonds de placement	27,0	13,2	18,7	22,4	22,8	25,1
Belgique						
Compagnies d'assurances	5,5	8,6	5,2	4,2	4,1	..
Canada						
Compagnies d'assurance vie	2,2	2,3	2,4	2,8	2,7	3,1
Fonds de pension	6,1	6,6	7,0	8,5	10,2	10,6
États-Unis <sup>1</sup>						
Fonds de placement				4,0	5,1	8,0
Fonds de pension privés <sup>2</sup>			4,1	4,6	5,0	7,1
Italie						
Compagnies d'assurances			13,6	12,2	13,2 <sup>3</sup>	12,2 <sup>3</sup>
Japon						
Compagnies d'assurances privées	8,1	23,2	29,9	28,4	27,0	22,3
Caisse postale d'assurance vie	0,0	6,7	11,6	12,1	13,1	12,3
Pays-Bas						
Compagnies d'assurances	6,9	22,9	20,2	20,4	22,6	26,0
Fonds de pension privés	26,6	28,1	36,6	38,2	39,2	36,9
Fonds de pension publics	14,7	9,9	16,6	17,2	18,9	20,2
Royaume-Uni						
Compagnies d'assurances <sup>4</sup>	6,3	14,1	14,6	15,8	15,5	..
Fonds de pension <sup>5</sup>	10,8	17,3	23,2	25,2	23,8	..
Suède						
Compagnies d'assurances			10,5	12,1	11,0	12,3

<sup>1</sup> En % du total des actifs. <sup>2</sup> Plans capitalisés exonérés d'impôts (à l'exclusion des comptes individuels de retraite IRA). <sup>3</sup> Chiffres provisoires. <sup>4</sup> Fonds à long terme. <sup>5</sup> Hors administration centrale, mais secteur public compris.



Mouvements nets de capitaux dans le monde						
Pays	1976-80	1981-85	1986-90	1991	1992	1993 <sup>1</sup>
	moyenne annuelle, en milliards de dollars EU					
États-Unis	-9,3	55,9	99,7	-13,5	24,4	41,3
Japon	-0,3	-23,0	-63,9	-90,0	-118,9	-108,0
Europe occidentale	27,1	2,6	15,3	75,0	55,7	- 20,6
Pays en développement	15,8	40,9	37,4	126,4	143,0	159,5
dont: NEI d'Asie <sup>2</sup>	4,1	3,5	- 6,0	3,5	5,0	7,2
Autres pays d'Asie	6,4	15,2	22,3	36,0	48,1	50,0
Amérique latine	22,6	12,5	8,8	34,2	57,5	67,4
Hors variation de la position monétaire officielle nette. Un signe moins indique une sortie de capitaux.						
<sup>1</sup> Chiffres en partie estimés. <sup>2</sup> À l'exclusion de Hong Kong.						

compagnies d'assurances japonaises a déclenché un vaste mouvement de diversification vers des valeurs étrangères. En conséquence, la forte demande d'actifs financiers étrangers de la part des investisseurs japonais a dépassé pendant plusieurs années l'excédent substantiel des paiements courants, exerçant ainsi des pressions à la baisse sur le yen. Or, en 1990, ce processus de diversification a apparemment pris fin et, depuis lors, les investisseurs institutionnels japonais cherchent plutôt à réduire leurs positions vis-à-vis de l'étranger. Dans un certain nombre de pays européens, les investisseurs institutionnels ont, eux aussi, renforcé la part des titres étrangers dans leurs portefeuilles pendant les années 80. Il n'en a pas été de même aux États-Unis, où les investissements des résidents sous cette forme sont restés relativement peu élevés. C'est seulement au début des années 90 que la diversification opérée par les investisseurs institutionnels américains a commencé à faire sentir ses effets. Ainsi, depuis deux ans, les investissements massifs à l'étranger des fonds de pension et organismes de placement collectif sont venus s'ajouter aux autres sorties de capitaux de ce pays, ce qui a eu une profonde influence sur les cours de change.

Un chiffre suffit à montrer l'énorme augmentation des mouvements de capitaux: les sorties brutes de fonds des grands pays industriels (à l'exclusion des transactions officielles et des opérations bancaires à court terme) ont atteint environ \$850 milliards en 1993. Pour la période 1985-93, elles étaient en moyenne de l'ordre de \$500 milliards, contre quelque \$100 milliards seulement par an pendant la première moitié des années 80. La persistance de flux aussi amples durant près d'une décennie a entraîné une forte progression de la part des actifs financiers détenus par des non-résidents. Selon un calcul, ceux-ci détiendraient actuellement autour de 20-25% de l'ensemble des obligations d'État des pays du Groupe des Dix, Japon non compris. De tels avoirs sont extrêmement sensibles à l'évolution du climat sur les marchés internationaux des capitaux. Ainsi, les politiques économiques, en particulier quand elles s'efforcent de maintenir des cours de change irréalistes ou des orientations macroéconomiques inadaptées, sont désormais davantage exposées à la sanction des marchés.

Ampleur considérable des mouvements de capitaux, tant en termes bruts ...

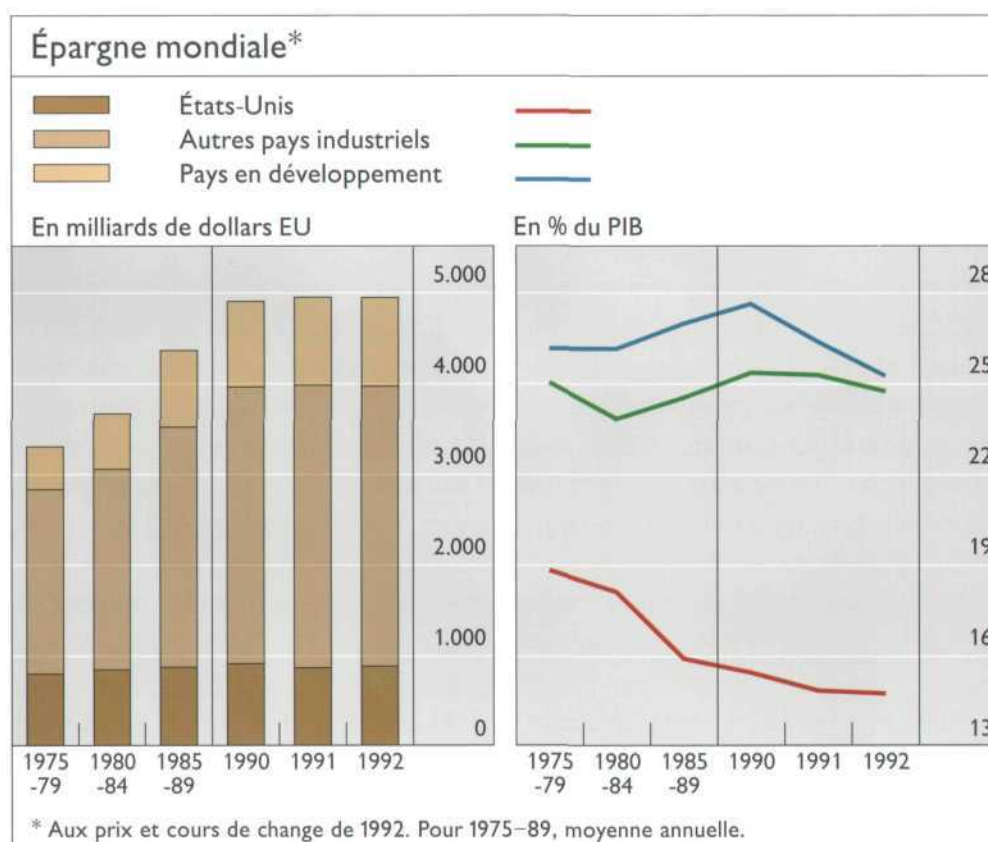
... qu'en  
termes nets

Reprise des  
financements  
vers les pays en  
développement ...

Les flux nets de capitaux se sont aussi fortement développés (tab. ci-contre). Pendant les années 80, les mouvements nets intervenaient surtout entre pays industriels, le Japon étant le plus gros exportateur et les États-Unis le principal importateur. Les flux en direction du monde en développement étaient relativement modestes, notamment parce que la crise de l'endettement international avait accru la réticence des investisseurs étrangers. De plus, les politiques économiques inadéquates menées par un certain nombre de pays en développement maintenaient les investissements bien au-dessous de leur rendement optimal.

Cette configuration s'est cependant inversée au début des années 90, et les flux nets en direction des pays en développement ont été portés à \$160 milliards environ en 1993. Ces capitaux se sont dirigés surtout vers l'Amérique latine (où ils ont représenté près de 5% du PIB l'an dernier) et les pays en développement à bas salaires d'Asie (environ 4%). Comme le montre le Chapitre III, le fait qu'un grand nombre de ces pays aient adopté des politiques axées sur une croissance durable a permis de rétablir l'orientation traditionnelle des mouvements de capitaux. Les situations conjoncturelles relatives ont aussi joué un rôle, car la production a continué d'augmenter dans cette partie du monde alors qu'elle était déprimée dans les pays industriels et que, parallèlement, les taux d'intérêt à court terme restaient très bas aux États-Unis. À la différence des années 70, ce n'est pas le secteur public, mais le secteur privé, qui a été le principal utilisateur de fonds.

Pourtant, malgré la reprise des entrées de capitaux, l'épargne intérieure a tenu une place beaucoup plus importante dans le financement des





investissements. Le ratio global épargne/PIB des pays en développement est, dans l'ensemble, nettement plus élevé que celui des pays industriels, surtout parce que la propension à épargner est très forte en Asie (graph. p. 161). Ainsi, près de 25% de l'épargne mondiale vient aujourd'hui du monde en développement, contre 15% au début des années 70. Le fait que des entrées massives de capitaux étrangers dans ces pays coïncident avec une nette augmentation de leur épargne intérieure indique qu'ils sont mieux placés désormais pour conserver la position de gros importateurs de capitaux qu'ils viennent de retrouver.

... associée  
à une épargne  
intérieure élevée

## Pays en développement

### *Augmentation des entrées de capitaux*

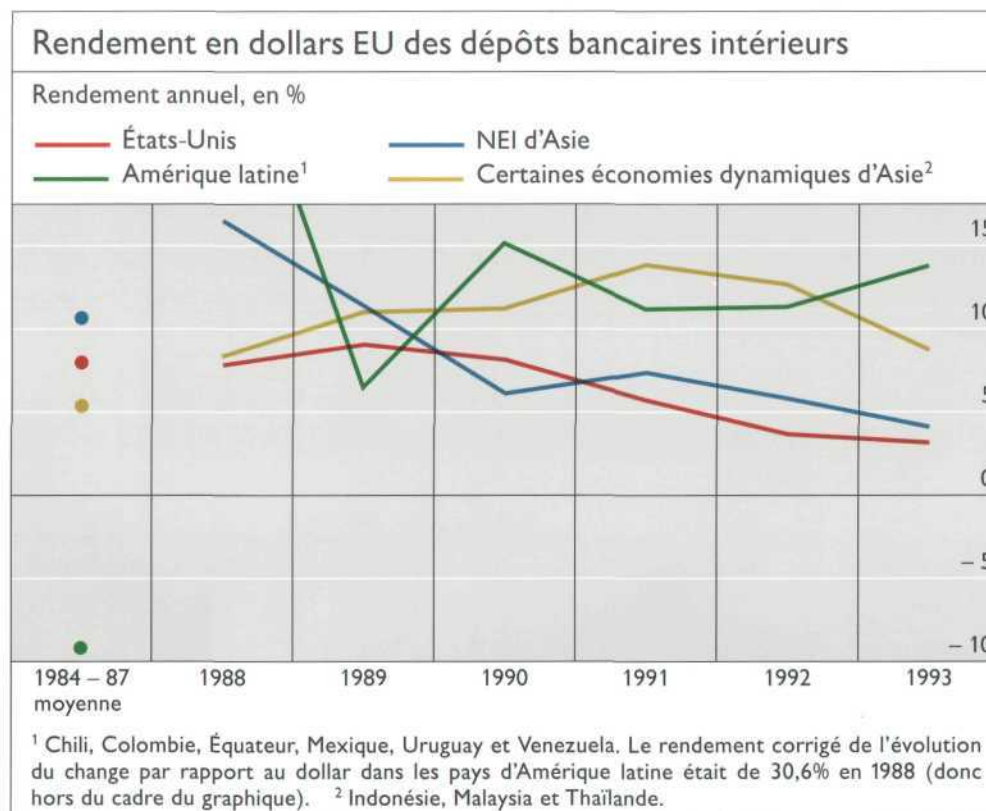
L'élément le plus remarquable du regain d'intérêt manifesté récemment par les investisseurs pour les pays en développement est l'ampleur des capitaux étrangers qui sont revenus vers l'Amérique latine, puisque les flux nets à destination de cette région ont dépassé ceux dont bénéficient les pays d'Asie (tab. p. 160). Si, dans le premier cas, il s'agit surtout de flux liés à des opérations de portefeuille et à des privatisations, les apports à l'Asie ont revêtu principalement la forme d'investissements directs.

Davantage  
de flux vers  
l'Amérique latine  
que vers l'Asie

Comme les années précédentes, la moitié environ des entrées nettes en Amérique latine se sont portées vers le Mexique, où elles ont atteint l'équivalent de 8% du PIB. L'Argentine a été le second bénéficiaire, avec des apports s'élevant à 7% du PIB. En Asie, bien que les pays à revenu relativement élevé aient aussi reçu des montants importants – notamment Singapour et, plus récemment, la Corée du Sud –, la masse des investissements s'est dirigée vers les économies à faible revenu qui s'industrialisent à un rythme accéléré. Ainsi, depuis 1990, les importations de capitaux en Malaysia et en Thaïlande ont représenté en moyenne plus de 10% de leur PIB. Le fait nouveau, l'an passé, a été la hausse marquée des investissements en Inde, où les capitaux étrangers ont été attirés par la libéralisation des possibilités, pour les entreprises, d'emprunter hors du pays, les progrès accomplis vers la convertibilité de la monnaie et d'autres réformes.

Le retour des capitaux vers un certain nombre de pays en développement a été dû en partie à une discipline monétaire plus rigoureuse. La hausse des taux d'intérêt réels en Amérique latine, en particulier, a encouragé le rapatriement de capitaux enfuis, incité les résidents à emprunter en devises et attiré des fonds de l'étranger. Pour l'ensemble de la zone (à l'exclusion toutefois des pays à inflation très élevée), ces taux réels, qui étaient très largement négatifs pendant les années 80, sont devenus légèrement positifs au début des années 90. Ils ont été nettement positifs également dans le cas du Brésil. Le fait que la dépréciation de la plupart des cours de change nominaux vis-à-vis du dollar ne reflétait pas complètement l'écart d'inflation a rendu intéressants les placements en actifs à court terme en monnaie locale, à une époque où les taux courts aux États-Unis étaient exceptionnellement bas (graph. ci-contre). Les investisseurs ont pu bénéficier d'un avantage de taux d'intérêt assez analogue sur les dépôts en monnaie nationale dans certains

Capitaux à court  
terme attirés  
par des taux  
d'intérêt élevés



des pays d'Asie les plus récemment industrialisés (Indonésie, Malaysia et Thaïlande), mais pas dans les «vieilles» NEI. Toutefois, cette situation de taux d'intérêt élevés, corrigés de l'évolution du change par rapport au dollar, sera probablement temporaire et, quand elle cessera, les entrées de capitaux à court terme pourraient s'inverser.

Mouvements  
de portefeuille

En ce qui concerne les composantes identifiées des flux de capitaux, les principaux facteurs des investissements directs sont analysés dans le Chapitre IV. Selon les statistiques de balance des paiements, les mouvements bruts de portefeuille à destination des pays en développement ont représenté plus de \$90 milliards l'an dernier, contre un chiffre nettement inférieur à \$10 milliards par an pendant la seconde moitié des années 80 (tab. au verso). Ces entrées ont pris des formes diverses: recours aux marchés internationaux des obligations et actions par les gouvernements et entreprises des pays en développement; achats sur les marchés de ces pays d'actions et autres titres par les non-résidents.

Comme le Chapitre V le montre de façon plus détaillée, les émissions internationales nettes de titres de dette des pays en développement ont été de l'ordre de \$30 milliards l'an dernier, contre quelque \$13 milliards en 1992. L'Amérique latine a contribué pour les deux tiers environ à ce total. En outre, le recours aux *American Depositary Receipts* a permis aux agents des pays en développement de collecter plus facilement des fonds propres sur le marché des États-Unis.

Les marchés  
naissants des  
actions ...

Le phénomène le plus important a toutefois été l'augmentation des investissements sur les nouveaux marchés des actions. Ces marchés ont connu, au cours des quatre dernières années, une expansion considérable,



Mouvements de portefeuille						
Pays	1976-80	1981-85	1986-90	1991	1992	1993 <sup>1</sup>
	moyenne annuelle, en milliards de dollars EU					
	Sorties					
États-Unis	5,3	6,5	13,6	44,7	48,0	125,4
Japon	3,4	25,0	85,9	74,3	34,4	51,7
Europe occidentale	6,2	27,7	82,1	148,1	168,4	260,6
dont: Royaume-Uni	2,3	13,5	26,6	51,6	55,4	142,4
Pays en développement <sup>2</sup>	8,7	3,6	3,5	10,7	10,5	20,5
dont: NEI d'Asie <sup>2</sup>	0,1	0,2	1,2	2,3	2,3	3,1
Autres pays d'Asie	0,0	0,0	0,2	0,3	0,5	2,0
Amérique latine	0,2	0,1	2,3	7,7	6,4	14,8
	Entrées					
États-Unis	5,2	29,4	44,7	54,0	67,2	103,9
Japon	5,1	12,6	26,9	115,3	8,2	-11,1
Europe occidentale	16,7	25,9	99,1	185,5	221,8	396,5
dont: Royaume-Uni	2,3	3,5	24,7	34,4	35,7	61,5
Pays en développement <sup>2</sup>	1,9	4,1	8,2	27,9	50,7	91,9
dont: NEI d'Asie <sup>2</sup>	0,1	0,5	0,3	4,2	7,3	13,8
Autres pays d'Asie	0,2	1,7	1,3	0,9	0,4	9,7
Amérique latine	1,3	1,2	5,4	22,0	39,7	67,9

<sup>1</sup> Chiffres en partie estimés. <sup>2</sup> À l'exclusion de Hong Kong.

particulièrement marquée en Amérique latine. Pour l'Asie, la situation est plus différenciée, les marchés les plus ouverts et les Bourses récemment créées arrivant en tête des progressions enregistrées. Hong Kong joue un rôle croissant, parce que cette place permet aux investisseurs étrangers d'acquérir des participations dans des entreprises qui possèdent des actifs en Chine, tout en détenant des actions facilement négociables en monnaie convertible. La hausse des cours des actions a été assez modeste en Corée du Sud et à Taïwan, où l'accès aux non-résidents est encore assujéti à d'importantes restrictions. Le développement de ces marchés a eu pour conséquence notable de porter les ratios capitalisation boursière/PIB à des niveaux au moins comparables à ceux des pays développés, et parfois même nettement plus élevés.

La chute des cours des actions au début de 1994 est venue à point nommé pour rappeler que les marchés naissants peuvent être plus instables que ceux des pays industriels. De surcroît, le processus de détermination des cours sur ces marchés ne paraît pas aussi efficient que dans les pays industriels, en ce sens que les variations ont davantage tendance à subir des effets d'amplification et sont peut-être plus sujettes à des bulles spéculatives. Pourtant, les perspectives économiques de bon nombre de pays en développement se sont tellement améliorées que leurs marchés des actions continuent d'intéresser vivement les gestionnaires de portefeuilles des pays industriels. En outre, comme les fluctuations de leurs cours ne sont pas étroitement liées à celles des marchés des pays industriels, ces titres sont

... suscitent un intérêt durable

apparus constituer un instrument de diversification idéal. Enfin, la création de portefeuilles spécialisés par pays, gérés par des professionnels, offre davantage de possibilités d'investir dans un grand nombre de marchés, fort différents, sans avoir à connaître dans le détail les résultats des entreprises.

### *Cours de change et effets macroéconomiques*

La reprise des entrées de capitaux a permis à des pays très endettés de développer leurs importations et d'accélérer la croissance de leur production globale. Ces apports leur ont aussi fourni une source complémentaire de financement des investissements, notamment dans les pays à faible revenu qui peuvent difficilement accroître leur épargne intérieure.

Les entrées de capitaux peuvent entraîner une appréciation réelle

Toutefois, les entrées nettes de capitaux n'ont pas que des effets favorables. Les cours de change effectifs réels peuvent s'apprécier, ce qui provoque alors une dégradation de la position concurrentielle des secteurs des biens soumis à la concurrence étrangère et augmente la vulnérabilité de l'économie aux chocs extérieurs, en particulier les hausses des taux d'intérêt internationaux. La politique de change joue un rôle essentiel dans la transmission des effets exercés par les entrées de capitaux. Ainsi, les pays qui utilisent un ancrage nominal fondé sur le cours de change comme principal instrument de lutte contre l'inflation et réussissent à maintenir un cours nominal stable risquent de connaître une appréciation réelle de leur monnaie si ces apports déclenchent une augmentation excessive du crédit intérieur, provoquant une montée de l'inflation. Inversement, les pays qui appliquent une politique de change plus souple disposent d'une certaine marge pour contenir provisoirement les pressions inflationnistes par le biais d'une appréciation nominale de leur monnaie, mais, si les entrées de capitaux continuent, ils vont alors enregistrer, eux aussi, une érosion de leur compétitivité.

Recours à d'autres politiques pour s'opposer aux tensions sur le change

Les autorités peuvent faire face à ces problèmes en recourant aux autres volets de la politique économique pour s'opposer aux tensions sur leur monnaie. Une orientation budgétaire restrictive, par exemple, réduit le risque d'aviver l'inflation et peut aussi faire baisser les taux d'intérêt nominaux, limitant ainsi les entrées essentiellement motivées par un écart de taux favorable. En outre, conjuguée à une libéralisation des échanges et à d'autres réformes structurelles, elle peut aider à déplacer la demande vers des investissements à fort contenu d'importation, ce qui creuse alors le déficit des paiements courants et atténue donc la tension sur le cours de change réel. D'autre part, les autorités monétaires, par leurs interventions sur le marché des changes et par la stérilisation, peuvent contrarier l'action des entrées de capitaux sur la croissance du crédit intérieur et de la masse monétaire et atténuer, de ce fait, le risque de pressions inflationnistes. Toutefois, cette stratégie nécessite un accroissement des émissions de titres publics et exige des taux internes élevés, attirant ainsi de nouveaux capitaux et maintenant à un haut niveau le coût du service de la dette intérieure.

*Entrées de capitaux et évolution des cours de change.* Bien que les entrées de capitaux aient été récemment d'une ampleur comparable en Asie et en Amérique latine, les cours de change effectifs réels n'ont généralement pas



autant monté dans le premier groupe pendant les années 90 qu'ils l'ont fait dans le second. Cette différence est due en partie au fait que plusieurs monnaies d'Amérique latine étaient sous-évaluées quand les programmes de stabilisation ont été mis en œuvre, mais elle s'explique surtout par quatre autres facteurs.

Le premier est le passé inflationniste très différent de ces deux régions (voir aussi Chapitre III). Une hausse des prix relativement modérée dans des pays comme la Malaysia, Singapour, Taïwan et la Thaïlande a permis aux autorités de maintenir des cours de change nominaux assez stables, sans passer par une appréciation réelle. Leur tâche a encore été facilitée par la montée du yen qui, étant donné l'importance de leurs échanges commerciaux avec le Japon, a entraîné une dépréciation effective nominale et réelle de leur monnaie. En Amérique latine, par contre, les taux d'inflation élevés dont ces pays ont hérité signifient que leur action contre la hausse des prix au moyen d'un ancrage nominal basé sur le cours de change (comme en Argentine et au Mexique) a abouti à une forte appréciation réelle, bien que l'inflation ait diminué pendant la période où les entrées de capitaux ont été substantielles. Deuxièmement, les politiques de cours de change nominal sont généralement plus souples en Asie qu'en Amérique latine, et un certain nombre de pays d'Asie ont conservé des contrôles plus stricts sur les entrées de capitaux étrangers et sur leurs marchés financiers nationaux. Troisièmement, les investissements directs en Asie se sont traduits par un niveau élevé, et même croissant dans quelques cas, de la formation de capital, qui a donné lieu à des importations de biens d'équipement et, par conséquent, à une dégradation des paiements courants, laquelle a en partie annulé leur effet sur la balance globale. Enfin, les pays d'Asie ont mieux réussi que ceux d'Amérique latine à stériliser une grande proportion de l'accroissement de leurs réserves de change. Ces politiques de stérilisation, conjuguées au maintien (voire à l'intensification) des contrôles sur les marchés des capitaux et des changes, semblent aussi leur avoir laissé une marge suffisamment importante pour poursuivre des politiques monétaires indépendantes.

*Politiques de change.* Les politiques de change menées par les pays d'Asie et d'Amérique latine qui reçoivent l'essentiel des capitaux étrangers peuvent se classer en trois groupes (tab. ci-contre): celles qui ont adopté un dispositif analogue à un fonds de stabilisation pour assurer un cours fixe vis-à-vis du dollar EU (Argentine et Hong Kong); celles qui ont rattaché leur cours de change au dollar EU ou maintenu un rapport très stable avec cette monnaie (Mexique, Thaïlande, Malaysia et Taïwan); enfin, celles qui ont mis en place des régimes plus souples, visant principalement à une stabilisation ou à une dépréciation de leur cours de change effectif réel (Chili, Indonésie et Corée du Sud). Singapour constitue un exemple à part, ayant recherché une appréciation nominale de sa monnaie pour atténuer l'effet de l'augmentation des prix à l'importation sur le taux d'inflation interne. Par l'action de cette politique, le cours de change s'est revalorisé de 15% environ depuis quatre ans en termes nominaux, mais de moins de 10% en termes réels.

Divergence des cours de change réels en Asie et Amérique latine due ...

... à une évolution différente de l'inflation ...

... et à des facteurs liés aux politiques

Caractéristiques des politiques de change dans les différents pays ...

Évolution du cours de change effectif nominal et réel dans certains pays d'Amérique latine et d'Asie							
Pays		1985	1989	1991	1992	1993	Pour mémoire: régime de change
		indice, 1990 = 100					
Argentine	N	*	1.152	51	49	49	Rattaché au \$EU depuis 1991
	R	113	78	133	141	155	
Hong Kong	N	100	100	100	100	100	Rattaché au \$EU depuis 1983
	R	117	99	106	110	118	
Thaïlande	N	94	100	100	101	101	Rattaché à un panier depuis 1984
	R	120	98	100	97	94	
Mexique	N	1.095	114	93	91	90	Référéncé au \$EU au sein d'une bande depuis 1987
	R	94	97	111	120	128	
Chili	N	185	114	87	84	75	Ajustement basé sur un ensemble d'indicateurs au sein d'une bande
	R	140	105	101	106	106	
Indonésie	N	166	104	95	91	88	Flottement contrôlé
	R	180	104	99	95	100	
Malaysia	N	137	102	97	102	101	Flottement contrôlé
	R	147	104	97	103	103	
Singapour	N	102	93	104	107	107	Flottement contrôlé
	R	126	97	103	105	106	
Corée du Sud	N	111	108	95	86	84	Flottement contrôlé
	R	100	104	99	93	93	
Taïwan	N	91	104	99	103	98	Flottement contrôlé
	R	96	105	98	103	98	
Brésil	N	*	2.440	17	1,5	0,1	Flottement autonome
	R	65	90	85	78	87	

\* Argentine: 812.667 et Brésil: 1.101.613.  
N = cours de change effectif nominal ou cours vis-à-vis du dollar EU (une baisse indique une dépréciation). R = cours de change effectif réel (une baisse indique une dépréciation), en utilisant les prix à la consommation comme déflateur.  
Sources: Banque asiatique de développement; Commission économique des Nations Unies pour l'Amérique latine et les Caraïbes; Fonds monétaire international; estimations BRI.

... et leurs conséquences pour les cours de change réels

Hong Kong représente un cas tout à fait particulier, dans la mesure où le cours de change est fixe depuis 1983. Cette longue période de stabilité et l'ampleur même du fonds de stabilisation affecté à la défense de la monnaie (près de \$45 milliards à la fin de 1993) ont donné à cet engagement une crédibilité quasiment sans égale. L'Argentine a adopté un dispositif de stabilisation en mars 1991. Le Mexique, comme l'Argentine, a connu une nette appréciation réelle de sa monnaie, étant donné que les ajustements de change n'ont compensé que partiellement l'écart d'inflation vis-à-vis des États-Unis. La Corée du Sud et l'Indonésie, en revanche, qui ont appliqué des politiques de change plus souples, ont pu corriger l'effet d'une inflation relativement élevée par une dépréciation nominale. L'exemple de Singapour, comparé à ceux de l'Argentine et du Mexique, constitue probablement la meilleure illustration de l'importance que peuvent avoir les effets à retardement des résultats antérieurs en matière de prix. Le fait d'avoir toujours eu un taux d'inflation très bas a permis à Singapour de profiter de l'appréciation nominale pour réduire encore la hausse des prix à la consommation.



Il est difficile de mesurer avec exactitude l'incidence des entrées de capitaux sur les cours de change effectifs nominaux et réels, car le rapport de causalité peut fonctionner dans les deux sens. D'une part, l'ancrage nominal basé sur le cours de change pratiqué généralement dans les pays d'Amérique latine, conjugué à des politiques monétaires restrictives et aux écarts de taux d'intérêt favorables qui en découlent, constitue une puissante incitation aux entrées de capitaux. D'autre part, à certains moments, les apports de capitaux peuvent agir de façon autonome, exerçant des tensions à la hausse sur les cours de change effectifs nominaux et réels et forçant les autorités à prendre des mesures spécifiques, comme on le verra en détail plus loin. Dans ces circonstances, plusieurs pays ont également modifié leur objectif de change, essayant de conserver le principe d'un cours fixe en élargissant la bande de fluctuation ou réévaluant leur cours de référence dans l'espoir que l'incertitude ainsi créée ait un effet dissuasif sur les entrées spéculatives à court terme.

Interdépendance des entrées de capitaux et des cours de change

*Épargne, investissement et composition des entrées de capitaux.* L'évolution divergente des cours de change effectifs réels en Asie et en Amérique latine s'explique aussi par des différences dans les déséquilibres des comptes extérieurs. Comme le montre le graphique ci-contre, les pays d'Amérique latine ont enregistré une forte augmentation de leur déficit des paiements courants, qui semble traduire à la fois l'appréciation réelle de leur monnaie et d'autres facteurs tels que la libéralisation de leurs échanges commerciaux. L'accentuation des déséquilibres est donc davantage imputable à la hausse des importations qu'à la baisse des exportations, mais il ne semble pas que la demande intérieure ait connu une progression excessive. Certains pays d'Asie ont accusé, eux aussi, un déficit sensible de leurs paiements courants, mais il a coïncidé avec une intensification des entrées de capitaux et s'est inscrit dans un contexte de cours de change stables.

Évolution des cours de change réels et des paiements courants

Une autre différence frappante réside dans le fait que la demande d'investissement, dont le contenu d'importation est généralement supérieur à celui des autres composantes de la demande, a représenté une part beaucoup plus grande du PIB en Asie qu'en Amérique latine. Certes, les ratios d'investissement en Amérique latine ont quelque peu augmenté dans la mesure où les entrées de capitaux ont donné lieu à un essor de l'investissement privé, tandis que l'investissement public était réduit dans le cadre de la politique d'assainissement budgétaire; il se peut donc que la productivité de l'investissement global ait progressé. Néanmoins, en Asie, l'expansion des importations a été liée de façon plus évidente à la forte augmentation de l'investissement, notamment dans les secteurs manufacturiers travaillant pour l'exportation. La dégradation des paiements courants a atténué la tension sur les cours de change, tandis que l'accroissement de l'investissement a préparé la voie à la réduction ultérieure du déficit des paiements courants.

Influence de la formation de capital ...

La *composition* des entrées de capitaux, elle aussi, a probablement affecté leurs effets macroéconomiques. La part de l'investissement étranger direct dans la formation brute de capital et les apports de fonds a été plus élevée en Asie qu'en Amérique latine (graph. p. 170). Mais c'est la *nature* des investissements directs qui a joué le rôle le plus important. En

... de la composition des entrées de capitaux ...

## Absorption des entrées nettes de capitaux, cours de change réel et évolution des agrégats de monnaie et de crédit<sup>1</sup>

Échelle de gauche (en mrds de \$EU):

■ Solde des paiements courants  
■ Variation des réserves

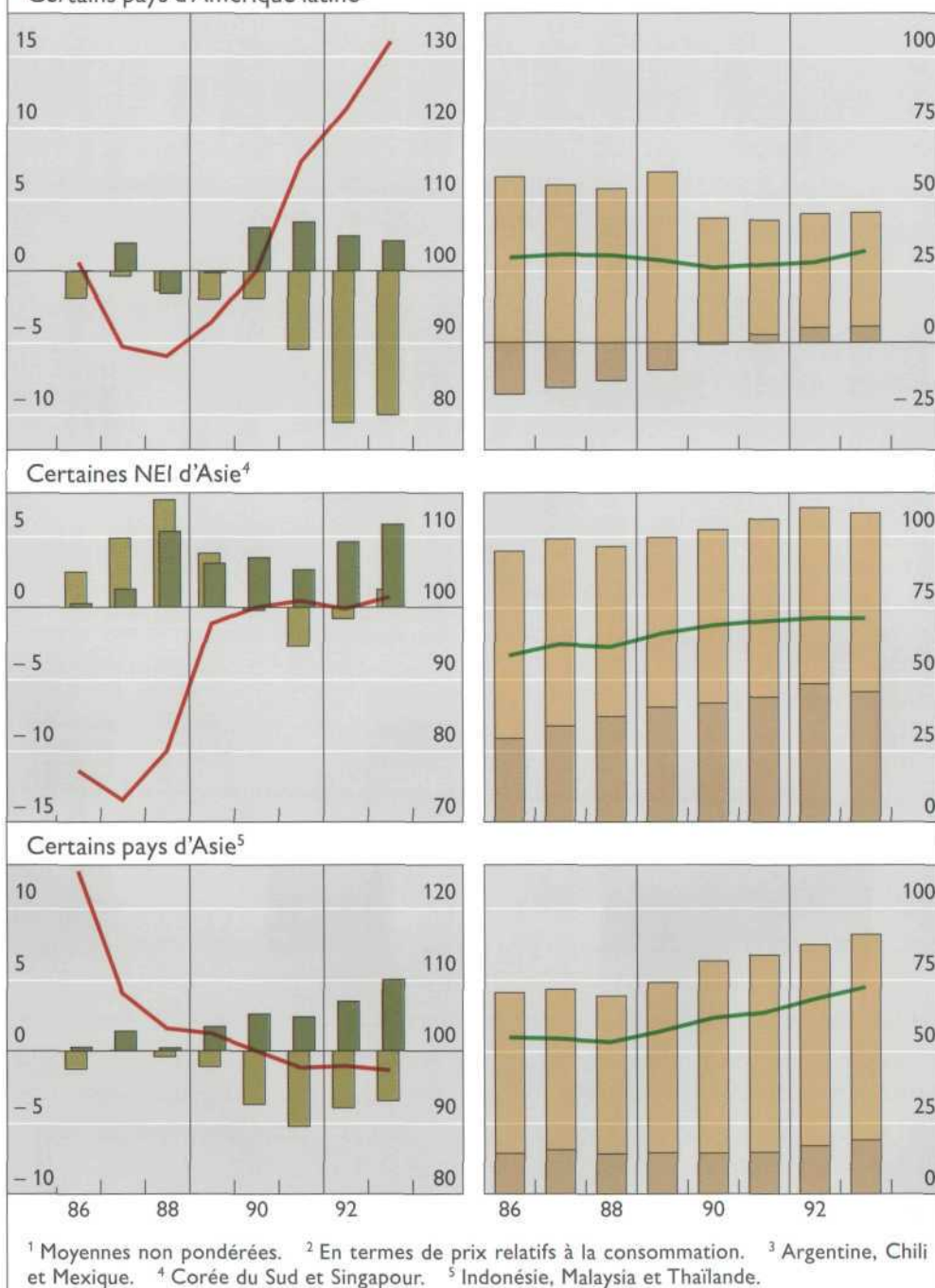
Échelle de droite (1990 = 100):

— Cours de change effectif réel<sup>2</sup>

Certains pays d'Amérique latine<sup>3</sup>

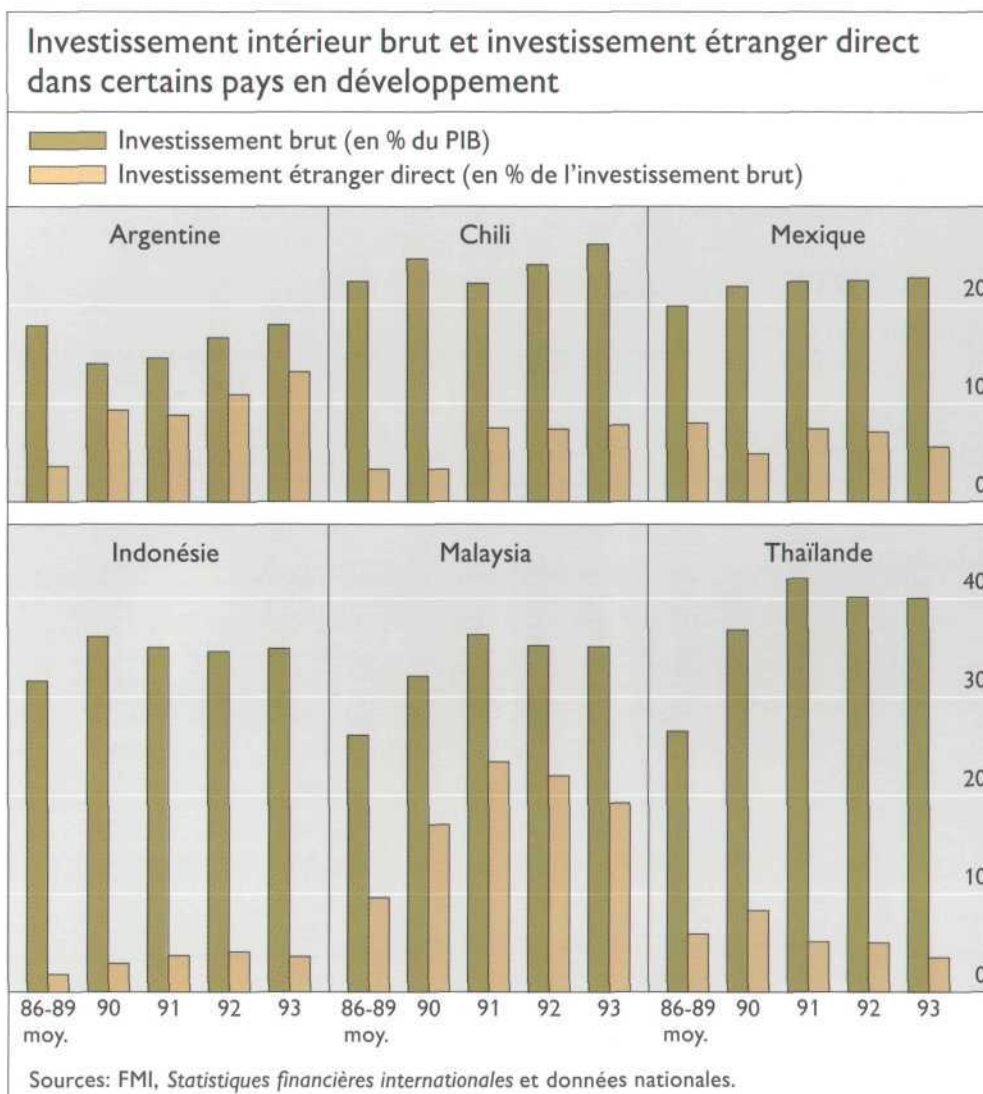
En % du PIB:

— M2  
■ Crédit intérieur  
■ Avoirs extérieurs nets



Amérique latine, ils ont pris essentiellement la forme de conversions de dettes en participations et d'achats d'actions de sociétés privatisées, ce qui n'entraîne pas nécessairement une augmentation de la formation de capital.





En Asie, l'investissement direct a résulté surtout d'acquisitions ou de créations d'entreprises.

Enfin, l'orientation de la politique budgétaire peut représenter une cause supplémentaire, bien qu'elle agisse surtout de façon indirecte, des divergences d'évolution des paiements courants et des cours de change. Ainsi, presque tous les pays d'Asie, qui depuis longtemps enregistrent de faibles déficits budgétaires, n'avaient guère besoin d'un nouvel assainissement pendant les années 90. En revanche, la plupart des pays d'Amérique latine n'ont durci leur politique budgétaire, peu rigoureuse, que vers la fin des années 80. Cette amélioration des finances publiques a certainement renforcé la confiance des investisseurs étrangers et encouragé le retour des capitaux détenus à l'extérieur par les résidents, mais elle a aussi accru les tensions sur les cours de change réels.

#### Conséquences pour la politique monétaire

L'évolution récente des marchés des changes en Amérique latine et en Asie soulève deux questions. Premièrement, comment les pays ont-ils pu concilier leur objectif de stabilité du cours de change et leurs impératifs internes

... et de la politique budgétaire

de politique monétaire? Deuxièmement, dans quelle mesure ceux qui ont réussi à maintenir un cours de change nominal relativement fixe ont-ils dû se résigner à abandonner une partie de leur autonomie monétaire?

Substitution  
d'actifs et  
politiques de  
taux d'intérêt

Même dans les pays qui ont supprimé la plupart des contrôles sur les changes et sur les marchés internes des capitaux, et conduisent une politique de cours de change nominal fixe, les actifs financiers nationaux et étrangers ne sont sans doute pas parfaitement substituables. Cela confère aux autorités une certaine latitude pour agir sur l'écart de taux d'intérêt avec les autres pays. En outre, la suppression des entraves aux mouvements de capitaux et la libéralisation des marchés financiers n'ont pas revêtu la même ampleur selon les pays. Hong Kong a opéré ces réformes très tôt et, avec un cours de change nominal complètement fixe, les autorités monétaires ont sans doute dû sacrifier un certain degré d'autonomie. Ce changement est clairement apparu au début des années 90, lorsque les taux d'intérêt réels sont devenus négatifs sous l'effet conjugué de faibles taux aux États-Unis et d'une inflation interne relativement élevée. Par voie de conséquence, les prix de l'immobilier sont montés en flèche, ce qui a récemment poussé les autorités à envisager des mesures destinées à freiner la demande excédentaire dans ce secteur. Singapour aussi a libéralisé son système financier assez tôt, mais a choisi un cours de change flottant pour faire baisser l'inflation. À l'extrême opposé, la Corée du Sud et Taïwan ont maintenu un certain nombre de restrictions internes et externes et appliquent, en outre, des politiques de change plus souples.

Le cas de  
Hong Kong

Politiques de  
stérilisation  
et autonomie  
monétaire

D'autres pays ont mis en œuvre une politique efficace d'interventions et de stérilisation en combinant une flexibilité, bien que limitée, du cours de change et des contrôles, soit sur les mouvements de capitaux, soit sur leur marché interne. Plusieurs pays ont adopté une bande de fluctuation plutôt qu'un cours de change complètement fixe et peuvent donc mener une politique monétaire autonome tant que le cours observé se situe à l'intérieur de cette bande. En période de fortes entrées de capitaux, certains d'entre eux ont élargi la bande de fluctuation et, du même coup, leur marge de manœuvre. La nature des entrées de capitaux et les opérations de gestion de la dette publique et de certains actifs peuvent aussi jouer un rôle. En Thaïlande, une grande partie des entrées de capitaux a pris la forme d'investissements directs à long terme, d'acquisitions d'actions et de prêts de banques étrangères. Ces divers éléments, associés aux contrôles financiers encore en vigueur, ont permis aux autorités de maintenir leur cours de change nominal dans une fourchette relativement étroite vis-à-vis du dollar EU, tout en développant le crédit en fonction des besoins d'une économie en rapide expansion. Dans plusieurs pays d'Amérique latine, les entrées de capitaux, dans le cadre de conversions de dettes en participations et d'achats d'actions liés à des privatisations, ont été généralement stérilisées sans intervention de la banque centrale et sans effet discernable sur les taux d'intérêt. La Malaysia et Singapour ont absorbé les liquidités excédentaires en faisant passer des banques privées à la banque centrale les dépôts de l'État ou ceux des plans d'épargne forcée.



Malgré tout, en période d'entrées de capitaux exceptionnellement importantes, le souci de maintenir la stabilité financière et la compétitivité internationale a nécessité des mesures additionnelles, mais généralement transitoires. Plusieurs pays ont appliqué aux banques un coefficient de réserves plus élevé ou des taux d'intérêt négatifs sur les dépôts des non-résidents (Chili, Corée du Sud et Malaysia) ainsi qu'un plafonnement des engagements bancaires en devises (Mexique) ou des investissements de portefeuille des non-résidents (Corée du Sud et Malaysia). Quelques-uns ont fermé aux non-résidents l'accès à certains marchés ou à des opérations particulières (Malaysia) ou adopté des dispositions destinées à encourager les sorties de capitaux (Chili, Corée du Sud, Taïwan et Thaïlande). Dans les cas où le marché des emprunts d'État n'était pas suffisamment développé, les autorités ont eu recours à la vente de titres sur la banque centrale et à des remboursements anticipés de dette extérieure (comme la Corée du Sud de 1985 à 1989), pour que l'augmentation des réserves n'affecte ni le crédit ni la liquidité de l'économie.

Mesures spéciales en période de fortes entrées

Ces mesures, qui se sont avérées très efficaces en tant qu'expédients temporaires, risquent néanmoins de fausser l'évolution des conditions financières, notamment au détriment des banques. Dans plusieurs cas également, les entrées de capitaux et les pressions à la baisse sur les taux d'intérêt internes qu'elles impliquent se sont trouvées en conflit avec la stratégie de lutte contre l'inflation et le désir d'empêcher une poussée excessive de la demande. Cette attitude explique en grande partie l'application par le Chili, en 1992, de dispositions destinées à freiner les entrées et à encourager les sorties de fonds, alors que l'économie connaissait une croissance de 10% et était proche de son niveau de plein emploi des capacités. De même, l'Indonésie a suivi, en 1990-92, une politique monétaire rigoureuse, qui a attiré les capitaux étrangers par ses taux d'intérêt relativement élevés. En revanche, durant l'année 1993, certaines banques centrales ont été aidées par le fait que les impératifs internes et externes ont coïncidé. La Corée du Sud, l'Indonésie et la Thaïlande, par exemple, ont adopté des politiques plus expansionnistes, et la diminution des niveaux et écarts de taux d'intérêt a contribué à enrayer l'accroissement des afflux de capitaux, qui aurait pu menacer la stabilité des prix. À Singapour, la hausse des taux d'intérêt destinée à lutter contre la surchauffe a parfaitement cadré avec la volonté de renforcer le cours de change nominal et d'atténuer ainsi l'influence des prix à l'importation sur la hausse des prix à la consommation.

Conflits avec les objectifs internes ...

... mais aussi coïncidence des objectifs

## Pays industriels: marchés des changes en 1993 et au début de 1994

### *Dollar, yen et deutsche mark*

Malgré les phases d'instabilité des cours de change enregistrées au fur et à mesure des progrès de l'intégration financière mondiale, la valeur internationale du *dollar* est restée relativement stable pendant la période allant du début de 1993 au début de 1994, et les fluctuations de son cours effectif nominal se sont maintenues dans des limites assez étroites; en avril dernier, il a commencé de fléchir puis a été soumis – pendant quelque temps tout

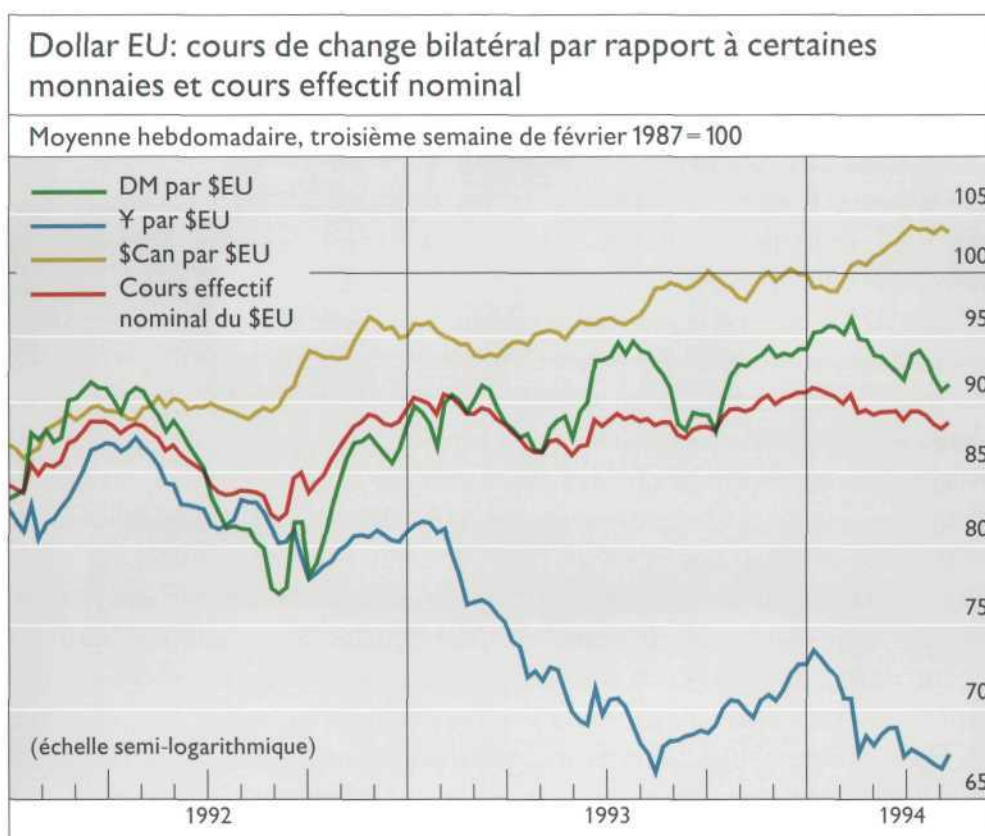
Stabilité relative du dollar dans l'ensemble ...

au moins – à des pressions plus fortes durant les premiers jours de mai. L'évolution a donc été assez différente de celle des années passées, pendant lesquelles les fluctuations à court terme plus marquées de la valeur du dollar correspondaient aux accès successifs de doute et de confiance au sujet de la reprise aux États-Unis.

... mais forte baisse par rapport au yen, compensée par une hausse vis-à-vis d'autres monnaies

L'inversion de la relation entre la valeur du dollar et la vigueur de l'économie américaine aboutit à des interventions concertées

Cette stabilité générale du dollar durant la majeure partie de la période considérée recouvre toutefois un phénomène plus important, à savoir sa chute vis-à-vis du yen et, à l'inverse, sa hausse par rapport au deutsche mark et à d'autres monnaies européennes ainsi qu'au dollar canadien. À plusieurs reprises, les autorités des États-Unis se sont jointes à celles du Japon pour intervenir sur les marchés des changes afin d'enrayer la montée du yen. Ainsi, sur l'ensemble de la période, les anticipations antérieures du marché selon lesquelles le dollar serait conforté par une reprise continue de l'économie américaine et une baisse des différentiels d'intérêts ne se sont pas vérifiées. En février-avril 1994, il s'est affaibli, malgré des signes de raffermissement confirmé de l'activité apparus en début d'année et une inflexion de la politique monétaire dans un sens moins accommodant. Cette action s'est toutefois accompagnée d'un brusque repli des cours des obligations en dollars, plus net qu'en Allemagne par exemple, et la crainte de nouveaux reculs peut avoir contribué à un certain désengagement vis-à-vis du dollar. En d'autres termes, quand le redressement de l'économie a été suffisamment affirmé pour convaincre les marchés que le mouvement de repli des taux d'intérêt aux États-Unis avait clairement pris fin, la relation positive entre le cours de change et les indicateurs de la





Réserves officielles en devises <sup>1</sup>						
Rubrique	1989	1990	1991	1992	1993	Encours à fin 1993
en milliards de dollars EU						
Variation, aux cours de change courants						962,9
Total	54,4	125,0	43,0	24,4	104,7	
dont:						
Pays industriels	32,5	82,1	-24,3	-25,9	28,5	
NEI d'Asie	8,1	11,6	19,5	15,5	20,9	
Autres pays en développement	11,4	37,1	54,6	32,9	47,9	285,7
Variation, à cours de change constants <sup>2</sup>						962,9
Total	57,2	90,9	42,0	46,5	109,3	
En dollars	6,8	39,7	30,8	47,5	60,0	
dont:						
Avoirs aux États-Unis	-4,2	29,9	22,3	32,8	78,3	
Dépôts bancaires hors des États-Unis <sup>3</sup>	1,7	3,4	5,8	9,2	1,4	
En d'autres monnaies	50,4	51,2	11,2	- 1,0	49,3	
dont dépôts bancaires <sup>3</sup>	7,2	16,9	-29,2	- 6,9	4,2	
Pour mémoire:						
Avoirs recensés en:						
Deutsche marks	24,0	10,0	- 8,2	- 7,1	38,7	
Yens japonais	10,8	16,0	4,2	- 4,4	3,3	
Livres sterling	2,8	4,2	3,9	4,9	4,1	
Écus privés	7,3	13,7	2,3	-12,0	3,7	
Francs français	2,6	7,4	4,6	- 1,0	1,1	

<sup>1</sup> Hors avoirs officiels en Écus. <sup>2</sup> Chiffres en partie estimés. <sup>3</sup> Dépôts effectués par les institutions monétaires officielles auprès des banques déclarantes BRI.

reprise de l'économie s'est trouvée – du moins pour un temps – inversée. La situation s'est tendue au début de mai, au point que les autorités américaines ont été à l'origine d'interventions concertées à l'échelle internationale pour soutenir le dollar, le Secrétaire au Trésor déclarant alors qu'elles ne voyaient aucun avantage à un dollar sous-évalué.

En 1993, comme le montre le tableau de la page 175, le déficit croissant des paiements courants des États-Unis a eu sa principale contrepartie dans des mouvements monétaires officiels nets. Ce phénomène n'a pas été provoqué par une baisse des réserves, qui ont en fait augmenté de \$2 milliards, malgré diverses interventions des États-Unis sur les marchés des changes. Il s'explique plutôt par le gonflement de \$78 milliards des avoirs officiels en dollars EU détenus aux États-Unis par d'autres pays, qui reflète en partie l'accroissement rapide des réserves dans les pays en développement. Il a pu résulter également d'ajustements de portefeuilles en faveur de bons du Trésor des États-Unis, étant donné que l'avantage de taux déjà réduit des dépôts en eurodollars s'était encore amenuisé pour un temps. En revanche, les financements privés (hors écart statistique) sont tombés à \$6,7 milliards, sous l'effet exclusivement d'un nouveau recul important (\$47 milliards) des créances nettes des banques sur les non-résidents, dû, en particulier, à la

La forte augmentation des avoirs officiels en dollars aux États-Unis compense en partie les déficits des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme

poursuite du désengagement des banques japonaises sur les marchés internationaux. Les mouvements de capitaux relatifs aux opérations sur titres ont atteint un niveau record l'an passé, mais se sont soldés par des sorties nettes de \$21,4 milliards seulement, les investisseurs américains n'ayant pas été les seuls à opérer une diversification internationale de leur portefeuille. Enfin, avec la reprise de la croissance aux États-Unis, les entrées au titre des investissements directs ont également connu une hausse marquée: alors que, en 1992, elles étaient tombées à leur plus bas niveau depuis vingt ans, elles sont remontées à plus de \$30 milliards l'an dernier, et les sorties nettes se sont aussi réduites.

Forte appréciation du yen

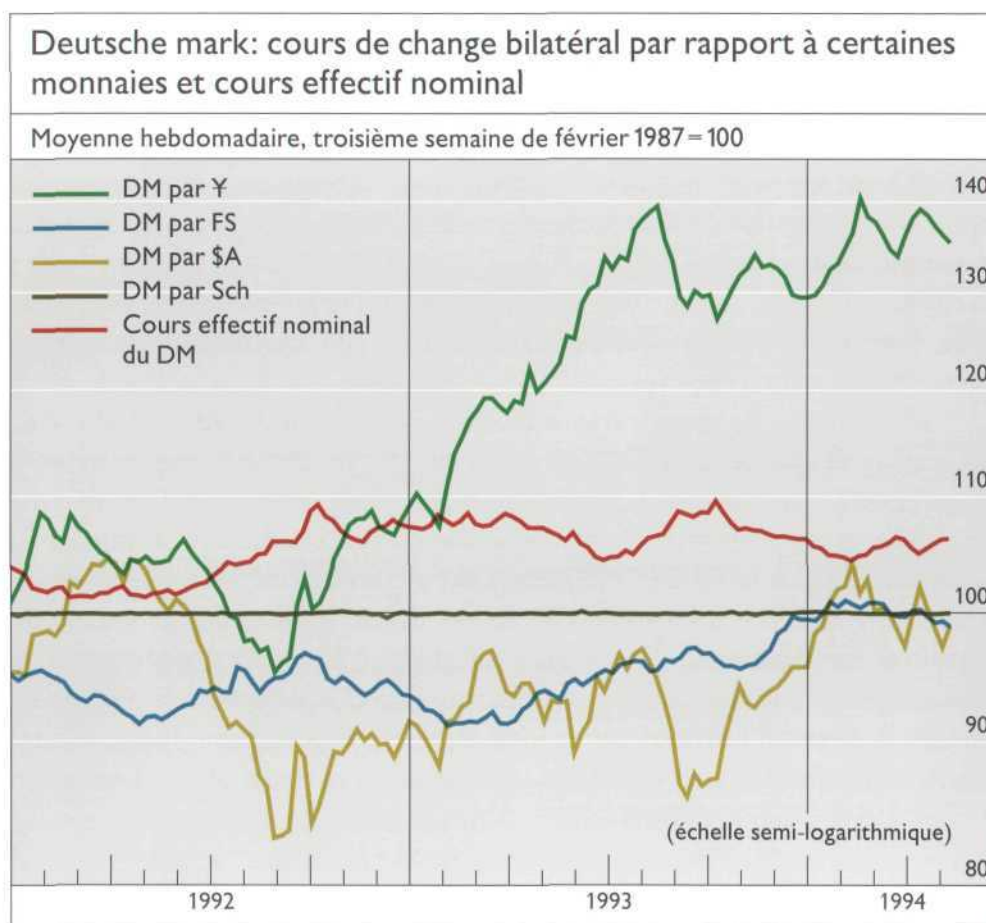
L'une des principales caractéristiques de la période étudiée a été la forte progression de la valeur internationale du yen. Entre la mi-janvier et la mi-août 1993, la monnaie japonaise s'est appréciée d'environ 24% vis-à-vis du dollar et de 33% face au deutsche mark. Elle est ensuite quelque peu retombée jusqu'à la fin de 1993, soit pendant un peu plus de quatre mois, avant de reprendre son ascension au début de la nouvelle année et de retrouver pratiquement ses niveaux antérieurs, particulièrement après la rupture des négociations commerciales américano-japonaises à la mi-février, puis de nouveau fin avril et début mai, alors que l'incertitude politique augmentait au Japon et que le dollar s'affaiblissait de manière plus générale. En

### Comptes extérieurs des États-Unis et du Japon

	1989	1990	1991	1992	1993	93 T I	93 T II	93 T III	93 T IV
	en milliards de dollars EU								
<b>États-Unis</b>									
Paiements courants	-101,6	-91,9	- 8,3	- 66,4	-109,2	-14,7	-25,7	-35,0	-33,9
Mouvements de capitaux <sup>1</sup>	118,6	62,0	-13,5	24,4	41,3	4,3	7,6	17,4	12,0
dont:									
Investissements directs	30,9	20,9	- 5,1	- 32,4	- 18,7	- 1,5	- 2,1	- 6,1	- 9,0
Valeurs mobilières <sup>2</sup>	46,3	-29,7	9,2	19,2	- 21,4	- 3,9	- 9,7	-25,1	17,2
Opérations bancaires résiduelles	5,2	32,4	- 5,1	43,6	46,8	9,2	3,9	33,4	0,2
Écart statistique	- 17,4	30,8	-15,1	- 12,2	26,7	3,1	13,5	7,2	3,0
Solde monétaire officiel net <sup>3</sup>	- 17,0	29,9	21,8	42,0	68,0	10,3	18,1	17,6	21,9
<b>Japon</b>									
Paiements courants	57,2	35,8	72,9	117,6	131,4	35,9	31,4	32,0	32,1
Mouvements de capitaux <sup>1</sup>	- 81,9	-56,6	-90,0	-118,9	-108,0	-31,4	-26,5	-18,0	-32,1
dont:									
Investissements directs	- 45,2	-46,3	-29,4	- 14,5	- 13,6	- 3,0	- 3,9	- 2,2	- 4,5
Valeurs mobilières	- 28,0	- 5,0	41,0	- 26,2	- 62,7	- 4,4	-20,9	- 2,5	-35,0
Opérations bancaires résiduelles	8,6	-13,6	-93,5	- 73,0	- 15,0	-25,1	- 4,2	0,3	14,0
Écart statistique	- 22,0	-20,9	- 7,8	- 10,5	- 0,3	4,2	5,3	- 9,0	- 0,7
Solde monétaire officiel net <sup>3</sup>	24,7	20,9	17,1	1,4	- 23,5	- 4,5	- 4,9	-14,0	- 0,1

<sup>1</sup> Définis comme: - (paiements courants + variation du solde monétaire officiel net); un signe moins indique une sortie de capitaux. <sup>2</sup> Y compris les titres du Trésor des États-Unis. <sup>3</sup> Variation des réserves en or et en devises moins variation des engagements vis-à-vis des autorités monétaires étrangères. Un signe moins indique un renforcement des avoirs officiels.





termes effectifs réels, il ressort que, récemment, le yen se situait à quelque 70% au-dessus de son minimum temporaire du début de 1990, ou à environ 30% au-dessus de son niveau du début de 1987, après la correction de l'énorme surévaluation du dollar durant la première partie des années 80.

En mars et avril 1993, la Banque du Japon, qui commençait à redouter une hausse trop forte du yen, était apparemment déjà intervenue pour freiner son ascension, après avoir abaissé son taux d'escompte à 2½% en février. Les autorités des États-Unis avaient elles-mêmes participé à ce mouvement pour des montants modestes. Elles publièrent même une déclaration dans laquelle elles affirmaient que les cours de change devraient refléter les données fondamentales et que toute tentative visant à influencer artificiellement ou à manipuler les cours de change était inappropriée. Néanmoins, les deux pays paraissent avoir procédé à plusieurs interventions concertées jusqu'au 8 juin, puis de nouveau à la mi-août, après la crise du MCE.

Interventions  
concertées

Après cela, le dollar s'est quelque peu renforcé et le yen a perdu du terrain jusqu'au tournant de l'année, sous l'effet, d'une part, de signes d'accélération de la reprise aux États-Unis et, d'autre part, de l'anticipation d'une heureuse conclusion des négociations commerciales avec le Japon.

Au début de la nouvelle année, cependant, la monnaie japonaise a repris son ascension, car il est apparu que les États-Unis n'étaient pas satisfaits de l'avancement des négociations et le marché a supposé, à tort ou à

raison, qu'il en résulterait une action à la hausse du yen. La situation a pris un caractère aigu à la mi-février, lorsque les négociations se sont rompues; de nouvelles interventions de la Banque du Japon sous forme de ventes de yens auraient alors été effectuées. Néanmoins, la monnaie nippone est restée relativement ferme et a recommencé à monter jusqu'au début de mai, où des interventions concertées ont été entreprises pour soutenir le dollar et l'empêcher de tomber au-dessous du seuil psychologique de ¥ 100.

L'augmentation de \$27 milliards en 1993 des réserves du Japon (or non compris) traduit des recours répétés aux interventions officielles. À la fin de 1993, les avoirs officiels du Japon s'inscrivaient ainsi à \$99 milliards, montant le plus élevé du monde.

Comme le dollar, le deutsche mark reste stable dans l'ensemble

Quant au *deutsche mark*, malgré des entrées records d'investissements de portefeuille en Allemagne, liées en partie seulement à la crise du MCE, sa valeur globale, comme celle du dollar, a remarquablement peu changé pendant la période étudiée. En 1992, alors que d'autres monnaies européennes avaient succombé sous le poids des attaques spéculatives, sa valeur effective nominale s'était appréciée de 3½%. En 1993, toutefois, la monnaie allemande a légèrement fléchi en moyenne, même si elle s'est renforcée quelque temps lors de la crise au sein du MCE. Celle-ci n'a cependant pas entraîné de dépréciations marquées ou prolongées d'autres monnaies,

### Comptes extérieurs de l'Allemagne

Période	Paiements courants	Mouvements de capitaux					Solde monétaire officiel net*
		Total (y compris erreurs et omissions)	dont				
			Investisse- ments directs nets	Investisse- ments des non-résidents en titres allemands	Investisse- ments des résidents en titres étrangers	Opérations à court terme des banques commerciales	
en milliards de deutsche marks							
1992							
Janvier-juin	-18,5	28,8	-8,8	9,7	-34,4	56,8	-10,3
Juillet	- 7,4	8,9	-1,5	12,4	- 5,7	- 8,6	- 1,5
Août	- 1,2	4,5	-1,3	10,4	- 2,7	3,0	- 3,3
Septembre	- 2,0	84,5	-3,5	32,8	3,2	33,0	-82,5
Octobre	- 2,1	-35,9	-0,2	20,6	-11,1	-24,9	38,0
Novembre	- 0,2	- 0,9	-0,6	8,0	- 9,7	- 2,2	1,1
Décembre	- 3,1	13,2	-8,1	29,6	-10,1	6,7	-10,2
1993							
Janvier-juin	-12,9	-38,1	-6,6	135,2	-58,3	-40,0	51,0
Juillet	- 7,8	21,0	-1,7	30,2	- 4,1	10,9	-13,2
Août	- 5,7	49,9	-0,8	1,3	- 5,3	30,8	-44,1
Septembre	- 3,1	-29,7	-2,4	19,0	3,1	-29,7	32,8
Octobre	- 3,7	- 8,3	-1,0	20,2	- 2,0	2,0	12,0
Novembre	1,1	0,8	-0,7	13,5	4,8	-25,0	- 1,9
Décembre	- 3,1	3,9	-6,6	22,3	21,5	-51,6	- 0,8

\* Variation des réserves en or et en devises moins variation des engagements vis-à-vis des autorités monétaires étrangères. Un signe moins indique un renforcement des avoirs officiels.



comme en 1992 et au début de 1993, bien que la lire, la couronne suédoise et la peseta, entre autres, aient généralement continué à perdre du terrain.

Quoi qu'il en soit, pour la deuxième année consécutive, les entrées brutes d'investissements de portefeuille ont pratiquement doublé en Allemagne, passant à DM 242 milliards. Ces afflux ont été motivés par les niveaux toujours relativement élevés des taux d'intérêt allemands et des anticipations de baisses ainsi que par les fortes pressions spéculatives au sein du MCE. Les sorties brutes au titre d'investissements de portefeuille ont quasiment diminué de moitié, tombant à DM 40 milliards l'an dernier. Comme en 1992, quelque deux tiers de ces investissements se sont portés sur des obligations du secteur public. Les achats d'obligations nationales par des résidents allemands utilisant des fonds de placement luxembourgeois ont également joué un grand rôle, en gonflant à la fois les entrées et les sorties.

L'instauration d'une retenue à la source sur les revenus d'intérêts avait nettement renforcé les sorties de capitaux d'Allemagne en 1992 (essentiellement pour des achats de certificats d'investissement au Luxembourg, comme on vient de le voir), mais ce processus semble avoir pris fin au milieu de 1993. De nouvelles modifications de la législation fiscale (visant à prendre en compte les revenus d'intérêts acquis à l'étranger) ont été annoncées en septembre, ce qui a encore diminué l'intérêt des placements dans les fonds luxembourgeois et déclenché même un mouvement soudain de ventes nettes au cours des derniers mois de l'année.

L'important excédent des mouvements de capitaux à long terme a été en partie contrebalancé par des sorties à court terme du secteur non bancaire. En effet, les résidents non bancaires, désireux notamment d'échapper à la retenue à la source sur les intérêts perçus, ont fortement renforcé leurs dépôts à court terme à l'étranger, en particulier au premier trimestre de 1993. Malgré tout, les créances externes à court terme des banques ont aussi connu une hausse marquée, en dépit d'amples fluctuations en cours d'année engendrées par les intenses pressions spéculatives au sein du MCE durant l'été.

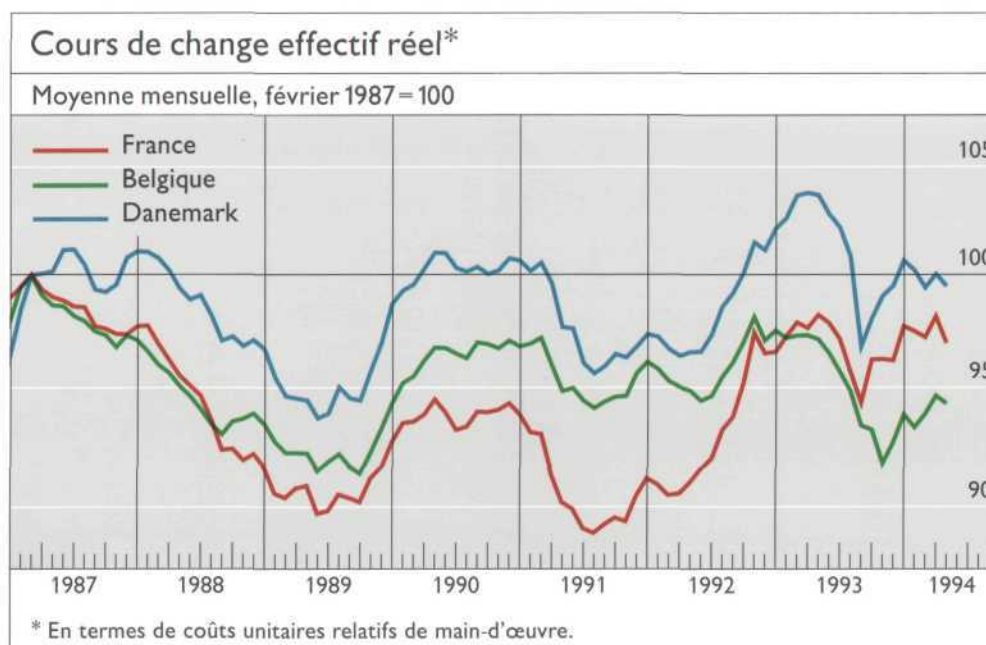
Contrairement à celles du Japon, les réserves officielles de l'Allemagne (or non compris) ont diminué, fléchissant de \$13 milliards en 1993. Elles avaient été gonflées par les perturbations sur les marchés des changes à l'automne de 1992, et leur diminution à la fin de 1993 a représenté un retour à des niveaux plus normaux, malgré une remontée temporaire lors de la crise du MCE de 1993.

#### *La crise de 1993 au sein du mécanisme de change européen (MCE)*

Le Rapport annuel de l'an dernier (Chapitre VIII) décrivait en détail la phase prolongée de turbulences sur les marchés des changes en Europe, qui s'est poursuivie par intermittence jusqu'à la mi-mai 1993, lorsque l'escudo portugais et la peseta espagnole ont été à nouveau dévalués dans le MCE. À cette date, au total dix monnaies européennes à cours de change fixe ou rattaché à une unité de référence (y compris les trois des pays nordiques non membres du MCE) avaient subi, sur les marchés, des attaques à la baisse répétées et d'une ampleur sans précédent. (D'autres avaient, bien sûr, été

Fortes entrées brutes d'investissements de portefeuille en Allemagne

La situation héritée de la crise du MCE de 1992 en toile de fond des turbulences récentes

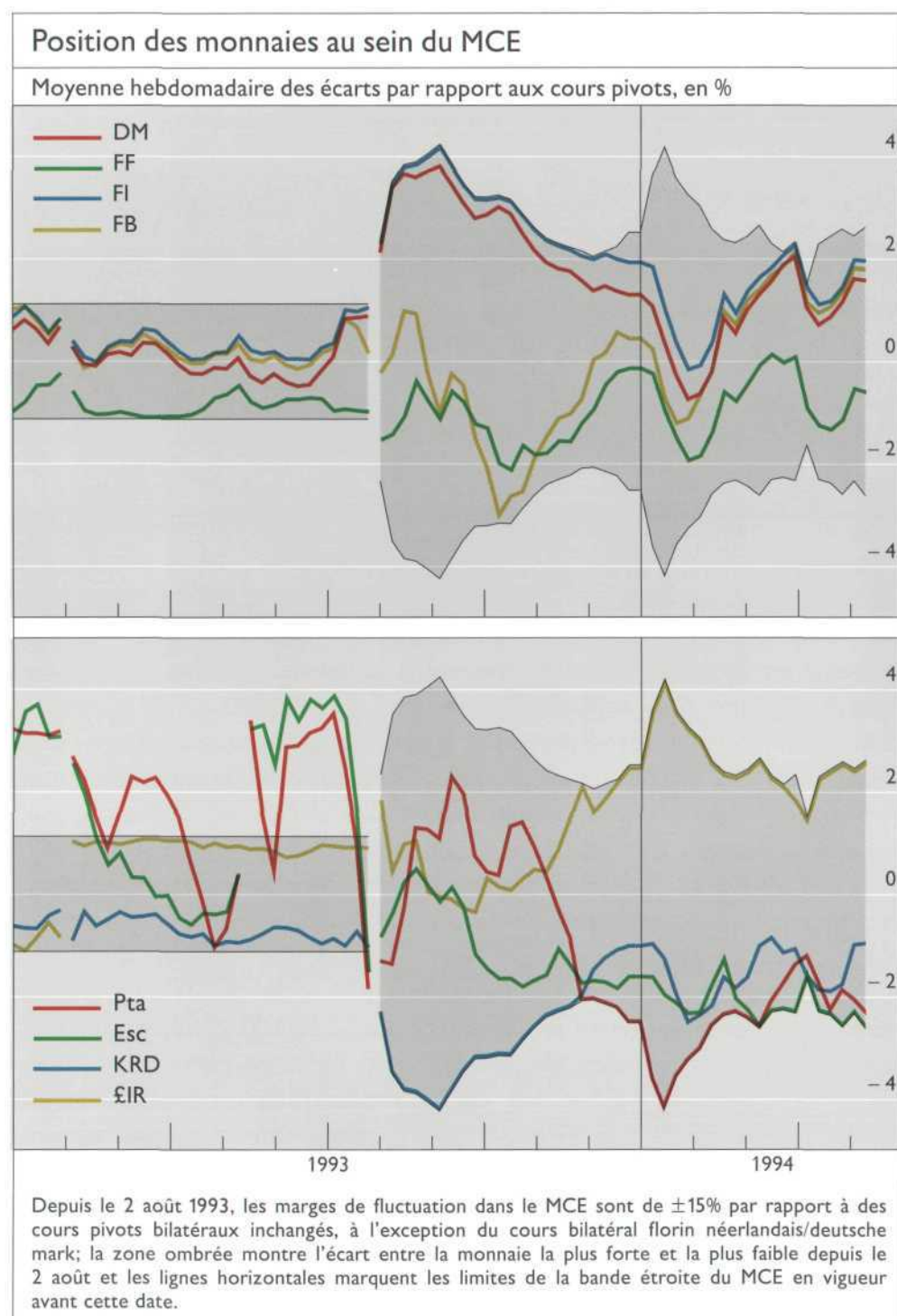


soumises en contrepartie à des tensions à la hausse.) Malgré des niveaux records d'interventions officielles, seules trois d'entre elles – francs français et belge et couronne danoise – avaient échappé à l'obligation d'une dévaluation ou d'une mise en flottement. Dans ces trois cas, les autorités considéraient que les données fondamentales de l'économie étaient saines, l'inflation paraissant bien maîtrisée et la balance des paiements courants affichant un excédent. Quoique la compétitivité internationale de ces trois pays ait été affectée par les répercussions défavorables des perturbations de 1992 sur les marchés des changes, elle ne s'était pas éloignée du niveau qu'elle occupait après le dernier grand changement de parités du début de 1987 (graph. ci-dessus); seul le Danemark faisait peut-être exception, à un degré relativement mineur toutefois. Donc, en 1993, non seulement on ne voyait aucune raison de dévaluer ces monnaies, mais on avait même de bonnes raisons de *ne pas* les laisser se déprécier, dans la mesure où une telle décision aurait fort bien pu compromettre la stabilité des prix et la crédibilité des politiques suivies.

Dans le même temps, cependant, les crises précédentes avaient eu aussi pour résultat (en plus de leurs effets sur la compétitivité) de nuire à la crédibilité d'un engagement ferme vis-à-vis du cours de change. En d'autres termes, elles avaient fait encore apparaître de façon très claire certaines conséquences majeures de l'intégration et du développement des marchés financiers internationaux. À cet égard, la crise du MCE de l'été 1993 n'a pas constitué un phénomène nouveau; ce sont ses répercussions qui ont été jusqu'à présent fort différentes de celles des crises de 1992 et du début de 1993.

Après la dévaluation de la livre irlandaise au début de février 1993, des tensions ont continué à se manifester par intermittence au sein du MCE, le franc français, en particulier, demeurant à son cours plancher dans la bande étroite jusqu'en avril, alors que la Bundesbank baissait ses taux de façon





assez régulière, mais prudente. Le résultat déterminant des élections législatives de fin mars en France a contribué à tempérer les pressions sur le franc français, et, un peu plus tard, la Bundesbank a de nouveau réduit ses taux. En fait, le sentiment du marché vis-à-vis du franc français s'est alors tellement modifié que les autorités ont pu diminuer leurs taux d'intérêt de 3 points en deux mois et qu'elles ont même, pour un temps, à la fin de juin et au début de juillet, laissé les taux à court terme descendre au-dessous des taux allemands. En outre, l'issue positive du second référendum danois sur le traité de Maastricht est venue renforcer la confiance d'une manière

Des réductions prudentes des taux d'intérêt allemands sont accompagnées, pour un temps, d'abaissements plus marqués dans certains pays

plus générale. Les autorités danoises auraient alors procédé à des achats de devises et ont pu, comme leurs homologues françaises et belges, abaisser à nouveau leurs taux courts. Dans le cas de la lire – qui se trouve en dehors du MCE – une occasion analogue s'est également présentée à diverses reprises en mai et juin, du fait en partie d'un léger affaiblissement du deutsche mark.

Une nouvelle  
crise menace ...

Vers la fin de juin, cependant, les chiffres annonçaient une nouvelle montée du chômage en France. Cette information semble être venue rappeler aux marchés les limites au-delà desquelles on ne peut faire monter les taux d'intérêt internes pour défendre des parités fixes dans une économie déprimée, et ce quelle que soit la solidité des données fondamentales «traditionnelles». Aussi, bien que la Bundesbank ait poursuivi la détente graduelle de ses taux et que la France, le Danemark et la Belgique, entre autres, aient fait de même, on ne pouvait attendre que les modifications de taux d'intérêt ainsi opérées, en raison même de leur importance modeste, puissent accroître sensiblement la marge de manœuvre pour s'opposer à des tensions sur les changes. Il est d'ailleurs bien possible que cet épisode ait simplement servi à mieux montrer qu'on était encore loin d'obtenir une baisse notable des taux d'intérêt réels en Europe. Aussi les pressions sont-elles réapparues.

... et éclate  
le 30 juillet

Pendant la dernière semaine de juillet, le franc français a commencé d'être soumis à de considérables pressions à la vente et la Banque de France a relevé ses taux. Le mouvement s'est alors également étendu de nouveau à la couronne danoise ainsi qu'à la peseta, à l'escudo et au franc belge. En dépit d'interventions officielles très volumineuses, les tensions ont perduré, les marchés restant suspendus aux décisions de la Bundesbank. Lorsque les anticipations concernant l'ampleur des réductions des taux allemands ont été déçues, la crise a éclaté sur les marchés. Le vendredi 30 juillet, le franc français et la couronne danoise tombaient l'un et l'autre à leur cours plancher de la bande étroite; aucun montant réalisable d'interventions ne paraissait capable de les faire remonter, même après que la Bundesbank eut annoncé qu'elle ne s'opposerait pas à une baisse des taux d'intérêt du marché les amenant au-dessous du taux d'escompte.

Les interven-  
tions massives  
ne peuvent  
empêcher...

Vue sous un certain angle, cette situation était la réplique de celle de septembre 1992. Dans les deux cas, en présence de déplacements massifs de capitaux – justifiés ou non par référence aux données fondamentales traditionnelles –, la défense de marges de fluctuation étroites, par le biais de hausses des taux à court terme et d'interventions, était devenue à la fois une cause de déflation dans des économies déjà déprimées et une source potentielle d'aggravation de l'inflation en Allemagne. Seule, en effet, la Bundesbank pouvait fournir le montant des ressources nécessaires aux interventions, mais uniquement en prenant le risque d'une augmentation inacceptable de la masse monétaire allemande et en imposant une lourde charge de remboursement aux pays empruntant des fonds au titre de la facilité de financement à très court terme (FTCT) du SME ou dans le cadre de crédits bilatéraux. Les marchés ont considéré que ni une poursuite de la déflation hors d'Allemagne ni une hausse de l'inflation dans ce pays ne



constituaient des stratégies suffisamment crédibles pour parvenir à contre-carrer des ventes de devises d'un tel volume potentiel.

Après les pressions considérables du 30 juillet sur les marchés des changes, il a été décidé, le week-end suivant, d'élargir temporairement les deux bandes de fluctuation existantes du MCE, en les portant aux limites préventives de  $\pm 15\%$ . Seule la marge de fluctuation deutsche mark/florin néerlandais restait inchangée, à  $\pm 2,25\%$ . Dans le même temps, le communiqué officiel soulignait que la grille des parités centrales en vigueur était toujours considérée comme «pleinement justifiée» et exprimait sa confiance de voir les cours du marché se rapprocher bientôt de ces parités.

Pour justifier le bien-fondé de cette décision, aucun pays n'a cherché à tirer un profit immédiat ou substantiel de la marge de manœuvre apparemment accrue qui lui était offerte pour mener sa politique de taux d'intérêt. Les autorités françaises, par exemple, n'ont diminué que graduellement le taux au jour le jour de 10% à 7 $\frac{3}{4}\%$ . En plus de l'engagement envers les parités maintenues, et de la volonté d'éviter les conséquences inflationnistes d'une dévaluation, ces politiques prudentes étaient aussi inspirées par la nécessité, pour plusieurs pays, d'attirer des entrées de capitaux, notamment pour honorer les obligations qu'ils avaient contractées dans le cadre des soutiens financiers à court terme. Une autre préoccupation majeure était le souci de préserver la tendance à la baisse des taux d'intérêt à long terme. Pendant quelque temps, en août et durant une partie de septembre, cette orientation est devenue encore plus difficile à suivre du fait de la hausse du deutsche mark vis-à-vis du dollar. Elle a néanmoins été suivie.

Hormis le fait que les autorités se sont refusées à mettre la situation à profit pour tenter d'obtenir un repli plus rapide des taux d'intérêt, cette approche monétaire prudente a constitué une réussite remarquable. L'écart des monnaies de l'ancienne bande étroite par rapport à leurs cours pivots inchangés s'est accru quelque temps à un peu plus de 8% en août et près de 9% en septembre, en raison surtout de la remontée assez lente de la couronne danoise, imputable peut-être à l'annonce d'un budget relativement expansionniste au Danemark. Les francs français et belge, en revanche, n'ont jamais perdu beaucoup de terrain et, avec certes quelques fluctuations, sont parfois montés au-dessus du point médian de la bande. Cela a été particulièrement vrai récemment dans le cas du franc belge, même s'il a fallu, à un moment donné en septembre, relever à nouveau les taux d'intérêt avant de conclure, en novembre, un accord sur un plan global d'austérité. Le franc belge a alors commencé à se raffermir très nettement et les taux d'intérêt ont été réduits par petites touches.

En fait, les taux d'intérêt à court terme ont été sensiblement abaissés sur la période, en Allemagne comme dans d'autres pays membres du MCE, à un rythme cependant assez lent. Finalement, les réserves ont été en grande partie reconstituées: la Bundesbank a annoncé qu'à la fin de l'année les banques centrales partenaires du SME avaient pu rembourser presque toutes leurs obligations liées à des interventions, contractées dans le cadre du FTCT et de crédits bilatéraux. Les opérations de soutien effectuées par la Bundesbank avaient entraîné, en juillet, des achats de monnaies de pays

... un ample élargissement préventif des marges de fluctuation du MCE

Par la suite, les politiques ne sont assouplies qu'avec prudence ...

... et les cours de change du MCE restent relativement stables par rapport aux cours pivots inchangés

membres du SME correspondant à près de DM 60 milliards (\$35 milliards), somme moins élevée que pendant la crise de septembre 1992, mais évidemment beaucoup plus concentrée, surtout sur le franc français. La Banque de France a d'ailleurs fait savoir ultérieurement qu'elle avait remboursé, le 14 janvier 1994, soit avec un mois d'avance, l'intégralité du montant de FF 107 milliards emprunté par l'intermédiaire du Fonds européen de coopération monétaire.

Nouvelle  
preuve que les  
mouvements  
de capitaux ...

Cette dernière crise des changes européenne fournit plusieurs enseignements d'ordre général. Le premier n'est pas nouveau; il s'agit de la confirmation que, sur les marchés financiers internationaux d'aujourd'hui, les mouvements de capitaux potentiels sont d'une telle ampleur qu'ils ne peuvent pas toujours être contrecarrés de manière crédible par des interventions officielles pour respecter un engagement de cours de change fixe. Même quand les données fondamentales sont considérées comme saines, ce qui était le cas pendant ce dernier épisode en Europe, les ajustements de politique monétaire que requiert implicitement le maintien d'un cours de change fixe peuvent, apparemment, être vite estimés «non crédibles», surtout dans les pays où le chômage est très élevé. Quant aux pays à monnaie forte, la seule éventualité d'une modification du cours de change peut nécessiter des mesures qui risquent de compromettre, et non de renforcer, la crédibilité de leur gestion monétaire.

... peuvent poser  
un grave dilemme  
de politique  
économique

Le second enseignement n'est pas nouveau non plus, car il était déjà ressorti au moment de l'effondrement du système de Bretton Woods en 1971-73, puis pendant la crise du MCE en 1992. Il s'agit de l'importance qu'il y a, dans un système de change fixe, de disposer d'une monnaie d'ancrage saine, ce qui nécessite qu'elle s'appuie non seulement sur une faible inflation, mais aussi sur un dosage bien équilibré des politiques macro-économiques.

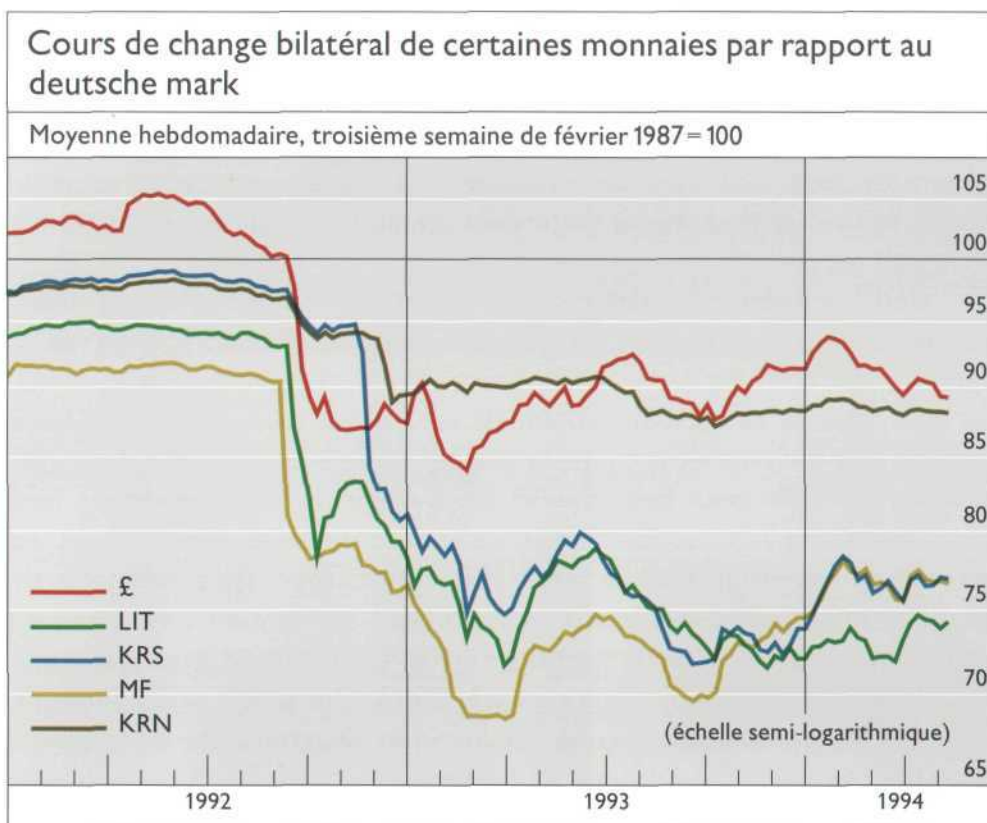
Importance de  
politiques  
saines ...

Pour la Communauté européenne elle-même, la crise a paru alors comporter des conséquences, à la fois politiques et économiques, plus profondes que la précédente. La relation qui est au cœur même du système de change européen n'a apparemment pas résisté aux pressions, ce qui a donné lieu à des commentaires très pessimistes pour l'avenir, en particulier au sujet du calendrier de l'UEM tel qu'il est prévu.

Sur un point au moins, cependant, une analyse rétrospective devrait aujourd'hui tempérer ce pessimisme. S'il est vrai que les monnaies du MCE ont connu depuis le début d'août 1993 des fluctuations plus amples que celles autorisées par les anciennes bandes, ces variations ont été toutefois très restreintes. En fait, et contrairement à l'issue de la crise précédente, l'épisode le plus récent n'a pas abouti à un réalignement majeur des cours de change effectifs réels. On pourrait d'ailleurs tirer un troisième enseignement de la crise. Certes, l'une des raisons de la stabilité inattendue des cours de change au sein du MCE après août 1993 réside probablement dans le rétablissement d'un risque symétrique sur le marché. Mais l'explication peut aussi bien venir de l'orientation prudente des politiques monétaires dans les divers pays; le fait qu'elles aient pu, dans ces circonstances, assurer une telle stabilité de change relative pourrait être considéré comme un

... démontrée par  
l'issue relative-  
ment bénigne de  
la crise de 1993





signe encourageant. Au demeurant, on peut se demander si, dans le monde contemporain, la meilleure solution pour obtenir la plus grande stabilité de change possible ne consisterait pas en un ensemble de politiques macroéconomiques saines et coordonnées à l'échelle internationale dans un contexte d'accords de change relativement moins contraignants et moins structurés. La préservation de cours pivots inchangés peut avoir rendu cette stabilité encore plus réalisable en centrant les anticipations du marché des changes sur un point de référence crédible, malgré l'absence de facto de marges fixes. On peut ajouter un dernier enseignement, à savoir que les politiques structurelles nécessaires pour réduire durablement le chômage en Europe (voir Chapitre II et Conclusion) doivent aussi être appliquées d'urgence pour des considérations de change. En effet, le chômage paraît intervenir pour beaucoup dans l'opinion des marchés sur la capacité des banques centrales de maintenir les cours de change aux niveaux désirés.

#### *Livre sterling, lire et monnaies flottantes des pays nordiques*

Lors des turbulences de 1992 sur les marchés des changes, cinq monnaies européennes au total avaient dû abandonner un système de cours fixe ou rattaché à une unité de référence pour passer à un régime de flottement. À l'exception de la couronne norvégienne, toutes ces monnaies ont enregistré une nouvelle baisse marquée durant les premiers mois de 1993, avant de se redresser de manière assez irrégulière. Néanmoins, sur l'ensemble de la période allant du début de 1993 à la mi-avril 1994, la lire et la couronne suédoise, en particulier, ont continué de fléchir en termes effectifs nominaux.

Certaines monnaies contraintes de flotter en 1992 cèdent encore momentanément du terrain

La livre sterling s'est, elle aussi, affaiblie pendant le premier trimestre de 1994, après une nouvelle réduction des taux d'intérêt et la réapparition d'incertitudes politiques.

En toile de fond à cette évolution, ces cinq pays ont dû composer avec la nécessité de suivre une orientation prudente entre deux options: d'une part, opérer de nouvelles baisses des taux d'intérêt (voir Chapitre VI, p. 136) et, d'autre part, tenter de reconstituer leurs réserves extérieures nettes sans laisser leur monnaie se déprécier davantage, compte tenu des risques d'inflation encourus. Mais, à l'inverse des pays les plus touchés par la crise de 1993, ils n'ont rien entrepris pour ramener le cours de leur monnaie à son niveau antérieur, parce que le prix d'une telle tentative aurait pu être élevé, mais aussi parce qu'une certaine correction de leur position concurrentielle était justifiée.

#### *Dollar canadien*

Le dollar canadien sous pression, en raison d'atteintes à la crédibilité de la politique économique

La dernière caractéristique marquante de l'évolution des cours de change en 1993 et au début de 1994 concerne le *dollar canadien* qui, poursuivant son orientation à la baisse jusqu'en mars-avril 1994, a été soudain l'objet de ventes massives. Elles s'expliquent par plusieurs facteurs. Par exemple, le comportement antérieur des coûts et des prix au Canada avait été si modéré que, à la fin de 1991, le cours de change effectif réel de la monnaie canadienne s'était apprécié de 25% environ par rapport au niveau qu'il occupait à l'époque de l'Accord du Louvre. Toutefois, à la fin de mars 1994, cette hausse s'était complètement inversée.

De plus, un certain nombre d'incertitudes d'ordre budgétaire (au niveau du gouvernement fédéral et des provinces), politique et constitutionnel (voir Chapitre II) ont pesé sur le cours de change. Puis, en février 1994, les autorités des États-Unis ont commencé à infléchir leur politique monétaire dans un sens moins expansionniste, et la Banque du Canada a relevé très fortement, de 2 points, les taux d'intérêt à court terme, fin mars et début avril.

Deux enseignements sont peut-être à retirer de cette expérience. Premièrement, les marchés ont à nouveau montré qu'ils peuvent imposer plus de discipline dans la politique suivie. Deuxièmement, constatation moins rassurante, cet épisode a prouvé que, même dans une situation de flottement pratiquement libre, les marchés sont capables de percevoir, et éventuellement d'exploiter, la marge de manœuvre réduite dont disposent les autorités en matière de taux d'intérêt pour défendre un cours de change dans une économie en sous-emploi des capacités.



## VIII. Systèmes de paiement et de règlement: évolution et gestion des risques

### Faits saillants

Les systèmes de paiement et de règlement sont à l'activité économique ce que les routes sont à la circulation: des infrastructures nécessaires, mais dont on oublie l'existence jusqu'au jour où se produit un encombrement ou un carambolage. Toute transaction économique donne naissance à une obligation de règlement qui doit être exécutée par transfert de monnaie entre les parties au contrat. Il y a une dizaine d'années encore, l'organisation et les mécanismes de ce processus n'attiraient pas particulièrement l'attention des autorités, ni celle des participants au marché. Depuis, l'essor sans précédent des activités sur les marchés financiers nationaux et internationaux, avec l'apparition d'épisodes de difficultés financières, a suscité un grand intérêt pour les systèmes de paiement et de règlement.

L'accroissement spectaculaire de la valeur des transactions a mis à rude épreuve les systèmes existants; conjugué à l'intensification de la concurrence dans le secteur financier, il a aussi modifié radicalement la dimension des risques de crédit et de liquidité qui leur sont liés. Plusieurs épisodes de turbulences, comme le krach boursier de 1987, ont fait ressortir leur potentiel de propagation et d'amplification des chocs financiers. En conséquence, la gestion de ces risques, au niveau de chaque établissement et du système dans son ensemble, constitue désormais une priorité pour les pouvoirs publics et les agents privés. Ces dernières années, toute une série d'initiatives ont été prises en vue d'assurer l'efficacité et la solidité des dispositifs. Les banques centrales, auxquelles incombe en général la responsabilité de préserver l'intégrité du système de paiement, ont joué un rôle déterminant.

Le moment semble venu de dresser le bilan de cette évolution dans une perspective à plus long terme. Le présent chapitre commence par définir les grandes lignes des principaux changements qui se sont produits dans la structure et le fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement depuis une dizaine d'années. Il examine ensuite la nature des risques que comportent ces systèmes et analyse les mesures prises pour les maîtriser, en se concentrant sur le risque systémique, qui résulte des liaisons entre institutions ou marchés. Enfin, il cherche à délimiter le domaine commun entre, d'une part, le suivi des systèmes de paiement et de règlement et, d'autre part, la réglementation et le contrôle prudentiels des banques et des entreprises d'investissement.

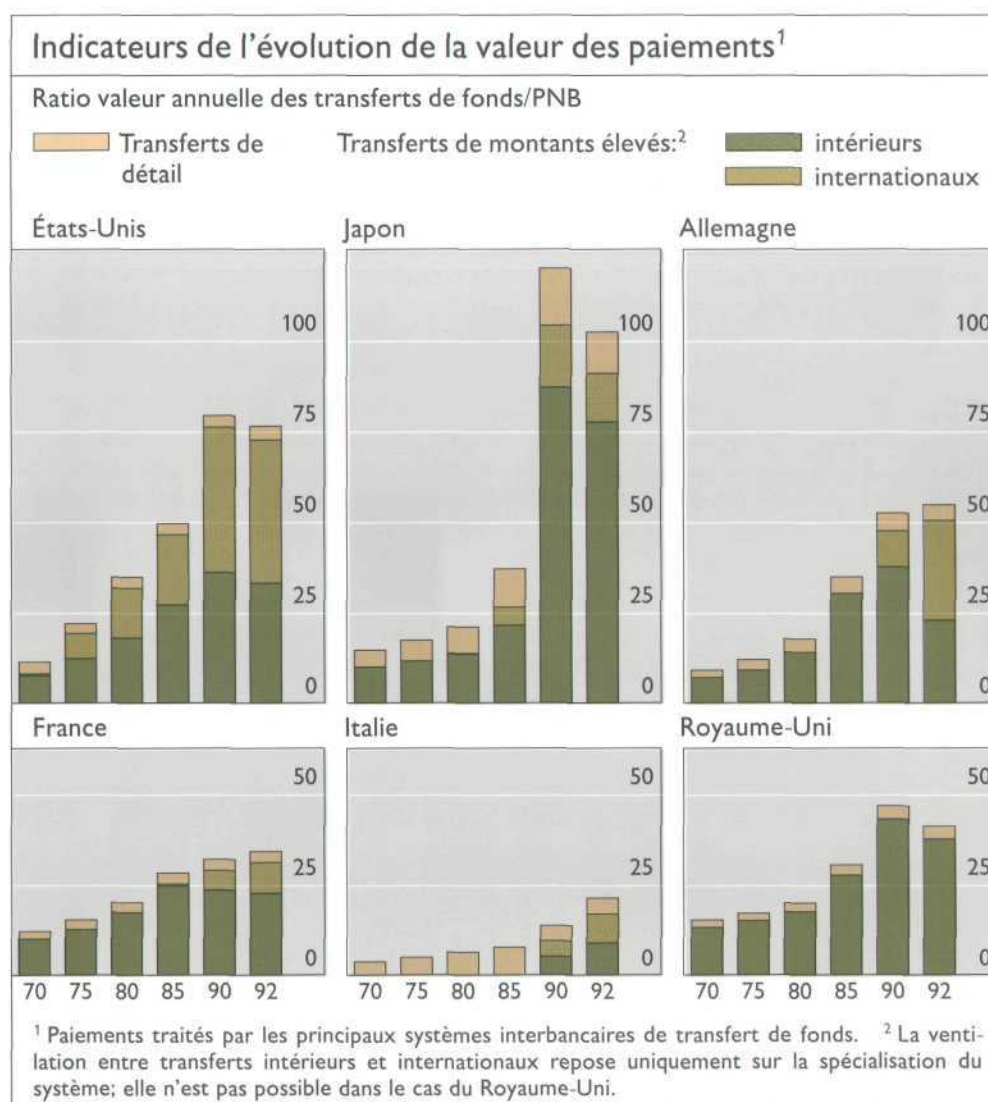
### Transformation des dispositifs de paiement et de règlement

Les profonds changements qui se sont produits dans la structure et le fonctionnement des dispositifs de paiement et de règlement depuis le début des années 80 ont reflété la transformation du secteur financier en général.

Certains sont facilement perceptibles pour la petite clientèle des banques: élargissement de la gamme des instruments disponibles pour l'exécution des paiements; applications informatiques, guichets automatiques par exemple; nouvelles possibilités d'économiser sur les avoirs liquides, grâce aux cartes de crédit notamment; meilleure rémunération des encaisses de transaction; tarification spécifique de services jusqu'alors gratuits. Toutefois, cette évolution, aussi tangible qu'elle soit, est moins significative que pour les activités «de gros», qui portent sur les transactions de montant élevé entre banques, autres institutions financières et entreprises non financières.

Essor de la  
valeur globale  
des paiements ...

La période qui fait l'objet de la présente étude a connu un essor sans précédent de la valeur des paiements, induit par une forte hausse du nombre et du montant moyen des opérations économiques. Comme les transactions commerciales augmentent au rythme de l'activité économique, c'est l'expansion des mouvements financiers qui est responsable de cet essor. S'il est difficile d'obtenir des chiffres sur la valeur globale des paiements, on peut néanmoins en mesurer la tendance par la spectaculaire montée du ratio transferts interbancaires/PNB dans les pays du Groupe des



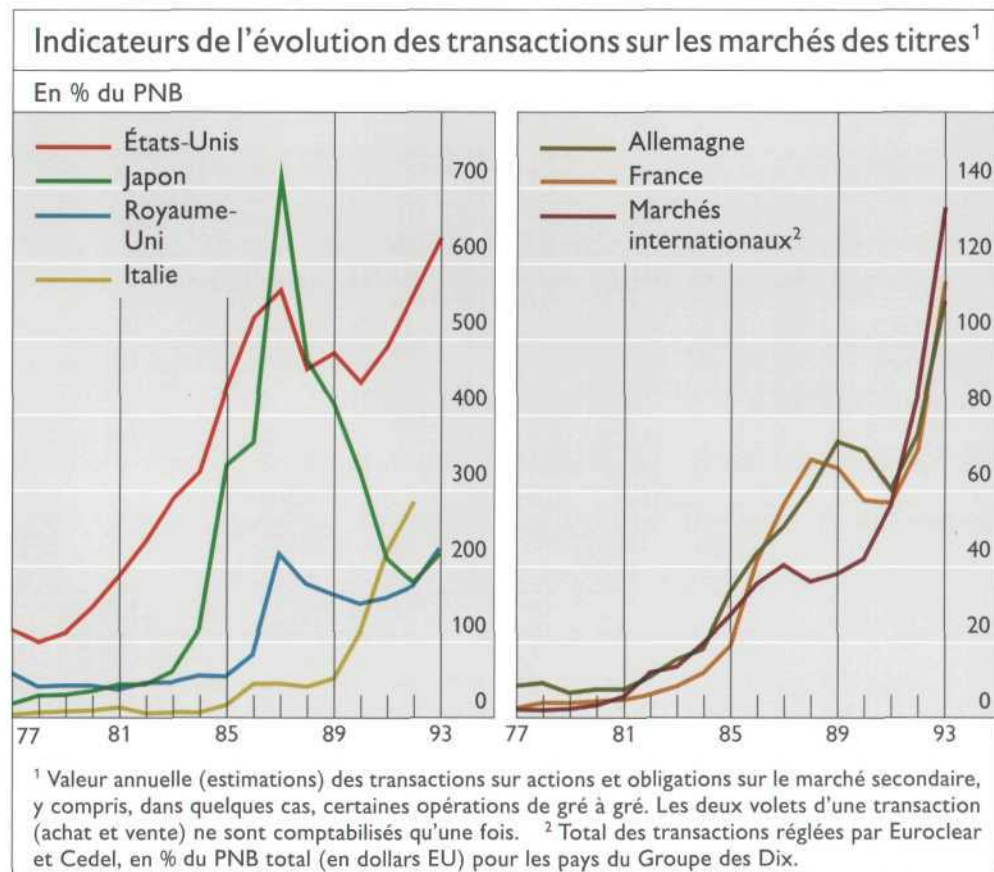


Dix (graph. p. 187). Le mouvement a été particulièrement marqué au Japon, où ce ratio est passé de 20 environ en 1980 à 120 en 1990, avant de retomber quelque peu. De plus, les statistiques pour ce pays confirment qu'il s'agit d'un accroissement sans pareil: les estimations montrent qu'au milieu des années 70 le ratio était encore du même ordre de grandeur qu'au début du siècle.

La valeur totale des paiements est à présent considérable dans tous les pays. Les chiffres indiquent, par exemple, qu'il suffit de quelque deux jours ouvrables et demi pour que les transferts interbancaires au Japon représentent un montant équivalant au PNB annuel du pays. Dans le cas des États-Unis et de l'Allemagne, il faut respectivement un peu plus de trois et quatre jours. En outre, à un degré plus ou moins grand selon les pays, ces chiffres sous-estiment la valeur des flux de paiements, puisqu'ils ne comprennent pas les virements entre comptes auprès de la même banque, ni ceux qui correspondent aux transactions, en rapide expansion, sur titres et instruments dérivés, lesquels transitent par des sous-systèmes distincts.

L'augmentation des transferts interbancaires est due en bonne partie aux transactions sur les marchés monétaires domestiques, ce qui s'explique par la mise en place de nouveaux instruments de court terme et par l'accroissement de l'envergure et de la profondeur des marchés existants. Elle correspond toutefois davantage à une hausse vertigineuse des opérations sur devises, par suite de l'élimination du contrôle des changes et de

... qui reflète l'augmentation des transactions sur actifs monétaires ...



Flux internationaux de capitaux au titre des investissements de portefeuille et transactions sous-jacentes <sup>1</sup>						
Pays		1975	1980	1985	1990	1993
		en % du PIB				
États-Unis	FC	0,9	0,7	2,1	0,9	3,8
	T	4,2	9,3	36,4	92,1	134,9
Japon	FC	0,6	1,6	5,7	2,5	1,5
	T	1,8	7,7	62,5	121,0	78,7
Allemagne	FC	0,4	0,6	3,8	1,6	8,9
	T	5,1	7,5	33,9	54,9	169,6
France	FC	0,7	0,7	2,2	4,3	5,2
	T	3,3	6,7	29,1	58,7	196,0
Italie	FC	0,1	0,2	0,4	3,5	7,1
	T	0,9	1,1	4,0	26,6	274,6
Royaume-Uni	FC	0,2	2,0	7,4	4,4	21,7
	T	n.d.	n.d.	366,0	689,0	1.015,8 <sup>2</sup>
Canada	FC	0,2	0,7	1,1	0,5	3,1
	T	3,3	9,6	26,7	64,2	152,7

FC = flux de capitaux; T = transactions sous-jacentes.

<sup>1</sup> Flux de capitaux: valeur absolue de la somme des entrées et sorties brutes de capitaux au titre des opérations de portefeuille; transactions sous-jacentes: total des achats et ventes entre résidents et non-résidents. <sup>2</sup> Chiffres de 1991, derniers de la série.

Sources: données nationales de balance des paiements.

... devises ...

l'internationalisation de la finance. Une étude indépendante menée par les banques centrales du Groupe des Dix sur l'activité des marchés des changes montre que le montant journalier net des transactions y était proche de \$EU 900 milliards en avril 1992, soit près du triple du chiffre de 1986 et douze fois environ le PIB total des pays de l'OCDE sur une base annuelle. Dans certains pays, les règlements liés aux opérations sur devises représentent la grande majorité des transferts interbancaires de fonds. Le cas extrême est celui de la Suisse, où la valeur traitée tombe à 10% seulement de son niveau normal les jours où les banques des États-Unis sont fermées.

... et titres

La valeur totale des paiements a aussi été gonflée par la croissance rapide de l'activité sur les marchés des valeurs mobilières, surtout pour les titres de la dette publique (graph. ci-contre). Comme pour les opérations de change, une partie importante de cet accroissement s'est effectuée sur les marchés internationaux et a porté sur des investissements transfrontières. En fait, la montée des flux de capitaux internationaux, qui a tant attiré l'attention au cours des dernières années, semble peu de chose, comparée avec celle de la valeur des transactions sous-jacentes, qui comprennent tous les achats et ventes entre résidents et non-résidents (tab. ci-dessus).

Les systèmes de paiement et de règlement ont été profondément modifiés, afin de s'adapter à la forte augmentation du nombre et du montant moyen des transferts, et à la complexité croissante de l'activité financière. En particulier, dans tous les pays, on a eu tendance à les spécialiser davantage et à raccourcir les délais de règlement.



Le renforcement de la spécialisation a pris des formes diverses. Des dispositifs particuliers ont été élaborés pour les différents types de transactions financières, y compris pour la compensation et le règlement des opérations sur titres et instruments dérivés. Aujourd'hui, les paiements de faible montant liés aux transactions commerciales et à celles de la petite clientèle sont généralement traités par lots par des chambres de compensation informatisées. Dans chaque pays du Groupe des Dix, il existe actuellement au moins un système électronique interbancaire de transfert de montants élevés. Si certains peuvent aussi exécuter le volet de paiement des petites transactions, leur architecture a été conçue pour des opérations importantes, très dépendantes du facteur temps et donc de nature principalement financière, qui représentent la majeure partie des transferts. Un nombre croissant de ces dispositifs sont plus spécialement destinés à assurer le volet domestique des opérations sur les changes et l'euromarché. Le règlement s'effectue sur les comptes de la banque centrale.

Spécialisation accrue des systèmes de paiement et de règlement

Les systèmes de transfert de montants élevés ont été soit créés, soit profondément modifiés en liaison avec la vague d'informatisation des années 80 (tab. ci-dessous). Aujourd'hui, pratiquement tous offrent au moins le

Caractéristiques de certains systèmes interbancaires de transfert de montants élevés <sup>1</sup>					
Pays/système		Type	Année de mise en exploitation	Montant traité (1992)	
				en milliards de \$EU	en % du PIB
Allemagne	EIL-ZV	RBTR	1987	8.728	4,9
	EAF (EAF2)	compensation	1990/projet	53.237	29,7
Belgique	(ELLIPS)	RBTR	projet	—	—
Canada	SIPI	compensation	1976	8.359	14,7
	(STPGV)	compensation	projet	—	—
États-Unis	CHIPS	compensation	1970	238.255	39,5
	Fedwire	RBTR	1982	199.175	33,0
France	SAGITTAIRE	compensation	1984	10.981	8,5
	(TBF)	RBTR	(1994)	—	—
Italie	MDBI (MDBI2)	RBTR	1989 (1995)	80	0,1
	ME	compensation	1989	8.480	6,9
	SIPS	compensation	1989	9.733	8,0
Japon	BOJ-NET	compensation			
		+ RBTR	1988	283.462	77,2
	FEYCS	compensation	1989	49.029	13,4
Pays-Bas	FA (FA2)	RBTR	1985 (1995)	7.860	13,9
	BCH-8007	compensation	1982	8.055	14,3
Royaume-Uni	CHAPS	compensation	1984	36.969	35,2
	(CHAPS)	RBTR	(1995)	—	—
Suède	RIX	RBTR	1986	7.660	31,0
Suisse	SIC (SIC2)	RBTR	1987 (1994)	23.774	98,6
Pays de l'UE					
Compensation de l'Écu privé		compensation	1986	15.235	2,2 <sup>2</sup>

<sup>1</sup> Entre parenthèses, système en cours de développement. <sup>2</sup> PIB de l'Union européenne.

règlement même jour. La plupart effectuent ce règlement sur une base multilatérale nette en fin de journée: les ordres sont accumulés pendant la période de traitement et seul le solde net de chaque participant vis-à-vis de tous les autres fait finalement l'objet d'un virement. Un nombre croissant de systèmes proposent également le règlement intrajournalier: dans les systèmes dits à règlement brut en temps réel (RBTR), les transferts de fonds sont exécutés individuellement dès émission des ordres correspondants. Comme analysé plus loin, la mise en place du RBTR s'explique dans une grande mesure par les problèmes de gestion des risques inhérents aux dispositifs dans lesquels le règlement sur une base multilatérale nette ne se fait qu'à intervalles fixes.

Modifications  
dans la nature  
et l'ampleur  
des risques

L'évolution structurelle décrite ci-dessus s'est accompagnée de modifications de grande portée dans la nature des risques encourus durant le processus de règlement. Premièrement, l'essor des transactions financières a sensiblement élevé le niveau des risques de crédit et de liquidité auxquels s'exposent les participants. Le défaut d'exécution d'obligations de livraison ou de paiement peut entraîner des pertes considérables pour la contrepartie au contrat. Deuxièmement, l'intensification de la concurrence dans le secteur financier, conjuguée à l'utilisation par la clientèle de techniques plus élaborées de gestion de trésorerie, a eu pour effet de reporter les risques de crédit et de liquidité sur les intermédiaires, principalement les banques. Celles-ci offrent de plus en plus souvent, par exemple, des découverts dans le cadre de leurs services de paiement, et les gros clients en sont venus à trouver naturel d'avoir la disposition des fonds en cours de journée, que le règlement interbancaire ait eu lieu ou non. Troisièmement, la croissance rapide des transactions transfrontières et des opérations de change signifie que les risques s'internationalisent davantage. Cela a mis en évidence les problèmes dus à la coexistence de plusieurs systèmes nationaux de règlement, dont chacun obéit à des règles propres et à un cadre juridique distinct.

## Nature et gestion des risques au sein des systèmes de paiement

### *Risque systémique*

Pour les autorités, le problème fondamental posé par les systèmes de paiement et de règlement ne réside pas tant dans le risque encouru individuellement par les institutions ou limité à des segments particuliers du marché. Il s'agit plutôt du risque systémique, c'est-à-dire de l'éventualité que le défaut d'exécution d'un participant ne provoque la défaillance d'autres, déclenchant ainsi une réaction en chaîne qui aboutirait à une crise financière généralisée.

Le potentiel  
de propagation  
de tensions  
financières ...

Les systèmes de paiement et de règlement peuvent devenir un puissant canal institutionnel de propagation des crises systémiques. En effet, le défaut de règlement – effectif ou redouté – d'une ou plusieurs institutions peut déclencher des perturbations financières et contribuer à leur diffusion. À leur tour, les dérèglements des systèmes de paiement peuvent avoir des répercussions sur l'ensemble de l'économie: toute l'activité économique



repose sur la capacité de chaque agent à régler ses transactions et sur la confiance mutuelle dans la bonne exécution des engagements.

Plusieurs caractéristiques des risques inhérents aux systèmes de paiement et de règlement font penser qu'ils peuvent très facilement amplifier une perturbation donnée. En effet, comme à tout moment la valeur des transactions à régler est considérable et qu'il n'existe pas de synchronisation parfaite entre le paiement et l'encaissement ou entre le règlement et la livraison des titres, l'exposition aux risques de crédit et de liquidité, même de courte durée, peut être très grande par rapport aux fonds propres des participants. C'est particulièrement vrai pour les prestataires de services de paiement, comme les banques, dont la tâche consiste précisément à assumer des risques de liquidité qui, sans cela, incomberaient à leur clientèle. De plus, compte tenu du rythme auquel évolue l'activité financière, notamment au niveau de la négociation, il est extrêmement difficile pour les participants de se faire une idée des risques indirects auxquels les expose la position de règlement de leurs contreparties vis-à-vis de tiers.

L'importance et le caractère imprévisible des risques, conjugués au manque d'informations sur leur gravité et leur répartition, pourraient propager et amplifier les chocs financiers. L'aspect préoccupant est, en effet, que des participants, incapables de faire la distinction entre difficultés de trésorerie passagères et insolvabilité structurelle, refusent naturellement la disponibilité de leurs fonds et se retirent du marché. Cette réaction pourrait elle-même contraindre à des réalisations massives d'actifs, ce qui entraînerait une baisse générale des cours et saperait la solvabilité des institutions. À l'extrême, on pourrait alors voir s'installer un cercle vicieux enchaînant défauts de règlement, chute des cours et insolvabilité. Ainsi, une incapacité temporaire à honorer un règlement peut provoquer des défaillances, dans la mesure où les agents prennent leurs décisions sur la base d'informations incomplètes.

La nécessité de prendre ces risques très au sérieux a été confirmée par la succession de faits constatée durant plusieurs épisodes de difficultés financières. Comme on le verra plus en détail ci-après, des signes annonciateurs de cette spirale de tensions se sont manifestés à la suite de la défaillance de la Banque Herstatt en 1974: bien que les positions aient été à l'époque très inférieures aux niveaux actuels, la faillite de cet établissement de taille moyenne, très actif sur les marchés des changes, a provoqué de graves perturbations au sein de CHIPS, principal système de règlement aux États-Unis pour le volet en dollars des transactions. Au moment du krach boursier de 1987, le fait que les banques des grandes places aient réduit leur fourniture de crédits aux entreprises d'investissement a failli acculer certaines à la défaillance et exacerber ainsi la crise. Même dans le cas de la faillite de Drexel Burnham Lambert, institution financière non bancaire de taille moyenne, c'est seulement grâce aux efforts intenses déployés par les autorités et les participants au marché que l'on a pu éviter des problèmes systémiques; les contreparties refusaient de traiter avec les filiales de cette société, malgré les assurances données sur leur solvabilité par les autorités, et on a assisté au début d'une crise de confiance généralisée chez les

... mis en  
évidence  
à plusieurs  
reprises ...

opérateurs. De telles réactions ont manqué de déclencher un tarissement général des liquidités et de paralyser les règlements dans toute une série de marchés, y compris ceux des titres d'État, des instruments dérivés et des changes.

... a suscité  
une réaction  
des autorités ...

L'analyse qui précède indique dans quelles directions il faudrait s'engager pour réduire les risques inhérents au processus de règlement, indépendamment des mesures propres à préserver l'intégrité opérationnelle des dispositifs existants. La première consisterait à donner aux participants la capacité de mieux connaître et contrôler leurs positions directes vis-à-vis des contreparties, progrès qui serait éventuellement renforcé par des mécanismes de surveillance plus centralisés. Deuxièmement, il faudrait raccourcir les délais de règlement autant que la technique le permet. La troisième mesure serait une diminution des crédits «involontaires», résultant du manque de synchronisation entre paiement et encaissement ou du décalage entre livraison et règlement. La quatrième direction, d'une portée considérable, concernerait la mise en place de procédures, généralement sous forme d'un partage des risques, destinées à limiter les effets qu'un défaut de règlement d'un participant peut exercer sur la capacité des autres à honorer leurs obligations. La cinquième viserait à faire en sorte que les participants soient suffisamment incités à maîtriser les risques qu'ils encourent; dans ce contexte, il importerait, en particulier, de restreindre leurs possibilités de recourir à la banque centrale pour pallier un défaut de règlement. Enfin, sixième point, il faudrait lever les incertitudes juridiques susceptibles d'interférer avec le processus de règlement, par exemple en ce qui concerne les dispositions applicables à la compensation et à la liquidation judiciaire; cette imprécision constitue en elle-même une source de risque, dans la mesure où elle fait naître des doutes ou des idées fausses sur les positions effectives, donc sur les pertes éventuelles.

... dans divers  
domaines

Des mesures ont été prises au cours des dernières années pour réduire les risques. La complexité des systèmes de paiement et de règlement dans une économie moderne a conduit à adopter une approche sélective. Ainsi, on a principalement prêté attention aux domaines où les risques sont concentrés et où les effets systémiques potentiels des perturbations sont apparus de la façon la plus frappante. L'analyse qui suit porte sur quatre de ces domaines: les systèmes interbancaires de transfert de montants élevés et le règlement de trois types de transactions, sur titres, devises et instruments dérivés. Pour le premier, l'étude envisage le seul aspect du paiement; elle s'intéresse particulièrement aux risques encourus par les banques en tant qu'intermédiaires. Dans les trois autres cas, l'accent est mis essentiellement sur la relation entre le volet de la livraison et celui du paiement et, par conséquent, sur les risques supportés par les contreparties.

#### *Systèmes interbancaires de transfert de montants élevés*

Systèmes de  
règlement mul-  
tilatéral net:

Dans les systèmes interbancaires de transfert de fonds, le règlement s'effectue habituellement sur une base multilatérale nette à intervalles fixes, le plus souvent en fin de journée. Ce processus permet une réduction des



Réduction des flux de règlements grâce à la compensation dans certains systèmes interbancaires de transfert de fonds <sup>1</sup>			
Système	Transactions brutes	Flux réglés nets	Réduction (en %)
CHIPS	1.040,7	6,9	99
CHAPS <sup>2</sup>	94,8	1,7	98
SAGITTAIRE <sup>3</sup>	236,9	57,4	76
Systèmes de compensation (Italie) <sup>3</sup>	116.212,0	9.645,6	92
Compensation de l'Écu privé	47,4	3,0	94
FEYCS	24.200,0	2.600,0	89
EAF	511,1	17,4	97
<sup>1</sup> Moyenne journalière de 1993, en milliards d'unités de monnaie locale. <sup>2</sup> Octobre. <sup>3</sup> 1992.			

flux (généralement de 90% ou davantage) par rapport aux ordres bruts sous-jacents et comporte donc des avantages notables sous forme d'une diminution des soldes à régler et des coûts de fonctionnement (tab. ci-dessus). Toutefois, il implique une accumulation de ces ordres, de sorte que tout défaut de règlement affecte nécessairement la masse des instructions en instance d'exécution. Or, le défaut de règlement entraîne une pénurie de liquidités pour les banques qui participent au système. En outre, il fait naître un risque direct de crédit dans deux cas: quand les banques ont déjà mis les fonds à disposition de leur clientèle en anticipant sur le règlement interbancaire ou quand les transferts entrent dans le cadre de transactions qu'elles ont conclues pour leur propre compte.

risques généraux;

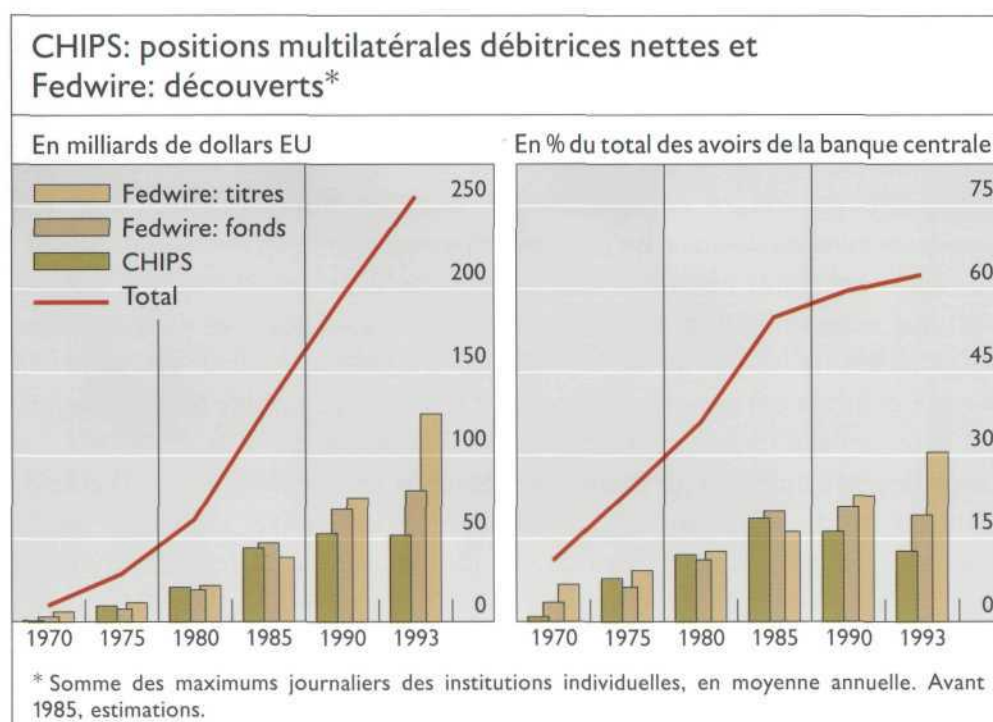
Jusqu'à une date récente du moins, la gestion des risques dans les systèmes de règlement multilatéral net s'est faite presque exclusivement sous forme de critères d'admission et, indirectement, par la réglementation et le contrôle prudentiels des participants. En général, les banques ne suivaient pas leurs positions en cours de journée et les montants des règlements n'étaient soumis à aucune limite: il n'existait pas de mécanisme automatique garantissant que l'ensemble des ordres *initiaux* conduirait à un règlement si un ou plusieurs participants étaient dans l'incapacité de s'acquitter de leurs obligations. La plupart des systèmes admettaient que la validité des ordres soit conditionnée à leur règlement définitif. Ces clauses dites «d'annulation», conçues à l'origine pour procurer une forme de protection aux participants, ne s'attaquent pas au problème essentiel, à savoir la pénurie de liquidités dans l'ensemble du système à la suite d'un défaut de règlement.

inadaptation des clauses d'annulation;

Des dispositions aussi peu élaborées étaient acceptables dans un système financier caractérisé par des règlements interbancaires limités entre quelques institutions qui pouvaient négliger le risque d'une défaillance imprévue. Elles sont moins adaptées à la situation qui est apparue ces dernières années. Il suffit de prendre l'exemple du système CHIPS, dans lequel la valeur des positions multilatérales nettes intrajournalières augmente rapidement depuis le début des années 70 (graph. ci-contre). Les simulations effectuées au milieu des années 80 ont révélé que, dans le cas d'un défaut de

règlement imprévu d'un participant de grande taille, près de la moitié des intervenants seraient eux-mêmes incapables de faire face à leurs engagements et qu'un tiers de la valeur totale des transferts ne serait pas réglé. En outre, on ne peut savoir à l'avance quelles institutions seraient affectées. De proche en proche, même les participants qui ne seraient pas contreparties directes de l'institution défaillante, ou qui auraient vis-à-vis d'elle une position débitrice nette, pourraient se trouver dans l'impossibilité d'honorer leurs obligations. Certes, si l'on tient compte de l'importance des volumes traités par comparaison avec la taille des banques, CHIPS représente probablement un cas extrême. Pourtant, l'exemple montre bien que, plus les positions intrajournalières augmentent, plus les participants dépendent d'une intervention d'urgence de la banque centrale pour le soutien de la liquidité. En d'autres termes, la banque centrale doit faire face à une forme de «passif éventuel» difficile à maîtriser et d'ampleur incertaine.

Il existe plusieurs moyens d'améliorer la gestion des risques dans les systèmes à règlement multilatéral net, parmi lesquels le raccourcissement du délai de règlement, la mise en place d'un suivi en temps réel et le plafonnement des positions débitrices nettes bilatérales et multilatérales. La meilleure protection réside toutefois dans les dispositifs de mise en commun de ressources liquides et de partage des pertes entre participants, destinés à assurer le règlement malgré le défaut d'une ou plusieurs institutions. Ces mécanismes cherchent à dissocier illiquidité et insolvabilité, c'est-à-dire à résoudre les difficultés de trésorerie tout en laissant les tribunaux trancher quant aux pertes subies sur les contrats sous-jacents. Les mesures de gestion des risques adoptées ou envisagées couvrent toute la gamme des dispositions énumérées ci-dessus. Le rythme de leur mise en œuvre, s'il varie beaucoup entre pays, s'est accéléré ces dernières années (tab. au verso).





Mesures de prévention des risques dans certains systèmes interbancaires de règlement net						
Mesure	E.-U. CHIPS	R.-U. CHAPS	Japon FEYCS	Allemagne EAF/EAF2	Canada STPGV	Compen- sation de l'Écu
	année d'entrée en vigueur					
Règlement même jour	1981	1984 <sup>1</sup>	1989 <sup>1</sup>	1990 <sup>1,2</sup>	projet	1988
Suivi en temps réel	1970 <sup>1</sup>	1984	1989 <sup>1</sup>	projet	projet	projet
Plafonds de position débitrice bilatérale	1984	1992	1989 <sup>1</sup>	projet	projet	—
Plafonds de position débitrice multilatérale <sup>3</sup>	1986	1993	—	—	projet	1993
Partage des pertes	1990	— <sup>4</sup>	1989 <sup>1</sup>	—	projet	1993
Exigence de garanties	1990	—	—	projet	projet	—
Signe — = pas envisagé. <sup>1</sup> Année de mise en exploitation du système. <sup>2</sup> La procédure EAF2 prévue comporte le règlement bilatéral net à la fin d'un cycle de vingt minutes et le règlement multilatéral net des soldes résiduels en fin de journée. <sup>3</sup> Ou limites nettes applicables aux donneurs d'ordre. <sup>4</sup> Depuis 1992, les pertes sont explicitement partagées en fonction des positions bilatérales.						

Il existe un autre moyen d'atténuer les problèmes dus au règlement différé, à savoir l'instauration de systèmes à règlement brut en temps réel. Dans ce cas, les instructions sont exécutées dès réception, à condition que le donneur d'ordre ait des fonds suffisants sur son compte auprès de la banque centrale. Chaque transfert est donc «définitif», c'est-à-dire inconditionnel et irrévocable; cela permet le règlement définitif intrajournalier et élimine l'incertitude qui résulte des possibilités d'annulation. Les positions deviennent, en outre, transparentes, de sorte que, techniquement, les participants devraient pouvoir surveiller à tout instant leur compte de règlement et, le cas échéant, leurs limites de crédit. Les avantages évidents de ce dispositif, en termes de gestion des risques, sont cependant obtenus au prix d'encaisses intrajournalières plus élevées et de frais de fonctionnement plus importants pour les participants.

Les risques résiduels que comporte le système RBTR dépendent dans une très large mesure des mécanismes existants pour faire face aux plus grands besoins de liquidité qu'il implique par comparaison avec les dispositifs de règlement multilatéral net. Dans le cas de figure extrême, si la banque centrale fournit un crédit intrajournalier illimité à un coût nul et sans exiger de garanties, le risque de règlement est totalement éliminé, mais c'est la banque centrale qui assume entièrement le risque de crédit; cette situation, qui était celle du système Fedwire aux États-Unis jusqu'en 1986, n'incite guère les participants à gérer avec prudence la prise de risques. À l'opposé, si les soldes de règlement sont insuffisants et les facilités d'emprunt intrajournalier et procédures de traitement des transferts de fonds peu élaborées, il y a un risque que les ordres ne soient pas exécutés; des réactions en chaîne peuvent alors amener un blocage généralisé, avec des conséquences potentielles sur l'ensemble du système. D'ailleurs, les situations de quasi-blocage n'étaient pas rares aux premiers temps du fonctionnement de SIC,

Le règlement brut en temps réel ...

... peut grandement améliorer la gestion des risques

Nécessité d'une conception appropriée

système suisse pour lequel la banque centrale n'offre pas de facilité de découvert intrajournalier: il est arrivé que les banques n'aient pas assez de fonds pour régler leurs ordres et que le système risque la paralysie. Les participants, encouragés en partie par une tarification appropriée, ont fini par s'adapter en étalant leurs transferts sur la journée et en fractionnant leurs ordres de montant élevé.

Le problème essentiel que pose le fonctionnement du RBTR est de trouver un équilibre entre deux contraintes: il faut que la banque centrale puisse fournir de la liquidité au système, mais aussi que les participants soient suffisamment incités à gérer leurs risques avec prudence. Dans les pays du Groupe des Dix, toutes les banques centrales offrent des facilités de découvert intrajournalier pour soutenir le RBTR, sauf en Suisse, où un petit nombre de banques assurent la grande majorité des transferts interbancaires, et au Japon, où seule une faible fraction des transferts passe par le système de règlement brut et où s'est créé un marché du crédit interbancaire intrajournalier. Ailleurs, les découverts comportent généralement un taux d'intérêt nul, mais ils sont limités par des plafonds et/ou par la production de garanties reconnues. Dans le cas de Fedwire, les préoccupations suscitées par les conditions relativement laxistes de l'octroi du crédit intrajournalier, dont la valeur augmentait rapidement (graph. p. 195), ont conduit à toute une série de mesures de réduction des risques; ce programme, mis en place en 1986, a amené les établissements à s'imposer des plafonds et, depuis avril 1994, institué le paiement d'intérêts sur les découverts.

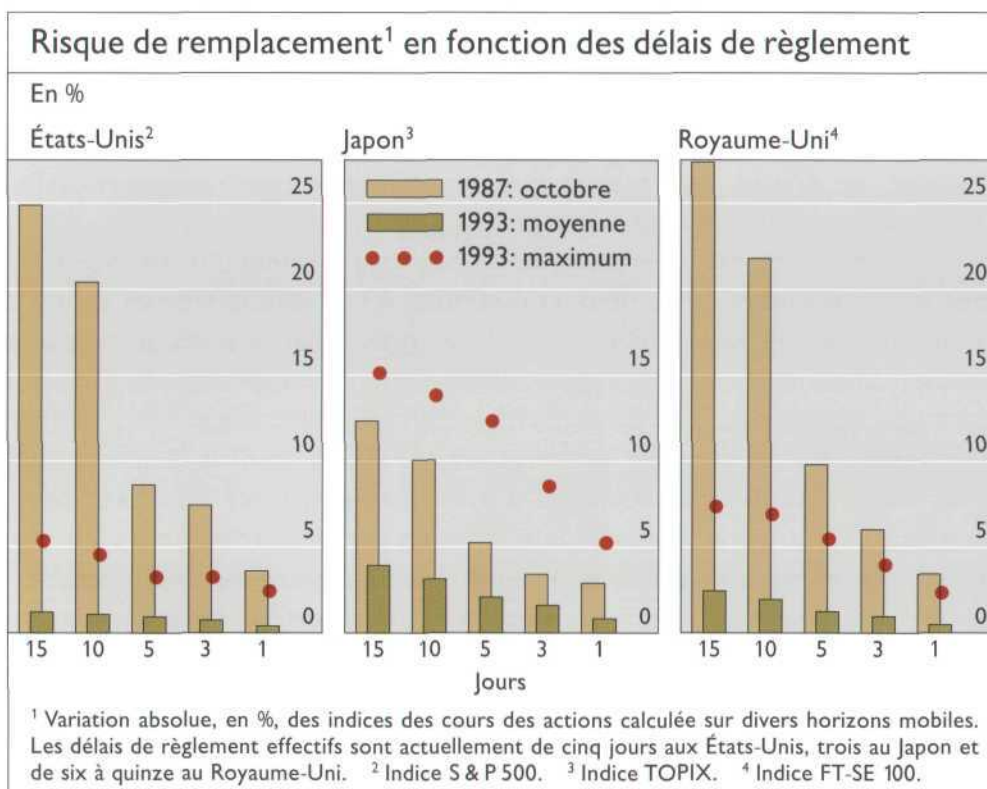
On s'accorde de plus en plus à reconnaître les avantages du RBTR pour la gestion des risques, à condition que le système soit bien conçu. Plusieurs dispositifs de ce type ont été récemment mis en exploitation et d'autres devraient entrer en service dans un avenir proche (tab. p. 190); les systèmes existants reçoivent certains perfectionnements, notamment par amélioration du mécanisme de file d'attente régulant le traitement des ordres. En outre, le RBTR a reçu l'aval d'un rapport, publié en 1992 et préparé par le Groupe de travail ad hoc sur les systèmes de paiement de la CE à l'intention du Comité des gouverneurs des banques centrales de la Communauté. Ce rapport examine les principales questions que soulèvent, dans le domaine des paiements, le marché unique et l'union économique et monétaire. Il recommande, en particulier, que les systèmes de paiement nationaux comportent «des caractéristiques communes minimales». Comme le précise un document complémentaire diffusé à la fin de 1993, chaque État membre devrait disposer, dans les meilleurs délais, d'un système à règlement brut en temps réel pouvant traiter autant de paiements de montant élevé que possible.

#### *Règlement des transactions sur titres*

Les deux principales sources de risques pour les opérateurs sur titres sont le délai qui sépare la négociation et le règlement («délai de règlement») et le décalage entre l'exécution de la livraison et celle du paiement. Le délai de règlement a pour effet non seulement de compliquer l'évaluation des risques indirects, mais aussi d'exposer les contreparties au risque que la

Les risques  
inhérents aux  
opérations sur  
titres...





transaction ne soit pas réglée. Au cas où cela se produirait, l'une des deux parties subirait une perte si le cours du titre avait, entre temps, évolué dans un sens défavorable («risque de remplacement»). Ce risque peut être très important dans les périodes de turbulences sur les marchés, où les cours sont très volatils. Le raccourcissement du délai de règlement peut le diminuer fortement (graph. ci-dessus). En outre, à moins que le règlement des deux volets de la transaction ne soit simultané (grâce à une procédure de livraison contre paiement, LCP), la partie qui exécute son obligation la première court le risque que sa contrepartie ne remplisse pas la sienne. C'est le danger de loin le plus préoccupant, car, dans ce cas, la perte éventuelle est égale à la valeur totale de la transaction («risque de principal»).

Les opérateurs du marché et les pouvoirs publics avaient déjà pris conscience de ces risques lorsque les graves problèmes de règlement apparus au cours de la crise boursière mondiale ont inspiré aux autorités toute une série d'initiatives. Plusieurs rapports ont été publiés depuis par des organismes nationaux et internationaux en vue d'améliorer les procédures de gestion des risques, en particulier ceux du Groupe des Trente (1989), de la Fédération internationale des Bourses de valeurs (1989), de l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (1992) et du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement des banques centrales du Groupe des Dix (1992). Tous ces documents accordent une priorité au raccourcissement des délais de règlement et à la mise en place de systèmes LCP.

Les délais de règlement ont toujours été assez longs sur les marchés des titres, ce qui s'explique surtout par la nécessité de traiter, confirmer et

... peuvent être mieux gérés...

... par le raccourcissement des délais de règlement...

appairer les transactions ainsi que de transférer les certificats et titres de propriété correspondants. Depuis quelques années, on a énormément travaillé à réduire ces décalages, processus qui a été facilité au plus haut point par la mise en place progressive de dépositaires centraux de titres (DCT). Cette méthode a permis l'immobilisation des titres physiques ou leur dématérialisation par inscription en compte courant, ce qui élimine tout transfert matériel. Toutefois, alors que le rapport du Groupe des Trente recommandait de ramener le délai à trois jours avant la fin de 1992, l'objectif s'est avéré trop ambitieux dans bien des cas, et tout particulièrement pour les opérations sur actions.

... et par la LCP

La mise en place des DCT a également préparé celle de la LCP. Au milieu des années 80, les dispositifs comportant un mécanisme LCP étaient encore très rares; le système américain de gestion de titres en compte courant (Fedwire) était l'une de ces exceptions. Aujourd'hui, cependant, la majorité des pays du Groupe des Dix possèdent au moins un système qui obéit à cette norme. On peut réaliser la LCP de différentes manières. L'une consiste à régler de façon simultanée et irrévocable les deux volets de la transaction sur une base brute; c'est le cas de Fedwire-titres comme de Cedel et Euroclear, les deux DCT internationaux. Il existe un procédé plus couramment utilisé, qui consiste à calculer pour chaque participant le solde net de tous les paiements et, lorsque cela est possible, certaines livraisons de titres; le volet de paiement est alors généralement réglé par un système de transfert de montants élevés. Dans un troisième dispositif, très proche de la LCP, un tiers (une banque) garantit le volet de paiement («paiement garanti»); c'est ainsi que fonctionne le Central Gilts Office (CGO) au Royaume-Uni.

Comme le montre bien ce dernier exemple, la mise en place de la LCP n'est pas seulement affaire de technologie; plus fondamentalement, elle peut exiger d'importantes ouvertures de crédit, généralement contre nantissement des valeurs sous-jacentes, et une utilisation active des facilités de prêt de titres. Le besoin de liquidités sous cette forme est particulièrement aigu dans le cas des opérations transfrontières, à cause des décalages horaires, d'un pays à l'autre, entre les cycles de traitement, à la fois de la livraison et du paiement. Les principaux fournisseurs de crédits sont les banques centrales, les banques participantes et les DCT. Les risques liés à leur activation doivent être adéquatement gérés si l'on ne veut pas annuler les avantages de la LCP.

Certains risques proviennent aussi des méthodes de groupement des transactions et des modalités de résolution des défauts de règlement. Comme pour les systèmes interbancaires de transfert de montants élevés, une procédure communément utilisée pour résoudre un défaut de règlement consiste à annuler partiellement les transactions. De plus, l'annulation peut découler de difficultés de règlement propres au système de transfert de fonds qui gère le volet de paiement, et non pas d'un défaut d'exécution dans le cadre de la transaction elle-même. Afin de limiter ce risque, on a de plus en plus recours au RBTR pour régler le paiement, ce qui garantit son caractère irrévocable et définitif. On peut, en complément, mettre en place

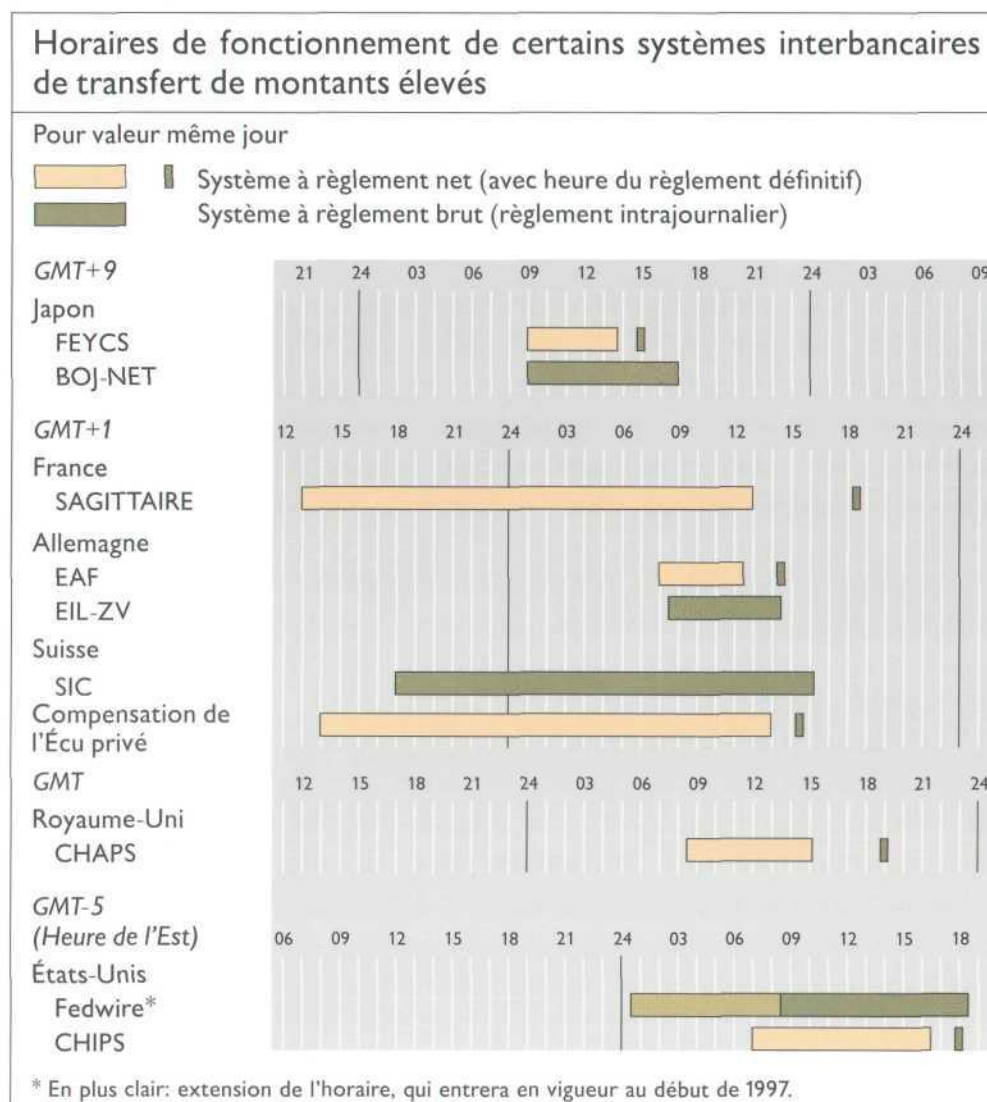


au sein du système des mécanismes de protection, sous forme d'accords de partage des pertes, éventuellement confortés par des garanties, mais jusqu'à présent très peu de systèmes ont adopté ces dispositifs.

#### Règlement des transactions sur devises

La plupart des transactions sur devises sont réglées deux jours après la date de négociation. Comme il n'est pas rare que les cours de change entre les principales monnaies varient sensiblement pendant cet intervalle, le risque de remplacement n'est pas négligeable. Toutefois, le risque de loin le plus grave provient de l'absence de simultanéité dans le règlement des deux volets de la transaction («risque de règlement multidevise» ou «risque Herstatt»). Il suscite plus d'inquiétudes que dans le cadre des opérations sur titres, pour plusieurs raisons: les sommes en jeu sont beaucoup plus importantes; le risque a, par définition, une dimension internationale; il est plus difficile à gérer; il découle de transactions qui sont interbancaires dans une forte proportion – estimée à 80% environ, selon la dernière étude effectuée par les banques centrales du Groupe des Dix sur l'activité des marchés des changes.

Risque Herstatt:



Le risque Herstatt résulte d'une contrainte fondamentale liée au fait que les horaires de fonctionnement des systèmes interbancaires de transfert de montants élevés ne coïncident pas dans les pays des trois devises les plus négociées, à savoir le dollar EU, le deutsche mark et le yen (graph. p. 200). Comme le règlement s'effectue par principe dans le pays d'émission, l'une des parties à la transaction est exposée au risque de crédit. Dans le cas d'une opération yen/dollar, par exemple, la partie qui livre les yens ne recevra la contre-valeur en dollars qu'après un délai variant entre cinq heures et demie et dix-sept heures.

description ...

Comme son nom l'indique, ce risque a été mis en évidence par la faillite de la Banque Herstatt en 1974. Cet établissement avait été déclaré en cessation de paiements après le règlement irrévocable du volet en deutsche marks d'opérations de change, mais avant celui du volet en dollars. En conséquence, ses cocontractants qui attendaient des paiements en dollars ont été exposés à un défaut de règlement, ce qui a gravement perturbé le fonctionnement du système CHIPS et a donné lieu à une perte de confiance généralisée chez les opérateurs. Les banques de New York en sont venues à refuser d'effectuer des paiements pour leur propre compte ou pour celui de leurs clients, ce qui a déclenché une réaction en chaîne dans l'ensemble du système. C'est seulement au prix de grandes difficultés que le marché a pu reprendre son fonctionnement normal. Selon les estimations, le montant journalier des transferts bruts est tombé d'un chiffre habituel de \$60 milliards à \$36 milliards environ pendant les trois jours qui ont suivi la faillite.

... et gestion  
du risque

Il existe plusieurs moyens d'améliorer la gestion du risque Herstatt. Premièrement, on peut rendre plus sûrs les mécanismes de règlement pour chacun des deux volets de la transaction. Ainsi, les mesures de limitation des risques adoptées par le système CHIPS doivent beaucoup à l'incident Herstatt (tab. p. 196). Deuxièmement, il est possible de réduire les flux de règlements entre contreparties découlant des transactions initiales. Plusieurs systèmes privés pour la compensation des opérations en devises, mis en place récemment ou prévus, bien qu'ils aient aussi pour objectif de limiter les risques traditionnels de crédit, impliquent également une diminution sensible des montants à régler (tab. p. 202). Troisièmement, des dispositifs de paiement en dehors du pays d'émission peuvent être institués pour limiter les flux internationaux de règlements interbancaires. L'un d'eux, qui repose sur les relations entre correspondants bancaires, compense les volets en dollars des transactions yen/dollar sur les comptes d'une banque privée de Tokyo; celle-ci peut consentir un découvert, qui est ensuite remboursé et réglé à New York pendant les heures d'ouverture du marché américain. Dernière solution, on peut mettre en place un véritable mécanisme LCP. Cela exigerait, en général, le perfectionnement des services de banque centrale, en complément d'initiatives privées.

Si les dispositifs de compensation et de règlement transfrontières peuvent apporter beaucoup à la gestion des risques, ils ne peuvent livrer leurs avantages potentiels que s'ils sont judicieusement conçus. En 1990, un rapport sur les systèmes interbancaires de compensation des banques



centrales du Groupe des Dix («Rapport Lamfalussy») a traité de ces problèmes. Il recommande une série de normes minimales pour le fonctionnement des systèmes transfrontières de compensation multidevises et définit les principes d'une coopération entre banques centrales en matière de surveillance. Il souligne l'importance d'une base juridique solide et de procédures clairement définies pour la gestion des risques de crédit et de liquidité. En particulier, les systèmes «devraient permettre, pour le moins, d'assurer l'exécution en temps voulu des règlements journaliers dans le cas où le participant présentant la position débitrice nette la plus élevée serait dans l'impossibilité de s'exécuter». Ces normes ont servi de référence pour évaluer tous les dispositifs récents; étant donné leur portée, on les a aussi appliquées à toute une série de mécanismes de règlement purement internes.

Les banques centrales du Groupe des Dix étudient aussi les moyens de développer leurs services, en vue de créer les bases de systèmes LCP. La gamme des mesures possibles a été décrite dans un rapport publié en septembre 1993. Une première modification importante, bien que d'application limitée, consiste à mettre en place des procédures permettant, dans chaque pays, un règlement intrajournalier définitif dans les systèmes interbancaires de transfert de fonds, principalement en utilisant le RBTR. Une deuxième étape serait de prolonger leurs horaires de fonctionnement, afin de réduire ou d'éliminer les délais dus aux décalages horaires. En février 1994, par exemple, la Réserve fédérale a annoncé que le système Fedwire ouvrirait six heures plus tôt à partir du début de 1997 (graph. p. 200). Ensemble, ces mesures faciliteraient l'organisation de la LCP par des agents privés, mais rien ne garantit que les participants seraient prêts à consentir les investissements nécessaires pour profiter des possibilités ainsi créées. La mise en œuvre de la LCP sur les comptes des banques centrales nécessite des liaisons opérationnelles entre elles. Les banques centrales pourraient offrir elles-mêmes des services de règlement multidevises, soit individuellement, soit par l'intermédiaire d'une institution internationale spécialisée («agent

Rôle des banques  
centrales

Caractéristiques de certains dispositifs transfrontières de compensation					
Caractéristique	FXNET	Accord-cadre de l'ISDA	ICSI	Multinet	ECHO
Compensation	bilatérale	bilatérale	bilatérale	multilatérale	multilatérale
Contrats traités	change	échanges	change	change	change et autres
Participants:					
nature	banques	tous opérateurs	banques	banques	banques
nombre	±40	±200	15	15	15
Lieu d'implantation	—	—	Chicago	Chicago/ New York	Londres
Zone d'activité	monde	monde	Amérique du Nord/Londres	OCDE	OCDE
Année de mise en exploitation	1987	1987	1992	projet	projet
ISDA = International Swaps and Derivatives Association; ICSI = International Clearing Systems Inc.; ECHO = Exchange Clearing House Organisation.					

commun») qui réglerait de façon irrévocable et simultanée sur ses comptes les deux volets des transactions multidevises. Ces services représenteraient toutefois une innovation de taille par rapport aux dispositifs existants; ils exigeraient une coopération beaucoup plus étroite et soulèveraient quantité de problèmes délicats, qu'il s'agisse de leurs conséquences pour la politique monétaire ou de l'équilibre à trouver entre l'intervention des autorités et la discipline du marché.

#### *Règlement des opérations sur produits dérivés*

Dans les transactions au comptant, le délai de règlement est dû à des contraintes d'ordre technique et opérationnel. Dans le cas d'un produit dérivé, la relation entre acheteur et vendeur est, par définition, plus durable. Un tel contrat implique que les parties s'engagent à transférer des liquidités ou à échanger des actifs à une date future. Exactement comme pour un prêt, le risque de crédit entre les contreparties est inhérent à la nature même de la transaction; il ne peut provenir de contraintes extérieures que dans la mesure où l'échange final *au comptant* de liquidités contre actifs financiers ou réels est lui-même soumis à un délai de règlement ou n'est pas effectué par procédure LCP.

Les produits dérivés entraînent des règlements limités ...

L'expansion des marchés dérivés a été tout à fait remarquable ces dernières années, que ce soit en termes de contrats ou de montant notionnel (tab. p. 122 et 123 du Chapitre V); néanmoins, leur impact sur les flux de règlements a été bien moins important que ces chiffres ne le suggèrent. En effet, par leur conception même, les techniques de règlement limitent ces flux pour un grand nombre de produits dérivés. Certaines opérations, contrats à terme sur devises et échanges de taux d'intérêt, par exemple, n'impliquent aucun échange de principal. En outre, ces marchés utilisent beaucoup les mécanismes de compensation et l'on peut, comme dans le cas des produits négociés sur les marchés organisés, dénouer une position simplement en prenant une position inverse. Ainsi, les paiements journaliers moyens effectués par les membres de l'Options Clearing Corporation (de Chicago) se sont chiffrés à \$71 millions en 1993, soit quelque 0,4% seulement du montant estimé des transactions.

... mais le risque de règlement subsiste

Cela ne signifie pas que le risque de règlement soit négligeable, mais plutôt que sa gestion est plus difficile à dissocier de celle du risque de remplacement inhérent aux contrats. En fait, les flux de règlements sont souvent très variables et imprévisibles: non seulement les risques persistent plus longtemps qu'avec les transactions au comptant, mais la valeur de marché de certains produits dérivés, comme les options, est plus volatile que celle des instruments sous-jacents. En outre, la gestion du risque de remplacement et du risque de règlement qui s'y rattache est très différente selon que les instruments sont négociés sur un marché organisé ou de gré à gré.

Dans le cas des instruments négociés sur un marché organisé, la gestion du risque est centralisée. Une chambre de compensation s'interpose comme contrepartie dans toutes les transactions entre ses membres, lesquels agissent pour leur propre compte et pour celui de leurs clients. Les



positions de crédit sous-jacentes font donc, en fait, l'objet d'une compensation multilatérale. Afin de se protéger contre le risque de défaillance, la chambre de compensation exige des participants un dépôt de garantie («marge») et, comme dans le cas des contrats à terme d'instruments financiers, un règlement quotidien des sommes dues à ce titre («marge de variation»). Quand les cours sont particulièrement instables, elle peut même procéder à des appels de marges intrajournaliers. Ces obligations doivent généralement être acquittées le lendemain. Les mécanismes supplémentaires de gestion du risque ressemblent, à bien des égards, à ceux que l'on a déjà observés dans certains systèmes de transfert de montants élevés: limites sur les positions des participants (plafonds multilatéraux), procédures de mutualisation des pertes éventuelles en cas d'insolvabilité (accords de partage entre membres) et mise à disposition de lignes de crédit (facilités permanentes octroyées par un établissement ou la banque centrale).

Sur les marchés de gré à gré, par contre, la gestion du risque de crédit s'effectue sur une base bilatérale. Les participants recourent habituellement à des limites de crédit sur leurs positions mutuelles et à la compensation, comme le prévoit l'accord-cadre élaboré par l'ISDA pour les échanges financiers. Ils utilisent aussi, encore peu mais de plus en plus, les dépôts de garantie, modulables en fonction de la taille des positions ou de la solvabilité de la contrepartie. Le règlement quotidien des marges est rare.

Un problème important qui se pose actuellement sur le plan prudentiel est de savoir s'il est souhaitable et possible de transposer le système de chambre de compensation aux produits de gré à gré. Par leur nature même, les dispositifs de ce type tendent à faire supporter les risques par la chambre de compensation, sur la solidité de laquelle repose toute la stabilité du marché. Ils impliquent aussi un fort accroissement des besoins de trésorerie à court terme pour faire face aux appels de marges quotidiens sur les contrats. Ces deux facteurs ont été mis en lumière pendant le krach boursier de 1987 aux États-Unis. À l'époque, une crise de liquidités est apparue quand les appels et paiements de marges sont passés de moins de \$1 milliard à quelque \$4 milliards sur certains marchés phares, tandis que les graves difficultés financières d'une institution de premier plan participant à l'Options Clearing Corporation ont failli imposer la fermeture du marché. À la suite de cet incident, plusieurs grands opérateurs ont commencé à traiter les chambres de compensation à l'égard de leurs autres contreparties, en se fixant des plafonds à leur égard et en diversifiant leurs transactions sur plusieurs places. Pour les mêmes raisons, des mesures ont été prises en vue d'éviter une pénurie de liquidités dangereuse, notamment par un recours plus fréquent à la compensation des marges relatives à des contrats différents («compensation intermarginale»). Il n'en demeure pas moins, comme le conclut le Rapport Lamfalussy, que les systèmes de compensation, s'ils sont bien conçus, peuvent apporter d'importants avantages en termes de gestion des risques.

D'un autre côté, leur extension aux marchés de gré à gré se heurte à un certain nombre d'obstacles pratiques. En effet, une grande partie des produits de ce type sont confectionnés «sur mesure»; les prix ne sont pas

Gestion du risque pour les produits négociés sur les marchés organisés et de gré à gré

L'extension de la compensation aux produits de gré à gré ...

... peut entraîner d'importants avantages

affichés et il est extrêmement difficile, à cet égard, de se mettre d'accord sur des critères d'évaluation. Les instruments sont souvent négociés d'un pays à un autre, ce qui pose des problèmes délicats d'ordre juridique et prudentiel. En outre, l'adoption d'un système de compensation multilatérale n'est pas forcément dans l'intérêt de tous les participants. Les opérateurs les mieux notés, qui dominent actuellement le marché, pourraient voir leur avantage comparatif entamé. Une telle initiative ne serait intéressante pour eux que si elle leur apportait un avantage sous forme d'un accroissement de l'activité sur un marché plus large, plus efficient et plus liquide.

#### *Évaluation générale*

Beaucoup  
reste à faire

L'analyse qui précède montre que beaucoup d'efforts ont été déployés ces dernières années pour améliorer la gestion des risques dans les systèmes de paiement et de règlement. Ces risques sont mieux connus aujourd'hui et l'on a pris, ou l'on envisage de prendre, des mesures concrètes pour les maîtriser. Mais le progrès n'a été ni facile ni uniforme; de nombreux problèmes restent à résoudre.

Obstacles  
au progrès ...

Plusieurs facteurs d'ordre purement économique ont retardé ce progrès. Les changements nécessaires coûtent cher: ils exigent en général des investissements lourds en équipements de pointe, qui risquent de diminuer la rentabilité des investissements réalisés antérieurement. En outre, ils peuvent obliger à immobiliser des sommes importantes sous forme de garanties. Si les coûts sont facilement quantifiables, les avantages ne le sont pas. De plus, les premiers sont généralement supportés par des intérêts particuliers, tandis que les seconds bénéficient à la communauté. Enfin, si la répartition des coûts est évidente, celle des retombées positives l'est moins. Par exemple, bien que les banques aient reconnu les mérites des systèmes RBTR, elles ont parfois opposé une certaine résistance à leur mise en place ou à leur utilisation active. De même, des considérations de coût expliquent en grande partie le peu de résultats obtenus dans l'introduction de mécanismes destinés à empêcher les annulations au sein des systèmes de règlement-titres et dans la création de dispositifs de compensation multilatérale pour les transactions transfrontières.

Un autre obstacle au progrès vient de la difficulté d'adapter le cadre juridique aux nouvelles réalités du marché. Ce cadre n'a pas suivi les changements rapides qui se sont produits dans les dispositifs de paiement et de règlement. En conséquence, une grande incertitude règne quant aux droits et obligations des participants. Ainsi, la législation actuelle concernant la propriété, le transfert et le nantissement des valeurs mobilières remonte souvent à la période où les titres étaient uniquement détenus sous forme physique. De même, dans certains pays, les règles de liquidation judiciaire lui donnant effet à «0 heure» peuvent frapper de nullité toutes les transactions effectuées par une institution le jour de sa faillite, ce qui empêche un règlement définitif intrajournalier.

Il ne faut pas s'étonner que le progrès ait été particulièrement lent dans le domaine des transactions internationales. C'est là que la concurrence



est la plus forte et qu'une coopération active est vraiment indispensable. C'est aussi là que se manifestent de la façon la plus évidente les frictions entre la nature transnationale de la finance et le caractère essentiellement national des législations, souvent fort différentes d'un pays à l'autre. Les problèmes complexes que posent les systèmes de compensation et de règlement transfrontières en matière de droit applicable et de conflits de juridiction illustrent bien ces difficultés.

... surtout pour les transactions internationales

## Réglementation et contrôle prudentiels

Il y a beaucoup de points communs entre, d'une part, la surveillance des systèmes de paiement et de règlement et, d'autre part, la réglementation et le contrôle prudentiels des banques et entreprises d'investissement. En particulier, leur préoccupation fondamentale consiste à veiller à la solvabilité des institutions financières et, au-delà, à la stabilité du système. Comme on l'a vu, c'est l'insolvabilité des participants, ou même la simple menace de défaillance, qui est généralement à l'origine des perturbations dans les dispositifs de paiement et de règlement. À son tour, la propagation des difficultés à travers ces mécanismes peut entraîner une multiplication des situations d'insolvabilité. Les purs problèmes de liquidité, *à condition que l'on puisse les identifier comme tels avec certitude et sans ambiguïté*, sont moins inquiétants. En novembre 1985, par exemple, une banque de New York, à la suite d'un incident technique portant sur ses transferts de titres, avait accumulé en cours de journée un découvert de près de \$30 milliards sur son compte auprès de la banque centrale et avait dû lui emprunter, en fin de journée, plus de \$20 milliards au guichet de l'escompte, soit près du double de son bilan et plus de vingt fois ses fonds propres. Cet incident a mis en évidence la vitesse et la facilité avec lesquelles un établissement peut ouvrir une position débitrice vis-à-vis de la banque centrale dans le cadre de tels dispositifs et l'ampleur des répercussions qui auraient découlé d'une impossibilité de le faire. En même temps, il a montré qu'il n'y a pas de problèmes insurmontables quand la solvabilité de l'institution est indiscutable.

Préoccupations communes

Si ces deux types de surveillance ont un domaine commun, leur démarche présente aussi des différences marquées. Les dispositions prudentielles s'appliquent au niveau de l'établissement; elles donnent une priorité, plus ou moins grande selon la sphère d'activité de celui-ci, aux risques qui subsistent après le règlement et s'intéressent peu aux risques intrajournaliers. Par contre, dans les systèmes de paiement et de règlement, la surveillance examine surtout les relations entre institutions; elle prête une attention particulière au risque de règlement, surtout intrajournalier.

Les principales différences d'approche ...

Cela dit, les profonds changements de nature des activités financières depuis une dizaine d'années ont eu tendance à estomper certaines de ces distinctions. Bien que les dispositions prudentielles soient restées centrées sur la solidité financière des institutions, elles en sont venues à s'intéresser davantage à certains risques inhérents au processus de règlement des transactions et aux mécanismes qui visent en partie à les réduire. Deux exemples, choisis dans le domaine des normes de fonds propres, suffiront à

... s'atténuent

le montrer: le traitement des opérations non dénouées et la prise en compte de la compensation de contrats.

Jusqu'à une date récente, les normes de fonds propres des banques ne tenaient guère compte du risque de crédit lié aux opérations non dénouées, de même qu'elles n'intégraient pas les risques de marché; en revanche, les exigences comparables imposées aux entreprises d'investissement mettaient l'accent sur ces deux catégories de risques. Comme les banques jouent un rôle de plus en plus actif dans la négociation des valeurs mobilières, la nécessité d'une plus grande harmonisation s'est fait jour. Ainsi, la Directive de la CE sur l'adéquation des fonds propres, de mars 1993, qui s'applique à la fois aux institutions de crédit et aux entreprises d'investissement, prend explicitement en compte certaines opérations non dénouées. Cette directive doit entrer en vigueur au plus tard en janvier 1996.

Quant au problème posé par la prise en compte de la compensation de contrats dans la formulation des normes, il a acquis une grande importance avec l'utilisation accrue des procédures de compensation. En avril 1993, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a proposé d'amender son accord de 1988 sur les fonds propres, en s'inspirant notamment du Rapport Lamfalussy. Les amendements présentés admettent la compensation bilatérale pour tous les systèmes dont la validité est confirmée au regard de la loi en vigueur et qui se conforment aux normes minimales définies dans ce rapport. Le document offre aussi une analyse des critères qui pourraient guider le Comité dans son évaluation future des dispositifs multilatéraux.

Étant donné l'analogie entre les deux types de surveillance, il ne faut pas s'étonner que, dans bien des cas, les deux fonctions soient, en tout ou en partie, assumées par la même institution, à savoir la banque centrale. À des degrés variables, toutes les banques centrales des pays du Groupe des Dix jouent un rôle actif dans la supervision du système de paiement, à titre d'autorité de tutelle de jure ou de facto. La majorité d'entre elles sont aussi concernées par le contrôle des banques. Historiquement, les deux fonctions découlent de leur rôle en tant que fournisseur en dernier ressort au système financier de moyens de paiement dénués de tout risque: cet octroi de liquidité est l'ultime ligne de défense contre les crises systémiques.

Que la banque centrale soit ou non spécifiquement investie de la responsabilité prudentielle, l'accès à l'information concernant la solidité financière des participants au système de paiement est vital pour qu'elle puisse remplir sa mission de surveillance et assurer la gestion des crises. Il est difficile de faire la distinction entre insolvabilité et simple problème de liquidité; la tâche devient pratiquement impossible si l'on ne dispose pas à l'avance des renseignements nécessaires sur la situation financière des participants. L'absence d'information réduit considérablement la gamme des options ouvertes à la banque centrale. Ces problèmes ont pris une acuité nouvelle depuis que la nature de l'activité financière a connu de profonds changements: l'élévation rapide du niveau des risques de marché et de règlement et leur opacité souvent plus grande; la diversification des marchés et des participants, dont certains s'apparentent peu aux «interlocuteurs privilégiés» de la banque centrale que sont les banques; enfin, la vitesse accrue avec

Rôle-clé de la  
banque centrale



laquelle les perturbations peuvent se propager entre compartiments de marché, institutions et pays.

Les besoins en information de la banque centrale représentent une dimension essentielle du problème que pose l'organisation des lignes de défense contre le risque systémique. Cette question tient une place primordiale dans les actuels débats de politique prudentielle aux États-Unis, où certains envisagent une redistribution des responsabilités de contrôle bancaire, à présent réparties entre plusieurs organismes, dont la banque centrale. Elle est aussi d'actualité en Europe. En effet, la création du marché unique des services financiers dans l'Union européenne signifie que la responsabilité du contrôle est transférée du pays d'accueil au pays d'origine et qu'il est possible de participer directement («à distance») aux systèmes de transfert de montants élevés dans un autre pays; cela rend encore plus vitale l'existence de réseaux appropriés d'échange d'information entre autorités nationales. Pour l'avenir, le contour exact de l'engagement des banques centrales dans la surveillance des systèmes de paiement et dans la réglementation et le contrôle pruden tiels au sein de la future union monétaire européenne reste à déterminer.

À mesure que la nature des activités financières continuera d'évoluer, les années à venir verront vraisemblablement une intensification de la coopération entre autorités prudentielles et responsables de la surveillance des systèmes de paiement et de règlement. On peut supposer que l'expansion progressive des marchés, donc des volumes négociés, augmentera encore les risques inhérents à l'exécution des transactions financières, qu'ils soient supportés par les contreparties ou les intermédiaires. La tâche urgente consiste donc à bâtir une série de lignes de défense, capables de maîtriser le risque systémique sans compromettre l'efficacité des dispositifs existants, si possible même en l'améliorant. Dans le paysage financier actuel, cette tâche ne saurait être menée à bien sans une étroite coopération internationale.

Perspectives

## IX. Activités de la Banque

### 1. Coopération entre banques centrales et organisations internationales

Au cours de l'exercice écoulé, la Banque a, comme à l'accoutumée, joué son rôle de promoteur de la coopération monétaire internationale.

La Banque a participé, en qualité d'observateur, aux réunions du Comité intérimaire du Conseil des gouverneurs du Fonds monétaire international ainsi qu'à celles des ministres des Finances et gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix. Elle a également contribué aux travaux des suppléants des ministres et gouverneurs du Groupe des Dix.

La Banque a organisé, entre représentants des banques centrales, des rencontres périodiques sur des sujets très variés. Comme par le passé, elle a assuré le secrétariat de différents comités et groupes d'experts.

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a essentiellement consacré son attention, durant l'exercice sous revue, au traitement prudentiel des risques sur les marchés des capitaux. Au cours des derniers mois, il a passé en revue les commentaires faits par les banques sur trois documents publiés aux fins de consultation en avril 1993, concernant la compensation, les risques de marché et le risque de taux d'intérêt. Il travaille actuellement, à l'intention des responsables du contrôle bancaire, à l'élaboration d'un ensemble de recommandations relatives à la gestion et au contrôle par les banques des risques liés aux instruments dérivés; parallèlement, il s'emploie à approfondir sa connaissance des modèles de mesure de ces risques mis en application dans les divers établissements. Un autre aspect du travail du Comité a consisté à servir de plaque tournante au renforcement de la coopération régionale entre autorités de surveillance des pays non membres du Groupe des Dix, et plus particulièrement celles qui sont responsables des banques dans les marchés naissants. À cette fin, il a mené une étude sur les pratiques prudentielles des différents pays, dont les résultats sont sur le point d'être communiqués aux autorités de surveillance intéressées. En septembre 1993, le Dr T. Padoa-Schioppa, Directeur Général Adjoint de la Banque d'Italie, a été nommé Président du Comité, à la suite de la démission de M. E. Gerald Corrigan en juin 1993.

Le Comité permanent des euromonnaies a continué à surveiller les développements sur les marchés bancaires et financiers internationaux et à examiner des questions concernant leur fonctionnement et leur stabilité. Il a notamment poursuivi son analyse des conséquences liées à l'expansion des marchés d'instruments financiers dérivés. Le Comité a étudié, en outre, les implications des changements intervenus dans le volume et la direction des mouvements de capitaux internationaux et des récentes modifications des techniques de gestion des investissements et pratiques de négociation.



Par ailleurs, la Banque a poursuivi la collecte, l'analyse et la diffusion de données statistiques sur l'évolution internationale de l'activité bancaire et des marchés des capitaux.

Le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement a poursuivi son examen de l'évolution des dispositifs nationaux et transfrontières de paiement, compensation et règlement dans les pays du Groupe des Dix. Il a préparé un rapport intitulé *Services de paiement et de règlement de banque centrale pour les opérations transfrontières multidevises*, diffusé en septembre 1993 par la BRI. Il s'agit d'un prolongement du *Rapport du Comité sur les systèmes de compensation interbancaires* publié par la BRI en 1990. Le document de septembre 1993 présente l'analyse d'un groupe de travail spécial présidé par M. T. Noël, de la Banque du Canada, qui avait pour tâche d'étudier une gamme d'options, que les banques centrales pourraient envisager d'offrir en vue de réduire le niveau de risque et d'accroître l'efficacité du règlement des opérations interbancaires transfrontières et multidevises. Un autre groupe de travail, présidé par M. P. Parkinson, du Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale, passe actuellement en revue les dispositifs de règlement des opérations transfrontières sur titres. En décembre 1993, la BRI a publié une nouvelle édition de l'ouvrage de référence (appelé «Livre rouge») concernant les systèmes de paiement dans les pays du Groupe des Dix. Cette version, entièrement refondue, contient des informations statistiques complètes sur les systèmes de paiement, un chapitre consacré plus particulièrement aux dispositifs de paiement transfrontières et un glossaire. En février 1994, les gouverneurs des banques centrales du Groupe des Dix ont nommé M. W. McDonough, Président de la Banque de Réserve fédérale de New York, pour succéder à M. W. Angell à la présidence du Comité.

Le Service chargé des relations avec les pays d'Europe orientale et organisations internationales a étendu sa tâche de coordination de l'assistance technique et de la formation fournies par un nombre important de banques centrales à leurs homologues des pays d'Europe orientale et des républiques de l'ex-Union soviétique, dont certaines, aujourd'hui, apportent elles-mêmes leur concours. Le Service gère notamment une base de données sur l'assistance technique et la formation reçues par ces pays; ces renseignements, dont la plupart sont mis à jour tous les mois, permettent d'éviter une duplication des efforts. Ces données sont transmises à l'Organisation de coopération et de développement économiques, qui les saisit dans son propre registre. Le Service a également continué d'organiser des réunions et séminaires à l'intention de représentants de la plupart des banques centrales des pays de son ressort. La BRI a aussi participé activement aux travaux de l'Institut Commun de Vienne (dont les cours ont été suivis par environ 2.000 personnes depuis sa création en septembre 1992), par exemple en collaborant à la première «formation longue». Il s'agit d'un cursus de cinq mois, destiné à préparer de futurs responsables appelés à formuler des conseils sur l'orientation des politiques dans un grand nombre de domaines. En outre, le Service a continué de mettre sur pied des séminaires spécialisés consacrés aux activités de banques centrales, avec l'aide de

conférenciers de la BRI et de diverses banques centrales, y compris d'Europe orientale.

Les discussions que le Groupe des experts informaticiens a tenues au cours de ses réunions semestrielles se sont concentrées sur les changements requis des banques centrales et, en particulier, de leurs départements informatiques, pour s'adapter aux évolutions intervenues pendant les dernières années; deux sujets ont retenu principalement l'attention du Groupe: d'une part, la distribution des ressources informatiques avec pour corollaires le contrôle des coûts, l'adaptation du personnel et la division des responsabilités entre départements utilisateurs et informatique; d'autre part, les systèmes ouverts, dont l'un des avantages est d'offrir une plus grande indépendance vis-à-vis des fournisseurs informatiques. Le groupe de travail sur les questions de sécurité a analysé ces sujets de son point de vue propre. Il a également terminé son étude des systèmes servant à l'échange de données entre les banques centrales et le monde extérieur hors du cadre des systèmes de paiement, en établissant une liste de mesures destinées à parer aux risques inhérents à ce type d'échange.

Le Groupe d'experts sur les questions relatives à la banque de données monétaires et économiques a étudié les moyens de renforcer les services de la banque de données de la BRI, notamment en ce qui concerne son alimentation et sa consultation par les banques centrales des pays du Groupe des Dix. Il s'est attaché à poursuivre ses efforts en vue d'améliorer les délais de collecte des statistiques, le contrôle de leur qualité, les modes d'accès à la base de données et la sécurité de l'information. Des progrès ont été réalisés dans l'extension de la couverture, grâce en particulier à des arrangements bilatéraux avec les banques centrales des pays extérieurs au Groupe des Dix. Le Groupe d'experts a aussi examiné des questions liées aux normes internationales en matière de transmission de données.

Jusqu'à leur dissolution à la fin de décembre 1993, le Comité des gouverneurs des banques centrales des États membres de la Communauté économique européenne et le Conseil d'administration du Fonds européen de coopération monétaire (FECOM), ainsi que leurs sous-comités et groupes de travail, ont continué de tenir la plupart de leurs réunions à la BRI, qui accueillait également le Secrétariat permanent du Comité des gouverneurs. Une présentation détaillée des activités du Comité des gouverneurs, qui a été le principal forum de coopération monétaire dans la Communauté européenne pendant près de trente ans, figure dans les rapports annuels rédigés par le Comité à l'intention du Parlement européen, du Conseil des Communautés européennes et du Conseil européen.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Le dernier en date a été publié en avril 1993 et couvre essentiellement les développements intervenus en 1992. Les événements de 1993 seront traités dans le premier rapport annuel de l'Institut monétaire européen, dont la publication est prévue pour avril 1995. Des exemplaires des rapports annuels du Comité des gouverneurs peuvent être obtenus par les résidents de l'UE, auprès de leur banque centrale nationale, et par les personnes résidant hors de l'UE, auprès de l'Institut monétaire européen en envoyant leur demande à son adresse postale provisoire, à Bâle.



À la date fixée pour le passage à la deuxième phase de l'union économique et monétaire (UEM) par l'article 109 E du traité sur l'Union européenne («traité de Maastricht»), le 1<sup>er</sup> janvier 1994, le Comité des gouverneurs et le FECOM ont été remplacés par l'Institut monétaire européen (IME). Les principales tâches de ce nouvel organe, qui jouit de la personnalité juridique en vertu de l'article 109 F du traité, consistent à renforcer la coordination des politiques monétaires des États membres de l'UE et à préparer le passage à la troisième phase de l'UEM dans le domaine monétaire. L'IME est entré en fonctions le 1<sup>er</sup> janvier 1994 et continuera d'utiliser, pendant une brève période transitoire, l'infrastructure dont bénéficiaient précédemment le Comité des gouverneurs et le FECOM. Il est prévu qu'il devienne totalement opérationnel, à son siège de Francfort, à partir de l'automne 1994, lorsque les aménagements indispensables d'ordre pratique et organisationnel seront achevés.

## 2. Fonctions d'Agent et de Mandataire (Trustee)

Au cours de l'exercice écoulé, la Banque a continué d'assurer diverses fonctions d'Agent dans le domaine des règlements financiers internationaux.

### *a) Agent du Fonds européen de coopération monétaire (FECOM)*

#### *– Agent de l'Institut monétaire européen (IME)*

Jusqu'au 31 décembre 1993, la Banque a continué d'assumer les fonctions d'Agent du FECOM<sup>2</sup> qu'elle remplissait depuis le 1<sup>er</sup> juin 1973. Avec effet au 1<sup>er</sup> janvier 1994, conformément à l'article 109 F(2) du traité sur l'Union européenne, l'Institut monétaire européen (IME) a repris les tâches du FECOM, entraînant ainsi la dissolution de celui-ci. En vertu de l'article 1.3 des statuts de l'IME, tous les éléments d'actif et de passif du FECOM ont été automatiquement transférés à l'IME. L'IME et la BRI ont convenu que la Banque continuera d'assurer en tant qu'Agent de l'IME, pendant une période transitoire et dans les mêmes conditions, les fonctions qu'elle remplissait auparavant comme Agent du FECOM.

Ces tâches concernent, d'une part, le fonctionnement du SME et, d'autre part, l'exécution des transactions financières liées aux opérations d'emprunt et de prêt de la Communauté destinées au soutien des balances des paiements des pays membres de la CE.

Le volume des Écus émis par le FECOM/IME dans le cadre des crédits croisés à trois mois avec chacune des banques centrales de la CE signataires de l'Accord du 13 mars 1979 ainsi qu'avec l'Institut monétaire luxembourgeois est passé d'environ Écus 51 milliards au 1<sup>er</sup> avril 1993 à Écus 58 milliards au 31 mars 1994. Cette augmentation d'Écus 7 milliards sur l'exercice est principalement due à une forte appréciation du cours de l'or en Écus et de la parité dollar EU/Écu, partiellement contrebalancée par une légère

<sup>2</sup> On trouvera dans le cinquante-quatrième Rapport annuel, pages 188–190, une description des structures et fonctions du FECOM.

réduction des apports de réserves en dollars EU et en or des banques centrales de la CE.

En ce qui concerne les opérations d'emprunt et de prêt de la Communauté visées dans le Règlement (CEE) N° 1969/88 aménageant le mécanisme d'emprunts communautaires destinés au soutien des balances des paiements des États membres<sup>3</sup> – dont certains détails ont déjà été donnés dans les cinquante-sixième, cinquante-septième, soixante et unième et soixante-troisième Rapports annuels, respectivement pages 194–195, 209, 226–227 et 223 – au cours de la période sous revue, l'Agent a continué de percevoir des emprunteurs, à savoir la Grèce et l'Italie, et de distribuer aux bailleurs de fonds de la Communauté les montants dus au titre des intérêts, commissions et frais sur les emprunts en circulation.

Par décision du Conseil des Communautés européennes du 18 janvier 1993 et dans le cadre du Règlement (CEE) N° 1969/88 mentionné précédemment, la Communauté a accordé à la République italienne un prêt en quatre tranches d'un montant total d'Écus 8 milliards ou sa contre-valeur en d'autres devises. La première tranche, portant sur Écus 2 milliards et mise à disposition en mars 1993, comportait deux opérations financières (voir le soixante-troisième Rapport annuel, page 223); la deuxième tranche, mise à disposition en novembre 1993, comprenait les trois prêts suivants: Écus 1 milliard 1993–2000 au taux de 6% l'an; DM 1 milliard 1993–98 au taux de 5½% l'an; Écus 475 millions 1993–98 à taux variable (correspondant à l'émission d'obligations au taux de 5½% l'an pour le même montant). Les transactions financières liées à ces trois opérations ont été effectuées valeur 3, 10 et 26 novembre 1993 respectivement.

En outre, à la date d'échéance finale du 25 février 1994, l'Agent a assuré, avec valeur même jour, la transaction financière liée au remboursement par la Grèce du prêt d'Écus 200 millions 1987–94 au taux de 7½% l'an (seconde tranche du prêt d'Écus 350 millions en deux tranches), correspondant à la seconde tranche de l'emprunt obligataire de même montant et même taux.

Le tableau suivant montre, à la date du 31 mars 1994, l'encours des prêts accordés par la Communauté.

Encours des emprunts communautaires au 31 mars 1994		
Pays emprunteur	Deutsche marks	Écus
	en millions	
Grèce	536	740
Italie	3.900	1.975
Total	4.436	2.715

<sup>3</sup> Avec effet au 24 juin 1988, ce Règlement a remplacé le Règlement (CEE) N° 682/81 du 16 mars 1981, qui constituait jusque-là la base légale de l'activité du FECOM pour les opérations d'emprunt et de prêt de la Communauté.



*b) Agent du Système de compensation et de règlement de l'Écu privé*

Depuis octobre 1986, la Banque exerce les fonctions d'Agent du Système de compensation et de règlement de l'Écu privé, conformément aux dispositions de conventions successives conclues entre l'Association bancaire pour l'Écu (ABE), Paris, et la BRI, la dernière en date ayant été signée et étant entrée en vigueur le 15 septembre 1993.<sup>4</sup> Les banques membres de l'ABE peuvent obtenir la qualité de banque de compensation sur la base des critères définis par cette institution. Une nouvelle banque a rejoint le Système le 21 mars 1994, portant à quarante-cinq le nombre des banques de compensation participantes.

*c) Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux*

La Banque remplit certaines fonctions de Trustee pour les obligations de consolidation 1990–2010 émises par le gouvernement de la République fédérale d'Allemagne au titre des Emprunts Dawes et Young, conformément à l'Accord de Londres du 27 février 1953 sur les dettes extérieures allemandes. On trouvera dans le soixante-troisième Rapport annuel, pages 224–225, des détails concernant ces émissions ainsi que les fonctions de la Banque.

La Deutsche Bundesbank, en tant qu'agent payeur de toutes les obligations dématérialisées de l'ensemble des émissions des Emprunts Dawes et Young, a notifié à la Banque qu'elle avait versé approximativement DM 7,5 millions aux détenteurs d'obligations pour les dates d'échéance d'intérêts des 3 avril et 3 octobre 1993, ainsi que des arriérés d'intérêts. Les valeurs d'encaissement et facteurs de conversion nouvellement calculés et applicables à ces dates d'échéance d'intérêts ont été publiés par l'Administration fédérale allemande de la dette publique (Bundesschuldenverwaltung, BSV) dans le *Bundesanzeiger*.

S'agissant de l'application de la clause de garantie de change pour l'Emprunt Young par la BSV, la Banque a réitéré ses réserves antérieures (voir 50<sup>e</sup> Rapport annuel, pages 182–183, ainsi que le communiqué paru dans plusieurs journaux financiers les 30 et 31 mai 1980) et insisté sur le fait que ces réserves s'étendent également aux obligations de consolidation 1990–2010. Les agents payeurs ont été invités à prendre les mesures de sauvegarde appropriées, afin de préserver les droits des détenteurs d'obligations. De plus amples détails figurent dans les avis publiés par la Deutsche Bundesbank, en particulier dans le N° 192 du 12 octobre 1993 du *Bundesanzeiger* (page 9459).

*d) Agent détenteur des sûretés garantissant les obligations brésiliennes*

Le 15 avril 1994, la Banque a endossé de nouvelles fonctions en relation avec les accords de réaménagement de la dette extérieure brésilienne conclus par le Brésil en novembre 1993. En vertu de deux Contrats de

<sup>4</sup> On trouvera dans le cinquante-sixième Rapport annuel, pages 195 et 196, une description des structures et du fonctionnement de ce système de compensation.

nantissement, la BRI agit désormais en qualité d'Agent détenteur de sûretés, se chargeant de leur garde et de leur placement pour le compte des porteurs de certaines obligations à quinze ou trente ans libellées en dollars EU que le Brésil a émises dans le cadre des accords de restructuration.

### 3. Assistance financière multilatérale aux banques centrales

Au cours de l'exercice 1993/94, une seule facilité à très court terme a été mise en place, en faveur de la banque centrale de l'Ancienne république yougoslave de Macédoine. Il s'est agi d'un crédit-relais d'un montant de \$EU 30 millions, octroyé avec la garantie d'un groupe de banques centrales et lié à des transactions conclues par la Banque mondiale.

### 4. Opérations du Département bancaire

Le bilan de la Banque et le compte de profits et pertes, exprimés en francs or<sup>5</sup>, ont été contrôlés par les commissaires-vérificateurs; ils figurent à la fin du présent Rapport.

À la clôture de l'exercice 1993/94, le 31 mars 1994, le total du bilan s'inscrit à F or 64.975.713.443

Au 31 mars 1993, il s'élevait à F or 59.966.449.459

La progression est ainsi de F or 5.009.263.984

ou de 8%, contre 12 milliards de francs or ou 25% au cours de l'exercice précédent.

Ce développement est dû à la croissance des ressources en monnaies, alors que les passifs en or sont en recul. L'incidence des fluctuations de change, en termes de francs or, est de faible ampleur; elle affecte les éléments du bilan constitués en monnaies autres que le dollar EU. D'une fin d'exercice à l'autre, le deutsche mark s'est déprécié de 2,9%, la livre sterling de 0,5% et l'Écu de 3,4%; en revanche, le franc suisse et le yen se sont appréciés respectivement de 5,6% et de 13,2%. Sans cet effet de change, l'augmentation du bilan aurait été supérieure de 150 millions de francs or environ.

BRI: évolution du total du bilan au cours des cinq derniers exercices			
Exercice clos le 31 mars	Total du bilan	Différence par rapport à l'exercice précédent	
	en millions de francs or		en %
1990	41.291	- 943	- 2
1991	45.719	+ 4.428	+ 11
1992	47.961	+ 2.242	+ 5
1993	59.966	+ 12.005	+ 25
1994	64.976	+ 5.010	+ 8

<sup>5</sup> Le franc or (en abrégé F or) équivaut à 0,290 322 58... gramme d'or fin – article 4 des Statuts. Les éléments d'actif et de passif exprimés en dollars EU sont convertis au cours de \$EU 208 l'once d'or fin (équivalant à 1 franc or = \$EU 1,94149...); tous les autres éléments exprimés en monnaies sont convertis sur la base des cours du marché par rapport au dollar EU.



Ne sont pas inclus dans le bilan:

- les effets et autres titres détenus sous dossier pour le compte de banques centrales ou d'autres déposants;
- les écritures découlant des fonctions de la Banque en tant qu'Agent de l'Institut monétaire européen, telles que décrites précédemment à la Section 2;
- l'or conservé sous dossier, dont le montant s'élève à 960 millions de francs or au 31 mars 1994, contre 1.059 millions au 31 mars 1993.

## Passif (composition des ressources)

BRI: évolution des ressources au cours des cinq derniers exercices (après la répartition du bénéfice net de l'exercice proposée à l'Assemblée générale)				
Exercice clos le 31 mars	Capital versé et réserves	Fonds empruntés	Autres passifs	Total du bilan
	en millions de francs or			
1990	1.476	38.673	1.142	41.291
1991	1.557	42.856	1.306	45.719
1992	1.644	44.866	1.451	47.961
1993	1.745	56.515	1.706	59.966
1994	1.842	61.226	1.908	64.976

### A. Capital et réserves

a) Capital libéré F or 295.703.125

Le capital autorisé est demeuré inchangé à 1.500 millions de francs or; il en est de même du capital émis, qui se subdivise en 473.125 actions libérées de 25%.

### b) Réserves

1) Fonds de réserve légale F or 30.070.313

En 1971, le montant de cette réserve avait été porté à 10% du capital alors libéré. Il est ensuite resté inchangé. Ce pourcentage est fixé par l'article 51(1) des Statuts.

2) Fonds de réserve générale F or 732.216.157

Au 31 mars 1993, il s'élevait à 703,1 millions de francs or; il est proposé de prélever sur le bénéfice net un montant de 29,1 millions, conformément aux dispositions de l'article 51(3) des Statuts, et de l'affecter à ce fonds.

3) Fonds spécial de réserve de dividendes F or 50.530.055

Il est recommandé de porter ce fonds de 47,5 millions de francs or à 50,5 millions, par imputation de 3 millions sur le bénéfice net.

4) Fonds de réserve libre F or 733.666.872

contre 668,8 millions de francs or à la fin de l'exercice précédent, soit une hausse de 64,9 millions.

Au 31 mars 1994, le total des réserves de la Banque atteindra ainsi

F or 1.546.483.397

contre 1.449,5 millions le 31 mars 1993, faisant apparaître une progression de 97 millions, imputés sur le bénéfice net de l'exercice 1993/94. Les réserves avaient été renforcées de 101 millions de francs or à la fin de l'exercice précédent.

#### B. Fonds empruntés

Les tableaux suivants indiquent l'origine, la nature et la durée des ressources empruntées par la Banque.

BRI: fonds empruntés d'après leur origine			
Origine	Exercice clos le 31 mars		Différence
	1993	1994	
	en millions de francs or		
Dépôts des banques centrales	54.686	59.211	+ 4.525
Dépôts des autres déposants	1.829	2.015	+ 186
Total	56.515	61.226	+ 4.711

Le total des fonds empruntés – or et monnaies confondus – a augmenté de 8%, contre 26% pour le précédent exercice. Ce développement résulte essentiellement de l'expansion des avoirs des banques centrales (+8%), mais également d'un accroissement des apports effectués par les autres déposants (+10%).

La part des dépôts des banques centrales par rapport à l'ensemble des fonds empruntés reste stable puisqu'elle s'élève à 96,7%, contre 96,8% au 31 mars 1993; celle des autres déposants (essentiellement des institutions internationales) progresse ainsi légèrement, de 3,2% à 3,3%.

La hausse des passifs en monnaies s'est faite principalement en dollars EU. Les ressources en deutsche marks et en livres sterling sont en recul. En cours d'exercice, le total de chacune des monnaies a sensiblement varié.

Les dépôts en dollars EU représentent 69% des ressources en monnaies, ceux en deutsche marks 18% et ceux en Écus 4%. La part de chacune des autres monnaies est moindre.

Le total des passifs en or est en recul de 7%, tandis que le montant en monnaies augmente de 9,6%. Il en résulte que la part de l'or par rapport à l'ensemble des fonds empruntés s'inscrit à 6,6%, contre 7,7% au 31 mars 1993, et celle des monnaies à 93,4%, contre 92,3%.



BRI: fonds empruntés d'après leur nature et leur durée restant à courir									
Durée	Dépôts en or			Dépôts en monnaies			Total		
	Exercice clos le 31 mars		Diffé- rence	Exercice clos le 31 mars		Diffé- rence	Exercice clos le 31 mars		Diffé- rence
	1993	1994		1993	1994		1993	1994	
	en millions de francs or								
À vue	4.334	3.927	– 407	1.845	1.233	– 612	6.179	5.160	– 1.019
À 3 mois									
au maximum	30	44	+ 14	49.437	53.951	+ 4.514	49.467	53.995	+ 4.528
À plus de 3 mois	3	90	+ 87	866	1.981	+ 1.115	869	2.071	+ 1.202
Total	4.367	4.061	– 306	52.148	57.165	+ 5.017	56.515	61.226	+ 4.711

Les dépôts à vue ont diminué de 33,2% tandis que les fonds à trois mois au maximum ont progressé de 9,1% et ceux à plus longue échéance ont plus que doublé.

En fonction de la durée, les ressources à vue constituent 8,4% du total, celles à trois mois au maximum 88,2% et celles à plus de trois mois 3,4%, contre 10,9%, 87,5% et 1,6% au 31 mars 1993.

a) *Dépôts en or* F or 4.061.111.651

contre 4.367 millions de francs or au 31 mars 1993. Ce poste est à nouveau en recul, de manière encore plus marquée que pour l'exercice précédent.

La diminution de ces ressources, de 306 millions de francs or, résulte d'une baisse des passifs à vue, partiellement compensée par une hausse des passifs à terme en or.

b) *Dépôts en monnaies* F or 57.164.913.520

Le total de ces ressources s'inscrivait à 52.148 millions de francs or au 31 mars 1993. La progression est donc de 5.017 millions; elle reflète surtout l'accroissement des dépôts à trois mois au maximum.

### C. *Autres passifs*

Leur total s'inscrit à F or 1.907.510.750  
contre 1.706 millions de francs or à la fin de l'exercice précédent. Sont compris dans ce montant les postes «Système de prévoyance du personnel», «Divers» et «Dividende payable le 1<sup>er</sup> juillet 1994».

a) *Le «Système de prévoyance du personnel»*  
s'établit à F or 200.202.916

contre 172 millions de francs or au 31 mars 1993. Ce poste, qui est régulièrement alimenté en cours d'exercice, correspond aux engagements de la Banque au titre des pensions du personnel; il est libellé en francs suisses.

b) Le poste «Divers» atteint F or 1.666.213.037

Il s'inscrivait à 1.495 millions de francs or au 31 mars 1993.

c) Le «Dividende payable le 1<sup>er</sup> juillet 1994» se chiffre à F or 41.085.797

Le dividende payable par action, porté de FS 200 à FS 240 au terme de l'exercice précédent, reste inchangé à FS 240. La contre-valeur en francs or est prélevée sur le bénéfice net de l'exercice 1993/94. Un montant de 38,9 millions de francs or avait été imputé sur le bénéfice net de l'exercice précédent; la différence reflète les fluctuations de change.

Le bénéfice net de l'exercice sous examen, tel qu'il ressort du compte de profits et pertes, s'établit à 138,1 millions de francs or avant prélèvement du dividende susmentionné.

Il est proposé de répartir le solde, soit 97 millions de francs or, conformément aux dispositions de l'article 51 des Statuts. Les détails de cette répartition sont exposés ci-après à la Section 5.

Le bénéfice net de l'exercice est à comparer à celui de 139,9 millions de francs or de l'exercice 1992/93.

## Actif (utilisation des ressources)

Les postes de l'actif du bilan, répartis d'après leur nature, figurent dans le tableau suivant.

L'examen du tableau fait apparaître une diminution des actifs en or et une augmentation de ceux en monnaies. Cette évolution reflète les mouvements enregistrés par les ressources tant en or qu'en monnaies.

BRI: évolution des placements et des autres actifs, d'après leur nature						
Nature	Exercice clos le 31 mars				Différence	
	1993		1994			
	en millions de francs or					
Avoirs à vue						
Or	4.727		4.338		-	389
Monnaies	8	4.735	12	4.350	+	4 - 385
Bons du Trésor		2.175		3.511		+ 1.336
Dépôts à terme et avances						
Or	413		580		+	167
Monnaies	41.184	41.597	41.370	41.950	+	186 + 353
Titres du secteur public et autres titres à terme		11.428		15.088		+ 3.660
Divers		31		77		+ 46
Total						
Or	5.140		4.918		-	222
Monnaies	54.826	59.966	60.058	64.976	+	5.232 + 5.010



a) *Avoirs à vue en or* F or 4.338.320.401

contre 4.727 millions de francs or au 31 mars 1993. La diminution de ce poste, de 389 millions, s'explique dans une large mesure par la baisse des passifs en or, mais également par les placements effectués sur le marché (voir sous d).

b) *Espèces en caisse et avoirs à vue en monnaies* F or 12.021.055

Au 31 mars 1993, ce poste s'élevait à 8 millions de francs or.

c) *Bons du Trésor* F or 3.510.671.575

contre 2.175 millions de francs or à la fin de l'exercice précédent. Le volume comme la composition de ce portefeuille peuvent varier notablement. Des achats de bons du Trésor sont effectués sur différents marchés.

d) *Dépôts à terme et avances* F or 41.950.211.324

Au 31 mars 1993, l'encours de ce poste, qui comprend les transactions sur or et sur monnaies, s'inscrivait à 41.597 millions de francs or, ce qui représente une progression de 353 millions seulement.

– placements en or F or 579.775.726

contre 413 millions de francs or au 31 mars 1993.

– placements en monnaies F or 41.370.435.598

contre 41.184 millions de francs or au 31 mars 1993.

La croissance de ce poste, à l'instar de celle des bons du Trésor (voir ci-avant sous c) et des titres du secteur public et autres titres à terme (voir ci-après sous e), est liée à la hausse des ressources en monnaies.

e) *Titres du secteur public et autres titres à terme* F or 15.087.920.103

La valeur de ce portefeuille, qui s'inscrivait à 11.428 millions de francs or au 31 mars 1993, a sensiblement varié en cours d'exercice. Il est composé de titres – obligations du Trésor et papiers commerciaux notamment – achetés sur divers marchés.

La composition par monnaie des actifs de la Banque a surtout été caractérisée par un nouvel accroissement en dollars EU, qui en constituent la part principale.

Les actifs et passifs en or ont régressé respectivement de 222 millions de francs or et de 306 millions. La différence de 84 millions correspond à l'augmentation des opérations à terme sur or, mentionnées ci-après.

Le tableau suivant montre la répartition des placements en dépôts à terme et avances – en or et en monnaies – ainsi qu'en titres du secteur public et autres titres à terme, d'après leur durée restant à courir.

BRI: dépôts à terme et avances, titres du secteur public et autres titres à terme, d'après leur durée restant à courir			
Durée	Exercice clos le 31 mars		Différence
	1993	1994	
	en millions de francs or		
À 3 mois au maximum	43.649	43.704	+ 55
À plus de 3 mois	9.376	13.334	+ 3.958
Total	53.025	57.038	+ 4.013

Les placements effectués pour des durées inférieures à trois mois sont restés stables; ils n'augmentent que de 55 millions de francs or. En revanche, ceux à plus long terme progressent de 3.958 millions ou de 42%.

En part relative, les dépôts à trois mois au maximum représentent 76,6% du total des placements, contre 82,3% au 31 mars 1993, et ceux à plus de trois mois 23,4%, contre 17,7%.

f) Divers F or 76.568.985

Ce poste s'établissait à 31,5 millions de francs or au 31 mars 1993.

#### *Opérations à terme sur or*

Elles sont mentionnées dans la note 2 complémentaire au bilan avec un solde négatif de F or 195.074.876

Ces transactions connaissent un développement marqué. À la fin de l'exercice précédent, leur encours indiquait un solde négatif de 111 millions de francs or.

## 5. Bénéfice net et répartition

Les comptes du soixante-quatrième exercice clos le 31 mars 1994 font ressortir un excédent net d'exploitation de 145.227.801 francs or, contre 162.427.719 francs or pour l'exercice précédent. Cette diminution reflète essentiellement la baisse, d'un exercice à l'autre, des taux d'intérêt sur les principales monnaies; il en est résulté une réduction des revenus d'intérêts sur les fonds propres de la Banque détenus en monnaies ainsi qu'un resserrement des marges pour ses opérations en fonds empruntés.

Le résultat du présent exercice est indiqué après déduction de 50.450.402 francs or au titre des frais d'administration, ce qui représente une progression de 2,4% par rapport au montant de 49.255.621 francs or de l'exercice précédent. Cette augmentation aurait été plus marquée sans l'incidence des fluctuations de change, en particulier la baisse de la valeur en franc or du franc suisse pendant une grande partie de l'exercice. En termes de francs suisses, monnaie dans laquelle est opéré le règlement de la plupart des dépenses de la Banque, les frais d'administration se sont accrus d'environ 6%.



Le Conseil d'administration a décidé d'affecter 3.274.041 francs or à la Provision pour frais d'administration exceptionnels et de renforcer – par le biais d'une dotation supplémentaire de 3.867.963 francs or – la Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement, qui a été créée pour subvenir au coût de l'entretien des locaux de la Banque et financer les séries successives de projets techniques comportant des dépenses d'investissement. Après déduction de ces deux transferts aux provisions, le bénéfice net s'élève à 138.085.797 francs or, contre 139.895.417 francs or pour l'exercice précédent. La répartition de ce montant est régie par les dispositions de l'article 51 des Statuts.

En application de ces dispositions, le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale de répartir le bénéfice net de 138.085.797 francs or de la façon suivante:

- i) une somme de 41.085.797 francs or est affectée au paiement d'un dividende de 240 francs suisses par action;
- ii) un montant de 29.100.000 francs or est transféré au Fonds de réserve générale;
- iii) un montant de 3.000.000 de francs or est transféré au Fonds spécial de réserve de dividendes;
- iv) un montant de 64.900.000 francs or, représentant le reliquat du bénéfice net disponible, est transféré au Fonds de réserve libre, que le Conseil peut utiliser pour tout objet conforme aux dispositions des Statuts.

Si ces propositions sont acceptées, le dividende sera payé le 1<sup>er</sup> juillet 1994 aux actionnaires inscrits sur le registre de la Banque à la date du 20 juin 1994.

On trouvera à la fin du présent Rapport le bilan, le compte de profits et pertes et un état indiquant l'évolution des réserves de la Banque au cours de l'exercice. Les comptes de la Banque ont été vérifiés par les services de Price Waterhouse, qui ont confirmé que le bilan et le compte de profits et pertes donnent, sur la base décrite dans la note 1, une présentation sincère et régulière de l'état des affaires de la Banque au 31 mars 1994 ainsi que de son bénéfice pour l'exercice clos à cette date. Le rapport de Price Waterhouse est apposé au bas du bilan.

## 6. Banques centrales actionnaires

Suite à la dissolution de la République fédérale tchèque et slovaque et à l'établissement d'une République slovaque et d'une République tchèque indépendantes, avec effet au 1<sup>er</sup> janvier 1993, les deux banques centrales qui ont succédé à l'ancienne Banque d'État de Tchécoslovaquie ont pris contact avec la BRI dans le but d'arriver à un accord sur la division de l'émission tchécoslovaque du capital de la Banque. En conséquence, lors de l'Assemblée générale extraordinaire de la Banque qui s'est tenue le 14 juin 1993,

immédiatement avant l'Assemblée générale ordinaire de 1993, l'émission tchécoslovaque a été annulée et un nombre équivalent de nouvelles actions, comprenant l'émission slovaque et l'émission tchèque, respectivement, a été émis simultanément en faveur de la Banque Nationale de Slovaquie et de la Banque Nationale Tchèque.

## 7. Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction

M. Bengt Dennis a quitté ses fonctions de Président du Conseil d'administration et Président de la Banque le 31 décembre 1993, au terme du mandat de trois ans pour lequel il avait été élu. Le Conseil a élu le Dr W.F. Duisenberg, Président de la Nederlandsche Bank, pour succéder à M. Dennis à ces deux postes pour une période de trois ans à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1994.

Lord Richardson of Duntisbourne a renoncé à son siège au Conseil d'administration et, de ce fait, à ses fonctions de Vice-Président du Conseil à la fin de juin 1993. Le 1<sup>er</sup> juillet 1993, M. Edward A.J. George a succédé à M. Robert Leigh-Pemberton en qualité de Gouverneur de la Banque d'Angleterre, le remplaçant ainsi comme administrateur d'office. M. George a nommé M. Leigh-Pemberton (devenu Lord Kingsdown) membre du Conseil, pour succéder à Lord Richardson of Duntisbourne à partir du 1<sup>er</sup> juillet 1993.

Lors de sa séance du 14 septembre 1993, le Conseil a élu le Dr Lamberto Dini Vice-Président du Conseil d'administration pour une période de trois ans à compter de cette date.

M. Jacques de Larosière a cessé d'être membre du Conseil le 15 septembre 1993, lorsqu'il a quitté ses fonctions de Gouverneur de la Banque de France; son successeur à ce poste, M. Jean-Claude Trichet, est devenu administrateur d'office au 16 septembre 1993. Le Prof. Helmut Schlesinger a abandonné la présidence de la Deutsche Bundesbank à la fin de septembre 1993; le Dr Hans Tietmeyer, qui lui a succédé à ces fonctions, est devenu administrateur d'office à partir du 1<sup>er</sup> octobre 1993. Le Prof. Leonhard Gleske a cessé d'être membre du Conseil le 30 septembre 1993; pour prendre sa succession à partir du 1<sup>er</sup> octobre 1993, le Dr Tietmeyer a nommé le Prof. Schlesinger. M. Urban Bäckström a été élu membre du Conseil comme successeur de M. Dennis avec effet au 1<sup>er</sup> janvier 1994. Les mandats d'administrateurs du Dr Dini et de M. Philippe Wilmès ont été renouvelés en septembre 1993 et février 1994 respectivement, et le Dr Duisenberg a été réélu membre du Conseil en mars 1994.

En octobre 1993, le Dr Tietmeyer, Président de la Deutsche Bundesbank, a nommé M. Helmut Schieber pour être son Suppléant et, en novembre 1993, le Dr Antonio Fazio, Gouverneur de la Banque d'Italie, a désigné le Dr Stefano Lo Faso pour être son Suppléant en l'absence du Dr Carlo Santini. Enfin, en mars 1994, M. George, Gouverneur de la Banque d'Angleterre, a nommé M. W.A. Allen pour être son Suppléant en l'absence de M. T.A. Clark.



En ce qui concerne la Direction de la Banque, M. Alexandre Lamfalussy a quitté ses fonctions de Directeur Général à la fin de décembre 1993. Il a été remplacé à ce poste, le 1<sup>er</sup> janvier 1994, par M. Andrew D. Crockett. Le Dr Gunter D. Baer et M. Guy Noppen ont été nommés Directeurs au Secrétariat Général à partir de mars 1994 et le Dr W.R. White a été nommé Directeur au Département monétaire et économique à compter de juin 1994. Le Dr Kurt Spinnler, Directeur Suppléant, et M. Robert von Werra, Directeur Adjoint, ont pris leur retraite à la fin de décembre 1993.

## Conclusion

Au moment où, après une période de récession prolongée, la reprise s'étend au sein du monde industriel, les politiques économiques vont avoir à relever un défi à la fois à court terme et à plus longue échéance. Dans l'immédiat, elles sont appelées à accompagner un raffermissement de la demande, tout en maintenant la crédibilité de leur orientation fondamentale anti-inflationniste. Dans une perspective à plus long terme, il leur faut améliorer le fonctionnement des mécanismes structurels des économies industrielles, pour pouvoir lutter avec plus d'efficacité contre le fléau du chômage et tempérer l'alternance conjoncturelle de surchauffe et de récession. Dans le monde en développement, un nombre croissant de pays démontrent que les politiques appropriées peuvent produire de bons résultats, malgré un environnement international défavorable. Il sera important de retenir les enseignements fournis par leur expérience, afin que les progrès accomplis dans les domaines de l'investissement, de l'emploi et de la croissance puissent bénéficier à un plus grand nombre.

L'aspect le plus encourageant des récents résultats économiques des pays industriels réside dans le faible niveau de l'inflation. Si l'évolution favorable des termes de l'échange et la faiblesse de l'activité ont joué à cet égard un rôle important, la détermination affichée dans l'application de la politique monétaire a été capitale. Cela a contribué à éliminer les éléments de hausse des coûts qui ont tendance à maintenir l'inflation à un rythme élevé, même lorsque les pressions immédiates dues à une demande excessive se sont atténuées. Des interrogations subsistent cependant en ce qui concerne les bienfaits de ce succès. En quoi les progrès réalisés sur le front des prix – à condition qu'ils puissent être préservés – vont-ils améliorer les perspectives à plus long terme de croissance et d'emploi?

Les efforts mis en œuvre pour parvenir à une plus grande stabilité des prix se sont fondés sur le souvenir du lourd tribut de l'inflation. Celle-ci peut, en effet, conduire à la spoliation des épargnants et tend à saper à la fois la volonté d'épargner et la capacité d'investir. Elle fausse les prix relatifs qui régissent l'allocation des ressources, dont une part excessive s'oriente vers des emplois de précaution qui n'accroissent pas nécessairement la productivité globale. La tendance naturelle à l'accélération de la hausse des prix contribue à l'incertitude et entraîne des distorsions des taux d'intérêt à long terme et des cours de change. Ces répercussions négatives de l'inflation contraignent tôt ou tard les autorités à recourir à des politiques restrictives, qui, dans un premier temps, exercent un effet de freinage sur l'activité réelle et l'emploi. Les exemples des années 70 – et d'autres apparus depuis dans le monde en développement – semblent



confirmer que les pays qui obtiennent de meilleurs résultats sur le plan de l'inflation ont généralement plus de chances de réaliser une croissance durable.

Il ne faut pas en conclure, cependant, que l'adhésion de l'opinion publique à des politiques visant à préserver la stabilité des prix peut être considérée comme acquise. Au fur et à mesure que les souvenirs des coûts de l'inflation s'éloignent, l'idée qu'il est possible d'accroître la production et l'emploi en acceptant une hausse des prix un peu plus forte tend inévitablement à s'accréditer de nouveau. L'existence avérée d'un compromis à court terme entre inflation et croissance peut finir par faire oublier qu'un tel compromis n'existe pas à plus long terme. C'est donc aux banques centrales que revient la tâche délicate d'expliquer inlassablement le bien-fondé de la politique de stabilité des prix et les conséquences qu'entraîne son abandon. Une réduction de l'inflation est toujours l'aboutissement d'un long et douloureux processus, ce qui justifie d'autant plus l'intérêt de préserver cette stabilité lorsqu'elle a été conquise. Pour se prémunir contre les pressions résultant des retournements de l'opinion publique, de nombreux pays ont investi les banques centrales d'une plus grande responsabilité dans le maintien de la stabilité des prix, pour tenter ainsi de les soustraire aux exigences à court terme du processus politique.

La poursuite d'une politique monétaire obéissant à des priorités clairement définies – dans les limites toutefois de ses capacités – revêt aujourd'hui un caractère encore plus important en raison du développement et de l'internationalisation des marchés des capitaux. Les marchés des instruments de long terme, qui tiennent une place particulière dans les décisions d'investissement, répondent aux impulsions de la politique monétaire d'une façon qui n'est pas toujours facile à prévoir. Les opérateurs de marché tentent de deviner les implications plus lointaines de chacune des mesures mises en œuvre. En fonction du point de vue des marchés sur la viabilité d'une modification donnée des taux d'intérêt à court terme, les taux longs peuvent évoluer dans un sens favorable, ou dans la direction opposée. Cela souligne l'importance d'une orientation monétaire claire à moyen terme. La tâche des banques centrales ne s'en trouve pas pour autant facilitée en ce qui concerne le dosage approprié des divers instruments dans des circonstances où la confiance qui peut être accordée aux indicateurs traditionnels est érodée.

L'aspect le plus sombre des récents résultats économiques des pays industriels réside dans le niveau élevé et, dans certains cas, encore croissant du chômage. Une question se pose avec de plus en plus d'insistance: où se situe la faille de politiques économiques qui sont incapables, dans un premier temps, d'empêcher le chômage de prendre une telle ampleur, puis d'y remédier lorsqu'il s'est développé? Il n'apparaît guère surprenant que la faiblesse conjoncturelle de la demande soit tenue par beaucoup pour responsable du niveau actuel du chômage. Pour ceux qui soutiennent ce point de vue, la solution consisterait essentiellement à stimuler la demande globale, même au prix d'une légère augmentation de l'inflation sous-jacente.

Le chômage comporte, à n'en pas douter, une forte composante conjoncturelle. Cependant, les informations provenant des diverses études prises en compte dans le présent Rapport donnent à penser que sa tendance à long terme ne résulte pas essentiellement de l'action des politiques macroéconomiques destinées à maîtriser l'inflation, mais de rigidités structurelles qui empêchent le marché du travail de fonctionner de manière efficiente. En termes positifs, il faudrait que le marché du travail soit tel que toute personne capable et désireuse de travailler au prix courant correspondant à sa qualification ait l'assurance de trouver un emploi. Dans la pratique, toutefois, des dispositions de caractère juridique ou autres, initialement conçues pour protéger les travailleurs pourvus d'un emploi, se sont retournées contre ceux qui sont sans travail. En outre, les mesures qui étaient censées atténuer les conséquences du chômage temporaire ont trop souvent tendance à le prolonger. La corrélation entre l'ampleur des rigidités de toutes sortes existant sur le marché du travail et le niveau du chômage apparaît de plus en plus clairement à l'échelle internationale.

Il s'agit là d'un défi majeur pour les politiques d'ordre réglementaire et structurel. Malheureusement pour les perspectives d'aboutissement de telles réformes, les arrangements actuels reposent souvent sur un puissant consensus social. Ils représentent une bonne partie de ce qui demeure considéré comme des acquis sociaux importants. Le grand public y voit rarement des entraves au fonctionnement efficace du marché du travail, qui sont largement responsables de lourds prélèvements et d'une détresse sociale qui pourrait être évitée.

La difficulté de susciter un changement d'attitude à l'égard de la réglementation du marché du travail est évidente. Il ne semble guère y avoir d'autre moyen que d'expliquer patiemment le pourquoi et le comment du fonctionnement de l'économie, de manière à préparer l'opinion publique aux aménagements qu'il faut absolument apporter aux arrangements actuels si l'on veut réaliser des progrès durables dans la lutte contre le fléau du chômage.

Le problème de l'emploi est étroitement associé dans l'esprit du public – même si cette relation n'est pas nécessairement pertinente – à celui de la compétitivité internationale. Le débat sur les causes et conséquences des modifications de la compétitivité internationale a été abondamment nourri par la remarquable croissance, induite par les exportations, qu'ont réalisée tant de pays d'Extrême-Orient et d'Asie du Sud-Est. Il apparaît clairement que les déplacements récents des pôles de croissance et d'activité industrielle sont liés non pas aux dotations en ressources naturelles mais aux politiques économiques mises en œuvre, sur le plan à la fois réglementaire, structurel et macroéconomique.

La performance des économies d'Extrême-Orient et le fait que, pour de nombreuses gammes de produits, elles aient nettement renforcé leurs parts de marché dans des pays parvenus à maturité industrielle ont contribué à alimenter les tendances protectionnistes. Parfois, cette attitude a été influencée par l'allégation selon laquelle la concurrence serait quelque peu «déloyale», puisque les salaires dans les pays en développement sont



inférieurs à ceux de l'Europe et de l'Amérique du Nord. Ce genre d'affirmation pose un nouveau défi aux responsables politiques. Seul un jugement très superficiel pourrait conclure que la progression de l'industrialisation crée du chômage dans les «vieux» pays développés; en effet, les nouveaux pays industrialisés importent globalement autant qu'ils exportent. L'expansion des capacités industrielles dans le monde représente, par conséquent, un bénéfice potentiel pour tous, et ce d'autant plus que le champ de la concurrence internationale est plus large. L'accord conclu dans le cadre du Cycle de l'Uruguay revêt une grande importance à cet égard, même si des efforts résolus doivent encore être accomplis pour en préciser quelques aspects et éviter des rechutes lorsqu'il aura reçu sa forme définitive. Certes, traduire les possibilités offertes en avantages concrets demande de la flexibilité – et plus l'économie sera capable de s'adapter, plus le bénéfice qu'elle en retirera sera grand.

L'intérêt des investisseurs internationaux à engager des ressources dans un pays donné dépend avant tout de l'existence d'un environnement économique favorable. D'importantes réformes ont rendu attrayantes de grandes parties du monde en développement en tant que pôles d'investissement. Les afflux de capitaux étrangers tant en Asie qu'en Amérique latine ont d'ailleurs constitué l'une des caractéristiques marquantes du début des années 90, bien que des différences sensibles aient été observées à cet égard entre ces deux groupes de pays. En Asie, les entrées de capitaux ont été associées à un taux d'investissement élevé. En Amérique latine, ce taux ne s'est accru que récemment et demeure encore relativement bas. Comme le danger d'une inversion des flux financiers commande aux autorités d'assurer la stabilité macroéconomique et de poursuivre dans la voie des réformes microéconomiques, les gouvernements se trouvent d'autant plus incités à maintenir des politiques de réformes que leur dépendance à l'égard des capitaux étrangers est plus grande.

Beaucoup reste à faire, cependant, dans un certain nombre de pays en développement et d'économies en transition. La Chine, malgré ses résultats économiques impressionnants des dernières années, doit encore s'attaquer aux éléments essentiels du contrôle macroéconomique, même si l'unification de son cours de change a constitué un pas important dans cette direction. Au Brésil, les autorités ont proposé un ambitieux programme de stabilisation – mais il devra être appliqué avec détermination et persévérance pour porter ses fruits. L'Inde a accompli une étape décisive en rompant avec ses politiques passées et a choisi de s'ouvrir sur l'extérieur; toutefois, là encore, les efforts devront être poursuivis pendant plusieurs années pour que la nouvelle stratégie acquière une dynamique propre.

En Europe orientale, certains pays semblent avoir franchi le cap difficile, et leur revenu national commence à remonter; dans aucun cas, cependant, la production n'a retrouvé ses niveaux antérieurs, même si des progrès ont pu être accomplis sur le plan de la qualité. D'autres s'emploient toujours à restaurer leur stabilité macroéconomique, tandis que, dans la plupart des États de la CEI, l'absence de politiques de stabilisation demeure une entrave aux efforts de réformes et que la production et l'emploi continuent à

régresser. De nombreux pays en développement d'Afrique enregistrent toujours une diminution de leur revenu par habitant. Certains changements récents laissent toutefois présager de meilleurs résultats pour les années à venir. Le cours de change plus réaliste du franc CFA devrait permettre aux pays concernés d'améliorer leurs perspectives d'exportations. Divers pays d'Afrique du Nord ont pris des mesures similaires visant à l'adoption de cours de change plus appropriés. En Afrique du Sud, la première élection au suffrage universel a conduit à la formation d'un nouveau gouvernement, qui a affirmé son engagement en faveur de l'économie de marché et de réformes politiques. Si cette orientation peut être maintenue, les capitaux étrangers reviendront sans doute vers ce pays, après plusieurs années de sanctions économiques.

Le dernier point développé dans cette Conclusion concerne la stabilité des marchés des capitaux, dans le contexte d'une liberté toujours plus grande des flux financiers, qui vaut à la fois pour les mouvements entre pays et pour un nombre croissant d'instruments et institutions. Il s'agit d'une question qui intéresse non seulement les institutions privées et les marchés, mais aussi les régimes de change tant en Europe qu'ailleurs. Dans une acception plus large, elle est également liée aux problèmes de régulation monétaire examinés précédemment.

Les avantages offerts par la liberté des mouvements de capitaux ne sont pas en cause: les ressources financières peuvent être affectées là où elles sont le plus productives, et la discipline qui est, par là même, imposée aux gouvernements est tout compte fait salubre. Dans une perspective globale, cependant, il convient de se demander quelles sont les conditions requises pour que la libéralisation totale des mouvements de capitaux soit bénéfique, et si ces conditions sont bien remplies. Ce que l'expérience récente a amplement démontré, c'est qu'il est indispensable que les politiques fondamentales soient stables et cohérentes, pour éviter que les flux financiers n'engendrent une instabilité des cours de change et/ou ne compromettent le réglage de la liquidité interne. L'évolution au sein du mécanisme de change européen (MCE) durant ces quelque deux dernières années donne à penser que des politiques crédibles centrées sur un objectif bien compris peuvent se montrer plus efficaces pour assurer le degré de stabilité de change désiré que des obligations d'intervention étroitement définies si celles-ci ne recueillent pas la confiance du marché. Dans le monde en développement, l'importance de politiques stables est tout aussi évidente, étant donné la sensibilité manifeste des mouvements de capitaux aux modifications de l'opinion des investisseurs internationaux.

L'évolution enregistrée sur les marchés financiers a eu des répercussions qui dépassent le cadre des mouvements de capitaux transfrontières et des cours de change. En un certain nombre de circonstances, des perturbations sur les marchés des capitaux ont fait peser une menace sur les économies nationales des pays industriels. Ces marchés sont souvent sujets à des revirements d'opinion qu'il est difficile de justifier par des modifications des conditions économiques fondamentales. Le krach boursier de 1987 a été le premier grand événement à focaliser l'attention sur une nouvelle



génération de marchés des capitaux née de leurs interactions au niveau international, des progrès de la technologie et du développement de nouveaux instruments financiers. Les événements se sont précipités avec les turbulences de septembre 1992 sur les marchés des changes européens, qui n'ont pris fin qu'avec l'élargissement sensible des bandes de fluctuation à l'été de 1993. La récente chute des cours des obligations montre bien que la gamme entière des contrats financiers peut être affectée par de brusques changements d'opinion.

Ces développements suscitent un certain nombre de questions qui retiennent de plus en plus l'attention, même en dehors des milieux spécialisés. L'innovation et la libéralisation financières ont-elles contribué à accroître l'instabilité des prix des actifs? La solidité du système financier est-elle menacée? L'innovation modifie-t-elle la réaction de l'économie au jeu des instruments de politique macroéconomique? Que devrait-on faire, si quelque chose doit être fait, pour réglementer l'utilisation des nouveaux produits?

Ce ne sont pas des questions auxquelles il est facile de répondre. Il faudra sans doute plusieurs années, pour le moins, avant de parvenir à un solide consensus. On peut néanmoins formuler quelques observations. Tout d'abord, il existe, à n'en pas douter, certaines conditions dans lesquelles les nouveaux instruments issus de l'innovation et de la libéralisation financières peuvent accroître la volatilité des prix des actifs. Pourtant, il n'y a aucune raison a priori pour que le fait de disposer d'une plus grande liberté d'action sur les marchés financiers rende les prix généralement plus volatils. En fait, les propriétés stabilisatrices des marchés devraient se trouver renforcées par une profondeur et une liquidité accrues, ainsi que par la possibilité de dissocier plus facilement les risques encourus et de mieux se couvrir contre ceux que l'on veut éviter. Cependant, par le biais des innovations, les changements dans la perception qu'ont les marchés des politiques fondamentales peuvent se traduire plus rapidement qu'auparavant par des variations des prix. C'est pourquoi il est d'autant plus nécessaire que la politique monétaire donne le sentiment de conserver une orientation stable.

Une deuxième observation porte sur les implications, pour la solidité du système bancaire, des innovations sur les marchés des capitaux. Comme les nouveaux instruments conduisent à accorder une plus grande attention à la gestion des risques et à l'évaluation de leur coût et qu'ils élargissent les possibilités de couverture, ils devraient contribuer, en principe, à renforcer la solidité des institutions financières. L'expérience a toutefois prouvé que l'on pouvait en faire un usage incorrect. La dimension croissante des marchés dérivés, conjuguée à la complexité des stratégies appliquées pour la gestion des risques, montre bien qu'il est important de s'assurer que tous les intervenants gèrent leurs portefeuilles avec prudence et que le marché lui-même peut résister à des perturbations soudaines.

Une troisième observation concerne les effets des innovations financières sur la manière dont l'économie réagit à l'action des instruments macroéconomiques traditionnels utilisés par les banques centrales. D'une part, on n'a pas constaté d'affaiblissement de la capacité des banques

centrales de contrôler les taux à court terme, et rien ne permet de douter que la réaction de l'économie aux modifications de taux d'intérêt continue d'aller dans la direction habituelle. D'autre part, l'existence de moyens nouveaux ou moins onéreux de couvrir les risques sur les marchés des capitaux influe vraisemblablement sur le comportement des agents économiques, tout au moins à la marge; sinon, il serait difficile d'expliquer l'expansion des marchés dérivés. Il est malaisé de déterminer dans quelle mesure de telles modifications de comportement appellent les banques centrales à adapter les modalités d'application de leur politique. La question mérite en tout cas d'être approfondie, et fait déjà l'objet d'une attention particulière, étant donné la poursuite du développement de ces marchés.

Enfin, comment les banques centrales devraient-elles réagir à l'accélération de l'innovation financière? C'est peut-être le point le plus délicat. Une réaction précipitée comporte des inconvénients évidents. La libéralisation et l'innovation sur les marchés des capitaux offrent d'énormes avantages aux intervenants sous la forme d'une allocation plus efficiente des ressources financières et de possibilités accrues de gestion des risques. Il est très important de préserver ces acquis. Toute action officielle devrait donc viser à permettre aux opérateurs de marché de mieux exploiter les qualités des nouveaux instruments sans compromettre leur propre solidité financière ni la stabilité du système dans son ensemble. Il est certain que beaucoup reste à faire pour renforcer les procédures de contrôle des institutions présentes sur le marché et adapter les normes d'adéquation des fonds propres à l'activité des teneurs de marché. Il faut également s'employer à améliorer la transparence du marché (à travers les règles de diffusion de l'information) et à accroître la solidité de son infrastructure (par exemple, en consolidant les systèmes de règlement). Au niveau macroéconomique, il serait erroné de supposer que la formulation de la politique économique se trouverait facilitée si l'on pouvait limiter l'utilisation des instruments financiers ou contrôler les mouvements de capitaux. L'intégration des marchés mondiaux est telle à présent que, si l'on supprime les symptômes des préférences des investisseurs sur un marché, ils se manifesteront tout simplement ailleurs.

En fait, les innovations sur les marchés financiers démontrent la nécessité de politiques monétaires stables, mises en œuvre dans un cadre à moyen terme. Si les opérateurs de marché ont confiance dans l'environnement à moyen terme, leurs décisions d'investissement auront alors plus de chances d'aller dans le sens de la stabilité et risqueront donc moins d'avoir des effets néfastes. En outre, l'application de politiques crédibles confère une plus grande souplesse pour agir à court terme face aux fluctuations conjoncturelles.

Bâle, le 26 mai 1994

ANDREW CROCKETT  
Directeur Général



## Bilan et compte de profits et pertes

au 31 mars 1994

# Bilan au 31 mars 1994

(en francs or – voir note 1)

<b>Actif</b>		
Or .....		4 338 320 401
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue .....		12 021 055
Bons du Trésor .....		3 510 671 575
<b>Dépôts à terme et avances</b>		
Or		
À 3 mois au maximum .....	135 148 834	
À plus de 3 mois .....	444 626 892	
Monnaies		
À 3 mois au maximum .....	34 767 434 706	
À plus de 3 mois .....	6 603 000 892	
		41 950 211 324
<b>Titres du secteur public et autres titres à terme</b>		
À 3 mois au maximum .....	8 801 168 720	
À plus de 3 mois .....	6 286 751 383	
		15 087 920 103
Divers .....		76 568 984
Terrain, immeubles et installations .....		1
		<u>64 975 713 443</u>

## Note 1:

Le franc or équivaut à 0,290 322 58... gramme d'or fin – article 4 des Statuts. Les éléments d'actif et de passif en dollars EU sont convertis au cours de \$EU 208 l'once d'or fin (équivalant à 1 franc or = \$EU 1,941 49...) et tous les autres éléments en monnaies sur la base des cours du marché par rapport au dollar EU.

## Note 2:

Au 31 mars 1994, l'or à livrer contre monnaies au titre des opérations à terme s'élevait à 195 074 876 francs or.



Avant                      Après  
répartition du bénéfice  
net de l'exercice

**Passif**

**Capital**

Autorisé: 600 000 actions de 2 500 francs or chacune	1 500 000 000
Émis: 473 125 actions	1 182 812 500
libérées de 25%	

295 703 125

295 703 125

**Réserves**

Fonds de réserve légale	30 070 313
Fonds de réserve générale	703 116 157
Fonds spécial de réserve de dividendes	47 530 055
Fonds de réserve libre	668 766 872

1 449 483 397

30 070 313  
732 216 157  
50 530 055  
733 666 872

1 546 483 397

**Dépôts (or)**

Banques centrales	
À vue	3 927 133 252
À 3 mois au maximum	44 169 042
À plus de 3 mois	89 808 958
Autres déposants	
À vue	399

4 061 111 651

4 061 111 651

**Dépôts (monnaies)**

Banques centrales	
À vue	1 184 731 837
À 3 mois au maximum	51 984 873 492
À plus de 3 mois	1 980 595 968
Autres déposants	
À vue	48 571 239
À 3 mois au maximum	1 966 140 984

57 164 913 520

57 164 913 520

Système de prévoyance du personnel

200 202 916

200 202 916

Divers

1 666 213 037

1 666 213 037

Compte de profits et pertes

138 085 797

—

Dividende payable le 1<sup>er</sup> juillet 1994

—

41 085 797

64 975 713 443

64 975 713 443

**Rapport des commissaires-vérificateurs au Conseil d'administration et à l'Assemblée générale de la Banque des Règlements Internationaux, Bâle**

À notre avis, le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que les notes y relatives, donnent, sur la base décrite dans la note 1, une présentation sincère et régulière de l'état des affaires de la Banque au 31 mars 1994 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date. Nous avons obtenu toutes les informations et toutes les explications que nous avons demandées. La Banque a tenu ses livres d'une manière appropriée; le bilan et le compte de profits et pertes concordent avec les livres et avec les informations et les explications qui nous ont été données.

Bâle, le 29 avril 1994

PRICE WATERHOUSE

# Compte de profits et pertes

pour l'exercice social clos le 31 mars 1994  
(en francs or)

Intérêt net et autres produits d'exploitation .....		195 678 203
Moins: Frais d'administration		
Conseil d'administration .....	843 122	
Direction et personnel .....	34 123 436	
Frais de bureau et divers .....	<u>15 483 844</u>	<u>50 450 402</u>
Excédent net d'exploitation .....		145 227 801
Moins: Montants transférés à la		
Provision pour frais d'administration exceptionnels .....	3 274 041	
Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement .....	<u>3 867 963</u>	<u>7 142 004</u>
Bénéfice net de l'exercice social clos le 31 mars 1994 .....		138 085 797
Le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale ordinaire de répartir le bénéfice net comme suit, en application de l'article 51 des Statuts:		
Dividende: 240 francs suisses par action sur 473 125 actions ..		<u>41 085 797</u>
		97 000 000
Transfert au Fonds de réserve générale .....		<u>29 100 000</u>
		67 900 000
Transfert au Fonds spécial de réserve de dividendes .....		<u>3 000 000</u>
		64 900 000
Transfert au Fonds de réserve libre .....		<u>64 900 000</u>
		<u>—</u>



# Évolution des réserves de la Banque

au cours de l'exercice social clos le 31 mars 1994  
(en francs or)

## I. Évolution des Fonds de réserve par suite des affectations au titre de l'exercice 1993/94

	Fonds de réserve légale	Fonds de réserve générale	Fonds spécial de réserve de dividendes	Fonds de réserve libre
Soldes au 1 <sup>er</sup> avril 1993, après répartition du bénéfice net de l'exercice 1992/93 ....	30 070 313	703 116 157	47 530 055	668 766 872
À ajouter: Affectations au titre de l'exercice 1993/94 .....	—	29 100 000	3 000 000	64 900 000
Soldes au 31 mars 1994 tels qu'ils apparaissent au bilan .....	30 070 313	732 216 157	50 530 055	733 666 872

## II. Capital libéré et Fonds de réserve au 31 mars 1994 (après répartition) représentés par des

	Capital libéré	Réserves	Total
Avoirs nets en			
Or .....	295 703 125	366 206 475	661 909 600
Monnaies .....	—	1 180 276 922	1 180 276 922
	295 703 125	1 546 483 397	1 842 186 522

## Conseil d'administration

Dr W.F. Duisenberg, Amsterdam  
Président du Conseil d'administration,  
Président de la Banque

Dr Lamberto Dini, Rome  
Vice-Président

Urban Bäckström, Stockholm  
Bernard Clappier, Paris  
Dr Antonio Fazio, Rome  
Edward A.J. George, Londres  
The Rt. Hon. Lord Kingsdown, Londres  
Dr Markus Lusser, Zurich  
Prof. Dr Helmut Schlesinger, Francfort-sur-le-Main  
Dr Hans Tietmeyer, Francfort-sur-le-Main  
Jean-Claude Trichet, Paris  
Alfons Verplaetse, Bruxelles  
Philippe Wilmès, Bruxelles

### *Suppléants*

T.A. Clark, Londres, ou  
W.A. Allen, Londres  
Hervé Hannoun, Paris, ou  
André Robert, Paris  
Jean-Jacques Rey, Bruxelles  
Dr Carlo Santini, Rome, ou  
Dr Stefano Lo Faso, Rome  
Helmut Schieber, Francfort-sur-le-Main, ou  
Dr Wolfgang Rieke, Francfort-sur-le-Main



## Direction

Andrew Crockett	Directeur Général
Rémi Gros	Directeur Général Adjoint, Chef du Département bancaire
Dr Giampietro Morelli	Secrétaire Général, Chef de Département
Dr Horst Bockelmann	Conseiller économique, Chef du Département monétaire et économique
G.M. Gill	Chef Adjoint du Département bancaire, Directeur
Marten de Boer	Directeur, Sécurité opérationnelle, Comptabilité, Contrôle budgétaire
Dr Renato Filosa	Directeur, Département monétaire et économique
Prof. Mario Giovanoli	Conseiller juridique, Directeur
Dr Gunter D. Baer	Directeur, Secrétariat général
Guy Noppen	Directeur, Secrétariat général
Dr W.R. White	Directeur, Département monétaire et économique (à partir du 1 <sup>er</sup> juin 1994)
Jean Vallet	Secrétaire Général Adjoint
André Bascoul	Directeur Suppléant, Secrétariat général
Dr Joseph R. Bisignano	Directeur Suppléant, Département monétaire et économique
Jean-Claude Dagassan	Directeur Adjoint, Agent de compensation de l'Écu
P.C. Bridge	Directeur Adjoint, Département bancaire
Jean-Marc Andreoli	Directeur Adjoint, Secrétariat général
Yukio Iura	Directeur Adjoint, Département bancaire
Alexander Radzyner	Directeur Adjoint, Secrétariat général
Claude Sivy	Directeur Adjoint, Contrôle Sécurité opérationnelle
Günter Pleines	Directeur Adjoint, Département bancaire
F.C. Musch	Secrétaire Général du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, Département monétaire et économique
J.A. Bispham	Directeur Adjoint, Département monétaire et économique
Daniel Lefort	Directeur Adjoint, Service juridique

