
BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

65^e RAPPORT ANNUEL

1^{er} AVRIL 1994–31 MARS 1995

BÂLE, 12 JUIN 1995

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

65^e RAPPORT ANNUEL

1^{er} AVRIL 1994–31 MARS 1995

CORRIGENDUM

Une erreur d'impression est apparue au chapitre IX, page 218.

Sous b) 4), il convient de lire 733,7 millions de francs or
au lieu de 773,7 millions de francs or.

Banque des Règlements Internationaux

65^e Rapport annuel

1^{er} avril 1994–31 mars 1995

Bâle, 12 juin 1995

© Banque des Règlements Internationaux 1995. Tous droits réservés. De courts extraits peuvent être reproduits ou traduits sous réserve que la source en soit citée.

ISSN 1021-2493

ISBN 92-9131-295-9

Également publié en allemand, anglais et italien.

Table des matières

	Page
Introduction	1
 I. Données fondamentales et marchés des capitaux: nouvelle perception du risque	 3
Politique monétaire et pressions inflationnistes	4
Volatilité des marchés des capitaux et problèmes hérités du passé	6
Instruments de marché et infrastructure financière	8
 II. Évolution de l'économie mondiale	 10
Faits saillants	10
Évolution économique dans les pays industriels	11
<i>Caractéristiques de la reprise actuelle</i>	11
<i>Production potentielle au cours du cycle actuel</i>	19
<i>Contraintes sur la demande intérieure</i>	26
Pays en développement et anciennes économies à planification centralisée	33
<i>Croissance et réformes structurelles dans les pays en développement</i>	33
<i>Épargne et investissement</i>	35
<i>Réformes structurelles et pressions inflationnistes</i>	37
<i>Changements structurels en Amérique latine</i>	37
<i>Pressions inflationnistes en Asie</i>	41
<i>Croissance modeste en Afrique</i>	44
<i>Réformes dans les anciennes économies à planification centralisée</i>	45
 III. Échanges internationaux	 50
Faits saillants	50
Commerce international	51
<i>Évolution</i>	51
<i>Marché du pétrole</i>	53
<i>Modification de la composition des échanges dans les pays en développement</i>	54
<i>Politiques commerciales: les enjeux du présent et de l'avenir</i>	55
Évolution des paiements courants: vue d'ensemble	57
Pays industriels	60
<i>États-Unis</i>	60
<i>Japon</i>	61
<i>Europe occidentale</i>	63
<i>Autres pays industriels</i>	66
Pays en transition	67
Pays en développement	68
<i>Chine</i>	70
<i>Nouvelles économies industrialisées et autres pays d'Asie</i>	71
<i>Amérique latine</i>	72
Investissement direct étranger	74

	Page
IV. Politique monétaire dans les pays industriels	77
Faits saillants	77
La politique de taux d'intérêt dans la phase actuelle de reprise	77
<i>Choix du moment et de l'ampleur des modifications de taux d'intérêt</i>	78
<i>Transparence accrue des décisions relatives aux instruments de la politique monétaire</i>	80
<i>Politique de taux d'intérêt et anticipations du marché</i>	82
Guides de la politique monétaire et conditions monétaires	85
<i>Agrégats de monnaie et de crédit</i>	86
<i>Cours de change</i>	88
<i>Conditions monétaires</i>	88
Perspectives d'évolution de l'inflation	90
<i>Pressions inflationnistes</i>	90
<i>Cours de change et inflation</i>	91
<i>Prévisions du secteur privé en matière d'inflation</i>	93
<i>Taux d'intérêt et prévisions d'inflation</i>	95
Politique monétaire et crédibilité	97
<i>Renforcer la crédibilité</i>	97
Objectifs explicites de maîtrise de l'inflation	99
<i>Définition des objectifs</i>	100
<i>Mise en œuvre des stratégies en termes d'objectifs d'inflation</i>	102
<i>Compatibilité des autres composantes de la politique économique avec les objectifs d'inflation</i>	102
V. Turbulences sur les marchés obligataires	104
Faits saillants	104
Marchés des actions	105
Marchés obligataires: évolution des rendements	108
Marchés obligataires: volatilité des rendements	120
Enseignements	129
VI. Cours de change et mouvements de capitaux dans le monde industriel	131
Faits saillants	131
Dollar, yen et deutsche mark	132
<i>Chocs à court terme et «nouvelles»</i>	134
<i>Influences fondamentales</i>	135
<i>Financement de la balance des paiements dans les trois principales économies</i>	139
<i>Évolution comparée du dollar dans la première moitié des années 80 et 90</i>	143
Évolution de certaines autres monnaies flottantes	146
Évolution dans le MCE	148
Cours de change effectif réel et ajustement extérieur	152
VII. Mouvements de capitaux et politique économique dans les marchés émergents	155
Faits saillants	155
Entrées de capitaux: contexte et nature	156
Libéralisation des marchés des capitaux	161
<i>Déréglementation financière</i>	161
<i>Incidence macroéconomique des réformes financières</i>	162
<i>Incidence des réformes sur le système bancaire</i>	164
<i>Incidence du développement des marchés des titres</i>	166
Réactions aux entrées de capitaux	167
<i>Limitation des entrées de capitaux</i>	167
<i>Opposition entre objectifs monétaires internes et externes</i>	169
<i>Orientation de la politique monétaire</i>	170
<i>Stérilisation</i>	174

	Page
La crise financière mexicaine: problème des sorties de capitaux	175
<i>Répercussions sur les autres marchés émergents</i>	179
VIII. Marchés internationaux des capitaux	183
Faits saillants	183
Marché bancaire international	185
<i>Évolution par monnaie</i>	186
<i>Activité par centre déclarant</i>	187
<i>Opérations avec le secteur non bancaire de la zone</i>	188
<i>Opérations avec les pays hors zone</i>	189
<i>Prêts consortiaux internationaux</i>	191
Marchés des titres	191
<i>Euro-effets à court et à moyen terme</i>	191
<i>Marché obligataire</i>	193
<i>Répartition des emprunteurs par catégorie et pays de résidence</i>	198
<i>Problèmes d'ordre structurel et réglementaire</i>	200
Marchés dérivés	201
<i>Marchés organisés</i>	202
<i>Marchés de gré à gré</i>	202
<i>Évolution des structures de marché</i>	205
<i>Débat autour de la réglementation</i>	206
<i>Implications macroéconomiques et monétaires des marchés dérivés</i>	210
IX. Activités de la Banque	211
Coopération entre banques centrales et organisations internationales	211
Fonctions d'Agent et de Mandataire (Trustee)	214
<i>Agent du Fonds européen de coopération monétaire (FECOM)</i>	
– <i>Agent de l'Institut monétaire européen (IME)</i>	214
<i>Agent du Système de compensation et de règlement de l'Écu privé</i>	215
<i>Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux</i>	215
<i>Agent détenteur des sûretés garantissant les obligations brésiliennes</i>	216
Assistance financière multilatérale aux banques centrales	216
Opérations du Département bancaire	216
<i>Passif (composition des ressources)</i>	217
<i>Actif (utilisation des ressources)</i>	220
Bénéfice net et répartition	223
Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction	224
Conclusion	226
Conduite de la politique macroéconomique	227
Maîtrise des risques sur les marchés des capitaux	230
Renforcement de la coopération financière internationale	232
Bilan et compte de profits et pertes au 31 mars 1995	235
Conseil d'administration	240
Direction	241

Les chapitres du présent Rapport ont été mis sous presse successivement entre le 15 mai et le 24 mai 1995.

Liste des graphiques (*) et tableaux

	Page
Évolution de l'économie mondiale	
PIB réel dans les principaux pays industriels*	12
PIB réel, demande intérieure, importations et exportations	13
Ventes au détail et à l'exportation et cours de change dans certains pays*	14
Croissance de la production et de l'emploi en période de reprise*	16
Inflation et chômage	17
Production et prix dans certains pays*	18
PIB effectif et potentiel	20
Coûts unitaires de main-d'œuvre et leurs composantes	21
Écart des salaires réels dans l'industrie de transformation*	22
Chômage et inflation salariale dans certains pays*	24
Utilisation des capacités, investissement et prix à la production*	27
Revenu disponible réel des ménages, dépenses de consommation réelles et taux d'épargne des ménages	28
Immobilier: prix nominaux et corrigés de l'inflation	29
Endettement en 1993: ventilation selon la nature des taux d'intérêt	30
Endettement brut et charge d'intérêts des ménages*	31
Sources de l'endettement des administrations publiques	32
Environnement extérieur*	33
Croissance et inflation	34
Épargne et investissement*	36
Évolution économique au Mexique*	39
Stabilisation au Brésil*	40
Pressions inflationnistes en Asie	42
Ajustement dans la zone franc d'Afrique	44
Indicateurs de transformation économique	46
Inflation et conditions monétaires dans la Fédération de Russie*	48
Échanges internationaux	
Indicateurs des échanges internationaux*	51
Échanges mondiaux de pétrole	53
Structure comparée du commerce extérieur*	55
Vigueur de la demande intérieure, compétitivité et résultats à l'exportation*	58
Avoirs extérieurs nets	59
Déséquilibre commercial du Japon et des États-Unis*	60
Incidence de l'appréciation du yen sur les échanges de produits manufacturés*	62
Pays industriels: solde des paiements courants	64
Cours de change effectif réel dans certains pays d'Europe*	65
Croissance en volume des échanges dans certains pays d'Europe	66
Europe orientale: échanges commerciaux	67
Pays en développement: solde des paiements courants	69
Commerce extérieur des pays en développement	70
Chine: cours de change*	71
Amérique latine: cours de change, commerce et production*	72
Tendance globale de l'investissement direct	74
Investissement direct étranger et exportations*	75

Politique monétaire dans les pays industriels

Taux d'intérêt officiel	78
Taux d'intérêt et cycle de hausse des prix à la consommation*	79
Taux d'intérêt des euromonnaies à un mois: variations prévue et observée*	83
Taux interbancaires*	85
Objectifs publiés pour les agrégats monétaires	87
Taux d'intérêt réel et cours de change réel	89
Inflation dans les grands pays industriels*	91
Cours de change et prix dans certains pays*	92
Prévisions d'inflation des opérateurs de marché*	94
Taux d'intérêt à un an implicites*	96
Hausse des rendements obligataires, inflation tendancielle et solde budgétaire*	98
Objectifs d'inflation publiés	100

Turbulences sur les marchés obligataires

Ratio cours/bénéfices	105
Écart de rendement des actions, corrigé de l'inflation	106
Indices boursiers	107
Rendement obligataire*	109
Comparaison de deux marchés obligataires baissiers: synchronisation internationale ..	110
Variation des rendements obligataires à la suite d'un resserrement monétaire aux États-Unis	111
Hausse des rendements obligataires et révision des prévisions d'inflation et de croissance*	111
Comparaison de deux marchés obligataires baissiers: révision des anticipations	112
Comparaison de deux marchés obligataires baissiers: corrélation avec l'inflation	113
Prévisions de croissance des opérateurs de marché*	114
Comparaison de marchés obligataires baissiers aux États-Unis: corrélation avec le taux directeur*	115
Taux à long terme, corrigés de l'inflation	115
Rendements obligataires: corrélation avec des données économiques de référence* ..	116
Comparaison entre baisse et hausse des rendements obligataires*	117
Indicateurs représentatifs de l'effet de levier sur les marchés obligataires internationaux	118
Écart de rendement obligataire entre marchés*	119
Volatilité et niveau des rendements obligataires sur les marchés européens*	121
Volatilité des rendements obligataires depuis 1993*	122
Volatilité des rendements obligataires sur longue durée*	123
Volatilité des prévisions de croissance et d'inflation des opérateurs de marché	124
Volatilité des rendements obligataires: corrélation avec la volatilité du marché monétaire*	124
Volatilité des marchés obligataire et monétaire en 1993 et 1994	125
Corrélations internationales de la volatilité des rendements obligataires*	125
Volatilité des rendements obligataires au premier trimestre de 1994*	126
Volatilité des rendements et ventes d'obligations par les non-résidents en Allemagne*	127
Volatilité des rendements et part des obligations détenue par les non-résidents*	128

Cours de change et mouvements de capitaux dans le monde industriel

Dollar EU: cours de change bilatéral par rapport à certaines monnaies et cours effectif nominal*	133
Écart de taux d'intérêt au Japon et en Allemagne*	135
Deutsche mark: cours de change bilatéral par rapport à certaines monnaies et cours effectif nominal*	137
Comptes extérieurs des États-Unis, du Japon et de l'Allemagne	140
Réserves officielles en devises	141

	Page
Principaux mouvements de capitaux dans certains pays industriels	142
Dollar EU: comparaison de deux reprises économiques*	144
Cours de change bilatéral de certaines monnaies contre deutsche mark*	146
Écart d'intérêt à trois mois sur l'euromarché dans certains pays*	147
Position des monnaies au sein du MCE*	149
Cours de change effectif réel pour certains pays d'Europe*	150
Écart de taux d'intérêt à trois mois sur l'euromarché par rapport au deutsche mark* ..	151
Cours de change effectif réel*	153

Mouvements de capitaux et politique économique dans les marchés émergents

Indicateurs macroéconomiques dans les marchés émergents*	159
Entrées de capitaux et accroissement des réserves dans les pays en développement ..	160
Crédit bancaire au secteur privé: accroissement en termes réels	162
Indicateurs monétaires structurels	163
Cours nominal par rapport au dollar EU et cours effectif réel*	171
Taux d'intérêt à court terme nominal et réel*	172
Agrégats de crédit et de monnaie	173
Ratio de l'accroissement des créances brutes sur l'extérieur de la banque centrale à celui des réserves bancaires	174
Réserves de change: couverture des importations et effets monétaires*	175
Taux d'intérêt dans certains marchés émergents*	179
Évolution récente des conditions financières dans les marchés émergents	180

Marchés internationaux des capitaux

Marchés internationaux des capitaux*	183
Financements nets sur les marchés internationaux (estimations)	184
Principales caractéristiques de l'activité bancaire internationale	185
Répartition par monnaie des créances externes des banques	186
Activité bancaire internationale par centre déclarant	187
Opérations internationales avec le secteur non bancaire intrazone	188
Activité des banques avec les pays hors zone	189
Emprunts bancaires et émissions de titres*	190
Emprunts sur les marchés des titres, par catégorie et monnaie d'émission	192
Marché obligataire international*	194
Taux d'intérêt internationaux à long et à court terme*	195
Structure par catégorie et monnaie des obligations internationales	196
Emprunts sur les marchés des titres, par secteur et pays de résidence de l'émetteur ..	199
Marchés de certains instruments financiers dérivés	201
Instruments financiers dérivés négociés sur les marchés organisés	203
Marchés de quelques instruments dérivés négociés de gré à gré	204

Activités de la Banque

Encours des emprunts communautaires au 31 mars 1995	215
Évolution du total du bilan au cours des cinq derniers exercices	217
Évolution des ressources au cours des cinq derniers exercices	217
Fonds empruntés d'après leur origine	218
Fonds empruntés d'après leur nature et leur durée restant à courir	219
Évolution des placements et des autres actifs d'après leur nature	221
Dépôts à terme et avances, titres du secteur public et autres titres à terme d'après leur durée restant à courir	222

65^e Rapport annuel

*soumis à l'Assemblée générale ordinaire
de la Banque des Règlements Internationaux
tenue à Bâle le 12 juin 1995*

Mesdames, Messieurs,

J'ai le plaisir de vous soumettre le soixante-cinquième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice commencé le 1^{er} avril 1994 et clos le 31 mars 1995.

Après transfert de 3 389 388 francs or à la Provision pour frais d'administration exceptionnels et de 4 741 170 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 162 408 716 francs or, contre 138 085 797 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 53 408 716 francs or au paiement d'un dividende de 250 francs suisses par action.

Le Conseil recommande, en outre, de transférer 32 700 000 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 73 300 000 francs or, au Fonds de réserve libre.

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 1994/95 sera payable aux actionnaires le 1^{er} juillet 1995.

I. Données fondamentales et marchés des capitaux: nouvelle perception du risque

Les marchés mondiaux des capitaux ont subi de brusques ajustements en 1994 et durant les premiers mois de 1995. La hausse marquée des taux d'intérêt à long terme au début de 1994, particulièrement frappante, a touché de manière semblable les économies industrialisées pourtant à des stades différents du cycle. Survenant après une longue période de baisse accompagnée de gains de portefeuille faciles, elle a amené de nombreux investisseurs à réexaminer les hypothèses sous-tendant leur stratégie globale. La perception du risque s'est affinée, modifiant les préférences en matière de liquidité et de monnaies au profit d'actifs paraissant moins exposés. Les fluctuations de cours qui en ont résulté n'ont fait que renforcer la nécessité de mieux percevoir les données fondamentales dans l'évaluation des risques. Pour déstabilisateurs que soient dans l'immédiat des changements si soudains, cette nouvelle attitude peut avoir un effet salubre à plus longue échéance, dans la mesure où elle conduira les investisseurs à se montrer plus circonspects et les emprunteurs à suivre de meilleures politiques, conditions indispensables au maintien de la stabilité des marchés.

De nombreux autres développements doivent être salués comme bénéfiques en soi, en premier lieu la poursuite et l'extension géographique de la croissance dans les principaux pays industriels. De fait, l'augmentation de la production en Europe continentale a notablement dépassé le rythme prévu en début d'année. En outre, bien que les pays les plus avancés dans le cycle voient logiquement apparaître des pressions conjoncturelles, il n'y a pas eu de retour en force de l'inflation. Même là où la monnaie s'est nettement dévalorisée dans les années récentes (Italie, Royaume-Uni, Suède et Canada), l'incidence sur les prix internes a été étonnamment discrète jusqu'à présent.

En bref, il semblerait que nous soyons toujours sur la trajectoire menant à une plus grande stabilité des prix dans le long terme, amorcée par le recentrage des politiques à la fin des années 70. Si l'avènement d'une période d'inflation relativement basse n'est pas sans soulever certaines questions délicates, notamment ce que l'on entend par niveau «suffisamment» bas, il est difficilement contestable que les progrès accomplis dans ce domaine doivent être préservés.

Les résultats enregistrés en 1994 hors du monde industriel apportent aussi plusieurs motifs de satisfaction. Bien qu'ayant parfois subi le contrecoup des turbulences financières internationales, de nombreuses économies d'Asie du Sud-Est et d'Amérique latine ont encore connu une croissance rapide. La production a augmenté dans divers pays d'Europe orientale également, après des années de recul. D'importants flux de capitaux internationaux, certes un peu réduits par rapport à 1993, se sont de nouveau dirigés vers maints pays en

développement, principalement sous forme d'investissement direct. Cela traduit la conviction que les perspectives à long terme demeurent généralement favorables lorsque la politique s'appuie sur les mécanismes de marché.

Souligner les aspects positifs de l'évolution économique dans le monde en 1994 n'empêche pas de relever par ailleurs plusieurs sujets de préoccupation. Le présent Rapport annuel leur accorde une attention particulière. Parmi les problèmes de politique économique qui se sont posés, certains ont revêtu un caractère essentiellement conjoncturel et ont soulevé les difficultés habituelles. D'autres, en revanche, ont des racines beaucoup plus profondes: accumulation de dette dans plusieurs pays, chômage élevé en Europe, ainsi que déséquilibres encore prononcés et inflation persistante dans de nombreux pays en développement. D'autres, enfin, pourraient être définis comme atypiques ou propres à 1994, notamment le changement brutal d'attitude des opérateurs de marché à l'égard des risques encourus.

L'évolution récente permet de penser que la plupart des pays industriels et maintes économies en développement sont bien engagés sur la voie d'une croissance durable et de l'élévation du niveau de vie, même si le chemin s'est avéré plus cahoteux qu'on ne l'aurait prévu il y a un an ou deux. Certes, le système financier mondial a démontré sa grande capacité de résistance face à la succession et à la diversité des chocs qui ont marqué l'année écoulée, ce qui est encourageant; néanmoins, participants et autorités devront demeurer vigilants pour préserver cette stabilité systémique.

Politique monétaire et pressions inflationnistes

Il apparaît que les pressions conjoncturelles sur les prix s'amplifient dans certains pays industriels. La longue baisse du taux d'inflation pour l'ensemble du Groupe des Dix s'est interrompue au milieu de 1994 et les prix à la consommation se sont alors légèrement orientés à la hausse. Le retournement est encore plus sensible pour les cours des produits de base et les coûts et prix à la production. Cette évolution n'est pas vraiment surprenante. L'inflation s'est ralentie dans de nombreux pays, ces dernières années, dans un contexte d'excédent de capacités; elle a eu tendance à se stabiliser plus récemment à mesure que cet excédent se résorbait, au moins dans quelques cas. Nonobstant ce qui a pu être dit, les études économétriques ne font guère apparaître de modifications significatives dans les relations structurelles qui conditionnent généralement l'inflation.

Cette conclusion peut paraître rassurante aux autorités, à la recherche d'indicateurs économiques fiables pour guider leurs choix de politique monétaire à venir; elle l'est moins si l'on considère que cette stabilité résulte peut-être de plusieurs influences contradictoires, dont rien ne dit qu'elles s'équilibreront aussi facilement par la suite. D'une part, la concurrence internationale, l'accroissement plus rapide de la productivité et les améliorations notables des circuits de distribution dans quelques pays ont pu aider à freiner l'inflation en 1994. D'autre part, il est possible que les

pressions inflationnistes aient été avivées par l'augmentation du chômage structurel dans certaines économies. L'une des questions qui se posent en Europe continentale est de savoir dans quelle mesure le chômage supplémentaire lié à la conjoncture finit par revêtir un caractère permanent. La situation se complique encore pour l'Italie, le Royaume-Uni, la Suède et le Canada, dont les monnaies se sont beaucoup dépréciées récemment; de ce fait, le secteur des biens exportés s'est rapidement développé et quelques branches ont peut-être déjà atteint la limite de leurs capacités. Il convient, enfin, de mentionner le problème de l'ajustement structurel découlant de l'innovation technologique et de la mondialisation du commerce. Ce processus continu détruit une partie du stock de capital tout en contribuant par ailleurs au renforcement des ressources productives. Il n'est guère aisé d'en évaluer les effets nets sur le potentiel de production et sur les pressions inflationnistes.

Face à de telles difficultés, les autorités ont continué de chercher en 1994 d'autres cadres de référence et indicateurs pour guider la politique monétaire et convaincre les agents économiques de leur engagement à long terme envers la stabilité des prix. Cette dernière considération – être crédible et le rester – est importante, car elle peut réduire les anticipations d'inflation et, par conséquent, les pertes de production découlant normalement de la lutte contre l'inflation. En Allemagne comme en Suisse, les autorités ont réaffirmé, en 1994, leur attachement traditionnel à une politique définie en fonction de la croissance d'un agrégat monétaire. Malgré les problèmes notables que l'Allemagne a rencontrés avec M3 en cours d'année, ce cadre a bien servi ces deux pays sur une longue période. Dans de nombreuses autres économies, on accorde une place de plus en plus grande à l'annonce d'objectifs quantitatifs de hausse des prix sous forme de norme ou de fourchette. Il est évidemment trop tôt pour déterminer avec certitude si cette nouvelle méthode viendra combler une lacune et renforcer sensiblement la crédibilité des autorités, mais l'heure de vérité semble approcher à grands pas à mesure que les pressions cycliques sur les prix se font plus vives.

Ce dont personne n'a jamais douté, c'est que la crédibilité repose davantage sur des actes que sur des intentions. Conscientes de cela, et résolues à ne pas répéter les erreurs passées, les autorités des États-Unis et du Royaume-Uni ont durci leur politique monétaire en 1994, bien avant que les mesures objectives ne signalent une montée de l'inflation. Cette action, à la fois inhabituelle et opportune, augmente les chances d'une croissance soutenue dans ces deux pays. En Allemagne, la décision d'interrompre la réduction des taux courts durant l'été de 1994, alors que la reprise ne faisait que commencer, s'est trouvée validée a posteriori par la progression de la production et du taux d'utilisation des capacités, accompagnée de pressions salariales. Lorsque la Bundesbank a de nouveau abaissé ses taux courts au printemps de 1995, elle a réagi avant tout à l'atténuation des tensions inflationnistes due au ralentissement de l'expansion monétaire et au vif raffermissement du deutsche mark. Au Japon, la détente d'avril 1995 n'a été décidée qu'en relation avec une nouvelle appréciation, substantielle, du yen en termes effectifs. Les efforts déployés, avec plus ou moins de succès, pour

préserver le lien de plusieurs monnaies européennes avec le deutsche mark ont clairement démontré la détermination des autorités monétaires à lutter contre l'inflation.

Volatilité des marchés des capitaux et problèmes hérités du passé

Le resserrement progressif de la politique monétaire américaine à partir de février 1994 a contribué au ralentissement de l'activité économique aux États-Unis au début de 1995, ce qui, ces derniers temps, a quelque peu atténué les craintes d'une poussée d'inflation. Son action immédiate sur les anticipations est cependant incertaine. La première étape du durcissement a, en effet, donné lieu à une forte tension des rendements obligataires – tout comme, en général, les phases suivantes jusqu'en fin d'année. En outre, la hausse des taux longs américains a été pratiquement égalée, voire dépassée, dans les autres pays industriels, même les moins avancés dans le cycle. Enfin, en Europe, la volatilité des taux d'intérêt s'est accentuée de manière vive et persistante. Dans l'ensemble, l'année a été difficile pour les détenteurs d'obligations, certains ayant subi des pertes retentissantes sur des positions hautement spéculatives.

Rétrospectivement, cette évolution des rendements obligataires semble maintenant bien moins préoccupante qu'au printemps de 1994. La montée initiale paraît constituer en partie une correction des excès spéculatifs de la fin de 1993, qui, dans de nombreux pays, avaient abaissé les rendements réels (*ex post*) bien au-dessous des moyennes enregistrées depuis le début des années 80. Elle pourrait aussi être attribuable, cependant, à l'anticipation d'une accélération de la croissance en 1994, qui s'est effectivement produite. Étant donné que, en fin d'année, les rendements réels ne se situaient pas au-dessus des niveaux normalement observés durant les phases antérieures de reprise, c'est plutôt l'absence de hausse significative qui aurait été surprenante.

L'évolution récente indique aussi que les marchés des capitaux ont retrouvé leur aptitude à juger les pays de manière différenciée en fonction de leurs données fondamentales propres. Une comparaison des taux d'intérêt à l'échelle internationale montre que les hausses ont été particulièrement prononcées dans les pays dont les résultats en matière d'inflation étaient relativement médiocres – les tendances longues jouant d'ailleurs un plus grand rôle à cet égard que le passé récent. Les investisseurs ont également semblé faire preuve d'aversion pour les déficits publics élevés, surtout lorsqu'il est apparu que les incertitudes liées à la situation politique intérieure pouvaient entraver les efforts d'assainissement. Pour des pays comme l'Italie, la Suède, le Canada et l'Australie, où ces facteurs se sont combinés, les différentiels d'intérêt en ont été parfois fortement affectés, faisant craindre une spirale de renchérissement du service de la dette et de tension supplémentaire des taux au cas où les problèmes structurels ne seraient pas traités de façon adéquate.

L'élévation vive et persistante de la volatilité des taux d'intérêt, particulièrement en Europe, a semblé démentir l'espoir qu'une faible inflation puisse accroître, à terme, la stabilité des marchés. Toutefois, des observations préliminaires font penser que ce sont les pays à long passé d'inflation et de

déficits budgétaires élevés qui enregistrent la volatilité la plus grande. En outre, son accroissement a été le plus prononcé dans les pays européens dont une bonne partie de la dette publique est détenue par les non-résidents, et les plus fortes variations de cours se sont produites les mois durant lesquels ceux-ci ont liquidé d'importantes positions spéculatives. Tout cela permet d'espérer que, lorsque les problèmes temporaires de liquidité seront surmontés et les déficits budgétaires mieux maîtrisés, la réduction de l'inflation se traduira dans les faits par des rendements obligataires plus bas et moins volatils.

Un ensemble de phénomènes du même ordre a été observé sur les principaux marchés des changes durant les quelque douze derniers mois. Au début de 1994, de nombreux commentateurs, tablant sur un dynamisme relativement plus soutenu de l'économie américaine et sur les modifications des écarts d'intérêt qui en résulteraient, prévoyaient une appréciation du dollar EU. En l'occurrence, celui-ci a été exposé, au contraire, à des pressions constantes face au yen et au deutsche mark, malgré des différentiels d'intérêt (à court et à long terme) évoluant généralement en sa faveur. Comme dans le cas de l'inflation, le marché semble prendre davantage en compte le long passé de déficits des paiements courants des États-Unis, l'accumulation de dette extérieure qui leur est associée et la crainte que la politique budgétaire n'ait pas, au moment voulu, toute la rigueur requise. Cette faiblesse du dollar tranche nettement avec les périodes antérieures durant lesquelles tant la dette publique que la dette extérieure étaient nettement plus basses.

Le regain d'attention du marché pour les évolutions longues cadre aussi avec la vigueur persistante du yen, du deutsche mark et du franc suisse, comme avec la faiblesse correspondante des monnaies italienne, suédoise et canadienne. Le marché n'accepte des actifs libellés dans ces dernières devises que moyennant une prime de risque plus forte, sous forme soit d'un taux d'intérêt plus élevé, soit d'un cours de change plus bas. Il est également possible que les récents développements reflètent en partie une surréaction des changes. Ainsi, la réticence croissante des investisseurs privés japonais à recycler en dollars EU l'excédent courant de leur pays, après des années de pertes sur la monnaie américaine, pourrait être considérée comme le résultat d'une extrapolation qui risque d'avoir des effets déstabilisateurs. Il convient cependant de voir dans une telle attitude un glissement par rapport à la tendance foncièrement souhaitable du marché à tenir davantage compte des données fondamentales.

Ce recentrage sur les évolutions à long terme a également concerné, mais avec un caractère plus brutal, l'investissement dans les économies émergentes: le marché perçoit de plus en plus les disparités profondes entre pays, notamment en ce qui concerne les politiques gouvernementales et les configurations de l'épargne et de l'investissement. Les mouvements de capitaux vers ces économies en 1994 en ont été l'illustration, mais la crise mexicaine qui a éclaté en fin d'année a crûment mis en évidence nombre des problèmes à résoudre, d'autant que le Mexique s'était récemment forgé une réputation très solide à force de réformes soutenues pendant près d'une décennie. L'expérience de ce pays nous enseigne que l'équilibre budgétaire n'est pas le garant de la stabilisation macroéconomique, laquelle dépend aussi

du solde extérieur et d'autres facteurs. Au Mexique, la déréglementation bancaire et d'importantes entrées de fonds se sont conjuguées pour entraîner une expansion très rapide des crédits bancaires, qui a laissé s'installer une réduction de l'épargne intérieure. Il en est résulté une hausse significative du cours de change réel et un déficit insoutenable des paiements courants.

Même si cette crise peut s'expliquer par la faiblesse de certaines données fondamentales, sa manifestation brutale est néanmoins préoccupante. Une série de chocs politiques a servi de détonateur, rendant finalement impossible la reconduction par les autorités mexicaines de la dette à court terme liée au dollar et détenue par les non-résidents. Cette soudaineté fait ressortir les dangers inhérents à une forte appréciation du cours de change réel résultant de flux de capitaux prompts à s'inverser. Enfin, les difficultés ultérieures du système financier mexicain soulignent à quel point il importe que les économies émergentes se dotent de structures saines dans les domaines bancaire, réglementaire ainsi que prudentiel et combien il est souhaitable de vérifier régulièrement la capacité des systèmes financiers à faire face à des variations amples et inattendues des paramètres macroéconomiques.

Instruments de marché et infrastructure financière

Le système financier mondial a été malmené à plusieurs reprises au cours des quelque douze derniers mois. Aux chocs précédemment mentionnés, il faut ajouter la défaillance de Baring Brothers et l'annonce de lourdes pertes subies sur instruments dérivés en 1994 par un certain nombre d'intermédiaires financiers et leur clientèle. Il convient cependant de noter que, dans son ensemble, le système a continué de fonctionner sans interruption. Même si, selon les circonstances, diverses marges se sont élargies ou contractées en fonction des risques, les mouvements de fonds se sont, en général, régulièrement poursuivis entre prêteurs finals et emprunteurs, le système bancaire international conservant une importante fonction d'intermédiation. Il faut se réjouir de cette stabilité; elle résulte en partie des grands efforts accomplis ces dernières années pour améliorer les procédures de gestion des risques à la fois par les institutions financières et par les autorités de tutelle, tant nationales qu'internationales.

En ce qui concerne l'amélioration de la gestion des risques à l'échelle des entreprises, la divulgation des pertes importantes enregistrées par quelques-unes n'aura pas manqué d'exercer une influence très salutaire sur les autres. La décision des autorités britanniques de ne pas venir en aide à Baring Brothers devrait aller dans le même sens. En effet, on a noté durant l'année que les investisseurs délaissaient les instruments dérivés complexes au profit de produits plus simples. Cette attitude plus circonspecte s'est aussi traduite par une préférence pour les actifs de court terme et pour les institutions financières les mieux dotées en fonds propres.

Plusieurs rapports publiés en 1994 ont également souligné le rôle utile de la discipline de marché pour réguler l'utilisation des produits dérivés et ont fait observer que le marché ne pouvait jouer son rôle que si la stratégie générale des institutions en matière de risques devenait plus transparente. À terme,

cette discipline pourrait venir opportunément compléter les pratiques prudentielles plus classiques, qui ont elles-mêmes progressivement évolué. Ainsi, en avril 1995, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a annoncé des propositions visant à étendre l'accord de 1988 sur les fonds propres aux risques de marché. Il a publié, en outre, une note analysant les questions soulevées par l'utilisation, aux fins du calcul des exigences de fonds propres pour risques de marché, des modèles d'évaluation du risque mis au point par les établissements pour leurs besoins internes. Dans le cadre de ces initiatives, le Comité de Bâle et les responsables de la surveillance des institutions financières qui opèrent à l'échelle internationale ont cherché à approfondir leur compréhension mutuelle et leur coopération.

Au niveau de la gestion du risque systémique, de nombreuses mesures ont été prises l'an passé pour renforcer la fiabilité des systèmes de compensation et de règlement nationaux et internationaux face à l'expansion continue de l'activité sur les marchés des capitaux. La globalisation de ces marchés a rendu plus importante la coopération entre banques centrales dans l'exercice des responsabilités qui leur incombent. Le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement des banques centrales du Groupe des Dix a publié, en mars 1995, un rapport analysant les règlements transfrontières d'opérations sur titres et examine actuellement diverses dispositions destinées à réduire les risques dans ce domaine. Il va sans dire que, malgré les efforts récents et des résultats dans l'ensemble positifs, beaucoup reste à faire pour adapter l'infrastructure financière à un environnement international de plus en plus déréglementé.

II. Évolution de l'économie mondiale

Faits saillants

La conjoncture désynchronisée que connaissaient les principales régions de l'économie mondiale depuis le début des années 90 a fait place, en 1994, à une croissance plus équilibrée et mieux répartie. L'activité toujours vigoureuse aux États-Unis et en Asie du Sud-Est a puissamment contribué à la reprise, tirée par les exportations et plus vive que prévu, qu'ont enregistrée la plupart des pays européens, l'an dernier. L'expansion de l'économie américaine, conjuguée à la mise en œuvre de programmes nationaux de libéralisation et de stabilisation, a soutenu la croissance en Amérique latine. Parallèlement, la reprise en Europe occidentale a permis à un certain nombre de pays de la partie orientale de recueillir les fruits de leur stratégie de transformation rapide, en réalisant, pour la première fois depuis le début de la décennie, un taux de croissance positif. Le continent africain a, lui aussi, bénéficié de l'essor de la demande mondiale et de la hausse des cours des produits de base.

L'accroissement généralisé de la demande en 1994 s'est accompagné d'une inflation stable dans le monde industriel. Toutefois, pour les pays qui en sont au début de la reprise conjoncturelle, cette stabilité n'a rien de surprenant dans la mesure où les prix demeurent influencés par l'écart négatif entre production effective et potentielle. L'inflation exceptionnellement basse dans certains cas pendant la phase actuelle peut s'expliquer par l'ampleur et la durée de la récente récession, dues en partie à la baisse des prix des actifs et au surendettement.

Pour l'avenir, on peut se demander si l'évolution de la reprise et de l'inflation dans les pays industriels sera différente par rapport aux cycles précédents. Aux États-Unis, les salaires nominaux ont été contenus jusqu'à présent, malgré un chômage relativement faible et une forte utilisation des capacités. Dans beaucoup de pays, une vaste restructuration de l'industrie a engendré d'importants gains de productivité et une baisse des coûts unitaires de main-d'œuvre. Dans d'autres, toutefois, on constate déjà que, en dépit d'un chômage relativement élevé, le ralentissement de la hausse des salaires nominaux a atteint son point d'inflexion. En outre, dans plusieurs pays dont la monnaie s'est dépréciée, l'essor rapide des exportations a notablement accru le taux d'utilisation des capacités et alimenté les pressions inflationnistes dans l'industrie manufacturière.

De plus, un certain nombre de problèmes structurels continueront vraisemblablement à se poser dans les pays industriels. En Europe, le chômage élevé reste bien souvent préoccupant, ce qui laisse supposer que les tentatives faites par les gouvernements pour améliorer la flexibilité du marché du travail se sont avérées jusqu'à présent insuffisantes. D'autre part, les taux d'intérêt réels demeurent relativement hauts, indice révélateur de la faiblesse de

l'épargne, due elle-même en grande partie aux déficits budgétaires. Ainsi, le ratio d'endettement net de l'État dans les pays industriels s'est encore accru en 1994, portant l'augmentation totale depuis la fin des années 80 à plus de 10% du PIB.

Dans les autres régions du monde, le bilan est plus mitigé, car la forte expansion de la demande provoque souvent des tensions sur les prix et sur les soldes extérieurs. Dans beaucoup de pays d'Amérique latine, la baisse de l'inflation s'est accompagnée d'une appréciation du cours de change réel et d'une dégradation des paiements courants. Au Mexique, la crise de liquidité suivie d'une flambée des prix au début de cette année montre que l'amélioration de l'inflation n'a probablement pas été aussi profonde que ne le suggéraient les chiffres publiés antérieurement. Ces événements font ressortir la situation délicate d'un grand nombre de pays engagés dans la voie des réformes, y compris les anciennes économies à planification centralisée. Ils doivent, en effet, trouver un difficile équilibre entre, d'une part, la nécessité d'accroître leur compétitivité extérieure, afin de permettre au secteur exposé de s'adapter au nouveau régime de libéralisation du commerce et de concurrence des importations, et, d'autre part, leur désir d'utiliser le cours de change nominal comme point d'ancrage de leur politique de stabilisation interne.

Dans de nombreux pays d'Asie, le déficit des paiements courants a été limité par une forte épargne intérieure, due en partie à un climat de stabilité macroéconomique et à des mesures d'incitation sélective des gouvernements. Bien que l'inflation reste modérée, on constate parfois un risque de surchauffe, en raison des contraintes exercées sur les capacités industrielles et sur l'infrastructure et de la poursuite de l'augmentation rapide des salaires.

Dans les anciens pays à planification centralisée, qui ont eu recours à une large gamme de stratégies de transformation, six années de transition ont montré qu'une libéralisation et une stabilisation rapides de l'économie sont possibles, même si la transformation structurelle est forcément une tâche de longue haleine. Les politiques macroéconomiques rigoureuses ont amplement contribué à faciliter les changements microéconomiques et à relancer l'initiative privée. Pourtant, l'inflation s'avère tenace dans la plupart d'entre eux, à cause bien souvent d'un déficit public comparativement élevé.

Évolution économique dans les pays industriels

Caractéristiques de la reprise actuelle

Croissance d'une
vigueur inattendue
avec une inflation
stable

On a assisté en 1994 à une reprise généralisée de la production dans les pays industriels. Le taux de croissance, qui a atteint 3,0%, a été nettement meilleur qu'on ne le prévoyait il y a un an. Cette vigueur inattendue a caractérisé non seulement les pays qui étaient encore plongés dans la récession en 1993, mais également ceux qui étaient déjà bien engagés dans la phase de reprise. Ainsi, aux États-Unis, la production a augmenté à un rythme annuel de 4,1%, le plus élevé depuis dix ans. En même temps, l'inflation moyenne, mesurée par les prix à la consommation, s'est encore repliée, revenant à 2,4% pour l'ensemble des pays industriels.



Les ressemblances dans l'évolution des pays industriels s'accompagnent de différences. Le graphique II.1 montre que la conjoncture actuelle dans les pays d'Europe continentale et au Japon est toujours désynchronisée par rapport à celle des pays anglophones. On estime même que les principales économies d'Europe continentale ont aujourd'hui plus de six trimestres de retard sur les États-Unis, alors que le décalage était en moyenne d'un ou deux trimestres pendant les années 70 et au début de la décennie suivante. Cette désynchronisation apparaît de façon particulièrement nette si l'on compare les deux cas extrêmes, États-Unis et Japon. L'économie américaine se trouve bien engagée dans sa quatrième année d'expansion. En revanche, celle du Japon commence seulement à sortir lentement d'une récession longue et profonde, avec un rythme de reprise encore incertain étant donné l'appréciation du yen, la restructuration en cours des bilans des banques et des entreprises et les séquelles du séisme de Kôbé.

Dans les deux cas, la demande intérieure a été le moteur de la croissance en 1994 – les exportations nettes ayant apporté une contribution négative – en reposant toutefois sur des bases différentes. Aux États-Unis, l'essor a été essentiellement dû à la poursuite de l'expansion rapide de l'investissement fixe des entreprises, surtout en biens d'équipement, liée au taux élevé d'utilisation des capacités et à la nécessité de se restructurer face à l'intensification de la concurrence des pays nouvellement industrialisés. La consommation privée a également continué à s'accroître fortement en 1994, ramenant le taux d'épargne des ménages au faible niveau d'environ 4% enregistré avant la récession. Bien que les exportations aient augmenté très rapidement en 1994, soutenues par la faiblesse persistante du dollar, leur progression est restée en retrait par rapport à celle des importations, qui résultait de la position conjoncturelle relativement avancée de l'économie américaine.

La demande intérieure, moteur de la croissance ...

... aux États-Unis ...

... et au Japon

Contrairement à ce qui s'est passé aux États-Unis, l'investissement privé au Japon est resté morose en 1994, après le boum de la fin des années 80 et l'éclatement de la « bulle » des prix des actifs qui a suivi. Sa contribution à la croissance est d'ailleurs négative depuis trois ans, ce qui constitue un record. En fait, la demande intérieure a été essentiellement tirée par la consommation, elle-même stimulée par une nouvelle amélioration des termes de l'échange et la baisse des prix intérieurs qui en est résultée, ainsi que par une réduction temporaire d'impôts. Le redressement de la confiance des consommateurs s'est traduit, en outre, par une poussée de l'investissement en logements, après plusieurs années de régression.

Signes d'une expansion « à deux vitesses » dans les pays dont la monnaie s'est dépréciée

La situation économique actuelle présente une caractéristique commune à beaucoup de pays, à savoir la forte progression des exportations et des importations, car l'intensification de la demande a surtout concerné le secteur des biens échangés (tableau II.1 et chapitre III). En fait, dans les pays qui ont enregistré une dépréciation marquée de leur monnaie pendant le cycle actuel

PIB réel, demande intérieure, importations et exportations									
Pays	PIB réel			Demande intérieure		Importations		Exportations	
	1983-92	1993	1994	1993	1994	1993	1994	1993	1994
	variation annuelle, en %								
États-Unis	2,8	3,1	4,1	3,9	4,7	10,7	13,4	4,1	9,0
Japon	4,0	-0,2	0,5	-0,1	1,1	-0,3	6,7	-1,1	3,3
Allemagne occidentale	3,0	-1,7	2,4	-1,6	2,7	-3,0	8,0	-3,0	6,3
France	2,2	-1,5	2,7	-2,3	2,9	-3,4	6,6	-0,4	5,8
Italie	2,3	-1,2	2,2	-5,5	1,9	-7,8	9,8	9,4	10,9
Royaume-Uni	2,4	2,3	3,7	2,2	3,0	2,8	5,9	3,3	8,9
Canada	2,7	2,2	4,5	1,8	3,0	8,8	9,6	10,4	14,4
Groupe des Sept ¹	2,9	1,2	3,0	1,2	3,3	4,1	10,1	2,7	7,8
Australie	3,0	3,9	5,4	3,5	6,5	5,2	14,7	7,4	8,4
Autriche	2,6	-0,1	2,7	0,1	4,1	-0,6	7,8	-1,0	4,9
Belgique	2,3	-1,7	2,3	-1,7	1,6	1,6	5,4	1,6	6,2
Danemark	2,0	1,5	4,4	1,0	5,5	-4,1	10,5	-2,0	6,9
Espagne	3,2	-1,1	2,0	-4,1	0,7	-5,1	11,0	8,3	17,7
Finlande	1,5	-1,5	3,9	-5,9	3,3	0,7	12,6	16,7	12,5
Grèce	1,8	-0,5	1,0	0,4	1,3	2,3	3,7	-0,7	4,0
Irlande	3,9	4,0	5,5	0,2	4,0	5,9	9,0	9,6	9,8
Norvège	2,8	2,4	5,1	3,2	4,7	3,2	7,2	1,6	7,6
Nouvelle-Zélande ²	1,4	5,3	3,8	6,2	7,2	11,9	19,1	8,4	7,4
Pays-Bas	2,6	0,4	2,4	-0,6	2,0	0,2	5,2	1,7	5,6
Portugal	2,6	-1,2	1,0	-0,9	0,5	-3,2	-0,2	-5,1	1,1
Suède	1,6	-2,6	2,2	-5,6	1,4	-2,8	13,2	7,6	13,8
Suisse	2,0	-0,9	2,1	-1,8	4,4	-1,0	8,8	1,3	3,9
Autres pays industriels ¹	2,5	0,1	2,9	-1,2	2,9	-0,3	9,4	4,5	9,4
Ensemble des pays industriels ¹	2,9	1,1	3,0	0,9	3,2	3,5	10,0	2,9	8,0

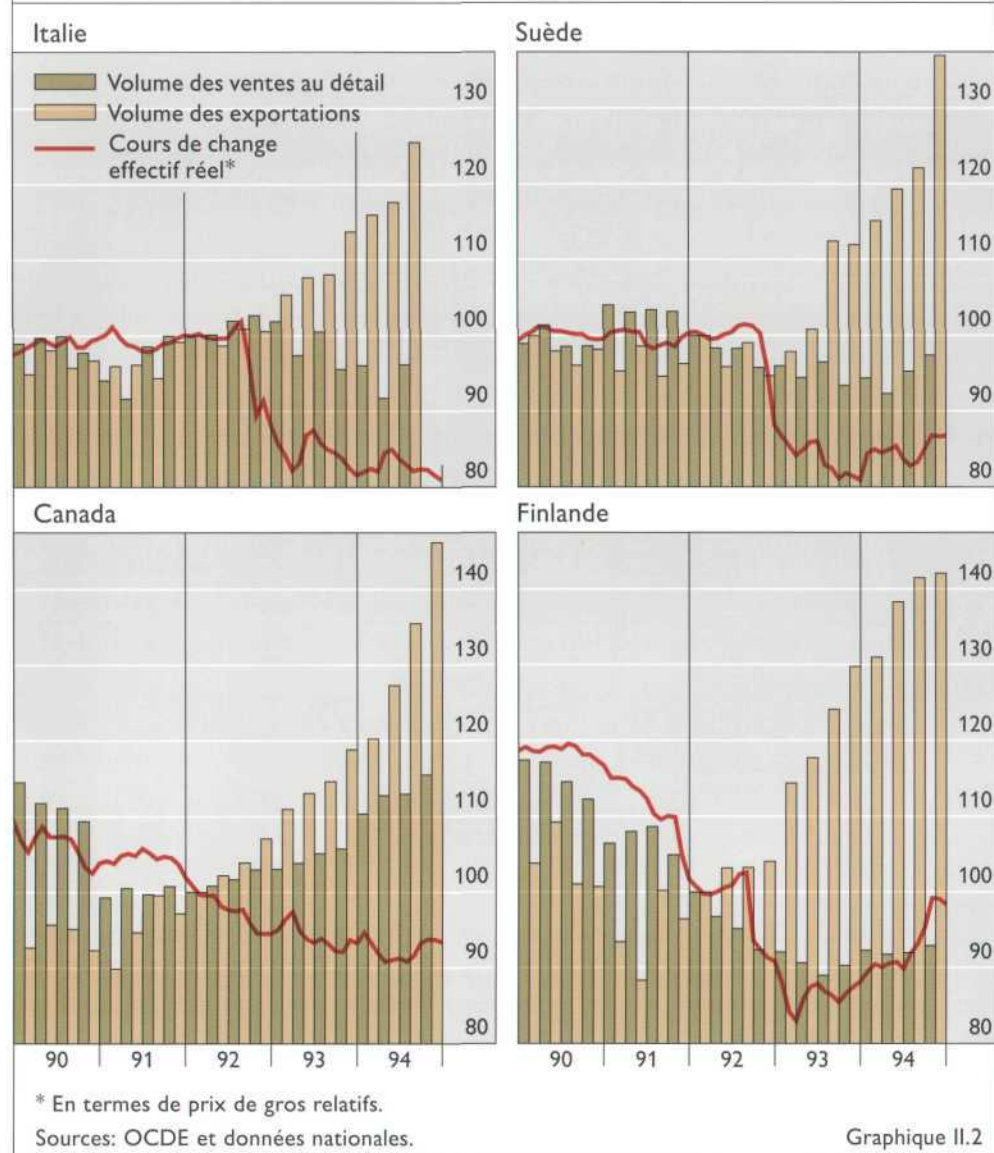
¹ Moyenne calculée en utilisant des pondérations fondées sur les PIB et parités de pouvoir d'achat (PPA) de 1990.
² Exercice budgétaire commençant le 1^{er} avril.

Sources: OCDE; données nationales; estimations BRI.

Tableau II.1

Ventes au détail et à l'exportation et cours de change dans certains pays

Premier trimestre 1992 = 100



– Canada, Italie, Finlande, Suède, Espagne et Royaume-Uni – on perçoit des signes manifestes d'une expansion déséquilibrée ou «à deux vitesses» avec, d'un côté, une industrie manufacturière dynamique et, de l'autre, un secteur tertiaire qui reste parfois déprimé après les excès antérieurs. Le graphique II.2 montre clairement la différence de comportement entre les ventes de détail et les exportations dans certains de ces pays. En augmentant les prix des biens échangés par rapport à ceux des autres produits, les dépréciations nominales devraient contribuer à attirer des ressources vers le secteur soumis à la concurrence étrangère. Toutefois, dans la mesure où une telle réallocation des facteurs de production prend du temps, il se pourrait que le chômage qui sévit actuellement dans le secteur protégé ne diminue que lentement et que les pressions inflationnistes s'accroissent dans le secteur exposé. Avec l'extension

du mouvement de reprise à l'ensemble de l'économie, le premier de ces problèmes s'atténuera peut-être, mais cela risque de se faire au détriment du second.

Certains signes montrent qu'une expansion plus équilibrée de la demande s'est amorcée dans quelques-uns de ces pays, car la hausse des bénéfices et le taux élevé d'utilisation des capacités dans le secteur exposé entraînent non seulement un renforcement de l'investissement, mais aussi un accroissement de la demande des biens produits par le secteur protégé. Les pays où ce processus est le plus avancé sont le Canada et le Royaume-Uni, la reprise y étant déjà bien installée; cependant, on le constate également dans d'autres économies.

Au Canada, l'investissement en équipements productifs est très dynamique depuis le second semestre de 1993 et la construction à usage non résidentiel s'est redressée l'année dernière. La consommation a été, elle aussi, un peu plus soutenue en 1994, bien qu'elle reste freinée par un chômage élevé et une augmentation assez modeste du revenu disponible réel. Au Royaume-Uni, il a fallu attendre le deuxième trimestre de 1994 pour assister à un redémarrage de l'investissement, ce qui a fait craindre une aggravation des pressions inflationnistes en raison des capacités déjà tendues. Les dépenses de consommation sont demeurées relativement fortes en 1994, malgré l'érosion des revenus réels due à la progression limitée des salaires réels, aux augmentations d'impôts et à la dégradation des termes de l'échange consécutive à l'affaiblissement de la monnaie. Dans la plupart des autres pays européens qui ont enregistré une importante dépréciation nominale, l'investissement industriel est nettement reparti au second semestre de 1994, ce qui explique l'accélération des importations. Le renforcement de la confiance des consommateurs et la récente embellie des ventes de détail semblent indiquer que, dans ces pays également, la reprise s'étend à la consommation privée. En Italie, par exemple, celle-ci est montée en flèche, après avoir chuté en 1993.

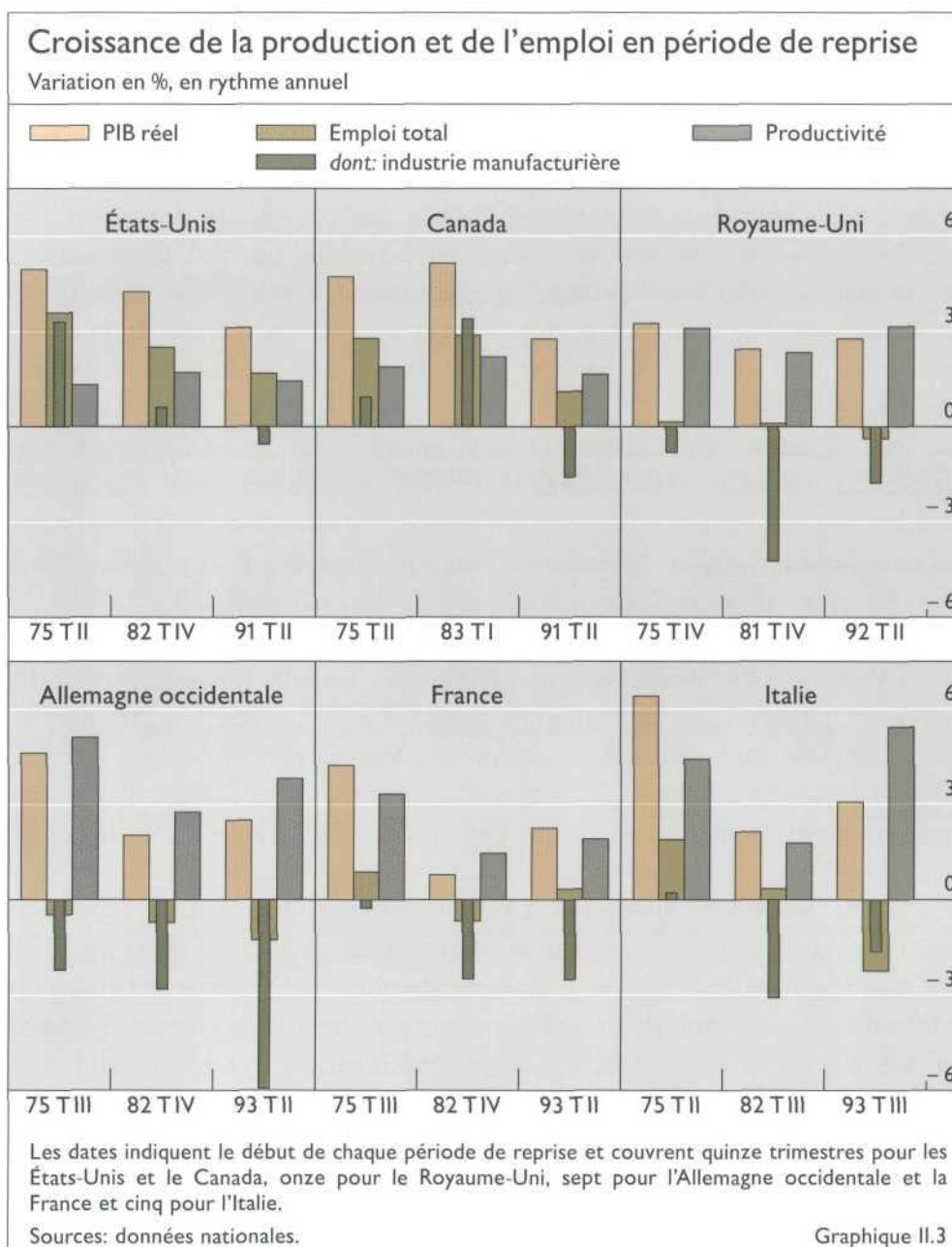
Croissance tirée
par les exportations
en Allemagne ...

Dans les pays européens à monnaie relativement forte, on assiste néanmoins à une reprise de type traditionnel tirée par les exportations. En Allemagne occidentale, la demande étrangère a commencé de s'affermir en 1993 et ce mouvement a été suivi par un essor de l'investissement à mesure que l'utilisation des capacités devenait plus intense. Toutefois, la demande de biens de consommation est restée atone, du fait que le relèvement des impôts, le chômage élevé et la faible hausse des salaires réels ont limité la progression du revenu disponible réel des ménages. En Allemagne orientale, l'expansion déjà rapide s'est encore accélérée à plus de 9%, dopée à la fois par la vigueur de l'investissement et de la consommation. À l'inverse, en France, l'investissement a mis du temps à redémarrer, malgré les liquidités abondantes des entreprises. Si la demande de biens durables a augmenté, c'est surtout grâce à la prime offerte par le gouvernement pour l'achat d'une voiture neuve.

... et en France

L'emploi s'accélère
dans les pays où la
reprise est la plus
avancée ...

À l'exception du Royaume-Uni, les pays où la reprise est la plus avancée ont aussi enregistré une forte accélération de l'emploi. En conséquence, le taux de chômage a connu une baisse notable par rapport à son niveau maximal, les améliorations les plus rapides, l'an dernier, ayant concerné le



Canada, la Nouvelle-Zélande et l'Australie (tableau II.2). Alors qu'on redoutait initialement que le mouvement généralisé de compression des effectifs et de restructuration n'entraîne une reprise sans création d'emplois, il s'est avéré que cette crainte était excessive. Comme le montre le graphique II.3, la croissance de la productivité globale du travail a été semblable à celle des reprises précédentes dans les pays anglophones. Si l'emploi total au Royaume-Uni est toujours plus bas qu'au creux de la récession d'il y a trois ans, cette situation n'est guère différente de celle des cycles antérieurs. En effet, la baisse du chômage est surtout due à la diminution de l'offre de main-d'œuvre, qui s'explique elle-même par des facteurs démographiques et un effet de découragement exercé sur les travailleurs.

Dans les pays d'Europe continentale, le recul ou la croissance très lente de l'emploi depuis le creux de la récession est peut-être imputable au fait que

... mais ne s'est
généralement pas
encore redressé en
Europe continentale

l'on se situe à la phase initiale de la reprise. À ce stade, il est normal que la productivité augmente plus vite, étant donné que les entreprises avaient conservé des effectifs en surnombre et qu'elles hésitent à embaucher tant que la reprise ne s'est pas clairement affirmée. Il reste à savoir si les créations d'emplois en Europe suivront le rythme de l'expansion. À cet égard, l'expérience des pays européens qui ont enregistré une croissance vigoureuse en 1994 est encourageante: au Danemark, en Irlande et en Norvège, on estime que l'emploi dans le secteur privé s'est accru d'environ 2% l'an dernier. Dans certains pays, comme l'Italie, les compressions de main-d'œuvre ont été particulièrement fortes au cours du cycle actuel. Si cette évolution a entraîné des gains inhabituels de productivité du travail dans la première phase de la reprise, elle pourrait aussi donner lieu par la suite à une amélioration de l'emploi relativement plus rapide.

Évolution différente
selon les secteurs

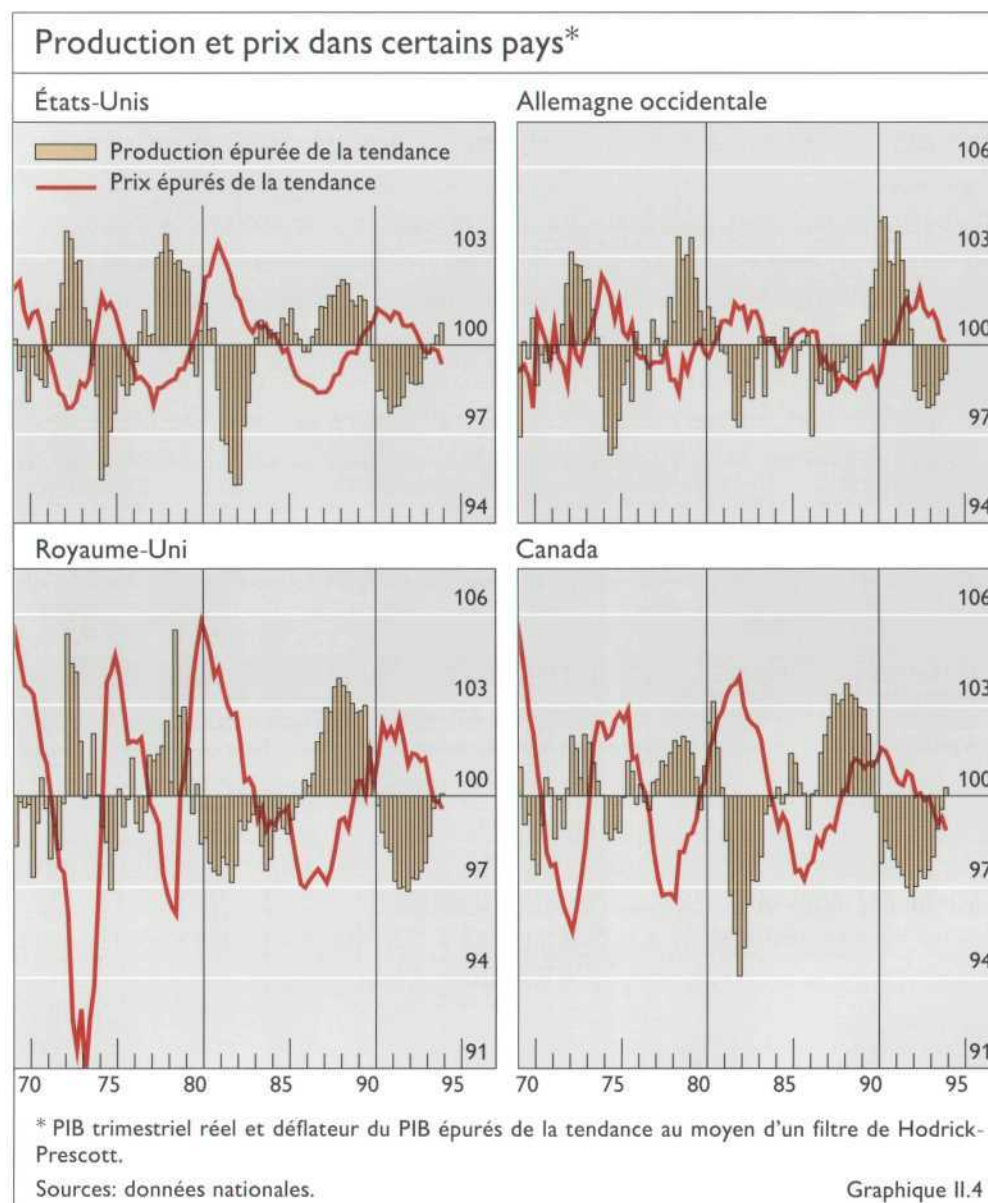
La croissance de l'emploi a revêtu également un caractère différent selon les secteurs, les activités de service créant généralement plus de postes de

Inflation et chômage								
Pays	Prix à la consommation				Taux de chômage			
	1983-92	1993	1994	1995 T1	1983-92	1993	1994	1995 T1
	variation annuelle, en %				en %			
États-Unis	3,8	3,0	2,6	2,8	6,8	6,8	6,1	5,5
Japon	1,8	1,3	0,7	0,1	2,5	2,5	2,9	3,0
Allemagne occidentale	2,2	4,1	3,0	2,3	8,2	8,3	9,2	9,1
France	4,4	2,1	1,7	1,7	9,7	11,7	12,5	12,3
Italie	7,4	4,2	3,9	4,4	9,5	10,4	11,5	12,1
Royaume-Uni	5,5	1,6	2,5	3,4	9,1	10,3	9,3	8,4
Canada	4,3	1,8	0,2	1,6	9,7	11,3	10,4	9,7
Groupe des Sept ¹	3,7	2,6	2,2	2,3	6,8	7,3	7,1	6,9
Australie	6,4	1,8	1,9	3,9	8,4	10,9	9,7	8,9
Autriche	3,0	3,6	3,0	2,5	5,2	6,8	6,6	6,3
Belgique	3,5	2,8	2,4	1,8	10,2	9,4	10,0	10,0
Danemark	4,2	1,3	2,0	2,4	9,3	12,3	12,1	10,7
Espagne	7,6	4,6	4,7	4,8	18,9	22,7	24,2	23,8 ²
Finlande	5,3	2,2	1,1	1,8	5,8	17,9	18,4	16,9
Grèce	18,0	14,4	10,9	10,6	6,1	7,1	7,2	6,9
Irlande	4,7	1,4	2,3	2,5	15,5	15,6	14,8	14,4
Norvège	5,7	2,3	1,4	2,6	3,3	5,5	5,2	5,0
Nouvelle-Zélande	7,9	1,3	1,8	4,0	6,4	9,5	8,2	7,5 ²
Pays-Bas	1,8	2,6	2,8	2,4	7,9	6,4	7,5	7,4
Portugal	14,9	6,5	5,2	4,5	6,4	5,5	6,8	6,8 ²
Suède	6,7	4,6	2,2	2,6	2,6	8,2	8,0	7,6
Suisse	3,2	3,3	0,9	1,4	1,0	4,5	4,7	4,2
Autres pays industriels ¹	6,1	3,7	3,1	3,4	9,5	11,9	12,3	11,9
Ensemble des pays industriels ¹	4,1	2,8	2,4	2,5	7,3	8,1	8,0	7,7

¹ Inflation calculée en utilisant des pondérations fondées sur les PIB et PPA de 1990; taux de chômage pondéré sur la base de la population active en 1990. ² Quatrième trimestre 1994.

Sources: données nationales.

Tableau II.2



travail que celles de la production de biens. Aux États-Unis et au Canada, l'industrie manufacturière et la construction ont enregistré une progression impressionnante l'an dernier mais, dans aucun de ces deux secteurs, l'emploi n'a atteint le niveau qu'il avait connu au moment du creux conjoncturel. En revanche, la création de postes dans les services a été très dynamique, ce qui s'explique notamment par la part de plus en plus grande du travail à temps partiel. Au sein de l'Europe, la situation a varié d'un pays à l'autre en fonction d'une série de facteurs, parmi lesquels l'évolution du cours de change. En Allemagne occidentale, les compressions d'effectifs dans l'industrie de transformation ont été extraordinairement fortes, l'emploi ayant décru de plus de 10% depuis le creux de la production au début de 1993. En Italie, il a davantage diminué dans les services, sous l'effet de la dépréciation réelle de la monnaie et de réformes structurelles qui ont soumis le secteur protégé à une plus grande concurrence. Néanmoins, les développements récents confirment en général la tendance à long terme d'une création d'emplois relativement plus

élevée dans les services. Ils traduisent peut-être également un phénomène d'ordre statistique puisqu'un grand nombre d'industries manufacturières ont commencé à externaliser des services qu'elles assuraient jusque-là elles-mêmes.

Inflation stable
ou en recul...

La croissance plus élevée que prévu dans les pays industriels en 1994 s'est accompagnée d'une inflation relativement faible, qui continue à diminuer dans beaucoup d'entre eux (tableau II.2). Ce recul de l'inflation tendancielle dans tous les pays industriels depuis le début des années 80 correspond à la stratégie délibérée des autorités monétaires, qui cherchent à maintenir un niveau de prix bas et stable afin de favoriser l'expansion et l'investissement à long terme.

... en réaction
au sous-emploi
des capacités de
production

Le fait que l'inflation est faible dans la plupart des pays au cours de la présente phase du cycle n'est pas trop surprenant, étant donné que les prix réagissent encore au sous-emploi des capacités de production apparu pendant la récession. Le graphique II.4 montre comment la hausse de l'inflation a été stoppée puis inversée au début des années 90, quand la production réelle est tombée au-dessous de son niveau tendanciel. Toutefois, à mesure que la marge non utilisée de capital et de travail diminue, le taux de croissance de l'économie se trouve de plus en plus soumis à la contrainte du rythme d'expansion des ressources productives, qui est lui-même déterminé par l'évolution de la population active, l'accroissement net du stock de capital et l'augmentation de la productivité de la main-d'œuvre et du capital. Si la progression de la demande globale est supérieure à celle de la production potentielle, alors qu'aucune marge n'est disponible dans les marchés du travail et des produits, on peut craindre des tensions sur les salaires et les prix. D'ailleurs, on définit parfois la «production potentielle» comme le seuil au-delà duquel ces tensions commencent à se faire sentir.

Le chapitre IV analyse les conséquences pour la politique monétaire du rétrécissement des écarts de production ainsi que de l'apparition d'autres signes de pressions inflationnistes. Dans cette optique, il est utile de voir comment l'orientation de la production potentielle a pu se modifier au cours du cycle actuel et d'en tirer des conclusions pour les pressions inflationnistes à venir. Cela peut aider à déterminer si l'évolution récente de l'inflation est conforme à cette phase du cycle ou si elle témoigne d'un changement structurel profond. Tous les risques, cependant, ne sont pas liés au redémarrage de l'activité. Un certain nombre de problèmes structurels, tels qu'un chômage élevé et tenace et des déficits publics persistants, pourraient freiner la reprise dans les pays qui sont distancés dans ce cycle, surtout si la demande d'exportations se ralentit.

Production potentielle au cours du cycle actuel

Le niveau de la production potentielle n'est pas directement observable et il en va de même pour son écart avec la production effective. Le tableau II.3 présente deux estimations de la sous-utilisation des capacités en 1994, tirées d'une étude récente de l'OCDE. Il apparaît que, même si la plupart des pays industriels autres que les États-Unis fonctionnent encore au-dessous de leur potentiel, l'écart est en train de se combler très rapidement pour beaucoup d'entre eux. Dans ceux où la reprise est déjà bien avancée, comme l'Australie,

PIB effectif et potentiel									
Pays	Croissance effective du PIB			Croissance de la production potentielle ¹				Sous-emploi des capacités ²	
				Total	Emploi ³	Capital ³	Productivité ^{3, 4}	A	B
	1971-80	1981-90	1994	1994				1994	
	variation annuelle, en %							en %	
États-Unis	2,8	2,6	4,1	2,7	1,0	0,9	0,7	1,0	0,4
Japon	4,5	4,1	0,5	3,5	1,0 ⁵	3,8 ⁵	2,4 ⁵	-2,3	-2,0
Allemagne occidentale	2,7	2,3	2,4	2,5	0,0	0,7	1,7	-1,2	-1,1
France	3,3	2,4	2,7	2,2	0,2	0,6	1,4	-3,5	-2,3
Italie	3,7	2,2	2,2	2,2	0,2	0,4	1,7	-2,0	-1,7
Royaume-Uni	2,0	2,6	3,7	2,3	0,3	0,2	1,8	-3,9	-2,0
Canada	4,6	2,9	4,5	2,7	1,2	1,0	0,5	-2,9	-2,8
Australie	3,4	3,2	5,4	2,9	1,2	0,7	1,0	-1,4	-0,6
Autriche	3,6	2,1	2,7	2,2	0,4	1,1	0,8	-1,7	-1,2
Belgique	3,2	1,9	2,3	2,3	0,4	0,7	1,2	-2,1	-1,7
Danemark	2,2	2,0	4,4	2,4	0,2	0,6	1,5	-1,9	0,0
Espagne	3,5	3,0	2,0	2,1	0,0	0,6	1,5	-3,2	-2,3
Finlande	3,5	3,2	3,9	3,3	1,1	0,0	2,2	-5,0	-4,1
Grèce	4,7	1,5	1,0	1,5	0,3	0,9	0,3	-2,3	-1,2
Irlande	4,7	3,7	5,5	4,9	1,1	0,4	3,3	-0,1	0,1
Norvège ⁶	4,8	2,5	3,9	1,2	0,0	0,4	0,8	-2,1	-0,2
Pays-Bas	2,9	2,0	2,4	2,4	0,6	0,8	1,0	-2,1	-1,1
Suède	2,0	2,0	2,2	2,1	0,5	0,4	1,3	-3,9	-1,9

¹ Secteur des entreprises. ² Le sous-emploi des capacités est calculé sur la base d'une fonction de production (A) et appliqué, au moyen d'un filtre de Hodrick-Prescott, à des séries chronologiques à variable unique (B); pour plus de détails, voir la source OCDE. ³ Contribution à la croissance de la production potentielle, en points de % (sauf pour le Japon). ⁴ Productivité tendancielle totale des facteurs. ⁵ Taux de croissance annuel; l'utilisation d'une fonction de production CES ne permet pas de disposer d'une décomposition comparable du potentiel. ⁶ Sauf pour les deux premières colonnes, Norvège continentale.

Sources: OCDE, *Working Paper No. 152* et données nationales.

Tableau II.3

Tableau II.3

le Canada, les États-Unis et le Royaume-Uni, le taux de croissance a dépassé assez nettement, en 1994, la progression estimée des ressources productives. En revanche, dans la majorité des pays d'Europe continentale, l'expansion n'a pas été très supérieure à celle du potentiel. Néanmoins, le sous-emploi des capacités est assez faible dans nombre d'entre eux, en raison souvent du caractère relativement modéré de la récession.

Croissance de la productivité et ajustement sur le marché du travail

On peut expliquer la modération de l'inflation jusqu'à présent par le comportement des coûts internes de main-d'œuvre. Comme le montre le tableau II.4, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont diminué l'an dernier dans beaucoup de pays, grâce à la fois à un rythme de progression relativement faible des salaires et à une forte croissance de la productivité par rapport au commencement des années 90. Si l'augmentation rapide de la productivité est normale en début de reprise économique, le mouvement généralisé de restructuration et de compression des coûts dans le secteur manufacturier peut, en outre, avoir contribué à une amélioration structurelle de la

Baisse des coûts
unitaires de
main-d'œuvre

productivité, réduisant la demande de main-d'œuvre et atténuant la poussée des salaires.

La restructuration généralisée dans l'industrie manufacturière après l'érosion des marges bénéficiaires ...

Si l'on compare la croissance de la productivité dans le secteur manufacturier pendant la phase actuelle avec celle du cycle précédent, l'amélioration aux États-Unis n'apparaît pas tellement inhabituelle. En revanche, dans certains autres pays comme le Canada, l'Italie, le Royaume-Uni et peut-être aussi l'Allemagne, l'évolution s'est sensiblement démarquée de la norme. Dans ces pays, un phénomène d'écart des salaires réels s'était produit pendant le boum précédent: comme les salaires réels à la production (c'est-à-dire les salaires nominaux par rapport aux prix à la production) augmentaient plus vite que la productivité, les marges bénéficiaires du secteur manufacturier diminuaient. Cette augmentation était due aux effets conjugués de la progression des salaires nominaux, provoquée par la surchauffe de l'économie interne, et de contraintes sur les prix à la production empêchant les entreprises de répercuter complètement ces hausses de salaires sur leurs clients. Cette répercussion des salaires sur les prix à la production était limitée non seulement par l'intensification de la concurrence émanant des pays nouvellement industrialisés, mais aussi par des impératifs de cours de change nominal. En Allemagne, en Italie et au Royaume-Uni, celui-ci était défini dans le cadre du MCE, tandis qu'au Canada une politique monétaire rigoureuse, à la fin

Coûts unitaires de main-d'œuvre et leurs composantes*

Pays	Coûts uni- taires	Prix à la produc- tion	Salaires nomi- naux	Prix à la consom- mation	Pro- duc- tivité	Coûts uni- taires	Prix à la produc- tion	Salaires nomi- naux	Prix à la consom- mation	Pro- duc- tivité
	1990-93					1994				
	variation annuelle, en %									
États-Unis	2,2	2,4	4,5	3,9	2,3	-1,9	0,6	2,9	2,6	4,9
Japon	5,0	-0,7	4,9	2,3	-0,1	-0,4	-2,0	2,5	0,7	2,9
Allemagne occidentale	3,9	1,3	6,5	3,6	2,5	-6,1	0,7	1,6	3,0	8,3
France	2,6	-1,7	4,5	2,8	1,8	-3,6	1,4	3,0	1,7	7,0
Italie	4,9	3,6	7,4	5,5	2,4	-2,7	3,8	3,9	3,9	6,8
Royaume-Uni	4,2	4,6	7,2	5,1	2,9	-0,1	2,5	4,7	2,5	4,8
Canada	1,0	0,7	5,5	3,4	4,5	-1,5	5,7	2,0	0,2	3,6
Australie	0,1	2,7	4,1	3,3	3,9	-3,2	0,8	2,8	1,9	6,1
Autriche	2,1	2,0	6,1	3,6	4,0	-3,6	2,5	3,9	3,0	7,8
Belgique	1,7	-0,6	4,1	3,0	2,4	..	1,7	2,4	2,4	..
Danemark	1,2	0,2	3,7	2,1	2,5	-7,1	1,1	3,3	2,0	11,3
Espagne	6,6	3,2	8,0	5,8	1,2	-5,0	4,4	4,7	4,7	10,2
Finlande	-1,2	1,8	4,8	3,9	6,1	-5,9	1,6	4,2	1,1	10,5
Grèce	12,0	13,9	15,0	17,5	2,7	11,1	8,7	13,1	10,9	1,9
Irlande	0,0	1,4	5,1	2,8	5,2	-2,5	1,1	2,7	2,3	5,4
Norvège	3,3	1,5	4,2	3,0	0,8	0,5	1,4	2,9	1,4	2,4
Pays-Bas	3,0	1,2	3,9	2,8	0,9	-5,7	0,5	2,3	2,8	8,5
Suède	0,7	2,6	4,9	6,6	4,2	-0,7	4,2	4,7	2,2	5,3
Suisse	1,8	1,8	5,2	4,6	3,4	-9,5	-0,3	1,9	0,9	12,5

* Dans l'industrie de transformation. La définition des séries varie selon les pays.

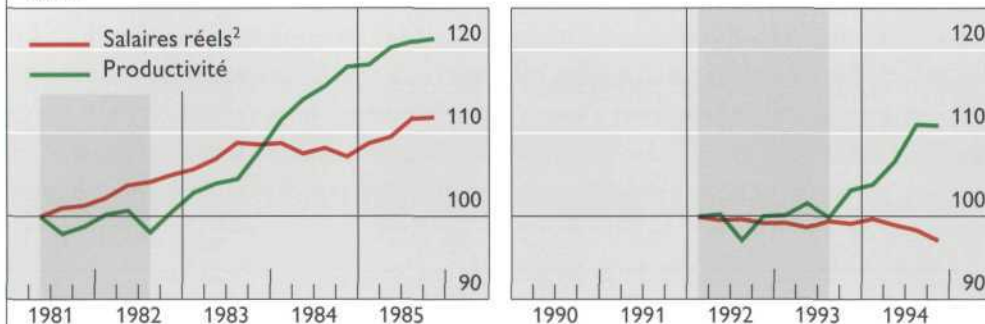
Sources: données nationales et estimations BRI.

Tableau II.4

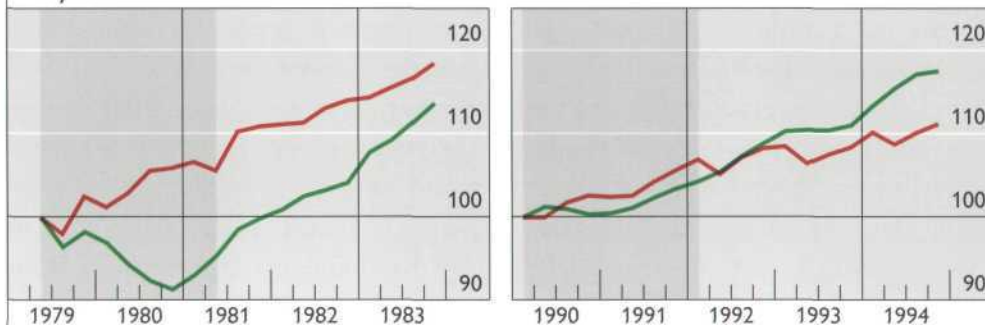
Écart des salaires réels dans l'industrie de transformation

Moyenne trimestrielle, sommet du cycle conjoncturel¹ = 100

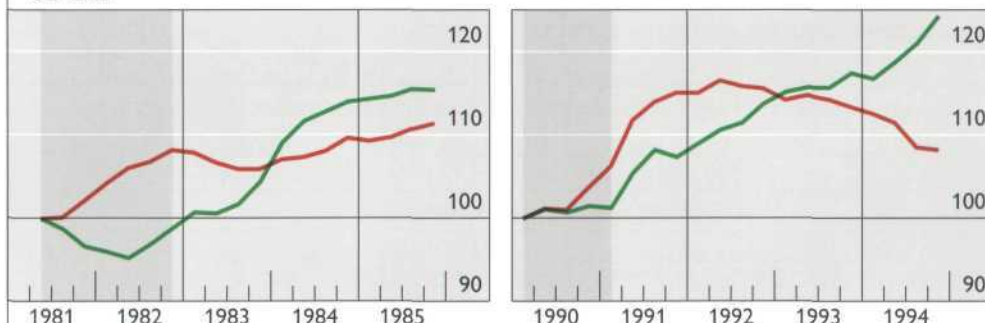
Italie



Royaume-Uni



Canada



¹ Intervalle entre sommet et creux: Italie, 1981 TII–1982 TIII et 1992 TI–1993 TIII; Royaume-Uni, 1979 TII–1981 TII et 1990 TI–1992 TI; Canada, 1981 TII–1982 TIV et 1990 TI–1991 TI. ² Coûts salariaux corrigés des prix à la production.

Sources: données nationales.

Graphique II.5

des années 80, avait entraîné une appréciation de la monnaie. Par voie de conséquence, les marges bénéficiaires du secteur exposé s'étaient trouvées comprimées.

La fragilité du secteur manufacturier dans ces pays a été aggravée par la baisse mondiale de l'activité économique et a stimulé un renforcement de la productivité. Celle-ci a d'ailleurs beaucoup moins diminué pendant la dernière récession, tant et si bien que son augmentation cumulée depuis le début de la phase descendante a été nettement plus marquée que durant la période d'expansion du commencement des années 80. Ce résultat est dû à d'importantes compressions d'effectifs ayant entraîné une forte montée du chômage.

Le ralentissement du rythme de hausse des salaires depuis le début des années 90 s'explique donc principalement par réaction à l'aggravation du

... contribue à la forte croissance de la productivité, à la montée du chômage...

... et au ralentissement de la hausse des salaires

chômage. L'amélioration des marges bénéficiaires a résulté des gains de productivité et de la baisse des salaires réels à la production. La vitesse de reconstitution de ces marges a aussi été influencée par l'évolution du change. Ainsi, la dépréciation enregistrée dans certains pays a permis aux entreprises manufacturières de réduire leurs salaires réels à la production et d'augmenter notablement leurs marges (chapitre III). Au Japon, en revanche, l'appréciation réelle du yen et la pénétration accrue des importations qui s'est ensuivie ont entraîné un recul des prix à la production, qui a plus que compensé l'effet positif, sur les bénéfices, de la baisse récente des coûts unitaires de main-d'œuvre.

Facteurs affectant le NAIRU:

Pour savoir si le processus de restructuration dans le secteur manufacturier a accru la production potentielle et donc réduit les pressions inflationnistes actuelles, il faut d'abord déterminer si l'effet de ce gain de productivité n'a pas été annulé par une hausse du «taux de chômage non inflationniste» (NAIRU) après la récession. Au cours du présent cycle, plusieurs facteurs ont pu avoir des effets contraires sur le NAIRU. Premièrement, il est possible que les grands déplacements sectoriels de l'emploi mentionnés précédemment aient contribué à une élévation du NAIRU, dans la mesure où les qualifications des travailleurs dans les secteurs en déclin diffèrent de celles que l'on demande dans les services. Or, la reconversion exige du temps et de l'argent. Deuxièmement, la tendance démographique a pu, elle aussi, jouer un rôle: à mesure que vieillit la génération du baby-boum, le NAIRU est susceptible d'augmenter, car les travailleurs relativement âgés restent plus longtemps au chômage que les jeunes. Enfin, dans beaucoup de pays, le NAIRU semble monter par effet de cliquet avec chaque poussée conjoncturelle du chômage. La conjugaison de divers éléments, tels que le niveau relativement élevé des prestations de chômage, la perte de qualification pendant les périodes sans travail, la puissance des syndicats et l'existence d'une stricte réglementation de l'embauche et du licenciement, implique que le retour sur le marché du travail devient de plus en plus difficile et présente de moins en moins d'attrait. Comme semble le montrer la part relative du chômage de longue durée, ce phénomène frappe particulièrement l'Europe.

et politiques gouvernementales

Devant les inquiétudes suscitées par un chômage structurel élevé, nombre de gouvernements se sont attaqués à certains des facteurs qui s'opposent à la flexibilité du marché du travail. Cette politique devrait, avec le temps, faire baisser le NAIRU. Les importantes réformes entreprises en Espagne et en Italie, par exemple, ont peut-être rendu les salaires plus sensibles au chômage en modifiant le système de négociations collectives et en assouplissant les restrictions qui pèsent sur les conditions d'emploi. Quelques pays, dont le Canada, ont corrigé leur système d'assurance-chômage, afin d'inciter les chômeurs à chercher plus activement un emploi. D'autres, comme la Belgique et la France, ont abaissé certaines cotisations de sécurité sociale de manière à réduire le coût du travail et à stimuler la création d'emplois.

Les salaires demeurent modérés...

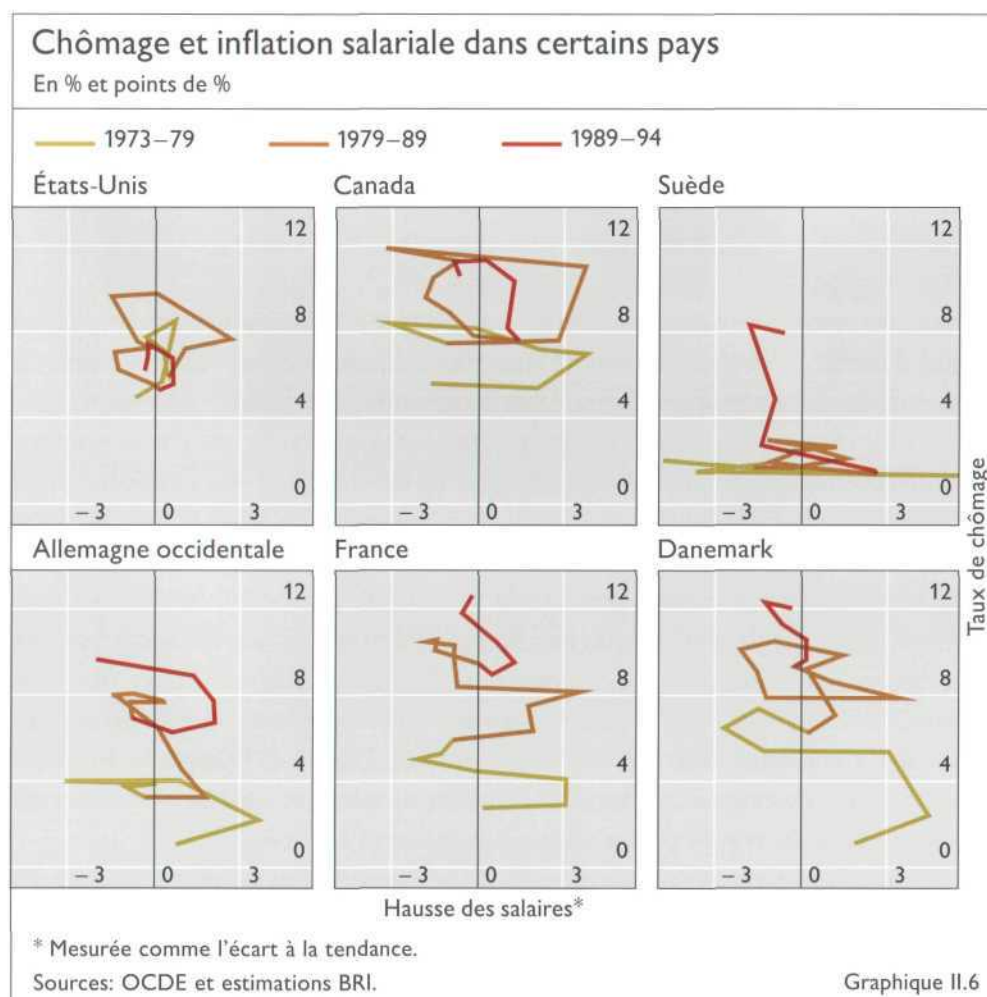
Pour déterminer si ces mesures ont augmenté la flexibilité du marché du travail, on peut examiner directement l'interaction récente des salaires et du chômage (graphique II.6). Aux États-Unis, le taux de chômage est tombé à 5,4% à la fin de 1994, niveau normalement considéré comme inférieur au

NAIRU. Toutefois, le graphique semblerait indiquer que le NAIRU a diminué par rapport aux cycles précédents. Des estimations économétriques de la relation moyenne entre le taux de chômage et le taux d'augmentation de la rémunération horaire suggèrent également que ce dernier a été inférieur à ce que l'on aurait pu attendre. En revanche, pour l'Australie, le Canada et le Royaume-Uni, rien n'indique que le NAIRU ait baissé. En réaction au recul rapide du chômage, la hausse des salaires s'est stabilisée puis a redémarré en 1994.

Dans les pays d'Europe continentale, tous les cycles des vingt dernières années ont entraîné, par effet de cliquet, une montée du NAIRU. Si l'impact des réformes structurelles contrarie à coup sûr cette dynamique, il est cependant probable qu'elle continuera à jouer le rôle dominant. En effet, malgré des niveaux de chômage très élevés, les hausses de salaires semblent reprendre en Europe. C'est particulièrement vrai pour les pays nordiques, où le point d'inflexion a été atteint l'été de 1993, mais on le constate également avec la conclusion des récentes négociations salariales en France et en Allemagne.

Étant donné les diverses incertitudes inhérentes à l'analyse ci-dessus, il faut se garder de considérer que l'évolution récente des coûts unitaires de main-d'œuvre procure une protection permanente contre la montée de

... mais remontent dans certains pays malgré un chômage élevé



l'inflation. En effet, après des années de recul ou d'augmentation très faible des salaires réels, on risque d'assister à un processus de rattrapage, les revendications salariales conduisant à une hausse des coûts unitaires à mesure que la croissance de la productivité retrouvera un rythme plus normal. De plus, dans un certain nombre de pays, comme l'Australie, l'Espagne, la Finlande, l'Italie, la Norvège, la Suède et la Suisse, on observe en 1995 une remontée du niveau d'inflation suite à la majoration des impôts indirects. Cette évolution risque de déclencher une spirale salaires-prix si les travailleurs cherchent à compenser ces majorations fiscales.

Investissement et stock de capital

Comme cela se produit généralement en phase descendante, le niveau de l'investissement a baissé dans la plupart des pays pendant la récente récession. Il a même été lent à redémarrer lors de la reprise dans certains d'entre eux, comme en France, au Royaume-Uni et en Belgique. En outre, on a assisté dans de nombreux cas à une réorientation des investissements, auparavant destinés à accroître les capacités, vers une restructuration de l'appareil productif (par exemple, par l'achat d'ordinateurs). Si cette dernière permet de réduire les coûts et, par conséquent, de contenir les prix, elle n'induit pas nécessairement une augmentation notable de la capacité globale de l'économie. Aussi peut-on craindre que la faiblesse relative de la formation nette de capital fixe au cours de la récession n'entraîne des pénuries de l'offre et des pressions sur les prix. Les données dont on dispose ne sont pas concluantes.

Ralentissement
de l'expansion
du stock net de
capital ...

Le taux d'accroissement estimé du stock net de capital des entreprises a diminué, il est vrai, dans beaucoup de pays depuis le début de la décennie; il faut toutefois noter que ces estimations reposent sur des hypothèses d'amortissement par nature incertaines, et qu'elles peuvent être, en outre, biaisées vers le bas dans la mesure où elles ne prennent pas suffisamment en compte la baisse de prix de nombreux biens d'équipement. Au Japon, au Royaume-Uni et au Canada, le taux de croissance du stock de capital a régressé d'environ 2 points de pourcentage pendant cette période, alors qu'en France et en Italie le ralentissement a été limité à 1 point. En Allemagne occidentale, le rythme s'est maintenu grâce à la réunification, tandis qu'aux États-Unis la forte croissance de l'investissement depuis 1992 a porté ce taux à un niveau supérieur à celui enregistré en 1989 lors du précédent sommet conjoncturel.

... mais aucune
pénurie sérieuse
de fonds?

Dans les pays où l'on a observé un tassement de la formation de capital, cela n'implique pas nécessairement une pénurie inhabituelle. On constate en effet, depuis le début des années 70, une tendance au ralentissement de la formation de capital. Durant les deux cycles précédents, le taux de croissance du stock de capital dans les sept principaux pays a diminué en moyenne d'environ 1 point de pourcentage. De plus, au Canada, au Royaume-Uni et au Japon, la baisse plus marquée au cours du cycle actuel a été précédée par un boum plus prononcé de l'investissement à la fin des années 80. Enfin, comme lors des récessions antérieures, le ratio capital/travail a encore sensiblement monté dans la plupart des cas.

Néanmoins, comme dans beaucoup de pays l'expansion de la demande s'est concentrée sur l'industrie de transformation, la situation des entreprises,

considérée de manière globale, peut masquer des risques d'engorgement au niveau de l'offre. Par exemple, dans les pays dont la monnaie s'est nettement dépréciée, l'augmentation de la demande d'exportations est satisfaite principalement par le secteur manufacturier, ce qui fait monter très rapidement le taux d'utilisation des capacités. En outre, dans de nombreux pays du continent européen, la conjugaison de plusieurs facteurs – à savoir un faible accroissement des capacités dans l'industrie manufacturière (Belgique, France), une récession relativement modérée (Danemark, Pays-Bas) et une remontée exceptionnellement rapide de la production industrielle (Allemagne, Autriche) – a également porté ce taux à un niveau élevé pour un stade assez précoce de la reprise. Il est inquiétant de constater que le ralentissement de la progression des prix à la production s'est arrêté relativement tôt dans le cycle et que les anticipations de prix dans le secteur manufacturier sont manifestement à la hausse. En même temps, toutefois, comme le montre le graphique II.7, ces taux élevés d'utilisation des capacités ont récemment entraîné une forte activité d'investissement. L'apparition de goulets d'étranglement dépendra, en fait, de la rapidité avec laquelle on pourra installer et utiliser les nouveaux biens d'équipement. À court terme, l'investissement risque d'accroître davantage la demande que l'offre.

L'utilisation accrue des capacités dans l'industrie de transformation ...

... stimule les anticipations de prix et l'investissement

Contraintes sur la demande intérieure

Dans les pays où le sous-emploi des capacités se réduit rapidement, l'expansion ne pourra être soutenable que si la production revient à un rythme de croissance plus modéré. En même temps, à mesure que celui-ci fléchira dans les pays atteignant la pleine capacité, il faudra que la demande intérieure se renforce dans ceux qui s'appuient actuellement sur la demande d'exportations pour stimuler la production et l'emploi. Certains problèmes structurels qui subsistent pourraient rendre difficile l'avènement d'une reprise équilibrée et soutenue.

Chômage et consommation privée

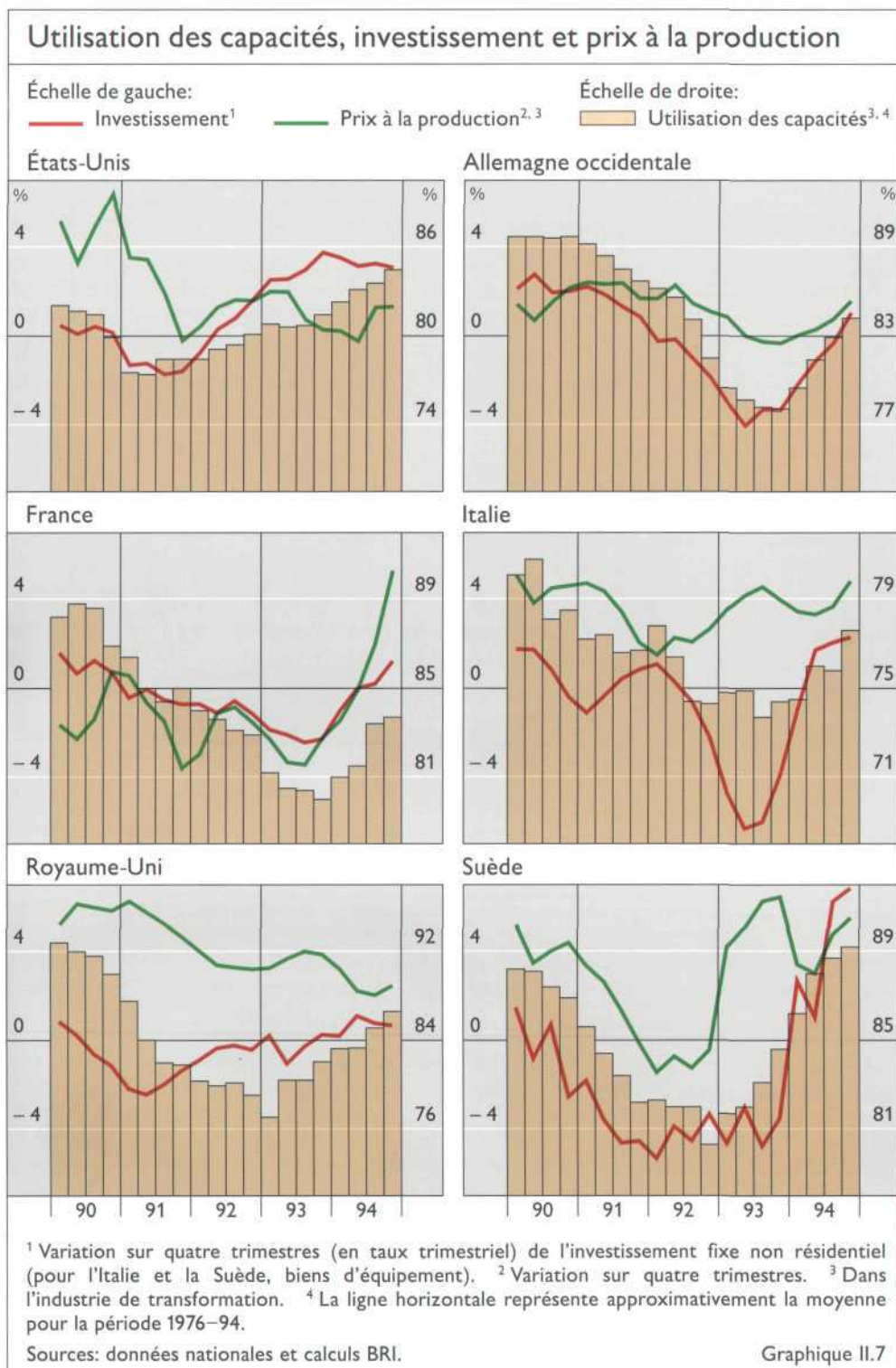
Le tableau II.5 montre clairement que, dans les pays déjà bien installés dans la reprise, le renforcement de la demande intérieure a été étayé par la forte augmentation du revenu disponible réel des ménages. En Australie, par exemple, la hausse des revenus salariaux a atteint plus de 5% en termes réels en 1994. L'accroissement de la masse salariale dans ces pays est dû dans une large mesure au recul du chômage, car les salaires réels eux-mêmes n'ont guère réagi.

Revenu des ménages élevé dans les pays avancés dans la reprise ...

En revanche, beaucoup de pays européens ont enregistré une progression faible ou nulle du pouvoir d'achat des ménages pour la deuxième année consécutive. Les exceptions ont été l'Irlande et la Norvège, où l'emploi s'est amélioré assez rapidement, ainsi que l'Autriche et le Danemark, où l'élévation du revenu disponible réel a été due essentiellement à des réductions d'impôts et à une augmentation des transferts. C'est pourquoi, dans les principales économies européennes, la légère progression des dépenses réelles de consommation, en 1994, a résulté surtout d'un tassement de l'épargne. Ce phénomène n'a rien d'exceptionnel après une récession, car les ménages

... mais faible dans beaucoup d'autres ...

... ce qui entraîne un tassement de l'épargne



s'efforcent de maintenir leur niveau de consommation malgré une baisse de revenu, mais son effet sera probablement compensé par un redémarrage de l'épargne quand le revenu disponible réel aura remonté. On pourrait aussi voir apparaître deux éléments inhabituels freinant la consommation. Premièrement, dans beaucoup de pays européens, la reprise économique n'a pas encore entraîné de recul notable du chômage. Si cela ne change pas, ou si le chômage augmente encore avec la restructuration de l'industrie en Europe, la confiance

Revenu disponible réel des ménages, dépenses de consommation réelles et taux d'épargne des ménages

Pays	Revenu disponible			Dépenses de consommation			Taux d'épargne*		
	1992	1993	1994	1992	1993	1994	1992	1993	1994
	variation annuelle, en %						en %		
États-Unis	3,1	1,5	3,5	2,8	3,3	3,5	5,5	4,1	4,1
Japon	0,8	2,3	3,5	1,7	1,0	2,2	14,4	15,6	16,6
Allemagne occidentale	1,7	-0,5	-0,3	2,0	0,2	0,8	13,9	13,3	12,3
France	2,0	0,4	1,1	1,4	0,2	1,5	13,7	13,8	13,5
Italie	1,5	-3,4	0,5	1,1	-2,5	1,6	17,4	16,8	15,5
Royaume-Uni	2,7	1,4	1,2	0,0	2,7	2,6	12,8	11,7	10,4
Canada	1,0	0,8	1,3	1,3	1,6	3,1	9,6	9,1	7,6
Australie	2,2	1,6	3,7	3,3	2,0	4,0	5,1	4,7	4,4
Autriche	0,3	-0,7	3,2	2,0	0,2	2,3	12,5	11,7	12,5
Belgique	3,2	1,1	1,1	2,6	-1,0	0,7	20,4	22,0	20,7
Danemark	0,4	3,8	3,9	1,1	2,3	7,1	15,9	16,8	11,8
Espagne	0,7	0,5	-0,4	2,2	-2,0	0,9	9,7	12,5	12,0
Finlande	-2,8	-4,3	-1,2	-4,9	-3,9	2,0	7,1	6,6	3,7
Grèce	-0,5	3,0	1,9	1,8	0,2	1,5	19,1	21,3	21,6
Irlande	3,6	4,9	2,8	2,9	1,2	5,3	12,6	14,8	13,1
Norvège	4,3	1,6	4,2	1,8	2,2	4,5	4,8	4,8	4,0
Pays-Bas	2,8	-0,1	1,0	2,5	0,7	1,6	13,0	12,3	12,3
Portugal	1,9	1,6	1,0	3,7	0,4	0,3	18,0	18,3	18,2
Suède	3,5	-3,1	1,2	-1,4	-3,7	0,5	6,2	7,1	7,8
Suisse	-0,5	-1,6	0,3	-0,1	-0,8	1,3	12,7	12,0	11,1

* Épargne nette des ménages (France, Italie et Royaume-Uni: épargne brute), en % du revenu disponible.

Sources: OCDE; données nationales; estimations BRI.

Tableau II.5

des consommateurs et leurs dépenses pourraient en être affectées. Deuxièmement, dans un certain nombre de pays, en particulier l'Allemagne et le Royaume-Uni, les hausses d'impôts vont exercer en 1995 un effet négatif sur le revenu disponible, ce qui risque de déprimer la consommation. Même dans ceux où cela n'arrivera pas, la crainte que l'accroissement du ratio du service de la dette ne rende inévitable un relèvement futur de la fiscalité pourrait également renforcer l'épargne de précaution.

Taux d'intérêt réels élevés

La forte hausse des taux d'intérêt à long terme en 1994 a ramené les taux corrigés de l'inflation aux niveaux relativement élevés où ils se situaient généralement pendant la plus grande partie des années 80. Les causes de cette évolution sont examinées au chapitre V, de sorte que l'analyse qui suit porte plus particulièrement sur les risques de cette remontée pour la reprise. Si l'augmentation des taux réels peut être considérée comme un mécanisme de rééquilibrage, susceptible de jouer un rôle utile dans les pays où le sous-emploi des capacités de production se réduit rapidement, il est à craindre également qu'elle ne menace cette reprise dans les pays moins avancés dans le cycle.

L'effet de la montée des taux d'intérêt sur l'investissement non résidentiel peut fort bien être compensé par d'autres facteurs plus favorables. Comme

La hausse des
taux d'intérêt
réels...

... ne freine pas encore l'investissement non résidentiel ...

... mais réduit l'investissement en logements

noté précédemment, l'investissement dans les pays déjà bien engagés dans la reprise progresse très vigoureusement en raison de l'augmentation du taux d'utilisation des capacités. Dans ceux qui sortent tout juste de la récession, la forte rentabilité du secteur manufacturier et les bonnes perspectives de la demande compteront davantage que la hausse des taux réels. De plus, dans bien des cas, plusieurs années de faible investissement ont permis aux entreprises de réduire l'endettement qu'elles avaient accumulé à la fin des années 80, ce qui leur assure une trésorerie adéquate pour financer leurs nouveaux équipements.

En revanche, les composantes de la demande des ménages plus sensibles aux taux d'intérêt risquent d'être davantage affectées. Dans nombre de pays, les taux hypothécaires à long terme ont enregistré une hausse comprise entre 1 et 2 points de pourcentage depuis le début de l'an dernier, ce qui a déprimé le secteur du logement. Aux États-Unis, il s'agit d'une évolution récente, mais au Royaume-Uni et au Canada l'investissement résidentiel, déjà maussade, s'en

Immobilier: prix nominaux et corrigés de l'inflation								
Pays et ville	Prix nominaux				Prix corrigés de l'inflation			
	1991	1992	1993	1994	1991	1992	1993	1994
	indice, 1986 = 100							
	Immobilier d'habitation							
États-Unis	130	133	136	138	105	104	103	102
Japon	165	151	143	141	150	135	127	124
Royaume-Uni	172	166	162	164	126	117	112	111
Canada	156	159	161	166	123	124	124	127
Australie	180	182	186	201	130	130	130	138
Allemagne occidentale ¹	138	150	150	152	125	131	125	123
France ²	206	183	173	171	176	153	141	137
Suède	189	171	153	159	133	118	101	103
Norvège	94	90	91	103	72	67	67	74
Finlande	149	122	113	120	115	92	83	88
	Immobilier d'entreprise, grandes villes							
États-Unis ³	83	72	67	64	67	56	51	48
Tokyo	169	137	112	94	154	122	99	83
Londres	99	69	73	92	73	49	51	62
Toronto ⁴	119	103	84	73	94	80	64	56
Sydney	119	83	79	94	86	60	56	65
Francfort	262	199	182	166	236	173	152	134
Paris	146	120	105	99	125	100	86	79
Milan	234	201	170	145	177	144	117	96
Madrid	245	177	112	114	184	125	76	74
Bruxelles	173	166	144	135	153	144	121	111
Stockholm	108	95	76	81	76	65	50	52
Oslo	71	60	67	67	55	49	49	48
Helsinki	155	122	118	135	120	91	87	98

¹ Quatre grandes villes. ² Paris uniquement; logements anciens. ³ Nord-Est. ⁴ Indice des prix des bureaux dans l'Ontario.

Sources: National Association of Realtors; Frank Russell; Jones Lang Wootton; divers groupements privés de professionnels de l'immobilier; données nationales. Tableau II.6

Endettement en 1993 ¹ : ventilation selon la nature des taux d'intérêt				
Pays	Court terme ²	Moyen et long terme révisable ³	À prédominance fixe	Pour mémoire: endettement total en % du PIB
	en % de l'endettement total			
États-Unis	14	20	66	114
Japon	35 ⁴	—	65	202
Allemagne	16	23	62	125
France	17	27	57	90
Italie	51	≤22	≥26	64
Royaume-Uni	73 ⁴	—	27	117
Canada	19	40	41	108
Australie	40	26	34	98
Autriche	27	> 0	<73	88
Belgique	23	21	56	86
Espagne	40	3	57	79
Pays-Bas	17	8	75	115
Suède ⁵	29	6	65	143
Suisse ⁵	22	8	69	179 ⁶

¹ Crédit au secteur autre que l'État: prêts des banques et autres institutions financières, plus titres en circulation; à l'exclusion des crédits commerciaux. ² Jusqu'à un an (Italie: jusqu'à dix-huit mois; Pays-Bas: jusqu'à deux ans). ³ Révisable à intervalles allant jusqu'à un an, en fonction des taux courts. ⁴ Comprend la dette à moyen et long terme à taux révisable. ⁵ 1992. ⁶ Chiffre en partie estimé pour les prêts des fonds de pension et des compagnies d'assurance vie.

Sources: banques centrales et estimations BRI.

Tableau II.7

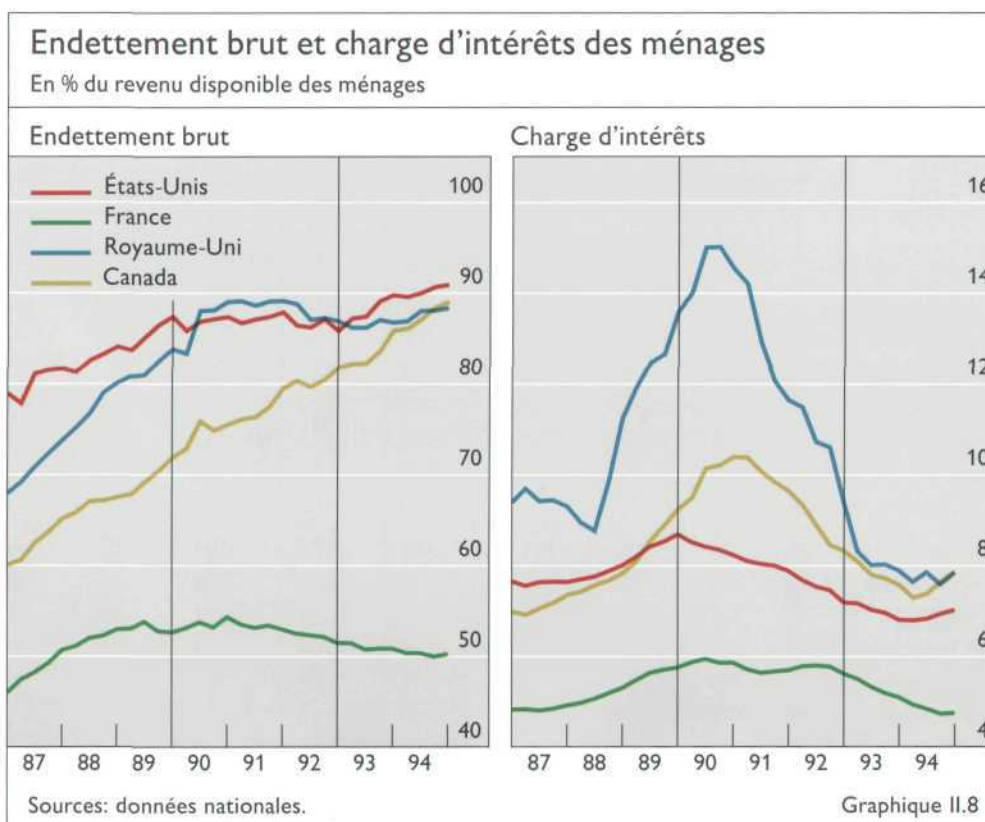
est ressenti. À l'inverse, en Allemagne, l'accroissement de l'investissement en logements provoqué par la réunification et les dégrèvements d'impôts sur les intérêts hypothécaires ne semble guère s'inverser, ce qui pourrait être le cas quand cette disposition fiscale deviendra caduque.

Les effets de richesse et de trésorerie provoqués par les variations des taux d'intérêt peuvent être, en fait, plus importants que les effets de substitution classiques. En ce qui concerne le patrimoine, comme le montre le chapitre V, les cours des actions n'ont guère été affectés par la chute des obligations commencée en février 1994. De plus, malgré la hausse des taux d'intérêt, les prix des logements dans les pays les plus engagés dans la reprise ont légèrement remonté en 1994, et, dans les autres, la baisse s'est arrêtée. En revanche, les prix de l'immobilier d'entreprise sont encore généralement très déprimés.

Les effets exercés sur les trésoreries par la hausse des taux d'intérêt dépendent surtout des contraintes de liquidité qui pèsent sur les ménages et les entreprises ainsi que de l'encours et de l'échéancier de leurs créances et dettes. Cette hausse ne devrait avoir qu'une incidence limitée dans les pays où les ménages et les entreprises ont principalement recours à des financements longs à taux fixe. Toutefois, comme le montre le tableau II.7, dans les pays anglophones, à l'exception des États-Unis, la part de l'endettement à taux révisable est relativement importante, ce qui entraîne un alourdissement rapide du service de la dette lorsque les taux à court terme montent. Bien que la charge d'intérêts rapportée au revenu disponible des ménages ait notablement diminué avec l'assouplissement de la politique monétaire à partir

Effets de richesse

Effets de trésorerie plus marqués dans les pays anglophones



du début des années 90, les ratios d'endettement brut sont restés très élevés et ont même dépassé les niveaux enregistrés pendant la récession. Comme les autorités monétaires ont commencé à relever les taux courts pour prévenir les tensions inflationnistes, cette charge risque de s'alourdir à nouveau, freinant ainsi la consommation.

Endettement public élevé

Nouvelle hausse
des ratios
d'endettement ...

Malgré une croissance plus forte que prévu et un assainissement structurel du déficit primaire dans certains pays, le ratio moyen d'endettement de ceux figurant au tableau II.8 a continué de s'élever en 1994, ce qui porte l'accroissement total de l'endettement net officiel depuis la fin des années 80 à plus de 10 points de PIB. Bien que leur déficit primaire moyen ait diminué de 0,9 point de PIB, il aurait fallu qu'il baisse encore de 1,7 point pour empêcher la hausse du ratio d'endettement en 1994. De toute évidence, cette moyenne recouvre des évolutions très différentes selon les pays. À l'un des extrêmes, la Suède a enregistré une augmentation supplémentaire, de quelque 6 points de PIB; à l'autre, pour l'Irlande, il s'est agi d'une diminution de près de 5 points de PIB. À l'exception des États-Unis, les grands pays industriels ont tous connu, en 1994, une détérioration représentant plus de 2 points de PIB.

... malgré l'accélération de la croissance

Cette nouvelle accumulation de dette publique est intervenue bien que l'accélération de la croissance en 1994 ait largement compensé l'effet négatif de la hausse des taux d'intérêt. La croissance permet, en effet, de réduire directement le ratio d'endettement en agissant sur son dénominateur, mais diminue aussi le déficit budgétaire grâce à des recettes fiscales plus importantes, tout en abaissant les dépenses publiques consacrées à

Sources de l'endettement des administrations publiques										
Pays	Paie- ments d'intérêts nets	Déficit primaire		Effet de crois- sance	Endette- ment net	Paie- ments d'intérêts nets	Déficit primaire		Effet de crois- sance	Endette- ment net
		total	conjonc- turel				total	conjonc- turel		
	1993					1994				
	en % du PIB									
États-Unis	1,9	1,5	0,1	- 1,9	38,1	1,9	0,1	-0,4	- 2,2	37,7
Japon	0,4	1,0	0,1	0,0	7,7	0,5	2,9	1,0	- 0,1	11,0
Allemagne	2,6	0,7	0,6	- 0,7	35,2	2,8	-0,4	0,5	- 1,7	37,9
France	3,1	2,7	2,3	- 0,3	27,2	3,3	2,3	2,0	- 1,0	31,8
Italie	11,5	2,0	1,2	- 3,9	117,9	10,3	-1,1	1,1	- 6,3	120,8
Royaume-Uni	2,2	5,5	1,9	- 1,8	40,7	2,5	3,8	1,3	- 2,3	44,8
Canada	4,9	2,2	2,5	- 1,9	61,8	5,0	0,3	1,6	- 3,1	64,0
Australie	1,1	2,6	1,1	- 0,7	19,7	2,1	2,7	0,3	- 1,2	23,9
Autriche	3,6	0,5	0,8	- 1,9	58,4	3,4	0,6	0,5	- 3,3	59,1
Belgique	9,6	-3,0	1,3	- 3,2	129,9	9,4	-4,0	1,2	- 5,7	129,5
Danemark	3,8	0,7	2,4	- 0,8	33,7	3,8	0,4	1,2	- 2,1	35,8
Espagne	4,9	2,7	1,2	- 1,1	42,8	5,7	1,1	1,3	- 2,6	47,1
Finlande	-0,5	8,4	3,6	0,0	-11,0	0,7	4,9	2,6	0,7	- 9,0
Grèce	12,7	0,7	1,1	-10,2	117,2	14,0	-0,9	1,3	-12,7	120,8
Irlande	4,8	-2,5	0,1	- 6,6	92,7	3,8	-1,7	0,0	- 6,7	87,9
Norvège	-0,8	3,5	1,8	0,8	-14,7	-0,2	1,0	0,8	0,8	-13,1
Pays-Bas	4,7	-1,6	1,7	- 1,1	59,7	4,5	-1,5	1,5	- 2,5	60,2
Portugal	6,8	0,6	0,6	- 3,6	67,0	5,6	0,2	1,1	- 3,8	69,9
Suède	1,5	11,9	3,1	0,0	18,8	3,0	8,2	2,4	- 0,9	25,1
Moyenne*	2,9	1,8	0,8	- 1,5	40,1	2,9	0,9	0,6	- 2,1	41,9

La variation du taux d'endettement comprend le ratio des paiements d'intérêts, le déficit primaire et l'effet de croissance (les écarts traduisent des changements d'évaluation et des différences comptables); un signe moins indique une diminution du ratio d'endettement. La somme des deux premières colonnes représente le besoin de financement net des administrations publiques, en % du PIB. L'effet de croissance est calculé en multipliant par $-g/(1+g)$ le ratio endettement net/PIB de la fin de la période précédente, g étant le taux de croissance actuel du PIB nominal.

* Calculée en utilisant des pondérations fondées sur les PIB et PPA de 1990.

Sources: OCDE et estimations BRI.

Tableau II.8

Tableau II.8

l'assurance-chômage et aux autres programmes d'aide au revenu. En 1994, cette incidence a été particulièrement nette dans les pays déjà relativement avancés dans la reprise. Au Canada, par exemple, on estime à 0,9 point de PIB le redressement conjoncturel du déficit primaire consécutif à l'accélération de l'activité. Au Japon, en revanche, le déficit s'est creusé d'autant. Même si un rythme d'expansion future plus rapide peut alléger quelque peu le fardeau de la dette dans les pays du continent européen, nombre d'entre eux devront encore réaliser une amélioration structurelle considérable de leur solde primaire. En France et en Espagne, par exemple, l'assainissement nécessaire pour stabiliser le ratio d'endettement à son niveau de 1994 est estimé à plus de 4 points de PIB. C'est beaucoup plus que ce que l'on peut attendre d'une amélioration purement conjoncturelle.

L'incidence d'une hausse des taux d'intérêt sur le ratio d'endettement dépend de l'encours de la dette et de son échéancier. Les effets combinés d'un endettement public élevé et d'échéances courtes peuvent rendre la situation

budgétaire extrêmement vulnérable à une tension des taux à court terme. Ce risque souligne la nécessité de poursuivre l'assainissement budgétaire, surtout dans les pays très endettés. Le redressement des finances publiques contribue à faire baisser les taux d'intérêt réels en augmentant le volume de l'épargne; il est également indispensable si les gouvernements veulent s'attaquer aux défis urgents qui se profilent, tels que l'effet du vieillissement de la population sur les dépenses de retraites et de santé et l'exigence d'investissements d'infrastructure. Un puissant effort d'assainissement pourrait favoriser l'apparition d'un cercle vertueux de réduction des paiements d'intérêts et des ratios d'endettement.

Pays en développement et anciennes économies à planification centralisée

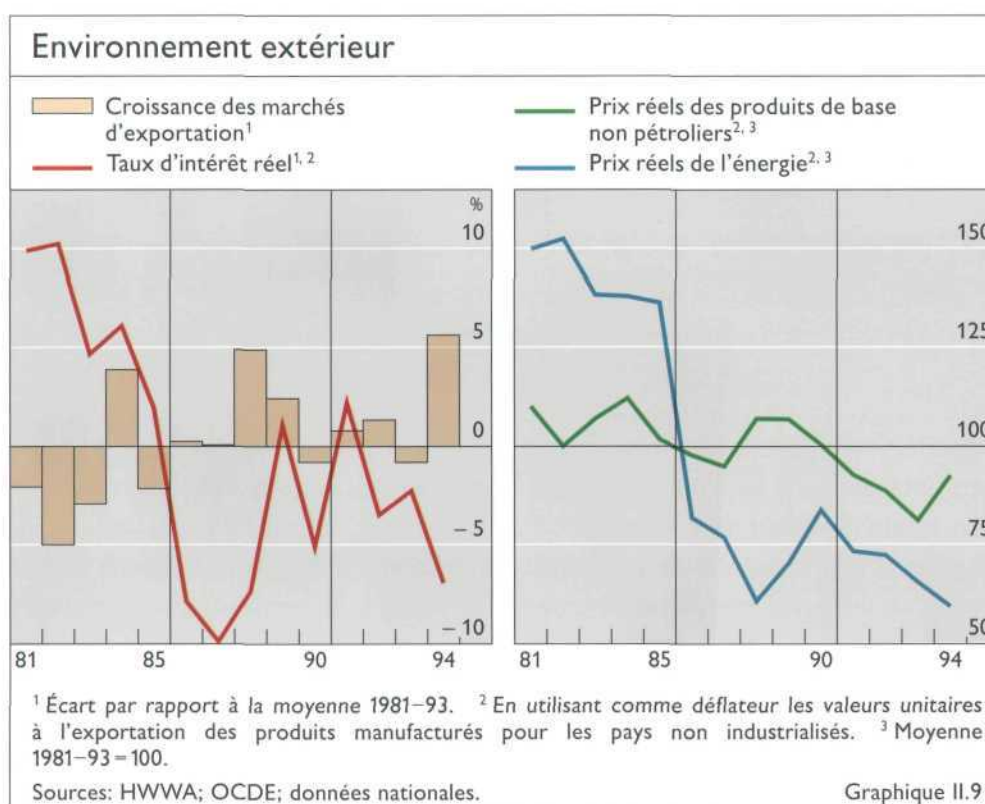
Croissance et réformes structurelles dans les pays en développement

Croissance plus
rapide de la
production...

La production dans les pays en développement a progressé de 6% en 1994, soit à un rythme supérieur à celui de chacune des quatre années précédentes. En Amérique latine, la croissance est passée de 3% en 1993 à 4,5% l'an dernier; en Asie, elle a dépassé 8% pour la troisième année consécutive. Si elle s'est accélérée dans beaucoup d'économies d'Asie, elle s'est légèrement ralentie en Chine par rapport à son expansion antérieure rapide. L'Afrique, pour sa part, a connu un taux de croissance modeste (tableau II.9).

... due à des fac-
teurs extérieurs
favorables...

L'environnement extérieur plus favorable en 1994 a certainement contribué à cette amélioration des résultats. Les pays en développement ont bénéficié, en particulier, de l'impulsion donnée aux exportations par



Croissance et inflation								
Région et pays	PIB réel				Prix à la consommation			
	1982-91	1992	1993	1994	1982-91	1992	1993	1994
	variation annuelle, en %							
Asie ¹	7,0	8,1	8,3	8,3	7,9	8,6	10,4	10,8
Chine	9,3	12,8	13,4	11,8	7,6	8,6	19,8	24,9
Inde	5,2	4,0	3,8	5,3	8,9	11,8	6,4	9,8
Indonésie	5,4	6,5	6,5	7,3	8,3	7,3	9,5	8,4
Corée	9,5	5,1	5,8	8,4	5,2	6,2	4,8	6,3
Thaïlande	8,1	7,6	8,2	8,5	3,7	4,1	3,6	6,3
Taiwan	7,8	6,5	6,3	6,5	1,8	4,7	2,9	4,1
Philippines	1,1	0,6	2,1	4,3	14,5	8,9	7,6	9,1
Malaysia	6,1	7,8	8,3	8,7	2,7	4,8	3,6	3,7
Hong-Kong	6,1	6,3	5,8	5,5	7,8	9,6	8,7	8,6
Singapour	6,8	6,0	10,1	10,1	1,8	2,3	2,4	3,6
Amérique latine ¹	1,7	2,5	3,0	4,5	214,8	384,0	736,8	792,6
Brésil	2,0	- 0,8	4,1	5,7	377,2	982,2	1 933,5	2 084,8
Mexique	1,2	2,8	0,7	3,5	64,4	15,5	9,8	7,0
Argentine	0,5	8,7	6,0	7,1	453,1	25,0	10,6	4,2
Venezuela	1,9	6,8	- 0,4	- 3,3	25,1	31,4	38,1	60,8
Chili	3,2	11,1	6,2	4,2	20,5	15,4	12,7	11,4
Économies en transition ¹	0,3	-14,7	- 9,6	-10,8	24,9	956,5 ²	1 097,4 ²	600,1 ²
Europe orientale ¹	-1,8	- 6,7	- 2,2	3,5	59,9	117,8 ²	142,0 ²	49,0 ²
Pologne	0,1	2,6	3,8	5,1	77,7	43,0	35,3	32,2
République tchèque	-1,2 ³	- 6,4	- 0,9	2,6	9,9 ³	11,1	20,8	10,0
Hongrie	-0,4	- 4,3	- 2,3	2,0	13,6	23,0	22,5	18,8
États baltes ¹	-3,0 ⁴	-31,5	-17,0	0,1	24,3 ³	1 007,6	210,2	51,8
Fédération de Russie	-0,4 ³	-19,0	-12,0	-15,0	19,6 ³	1 533,2	883,3	302,9
Ukraine	-4,0 ⁴	-17,0	-17,1	-23,0	46,6 ⁴	925,6	3 849,7	894,6
Afrique ¹	2,5	0,4	0,4	2,3	18,8	44,9	37,2	60,5
Afrique subsaharienne ¹	2,3	0,0	0,5	1,6	23,7	42,9	34,3	49,3
Afrique du Sud	0,9	- 2,2	1,1	2,3	14,7	13,9	9,7	9,0
Moyen-Orient ¹	1,8	5,1	2,8	1,5	16,7	11,4	11,2	12,5
Arabie Saoudite	1,3	2,2	0,5	- 2,0	0,0	-0,1	1,0	0,6

Les données pour 1994 sont en partie estimées.

¹ Moyenne calculée en utilisant des pondérations fondées sur les PIB et PPA de 1990. ² Non compris Bosnie-Herzégovine et Serbie et Monténégro. ³ 1986-91. ⁴ 1989-91.

Sources: Commission économique des Nations Unies pour l'Europe; FMI; OCDE; données nationales. Tableau II.9

l'accélération de la croissance dans les pays industriels. De plus, les cours des produits de base non pétroliers ont fortement monté en 1994 alors que les prix réels de l'énergie ont continué à baisser, avantageant ainsi beaucoup de pays dans leurs termes de l'échange. Enfin, comme les taux d'intérêt réels à court terme sont restés relativement bas malgré le resserrement monétaire aux États-Unis, la charge du service de la dette s'est maintenue à un niveau modéré (graphique II.9).

Les réformes structurelles énergiques appliquées par beaucoup de ces pays ont joué un rôle encore plus déterminant dans l'amélioration du potentiel de croissance et des résultats enregistrés. L'idée que le meilleur moyen

... et à des réformes structurelles

d'encourager l'expansion est de laisser œuvrer les forces du marché dans un environnement stable à faible inflation semble avoir fait son chemin. En Amérique latine, les déficits budgétaires chroniques ont été en grande partie éliminés. En Inde, la libéralisation de l'économie a, elle aussi, notablement progressé et, en Afrique, un certain nombre de pays ont donné plus d'importance au marché.

Turbulences sur
les marchés des
capitaux ...

Ce tableau généralement favorable pour les pays en développement a été obscurci par plusieurs épisodes de turbulences sur les marchés des capitaux. Les effets, d'abord, des hausses des taux d'intérêt aux États-Unis puis ceux, beaucoup plus puissants, de la crise de liquidité au Mexique ont été également ressentis sur les autres marchés émergents. Dans le premier cas, même les économies bénéficiant de données fondamentales saines ont été soumises à des pressions sur leur marché boursier et sur leur monnaie. Toutefois, avec le temps, les marchés des capitaux ont acquis la capacité de faire une distinction entre les pays en fonction des politiques suivies et des facteurs qui déterminent le niveau de l'épargne et de l'investissement.

Épargne et investissement

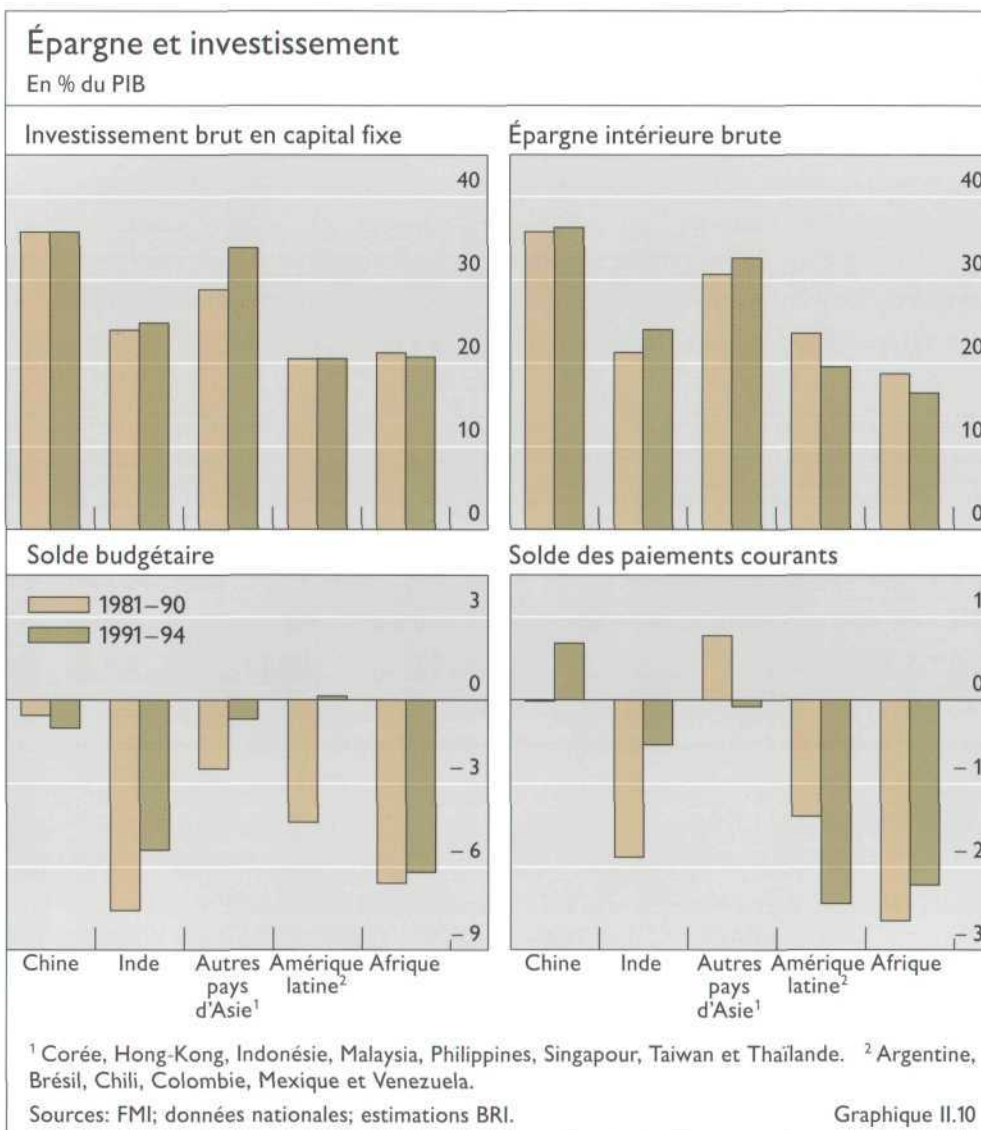
... liées aux
déséquilibres
des paiements
courants ...

Les turbulences sur les marchés des capitaux ont incité les investisseurs à examiner avec une plus grande attention les pays où ils placent leurs ressources et à réviser leur stratégie en conséquence. À cet égard, les indicateurs les plus utilisés sont la balance des paiements courants et le solde budgétaire ainsi que des références plus larges comme l'épargne et l'investissement intérieurs. Le regroupement régional de ces données fait apparaître certaines différences entre régions mais présente l'inconvénient évident de dissimuler d'importantes divergences d'un pays à l'autre au sein de chacune d'elles (graphique II.10).

... et à l'évolution
tendancielle de
l'épargne et de
l'investissement

En Asie du Sud-Est, l'investissement s'est accru et a atteint en moyenne 34% du PIB en 1991–94, en grande partie sous l'effet d'une expansion record de la demande globale. L'épargne, bien qu'élevée, n'a pas totalement suivi, malgré une réduction marquée des déficits budgétaires. Par voie de conséquence, l'excédent des paiements courants des années 80 s'est transformé en léger déficit. L'intensification des pressions de la demande dans cette région, l'an dernier, s'est davantage traduite par une hausse de l'inflation que par une dégradation des paiements courants, car elle était due principalement à un emballement des exportations déclenché par un environnement extérieur favorable.

Dans le cas de l'Inde, le graphique illustre clairement les efforts d'ajustement entrepris depuis 1991. Le déficit budgétaire, s'il reste encore préoccupant, a été réduit de 2 points de PIB par rapport aux années 80. L'épargne privée s'est aussi quelque peu intensifiée à la suite d'importantes réformes structurelles. De ce fait, le déficit des paiements courants est revenu à moins de 1% du PIB en moyenne sur la période 1991–94. En Chine, l'épargne intérieure, déjà élevée, a encore augmenté, pour atteindre 36% du PIB sur ces quatre années, probablement grâce à l'accélération de la croissance. Il en est résulté une amélioration des paiements courants, l'investissement étant resté pratiquement inchangé.



En Amérique latine, la situation est assez différente. L'investissement global est demeuré au niveau relativement bas de 20% du PIB enregistré pendant les années 80. Cette stabilité recouvre une augmentation de l'investissement privé contrebalancée par des réductions des programmes publics. Toutefois, malgré l'élimination de l'imposant déficit budgétaire, de l'ordre de 5 points de PIB durant la décennie 80, celui des paiements courants s'est creusé, en raison d'une moindre propension à épargner du secteur privé. Cette évolution peut s'expliquer en partie par le sentiment que le revenu permanent allait augmenter à la suite des réformes favorisant les forces de marché, déclenchant une hausse de la consommation avant que la production et le revenu effectifs aient pu s'ajuster. Un autre facteur qui a joué un rôle dans plusieurs pays est l'expansion rapide des crédits accordés par des institutions spécialisées et banques d'État insuffisamment contrôlées.

Pour l'Afrique dans son ensemble, l'ampleur des déficits budgétaires et le bas niveau de l'épargne restent préoccupants durant cette décennie et contribuent à la mauvaise situation persistante des paiements courants.

Réformes structurelles et pressions inflationnistes

Pressions de
la demande
excédentaire

Comme le suggèrent ces évolutions de l'épargne et de l'investissement, le point faible des réformes destinées à promouvoir le marché dans de nombreux pays a été l'apparition de pressions exercées par une demande excédentaire. En effet, une stabilisation macroéconomique réussie renforce souvent la confiance et stimule, par là, la demande globale et les entrées de capitaux, alors que l'offre potentielle des économies ainsi transformées a besoin de temps pour s'adapter à ce nouvel environnement de marchés libéralisés et de concurrence internationale accrue. L'offre potentielle peut même diminuer immédiatement après le choc de la libéralisation. Dans un grand nombre de pays, la demande excédentaire qui en est résultée a provoqué une inflation visible ou latente. D'ailleurs, si en Amérique latine la hausse des prix a été jugulée, ce résultat a été dû en grande partie à l'appréciation du cours de change réel et à la dégradation des paiements courants. La récente flambée des prix au Mexique constitue la preuve la plus éclatante que l'amélioration en profondeur n'était pas aussi forte que ne le laissaient croire les chiffres publiés. En Asie, si l'inflation reste en général faible, il existe néanmoins un risque sérieux de surchauffe et des tensions sont déjà apparues dans nombre de pays. Quant à l'Afrique, la dévaluation du franc CFA a alimenté des hausses de prix, bien que la plupart des pays aient réussi, dans une certaine mesure, à empêcher qu'elle ne se répercute sur les salaires.

Changements structurels en Amérique latine

Mexique

Les réformes
économiques ...

Si les décisions de politique économique prises l'an dernier ont joué un rôle dans la crise, son déroulement soulève aussi des problèmes fondamentaux quant au moyen de combiner d'amples changements structurels et la stabilité macroéconomique. Ils portent sur le rythme de la réforme, la capacité d'adaptation de l'économie et le dosage nécessaire des mesures macroéconomiques. Cela est valable non seulement pour le Mexique, mais aussi pour d'autres grands pays de la région qui se sont lancés plus récemment sur la voie des réformes, comme l'Argentine, le Brésil et le Venezuela.

... provoquent une
restructuration
énergique et une
forte croissance de
la productivité

Les réformes amorcées à la fin des années 80 ont transformé radicalement l'économie du Mexique. La déréglementation de l'activité et la privatisation ont permis au secteur privé de mieux réagir aux incitations. L'abaissement des droits de douane, ramenés d'une moyenne de 25% pendant la première moitié des années 80 à moins de 10% en 1994, la suppression des contingents et la libéralisation des prix ont renforcé la concurrence. Le déficit budgétaire a été éliminé et les taux d'intérêt sont devenus positifs en termes réels. En outre, l'économie a réagi avec vigueur à ce nouvel environnement. L'accroissement de l'investissement privé, qui s'est traduit par une hausse de la part des biens d'équipement dans les importations, et l'ouverture à la concurrence étrangère ont eu, de toute évidence, des effets bénéfiques. L'économie a subi une profonde restructuration: certaines branches, comme la chaussure ou le textile-habillement, se sont contractées et d'autres, comme les équipements

productifs, ont connu une forte expansion. En conséquence, la productivité a commencé à augmenter à un rythme annuel supérieur à 5% et les exportations hors pétrole ont crû de plus de 20% en 1994.

Toutefois, si un grand nombre de facteurs ont souligné la réussite de cette stratégie, d'autres ont suscité des inquiétudes. L'ampleur de la restructuration a temporairement réduit la capacité de production de l'économie. Malgré les rapides progrès de la productivité et la hausse de l'investissement privé, l'activité n'a pas retrouvé un rythme de croissance soutenu. L'emploi a diminué et les salaires réels sont restés déprimés. La capacité de l'économie de s'adapter à la concurrence des importations et à un environnement déréglementé a atteint son point de rupture. Le secteur exposé a dû être rationalisé et investir avant de pouvoir devenir compétitif, de sorte que la balance des paiements courants s'est dégradée. La progression des exportations a, certes, fini par s'affirmer, mais elle était faible au départ, alors que les importations augmentaient.

Cette détérioration des paiements courants a été exacerbée par la hausse de la demande globale qui a suivi les réformes structurelles et la stabilisation macroéconomique. Alors que l'investissement public fléchissait, l'investissement privé augmentait rapidement, les entreprises voulant profiter des nouvelles perspectives économiques et réagir à l'intensification de la concurrence. L'impression d'une élévation du revenu permanent, à la suite des réformes et de la diminution du prélèvement inflationniste sur les encaisses monétaires, a entraîné une expansion de la consommation privée, qui a largement compensé les effets désinflationnistes de l'accroissement de la demande de monnaie. Il se peut que la consommation ait aussi été stimulée par la brusque apparition de produits importés et la crainte qu'ils ne restent pas longtemps sur le marché. Il en est résulté une propension à épargner faible et décroissante: de 19% en 1990, le taux d'épargne est tombé à 15% seulement en 1994. Cette chute a également été due à la rapide expansion du crédit, malgré des taux d'intérêt réels élevés. Les déséquilibres provoqués par le tassement de l'épargne intérieure et le recours intensif aux entrées de capitaux se sont traduits par une appréciation réelle du peso, qui a gagné plus de 20% entre 1990 et 1994, et par le creusement du déficit des paiements courants, passé à 8% du PIB ces dernières années.

L'exemple du Mexique montre qu'une politique de transformation économique et de stabilisation rapides basée sur le cours de change risque de déboucher sur une période d'aggravation du déficit des paiements courants et de hausse du cours de change réel. Durant cette phase, l'économie est particulièrement vulnérable à une perte de confiance des investisseurs, même si les politiques suivies sont viables à long terme. On peut limiter ce risque en créant une dynamique qui s'opposera à cette détérioration des comptes extérieurs et à l'appréciation réelle de la monnaie. Un moyen d'y parvenir consisterait à dégager provisoirement un excédent budgétaire, puisque la simple élimination du déficit ne suffirait peut-être pas à tirer l'économie de cette passe dangereuse. Une seconde méthode serait de définir un objectif de change réel favorisant la restructuration de l'économie, mais ce n'est pas toujours chose facile (chapitre VII).

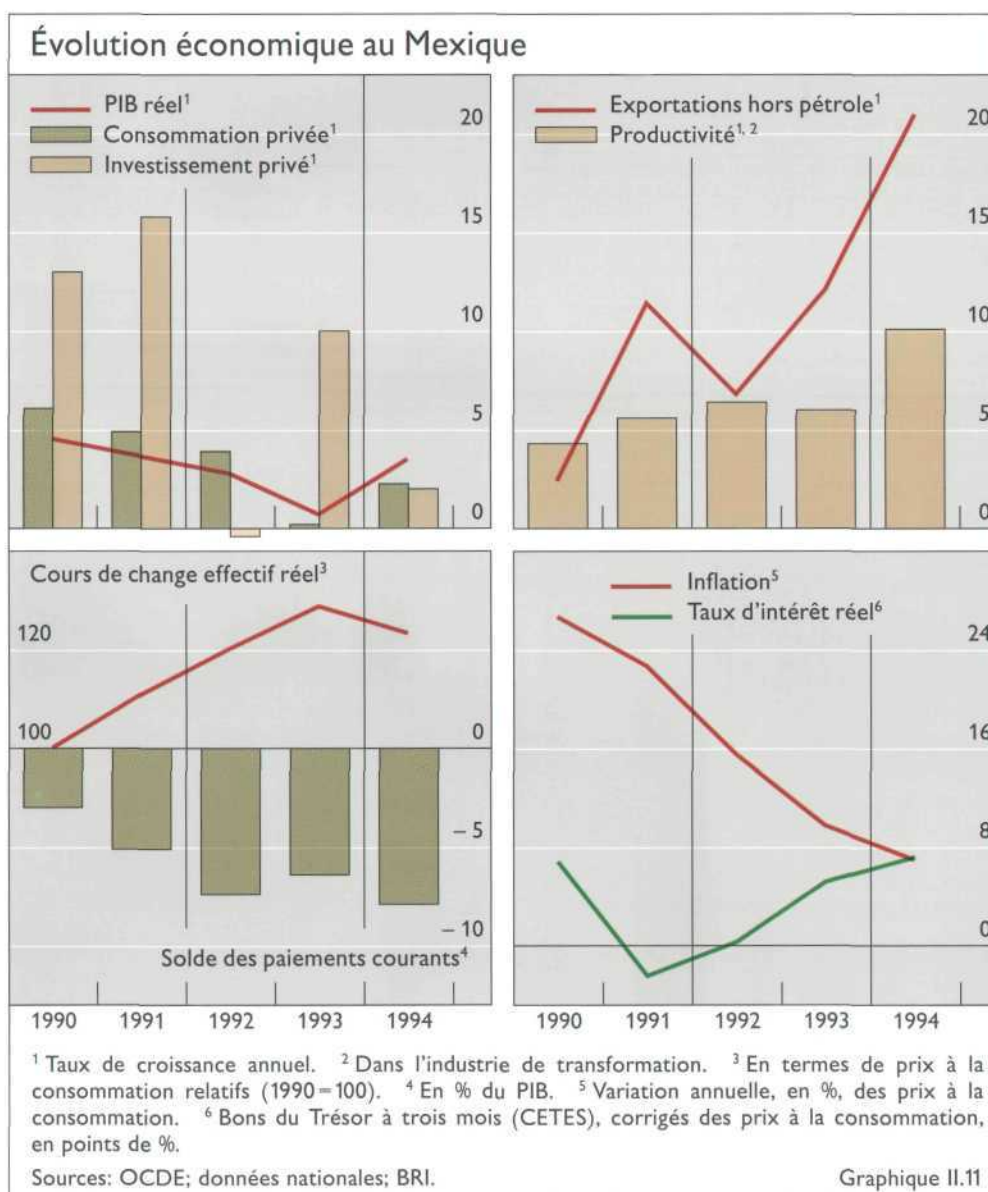
Mais l'ajustement de l'offre se fait lentement ...

... alors que la demande augmente rapidement ...

... entraînant un déséquilibre des paiements courants ...

... et rendant l'économie vulnérable à une perte de confiance des investisseurs

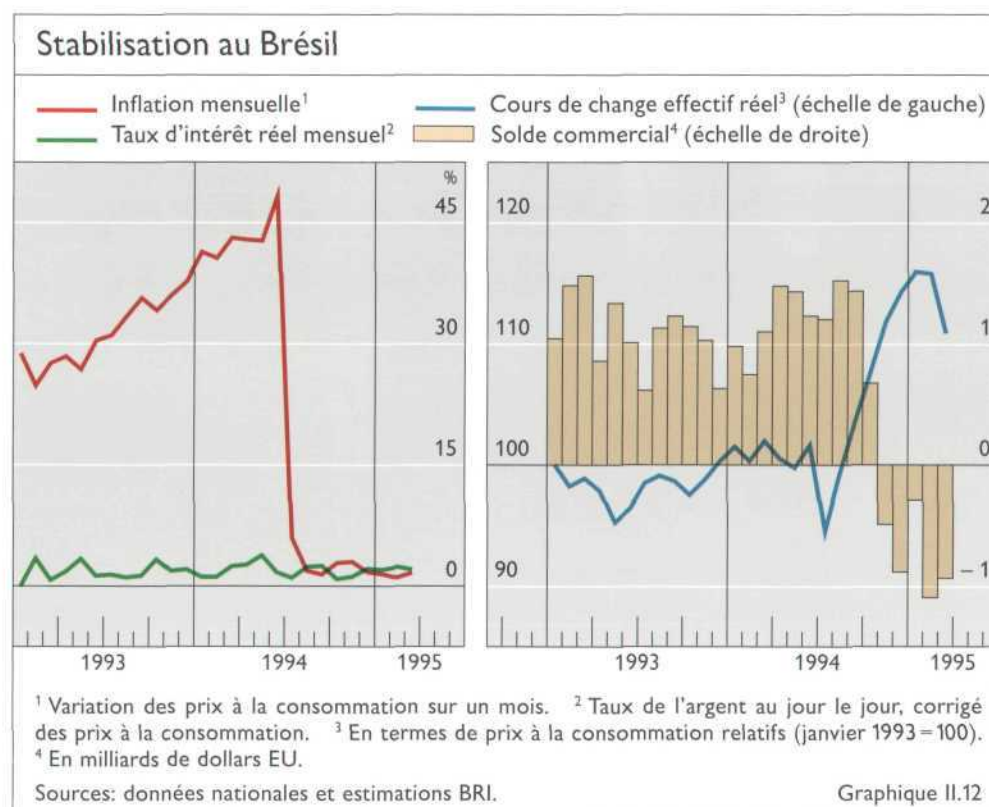
Le Chili, qui a libéralisé son économie beaucoup plus tôt et est parfois considéré comme un modèle de gestion des réformes, s'est lui-même longtemps heurté à des problèmes analogues. Jusqu'au milieu des années 80, il enregistrait un taux d'épargne faible et en baisse ainsi qu'un ample déficit des paiements courants, qui a même dépassé 10% du PIB. De plus, la production et l'emploi dans le secteur manufacturier ne progressaient que médiocrement. Or, l'expérience du Chili a été différente de celle du Mexique sur plusieurs points, qui ont joué un rôle essentiel dans la réussite des réformes. Premièrement, le taux d'épargne a augmenté rapidement après l'instauration d'un système privé de retraite, ce qui souligne l'importance des dispositifs institutionnels dans l'accroissement de la propension à épargner. Deuxièmement, le pays a maintenu son cours de change réel pratiquement constant par des ajustements nominaux, afin d'étayer la restructuration de l'industrie de transformation et le développement des exportations. Troisièmement, il a procédé à une libéralisation prudente des mouvements de capitaux, ce qui a facilité la gestion du change.



Brésil et Argentine

Dans ces deux pays aussi, l'évolution récente des réformes a été fortement marquée par les pressions de la demande excédentaire. Après plusieurs tentatives infructueuses au cours des années 80, le Brésil a mis en place un nouveau plan de stabilisation en juillet 1994. Plus tôt dans l'année, les prix et salaires avaient été peu à peu indexés à une unité de compte définie par un cours de change constant vis-à-vis du dollar EU. Cela signifiait concrètement que les prix et salaires étaient fixés en dollars EU. En juillet, cette unité a été transformée en une véritable monnaie, le cruzeiro real, ce qui a entraîné une chute rapide de l'inflation, tombée de plus de 40% par mois à environ 1½%. Si ce chiffre était faible par rapport aux antécédents du Brésil, il restait encore beaucoup plus élevé que celui des principaux partenaires commerciaux du pays. Comme dans le cas du Mexique, la réduction du prélèvement inflationniste et l'amélioration de l'accès au crédit à la consommation ont déclenché une vague d'achats qui, conjuguée au redressement de la confiance et à l'accroissement des entrées de capitaux, a contribué à une forte appréciation réelle du change de plus de 20% entre juillet 1994 et février 1995. Il en est résulté une rapide dégradation de la balance commerciale, là encore comme au Mexique quelques années auparavant. Malgré l'imposition de restrictions sur le crédit, la demande de consommation et les importations ont continué de monter en flèche, et il est apparu de plus en plus clairement qu'un cours de change nominal fixe allait devenir insoutenable. Le régime de change a été modifié en mars 1995, avec l'introduction d'une marge de fluctuation explicite, ce

Nouveau plan de stabilisation au Brésil ...



qui a permis de corriger en partie l'appréciation. En outre, l'accès au crédit à la consommation a encore été restreint et les droits de douane ont été sensiblement relevés.

... mais les problèmes budgétaires ne sont pas résolus

Contrairement au Mexique, qui a nettement amélioré ses finances publiques, les problèmes budgétaires du Brésil ne sont pas résolus, ce qui représente encore un obstacle important à une réduction durable de l'inflation. Certes, des mesures temporaires ont permis d'équilibrer le budget opérationnel (c'est-à-dire corrigé de l'inflation) l'an dernier, mais le déficit structurel reste substantiel. Pour remettre les finances publiques sur des bases saines, il importe de réviser radicalement la répartition entre gouvernement fédéral et États des pouvoirs et obligations en matière de recettes et dépenses. Un autre problème délicat concerne la réforme des banques contrôlées par l'État, qui, dans le passé, constituaient la principale source de financement du déficit quasi budgétaire. Une action dans ce domaine aiderait à éliminer le penchant inflationniste de l'économie.

Croissance rapide en Argentine ...

L'Argentine, à la différence du Mexique, a connu une croissance rapide de plus de 7% par an depuis qu'elle s'est lancée sur la voie de réformes structurelles énergiques en 1991. L'inflation a été ramenée à seulement 4% en 1994, grâce à la mise en place d'une caisse d'émission et à l'élimination du déficit budgétaire. Mais, en Argentine également, l'investissement et la consommation ont été momentanément supérieurs à l'offre potentielle. Du côté extérieur, le renforcement de la confiance s'est traduit par un accroissement des entrées de capitaux, une appréciation réelle du peso, qui a gagné environ 30% depuis l'introduction de la Loi sur la convertibilité en mars 1991, et un alourdissement du déficit des paiements courants, passé de 0,5% du PIB en 1991 à 4,0% en 1994. Les secteurs qui ont connu la plus forte expansion sont la construction, les transports et les services d'utilité publique, activités qui, par nature, ne sont pas exposées à la concurrence des importations. C'est dans ces mêmes branches que s'est concentré l'investissement. À la suite de la crise mexicaine, le gouvernement a considérablement comprimé les dépenses pour chercher à réduire l'absorption et le déficit des paiements courants tout en maintenant un cours de change fixe vis-à-vis du dollar EU. Il a aussi lancé un vaste programme d'emprunt qui, en gonflant les réserves, a fourni une marge de sécurité supplémentaire au dispositif de garantie de la monnaie.

... mais l'alourdissement du déficit des paiements courants entraîne des compressions

Pressions inflationnistes en Asie

Surchauffe en Asie ...

Les principales raisons des rythmes de croissance extraordinaires enregistrés par la plupart des pays d'Asie pendant la dernière décennie ont été analysées en détail dans le Rapport annuel de 1994. Bien que la part relative des différents facteurs reste sujette à discussion, il est évident que le taux d'épargne élevé et une politique fondée sur un dosage judicieux de stabilité macroéconomique (faible inflation et budget en équilibre), d'incitations (taux d'intérêt réels positifs et ouverture sur l'extérieur) et d'actions sélectives de l'État ont joué un rôle déterminant. La croissance, déjà vive, s'est encore accélérée en 1994 dans la majorité de ces pays, soumettant les capacités de production et l'infrastructure à de fortes pressions. Les salaires ont augmenté,

Pressions inflationnistes en Asie					
Pays	Croissance ¹	Inflation ²	Taux d'intérêt réel à court terme en 1994		Cours de change effectif réel ⁴
			Variation ³	Niveau	
Chine	0	+	-2,6	-11,1	13,1
Inde	++	+	-5,8	- 3,6	8,5
Asie du Sud-Est	++	+	-1,5	1,8	1,2
Indonésie	++	-	-1,7	3,3	-1,0
Corée	+	+	-1,5	2,1	0,6
Thaïlande	++	+	-2,4	0,4	0,7
Taiwan	+	+	-1,2	2,2	-1,5
Philippines	++	+	-1,2	3,3	6,9
Malaysia	++	+	-2,2	1,2	-3,8
Hong-Kong	-	-	1,0	- 3,9	3,3
Singapour	++	+	-0,1	0,0	4,1

¹ Croissance réelle du PIB en 1994; ++ = supérieure à 1993 et à la moyenne 1983-93; + = supérieure à 1993 et inférieure à la moyenne 1983-93; 0 = inférieure à 1993 et supérieure à la moyenne 1983-93; - = inférieure à 1993 et à la moyenne 1983-93. ² Mesurée par la variation annuelle moyenne des prix à la consommation; le signe + ou - signifie que la variation en 1994 est supérieure ou inférieure à celle de 1993. ³ Par rapport à 1993. ⁴ En termes de prix à la consommation relatifs; variation annuelle moyenne en 1994.

Sources: données nationales et estimations BRI.

Tableau II.10

eux aussi, rapidement et l'inflation représente désormais la principale menace dans cette région.

La surchauffe d'un grand nombre d'économies asiatiques s'explique par trois facteurs principaux. Premièrement, la progression rapide des exportations – due au dynamisme des échanges intrarégionaux, au renforcement de la reprise dans les pays industriels et à l'appréciation du yen – a exercé des tensions supplémentaires sur les capacités déjà fortement sollicitées dans le secteur manufacturier. Deuxièmement, l'essor de l'investissement privé et l'ampleur des programmes publics d'infrastructure, destinés à long terme à accroître le potentiel productif et à éliminer les goulets d'étranglement, sont venus s'ajouter dans l'immédiat aux pressions de la demande. Troisièmement, la région a continué d'attirer des capitaux abondants qui ont alimenté la croissance monétaire.

... due à la vigueur de la demande ...

En outre, ces pressions de la demande n'ont rencontré, au départ, qu'une faible résistance de la part des politiques budgétaires ou monétaires. Comme les budgets étaient à peu près en équilibre, il ne semblait guère urgent de consolider les positions, et la politique monétaire est restée passive suffisamment longtemps pour laisser les tensions inflationnistes s'accumuler. Les conditions monétaires n'étaient pas rigoureuses, comme le montre le niveau bas et décroissant des taux d'intérêt réels à court terme, qui n'a été compensé que partiellement par une appréciation généralement modeste des cours de change réels (tableau II.10). Toutefois, comme l'inflation observée se mettait à monter, un nombre de plus en plus grand de pays se sont efforcés de freiner l'augmentation de la demande. Dans certains cas, cette action a pris la forme d'un relèvement des taux directeurs mais,

... et à des politiques trop passives

dans d'autres, le gouvernement a imposé directement des limites à l'expansion du crédit.

Chine

Poursuite d'une
rapide inflation ...

En Chine, l'inflation s'est maintenue au taux d'environ 25% qu'elle avait atteint à la fin de 1993. Ce résultat a causé une certaine surprise, car il est apparu comme une rupture du cycle de freinage et d'accélération qui caractérisait la politique macroéconomique de la Chine depuis 1978. La hausse des prix s'était amplifiée, passant de 8,6% en 1992 à près de 20% en 1993, ce qui avait amené le gouvernement à mettre en place, au milieu de 1993, un programme de stabilisation, dont on pouvait attendre la poursuite en 1994. Ainsi, cette année aurait pu être caractérisée par des mesures d'austérité, une réduction des programmes d'investissement et une faible progression du crédit entraînant un tassement de l'inflation. Celle-ci, au contraire, a continué sur sa lancée, et la croissance de la production, si elle s'est ralentie, est restée supérieure à 10%.

... due à
des facteurs
temporaires ...

Le niveau élevé de l'inflation en 1994 s'explique en partie par l'influence de facteurs temporaires. Les autorités ont procédé, en janvier, à l'unification du cours de change officiel et de celui pratiqué dans les centres d'échanges, ce qui représentait une dévaluation de facto d'un tiers environ, qui s'est répercutée sur le prix des importations. D'autre part, l'instauration de la taxe à la valeur ajoutée a servi de prétexte à beaucoup d'entreprises pour augmenter leurs tarifs. Enfin, la libéralisation du prix des céréales et la réduction des subventions aux engrais, conjuguées à la sécheresse dans le Nord et aux inondations dans le Sud, ont entraîné un renchérissement marqué des produits alimentaires. Tous ces éléments, cependant, ne suffisent pas à expliquer pourquoi l'inflation était encore si élevée vers la fin de l'année.

... et à l'inertie
face aux efforts de
rigueur

La raison essentielle est que l'économie a résisté aux efforts de rigueur. Ce résultat inattendu s'explique par trois facteurs. Premièrement, les entreprises publiques, dont 80% sont sous le contrôle des autorités provinciales et locales, restent l'épine dorsale de l'économie. En effet, elles représentent encore la moitié de la production industrielle et emploient plus de cent millions de personnes. Comme elles assurent aussi de nombreux services sociaux, les gouvernements ont jugé nécessaire de continuer à financer leurs pertes par des subventions directes et des prêts bancaires, et les autorités locales se sont souvent efforcées de protéger leurs propres entreprises contre les compressions. L'investissement des entreprises publiques, qui s'était notablement réduit au second semestre de 1993, avait déjà repris au début de 1994 et s'est accéléré pendant toute l'année. Le deuxième facteur réside dans le fait que le secteur privé, en récente expansion, a su résister, lui aussi, au resserrement du crédit, puisqu'il s'autofinance dans une large mesure. Le troisième facteur a probablement été l'incertitude suscitée par l'éventualité du passage à une nouvelle direction politique, qui a peut-être contrarié l'établissement d'un consensus sur les orientations de l'économie. Cette incertitude est également à l'origine de l'ajournement de certaines réformes importantes qui avaient été décidées en novembre 1993.

Inde

En 1994, le gouvernement indien a corrigé le dérapage de l'année précédente. Le resserrement monétaire, conjugué au tassement des fortes entrées de capitaux antérieures, a ramené l'inflation sur une pente descendante au second semestre, bien qu'en glissement annuel elle soit restée beaucoup plus élevée qu'en 1993. La confiance des marchés a été renforcée par l'accord conclu entre la banque centrale et le gouvernement en vue d'éliminer graduellement le financement direct du déficit budgétaire par l'institut d'émission. Toutefois, si ce déficit a été quelque peu réduit ces dernières années, il continue de susciter des inquiétudes, car il est encore trop important pour permettre de stabiliser le ratio endettement/PIB. En effet, les paiements d'intérêts sont passés de 39% des recettes pour l'exercice 1990 à 50% en 1994. Comme en Chine, l'assainissement budgétaire risque de s'avérer très difficile si l'on ne procède pas à de profondes réformes des entreprises publiques.

Croissance modeste en Afrique

Après deux années de stagnation, les pays africains ont enregistré une croissance de près de 2 points de pourcentage en 1994. Si ces progrès s'expliquent dans une grande mesure par un contexte extérieur favorable, les efforts de réforme réitérés dans de nombreux pays de la zone franc ont également joué un rôle. Les pluies abondantes ont donné de bonnes récoltes; la reprise en Europe a permis de développer les exportations et la hausse de 75% des cours des boissons tropicales l'an dernier a entraîné une amélioration spectaculaire des termes de l'échange de ces pays. Cependant, la dévaluation de 50% du franc CFA, en janvier 1994, a eu une influence importante. Suite à cette mesure, les prix intérieurs ont augmenté, mais l'inflation a été généralement contenue autour de 40% et les salaires ont progressé sensiblement moins, ce qui a accru la compétitivité. Cette situation nouvelle a eu plusieurs conséquences, les plus tangibles étant la chute immédiate des importations en provenance d'Europe et le développement rapide du commerce intrarégional.

Croissance modérée dans un contexte extérieur favorable

Progrès de la compétitivité dans la zone franc

Ajustement dans la zone franc d'Afrique								
Région et pays	PIB réel		Prix à la consommation		Importations ¹		Solde commercial	
	1990-93	1994	1990-93	1994 ²	1990-93	1994	1990-93 moyenne	1994
	variation annuelle, en %						en milliards de dollars EU	
Afrique de l'Ouest	0,2	3,1	0,5	36	3,3	-0,2	0,0	0,6
Côte-d'Ivoire	-1,0	1,3	1,8	32	0,7	-6,8	1,1	1,3
Afrique centrale	-2,4	-0,4	0,7	50	1,4	-7,6	2,7	2,8
Cameroun	-6,3	-1,8	-0,2	48	-5,8	-6,4	0,7	0,8
Total zone franc	-0,8	1,5	0,6	42	2,6	-2,7	2,7	3,4
¹ En dollars EU. ² En glissement. Sources: Banque de France; FMI; données nationales; estimations BRI.								

Tableau II.11

Si les économies de la zone franc semblent avoir échappé au piège de la surévaluation, il leur reste à affronter quelques problèmes de taille. Par exemple, les déficits publics demeurent élevés et, dans certains cas, d'importants obstacles au commerce subsistent. La suspension des programmes soutenus par le FMI dans plusieurs d'entre elles, notamment en Afrique centrale, souligne la nécessité d'accroître l'effort d'ajustement afin de consolider les gains procurés par un cours de change plus réaliste.

Renforcement de
la confiance en
Afrique du Sud

En Afrique du Sud, le nouveau gouvernement a continué de mener une politique macroéconomique prudente. Le déficit budgétaire a été limité l'an dernier à 6% du PIB environ et le budget présenté pour 1995 envisage de le réduire encore, à 5,8%, malgré les projets ambitieux d'augmentation des dépenses sociales et d'infrastructure inscrits dans le Programme de reconstruction et de développement. Devant la menace de pressions inflationnistes au second semestre, les autorités ont réagi par un resserrement monétaire énergique. Vers la fin de 1994 et au début de 1995, des signes de plus en plus nombreux ont attesté un renforcement progressif de la confiance dans les politiques du gouvernement et dans le potentiel de croissance de l'économie. L'investissement et la production ont fortement repris, et le cours de change parallèle pour les transactions en capital, le rand financier, a continué de s'affermir, permettant ainsi au gouvernement d'unifier, en mars, le régime de change. Le principal défi auquel les autorités doivent faire face aujourd'hui est de concilier la nécessité d'un accroissement des dépenses sociales et la poursuite de l'assainissement des finances publiques.

Réformes dans les anciennes économies à planification centralisée

Europe orientale

Diverses stratégies
de transformation ...

Après plusieurs années de baisse de la production, de nombreux pays de cette région ont retrouvé le chemin de la croissance l'an dernier et d'autres, comme la Pologne, ont enregistré une nouvelle accélération. Dans l'ensemble de cette zone, les stratégies de transformation adoptées il y a cinq ans commencent à faire sentir leurs effets positifs. Elles s'articulaient, à des degrés divers, autour de trois grands axes: libéralisation rapide des prix et du commerce, politique déterminée de stabilisation macroéconomique et de réformes institutionnelles englobant la privatisation, et adoption d'un cadre juridique adapté à une économie de marché.

... ont entraîné
un développement
rapide du secteur
privé

Les autorités étaient, pour la plupart, convaincues que seule une politique combinant libéralisation et stabilisation rapides avait des chances de réussir: les signaux donnés par les prix libérés serviraient à orienter la production; la réduction des subventions et des crédits bancaires forcerait les entreprises publiques à prêter attention à ces signaux; enfin, la libéralisation du commerce ferait jouer la pression nécessaire de la concurrence dans une économie par ailleurs oligopolistique. Ces politiques ont entraîné une transformation radicale des économies d'Europe orientale depuis cinq ans. Le secteur privé, pratiquement inexistant au temps de la planification centralisée, représente actuellement une part du PIB située entre 27% (Bulgarie) et 70% (République tchèque) (tableau II.12). Après un effondrement initial des

Indicateurs de transformation économique								
Pays	Part du secteur privé dans le PIB	Évolution des exportations (évaluées en dollars EU)		Investissement direct étranger		Solde des paiements courants ¹		Cours de change effectif réel ²
	1994	1991-93	1994	1990-94	1994	1993	1994	1991-94
	en %			en milliards de dollars EU	en % du PIB			variation en %
Bulgarie	27	-11	17	0,2	0,5	-9,9	1,5	60
Hongrie	50	- 9	20	6,8	2,9	-9,0	-9,5	32
Pologne	56	- 1	20	3,2	1,1	-2,7	-1,0	68
République slovaque	58	9 ³	23	0,6	1,5	-6,2	-1,5	24
République tchèque	70	15 ³	8	3,0	2,4	1,4	0,8	28
Roumanie	35	-15	23	1,3	1,8	-4,5	-0,9	- 9
Croatie	50	-27 ⁴	9	0,2	0,7	1,9	0,7	- 9
Slovénie	30	0 ⁴	12	0,4	0,5	1,2	3,4	-17
Estonie	56	-56	66	0,5	8,0	1,9	-5,8	208
Lettonie	55	-85	- 1	0,2	1,9	8,3	0,0	156
Lituanie	50	-81	5	0,1	0,7	-6,2	-5,1	- 2
Fédération de Russie	62	-38 ⁵	8 ⁵	2,8	0,4	1,0 ⁵	0,0 ⁵	-51
Ukraine	38	-71	-20	0,5	0,3	-2,7	-8,4	-82

Les données pour 1994 sont en partie estimées.

¹ Pour la Hongrie, la Pologne, les Républiques slovaque et tchèque et la Slovénie, monnaies convertibles uniquement. ² En termes de prix à la consommation relatifs; pour la Croatie, les États baltes et l'Ukraine, cours par rapport au dollar EU uniquement. ³ À l'exclusion des échanges bilatéraux entre les Républiques slovaque et tchèque. ⁴ À l'exclusion des exportations vers l'ex-Yougoslavie. ⁵ À l'exclusion des transactions avec les pays de la CEI.

Sources: données nationales et estimations BRI. Tableau II.12

échanges, les exportations se sont redressées, enregistrant en 1994 une progression comprise entre 8% (République tchèque) et 23% (République slovaque et Roumanie). Plusieurs pays ont aussi attiré d'importants volumes d'investissement direct étranger, la Hongrie ayant bénéficié à elle seule des deux cinquièmes des apports.

L'inflation est toutefois restée obstinément élevée dans tous les pays, à l'exception des Républiques slovaque et tchèque, sous l'effet surtout d'une forte demande. D'autre part, bien que certains pays aient réussi à équilibrer leur budget – Estonie, Lettonie, Lituanie, République tchèque et Slovénie –, le déficit s'est avéré plus tenace dans les autres. En Hongrie, le solde budgétaire global est passé d'un excédent en 1990 à un déficit de 6% du PIB en 1994, ce qui s'est traduit par une inflation à deux chiffres, une vive appréciation du cours de change réel et un ample déficit des paiements courants équivalant à près de 10% du PIB. En mars 1995, le gouvernement s'est résolu à s'attaquer à ce double problème en s'appuyant sur une discipline budgétaire et une dévaluation de la monnaie.

Pourtant, le fait que l'inflation s'est maintenue à deux chiffres dans tous les pays donne à penser que le déficit des finances publiques n'est pas le seul

Persistance de l'inflation due aux pressions de la demande ...

... et au renché-
rissement des
services

facteur en cause. La hausse du prix des biens protégés par rapport à ceux du secteur exposé a joué un grand rôle. Le renchérissement relatif de ces biens, tels que les services personnels – pratiquement inexistant dans le cadre de la planification centralisée –, traduit une demande grandissante dans ce domaine de la part des nouveaux consommateurs-rois. Comme leurs prix échappent à toute discipline internationale, ils peuvent monter beaucoup plus vite que ceux des autres biens. De plus, à mesure que la croissance s'accélère, les gains notables de productivité dans le secteur manufacturier risquent aussi de se refléter dans une progression plus rapide des prix des services. En effet, dans le secteur protégé, les salaires auront tendance à augmenter plus ou moins parallèlement à ceux de l'industrie de transformation, même si la marge d'amélioration de la productivité y est inférieure.

À l'exception de l'Estonie, de la Hongrie et de la Lituanie, les déficits des paiements courants sont restés faibles, de l'ordre de 2% du PIB ou moins. Dans certains cas, comme en Bulgarie et en Roumanie, cette situation a résulté davantage de la difficulté d'obtenir aisément des financements que de la rigueur des politiques macroéconomiques. Dans ces pays, les pressions de la demande excédentaire se sont traduites par des taux d'inflation dépassant 50%. Dans d'autres, tels que la Pologne ou les Républiques slovaque et tchèque, le déficit des paiements courants a été contenu par une politique restrictive. Néanmoins, même parmi ceux qui exercent un contrôle macroéconomique rigoureux, quelques-uns (Estonie, Lettonie et République tchèque) ont enregistré une appréciation réelle substantielle de leur monnaie.

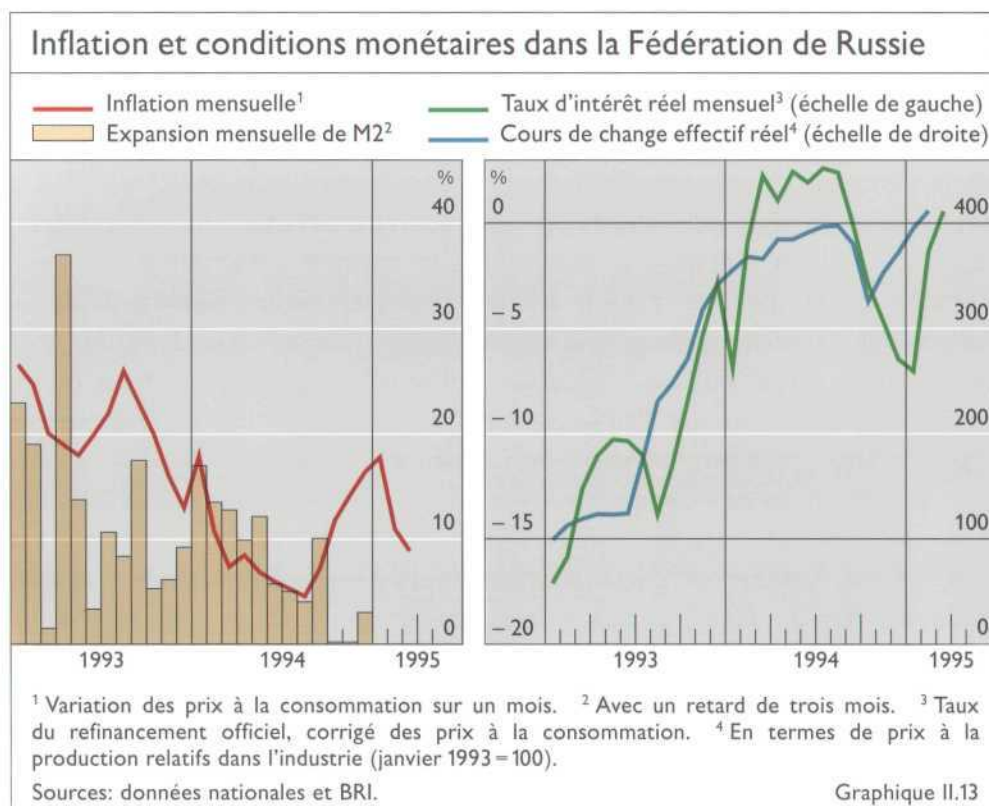
Russie

Les à-coups de la
lutte contre l'infla-
tion déclenchent
une crise du rouble

Après une période de forte inflation et d'aisance monétaire en 1993, le crédit a été freiné et les taux d'intérêt réels à court terme sont devenus positifs au premier semestre de 1994, ramenant l'inflation mensuelle à 5% environ au début de l'été. Cette évolution aurait mis les entreprises dans l'obligation impérieuse de s'ajuster, si elles n'avaient pas anticipé un nouveau relâchement de la politique, selon un schéma déjà observé dans le passé. Recourant donc à un expédient classique, elles ont laissé s'accumuler des arriérés sur leurs comptes interentreprises, leurs impôts et leurs salaires. Comme en 1992, cette stratégie a provoqué, bien entendu, une «crise d'arriérés» qui, vers le milieu de l'été, est devenue la principale préoccupation des autorités. Celles-ci ont alors assoupli le crédit et, lorsqu'elles ont cessé de soutenir le rouble, le cours de change a perdu 22% par rapport au dollar, le «mardi noir» (11 octobre). En décembre, l'inflation mensuelle était remontée à 16%. L'espoir que cette expansion du crédit serve au moins à maintenir le niveau de production des entreprises s'est, en outre, avéré vain, puisque sa baisse s'est poursuivie au second semestre.

Nouveau
programme de
stabilisation

Devant cette situation, la Russie a mis en œuvre, en 1995, un programme de stabilisation bénéficiant du soutien du FMI. Il était devenu évident, en effet, que ni l'octroi continu de crédits à l'industrie ni le maintien d'importants déficits budgétaires ne permettraient d'arrêter la baisse de la production et que la politique suivie ne faisait que retarder l'ajustement, au prix d'une inflation élevée et instable.



Enseignements à tirer des réformes

La transition de la planification centralisée à l'économie de marché était, en fait, un voyage dans l'inconnu, qui ne pouvait guère s'inspirer de précédents historiques, ni de théories économiques. Les diverses stratégies de transformation adoptées au cours des six dernières années ont beaucoup approfondi notre connaissance des problèmes posés par la transition, de sorte que certaines conclusions préliminaires peuvent être tirées des réformes entreprises à ce jour.

On peut penser que le problème le plus délicat qui se posait aux responsables de l'économie au début des réformes était le rythme de la libéralisation et de la stabilisation. La première conclusion fournie par l'expérience de pays comme l'Estonie, la Pologne et les Républiques slovaque et tchèque est qu'une libéralisation rapide est possible, même si la transformation structurelle est forcément une tâche de longue haleine. L'héritage de la planification centralisée laissait les économies démunies pour survivre dans un environnement de marché: ainsi, les entreprises ne disposaient d'aucun service de marketing et les banques n'avaient aucune expérience de l'évaluation du crédit; pour acquérir de telles compétences, il leur fallait du temps. Dans le secteur de la production, il était impossible de remplacer des équipements vétustes du jour au lendemain; il n'était guère plus aisé de réorienter rapidement les décisions d'allocation des ressources en fonction des prix.

Certains en ont conclu que la libéralisation microéconomique devait, elle aussi, se faire graduellement. De toute évidence, la libéralisation des prix et du

Réflexions sur
les enseignements
des réformes

La libéralisation
rapide offre plus
d'avantages que
d'inconvénients

commerce présentait de gros risques dans une telle situation. La nouvelle structure des prix relatifs et la concurrence des importations devaient fatalement démontrer au grand jour l'irrationalité du tissu industriel hérité de la planification centralisée. Les pertes des entreprises allaient s'aggraver et conduire ces dernières à demander des subventions publiques et/ou des prêts supplémentaires des banques d'État. La libéralisation des prix pourrait alors déclencher des forces inflationnistes difficilement contrôlables. Mais, en face de ces risques, il fallait mettre en balance les avantages de la libéralisation de l'économie. Par son action sur les prix et le commerce, elle signifiait que les pénuries de caractère endémique qui sévissaient précédemment seraient rapidement éliminées. En outre, elle allait donner libre cours aux forces puissantes de l'initiative privée, qui représentaient l'espoir d'une prompt réaction de l'offre, même si le comportement du secteur public ne devait guère se modifier. L'expérience positive de certains des pays d'Europe orientale qui ont procédé à des réformes rapides montre que les avantages d'une telle politique l'emportent sur ses risques évidents.

Une politique
macroéconomique
ferme induit un
changement mi-
croéconomique

La seconde conclusion que l'on peut tirer du processus de réformes dans les pays qui ont obtenu les meilleurs résultats est que la mise en œuvre de politiques macroéconomiques rigoureuses permet d'induire un changement microéconomique et de relancer l'initiative privée. Les sévères restrictions budgétaires imposées aux entreprises publiques – après une poussée d'inflation initiale et un recours à la «soupape de sûreté» du crédit interentreprise et des prêts bancaires aux firmes déficitaires – les ont obligées à des compressions, qu'elles aient été ou non sur la liste des privatisables. En même temps, ces contraintes ont ménagé un espace nécessaire à l'apparition d'un secteur privé dynamique, ce qui a encore accru la pression de la concurrence sur les entreprises d'État. Certes, les perspectives de privatisations généralisées, même si elles ne se sont pas toujours concrétisées, ont joué un rôle important, mais l'ajustement dans les entreprises publiques avait commencé bien avant le début du processus de privatisation, du moins dans les pays qui avaient opté pour des politiques macroéconomiques rigoureuses.

III. Échanges internationaux

Faits saillants

L'année écoulée a de nouveau mis en évidence l'internationalisation croissante des économies, comme en témoigne la progression, la plus forte depuis près de vingt ans, du commerce mondial. Au cours des dix dernières années, les échanges se sont accrus deux fois plus vite que la production, marquant ainsi une nette accélération par rapport à la décennie précédente. En outre, le nombre des pays dans lesquels le commerce international compte pour une large part de l'activité économique ne cesse d'augmenter depuis quelques années.

La mise en œuvre progressive des accords conclus dans le cadre du Cycle de l'Uruguay devrait encore stimuler le commerce mondial dans les années à venir. Toutefois, la tentation du protectionnisme est bien vivace, et l'évolution de la situation dépendra beaucoup de la façon dont les membres de la nouvelle Organisation mondiale du commerce respecteront les règles qu'ils se sont données pour préserver le système d'échanges multilatéral. La libéralisation du secteur des services, en pleine expansion, sera aussi l'une de ses tâches les plus importantes, qu'il ne faudrait d'ailleurs pas sous-estimer, si l'on en juge par les difficultés que soulève à l'heure actuelle l'ouverture des échanges de services financiers.

L'investissement direct étranger a joué un rôle déterminant dans l'essor du commerce. Il a encore augmenté en 1994, et l'on a constaté dans le même temps un accroissement de la part des flux se dirigeant hors du monde industriel. Les délocalisations auxquelles ont procédé les entreprises, davantage incitées à transférer une partie de leur activité vers des centres de production à coût inférieur, ont été à cet égard un facteur important, qui favorise, en fait, l'ajustement à moyen terme dans les pays excédentaires – comme l'illustre en particulier le cas du Japon. Ainsi, l'investissement direct a permis non seulement de financer les déséquilibres dans les pays déficitaires, mais aussi, lorsqu'il a stimulé le développement des capacités du secteur exportateur, de créer les conditions pour que ces déficits se corrigent d'eux-mêmes.

La situation des paiements courants est restée marquée par de profonds déséquilibres l'an passé. Le fait que la divergence des positions extérieures globales commence à avoir un impact sensible sur les flux de revenus des investissements, ce qui est de nature à entretenir les déséquilibres courants, revêt à cet égard de plus en plus d'importance. C'est dans la persistance même de tels déséquilibres, en effet, qu'il faut peut-être voir la raison pour laquelle la configuration des paiements courants a tellement pesé sur les cours de change l'an dernier, non seulement dans les pays industriels (cas du dollar EU et du yen), mais ailleurs également (Mexique, en particulier).

La poursuite de l'amélioration des positions extérieures courantes en Europe occidentale tient en grande partie à l'essor des exportations, provoqué par la dépréciation globale des monnaies de l'Europe dans son ensemble. Il convient de préciser que, ces deux dernières années, les ventes à l'étranger ont augmenté plus vite dans les pays dont la monnaie s'est dépréciée.

Commerce international

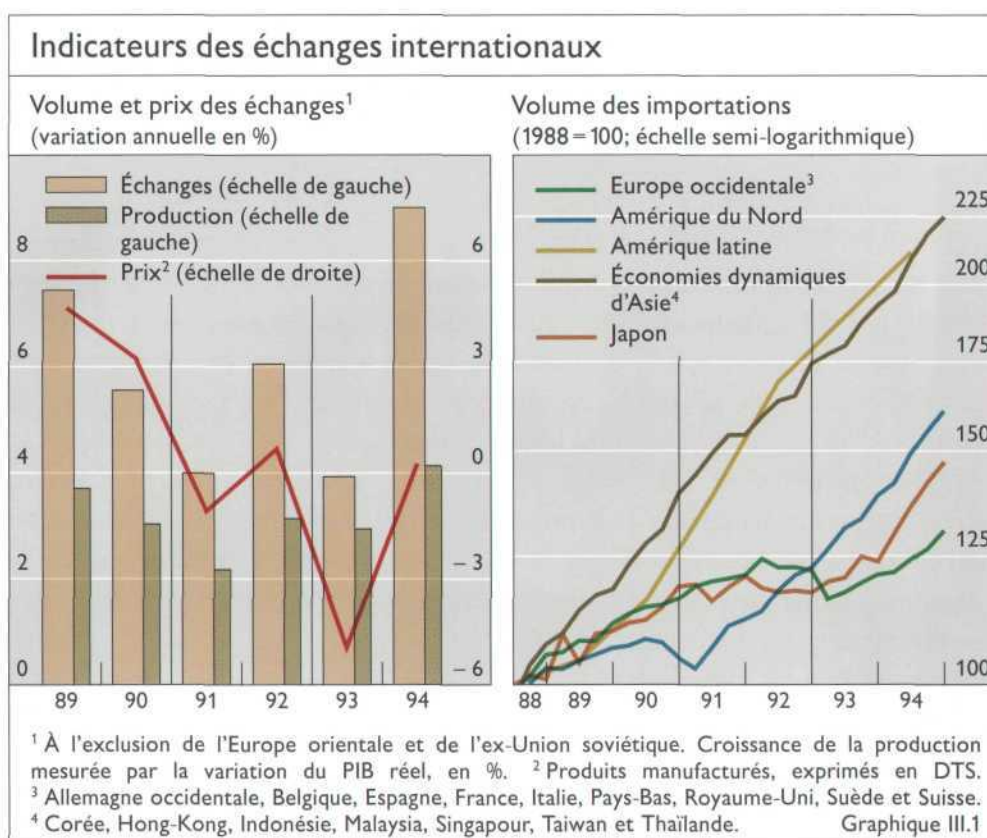
Évolution

Forte expansion
des échanges...

Le volume des échanges internationaux de marchandises a augmenté de 9% environ l'an dernier, contre 4% en 1993, ce qui représente plus de deux fois le taux de croissance du PIB mondial. Cette accélération relative de l'expansion du commerce, perceptible depuis quelque temps, tient à plusieurs facteurs importants: libéralisation généralisée des échanges, intensification des relations commerciales au sein des grands groupes régionaux et tendance accrue des entreprises à délocaliser leur production. Pour l'ensemble des pays industriels, le rapport entre la progression des échanges et celle du PIB s'est chiffré à 2 en moyenne sur 1985-94 (contre 1½ au cours des dix années précédentes), tandis qu'il s'établissait à 1½ dans les pays en développement (au lieu de 1 sur 1975-84). Il s'est particulièrement élevé en Amérique latine, passant de moins de ½ sur 1975-84 à 2½ sur 1985-94.

... de caractère
généralisé

Les importations des pays industriels ont fait preuve d'un dynamisme généralisé, avec la poursuite d'une expansion déjà forte en Amérique du Nord, une nouvelle accélération au Japon provoquée par la fermeté du yen et une



vigoureuse reprise de la demande en Europe (graphique III.1). L'accroissement très rapide de la demande d'importations en Asie et en Amérique latine – qui comptait pour la moitié environ de l'augmentation des importations mondiales en 1989–93 – s'est encore intensifié l'an dernier, dépassant légèrement le rythme enregistré dans le monde industrialisé. Enfin, les exportations des pays en développement ont connu, elles aussi, une vive progression, grâce à la vigueur des échanges à l'intérieur même de ce groupe et à la reprise économique dans les pays industriels. Après des années de morosité, l'essor de l'activité économique mondiale s'est avéré très profitable, en particulier aux exportateurs de produits minéraux.

Sous l'action notamment d'une légère hausse des prix en dollars du commerce mondial, la valeur des échanges de marchandises s'est accrue d'environ 11½% l'an dernier. Après avoir reculé de près de 5% en 1993, ces prix ont augmenté, en effet, d'un peu plus de 2%, ce qui correspond grosso modo à la dépréciation du dollar par rapport au DTS et n'indique donc pas un renchérissement général des échanges. Sur ce fond de stabilité globale, cependant, les prix du pétrole ont baissé, tandis que les cours d'autres produits sont montés, parfois nettement.

Mesurés par leur valeur CIF moyenne dans les pays industriels, les prix du pétrole brut sont tombés juste au-dessous de \$16 le baril en 1994. Par rapport à ceux des produits manufacturés, ils sont ainsi descendus à leur point moyen le plus bas depuis plus de vingt ans, ce qui correspond tout juste à 55% du niveau enregistré après le premier choc pétrolier en 1974. Ils ont fait preuve, en outre, d'une grande volatilité, accentuée peut-être par les décisions de l'OPEP au sujet des quotas de production (et leur application plus ou moins stricte) ainsi que par la crainte, apparue en milieu d'année, d'une réduction des approvisionnements à la suite de grèves au Nigeria. Les pays de l'OPEP ayant décidé, en fin d'année, de maintenir ces quotas pendant un an, dans un contexte d'intensification de la demande, les prix se sont raffermis au début de 1995.

D'autres catégories de biens échangés, cependant, ont vu leurs prix augmenter l'an dernier. C'est le cas notamment des produits manufacturés, dont les prix en DTS ont commencé à remonter en 1994, après avoir régressé de 5% en 1993 (graphique III.1). Quant aux produits de base non pétroliers, leurs prix en DTS ont gagné environ 10%, après une baisse de 3% (et de 20% au total entre 1988 et 1993), ce qui s'est traduit par un gain de 2,5% des termes de l'échange en faveur des exportateurs.

Des facteurs conjoncturels et d'autres évolutions plus spécifiques expliquent pour beaucoup la hausse des cours des produits de base non pétroliers. La reprise économique dans les pays industriels et la vigueur de la demande dans le secteur manufacturier d'Asie du Sud-Est, gros consommateur de matières premières, ont certainement agi dans ce sens. Ensuite, le volume des stocks déversés sur le marché mondial par certaines économies en transition s'est amenuisé. Enfin, les mauvaises conditions climatiques, qui ont sérieusement affecté la production de café dans les principaux pays exportateurs, sont en grande partie responsables de l'augmentation des cours des boissons tropicales (laquelle a alimenté à son

Baisse des prix
du pétrole ...

... mais
renchérissement
des produits
manufacturés ...

... et des
produits de base
non pétroliers

tour, pour moitié environ, le renchérissement des produits de base non pétroliers mesuré par l'indice du FMI). Un fait nouveau a sans doute aussi gonflé la demande de produits de base, l'an dernier: l'arrivée sur le marché des fonds de placement, dont les achats spéculatifs ont notamment contribué à l'accroissement de 35% du volume des contrats négociés à la Bourse des métaux de Londres en 1994. À travers leurs opérations d'investissement ou de nantissement, ces institutions financières ont ainsi joué un rôle de premier plan, en 1994, dans l'offre de métaux sur ce marché. Il est à noter, toutefois, qu'elles ont liquidé une part notable de leurs positions spéculatives au début de 1995.

Marché du pétrole

Production ...

Depuis le début de la présente décennie, la dépendance à l'égard des approvisionnements de l'OPEP, qui s'était nettement accentuée durant la seconde moitié des années 80, tend à se stabiliser (tableau III.1), du fait en grande partie de l'accroissement sensible de la production des pays industriels (ainsi que des réserves prouvées), surtout en mer du Nord. En 1994, les exportations nettes de la Norvège et du Royaume-Uni ont ainsi atteint en moyenne 3,3 millions de barils/jour, contre 1,6 million seulement en 1990. Les progrès de la technologie et une meilleure maîtrise des coûts ont certainement aidé les pays producteurs industriels, ces dernières années, à surmonter le handicap que leur avait imposé la baisse des prix à la fin des années 80.

... et consommation

L'élasticité de la consommation de pétrole des pays industriels par rapport à la croissance du PIB, qui était de l'ordre de 1/2 point en 1985-90, est

Échanges mondiaux de pétrole ¹						
Groupe et pays	1985	1990	1991	1992	1993	1994 ²
	en millions de barils par jour					
Pays industriels	14,6	19,5	18,9	19,7	20,1	19,9
Importateurs	16,5	21,2	21,2	22,3	23,1	23,7
dont: États-Unis	4,0	7,2	6,6	7,3	8,1	8,7
Japon	4,1	4,8	4,7	4,8	4,8	4,9
Europe occidentale	8,3	9,2	9,8	10,0	9,9	9,9
Exportateurs	- 1,9	- 1,7	- 2,3	- 2,6	- 3,0	- 3,8
Canada	- 0,3	- 0,1	- 0,4	- 0,3	- 0,4	- 0,5
Norvège	- 0,6	- 1,4	- 1,8	- 2,0	- 2,2	- 2,3
Royaume-Uni	- 1,0	- 0,1	- 0,1	- 0,2	- 0,4	- 0,9
PED hors OPEP ³	0,1	2,5	3,2	3,2	3,4	3,5
dont: NEI d'Asie ⁴	1,3	1,9	2,2	2,5	2,6	2,8
Mexique	- 1,6	- 1,2	- 1,2	- 1,3	- 1,2	- 1,3
OPEP	-13,4	-20,3	-21,1	-21,3	-21,6	-21,6
dont: Arabie Saoudite	- 3,5	- 5,7	- 8,0	- 8,1	- 7,5	- 7,4
Europe orientale	1,7	1,4	1,0	0,8	0,6	0,6
Ex-Union soviétique	- 3,0	- 3,2	- 2,2	- 2,2	- 2,4	- 2,4

¹ Importations nettes (= exportations nettes). ² Estimations. ³ Chiffres calculés par différence.

⁴ Corée, Hong-Kong, Singapour et Taiwan.

Tableau III.1

passée plus récemment à 1 point environ, ce qui donne à penser que le tassement des cours depuis le milieu des années 80 peut avoir atténué l'incitation à une utilisation plus rationnelle de l'énergie. La demande de pétrole a même progressé plus vite que le PIB en Europe occidentale. Il est vrai, cependant, que dans cette région la production est beaucoup moins gourmande en hydrocarbures qu'en Amérique du Nord: en proportion du PIB (calculé en PPA), l'Europe consomme, en effet, 40% de pétrole de moins que le Canada et les États-Unis. Par ailleurs, les importations nettes des pays en développement non membres de l'OPEP ont augmenté de quelque 40% depuis 1990. Si le monde en développement utilise dans son ensemble peu de pétrole pour sa production, les économies d'Asie en voie d'industrialisation rapide en font, quant à elles, une consommation presque aussi intensive que l'Amérique du Nord.

La stagnation de la demande mondiale de pétrole en provenance de l'OPEP a eu de graves conséquences pour l'Arabie Saoudite. Après avoir plus que doublé sa production entre 1985 et 1992, ce pays a été contraint, depuis lors, de la restreindre pour limiter la chute des cours. De ce fait, le déficit de ses comptes courants s'est élevé à quelque \$13 milliards en 1994, portant ainsi à \$166 milliards son montant cumulé depuis 1983. Cette détérioration s'est traduite à son tour par de larges déficits budgétaires, au point qu'en 1994 les autorités ont annoncé un vaste programme de redressement des finances publiques.

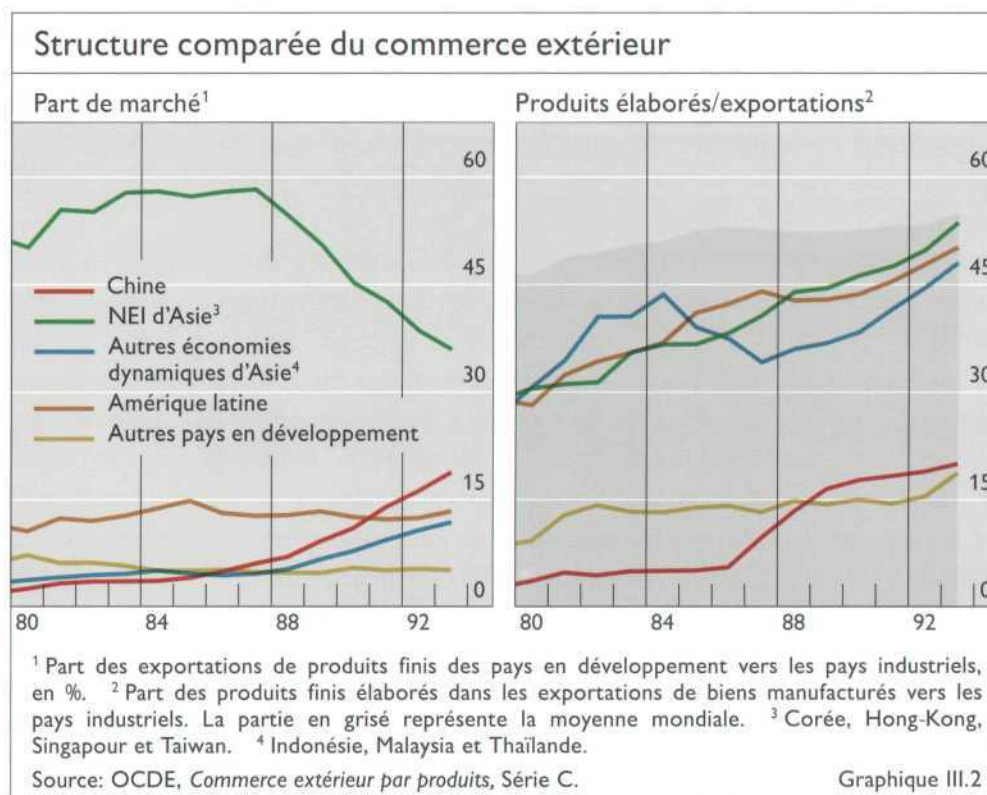
Arabie Saoudite

Modification de la composition des échanges dans les pays en développement

De nombreux PED se sont efforcés de diversifier leurs exportations en réduisant la place des matières premières au profit des produits manufacturés. Les pays d'Asie du Sud-Est ont particulièrement bien réussi cette réorientation, aidés en cela par divers facteurs: réformes concernant le commerce extérieur, stabilité macroéconomique, politique de change axée sur la compétitivité et investissements directs massifs de l'étranger. Leurs ventes aux pays industriels se composent maintenant pour plus de 80% de produits manufacturés, contre 50% au début des années 70. La diminution régulière, depuis le milieu des années 80, de la part des NEI d'Asie dans les exportations de produits finis des pays en développement vers les pays développés trouve sa contrepartie dans l'augmentation enregistrée par les autres pays de la région. Ainsi, la Chine a remplacé Taiwan au premier rang des pays en développement exportateurs d'Asie.

Diversification
des exportations
en Asie ...

En outre, les économies les plus industrialisées du Sud-Est asiatique sont passées de l'exportation de produits manufacturés simples à des biens plus élaborés, de sorte que la structure de leurs ventes à l'étranger se rapproche de celle des pays industriels (graphique III.2). L'augmentation très rapide de la production et des exportations industrielles de l'Asie a fait naître des craintes, et parfois même suscité des réflexes protectionnistes, dans les pays occidentaux les plus développés en butte à cette concurrence. De telles réactions négligent certains aspects importants de l'expansion du commerce. D'abord, le bond des exportations des nouvelles économies industrialisées n'a pas freiné la demande mondiale, car ces pays achètent à l'étranger autant qu'ils



lui vendent. Ensuite, l'accroissement des capacités mondiales de production industrielle auquel ils ont contribué a généralement fait baisser les prix – ce qui est particulièrement évident dans le secteur florissant de l'électronique – pour le plus grand avantage de tous les consommateurs. D'ailleurs, la concurrence acharnée que se livrent les entreprises asiatiques ne fait que renforcer cette tendance, en empêchant les principaux producteurs de réaliser des bénéfices excessifs.

Les produits manufacturés – souvent à un stade de transformation avancé – ont également représenté une proportion appréciable, et de plus en plus importante, des exportations de l'Amérique latine vers les pays industriels. Toutefois, jusqu'à une date récente tout au moins, la part de cette région dans les exportations de produits manufacturés des pays en développement ne s'est pas accrue aussi vite que celle de certaines économies d'Asie. L'Afrique et le Moyen-Orient sont encore très loin derrière, et leurs ventes restent essentiellement composées de produits manufacturés simples ou semi-ouvrés.

Politiques commerciales: les enjeux du présent et de l'avenir

Le 1^{er} janvier de cette année a vu la naissance de l'Organisation mondiale du commerce (OMC), qui rassemble plus de 120 pays membres et institutionnalise le processus de libéralisation des échanges internationaux de marchandises et de services. La création de l'OMC marque l'aboutissement d'un long cycle de négociations commerciales entamé il y a plus de huit ans. Ainsi que le notait le soixante-quatrième Rapport annuel, outre le thème classique du commerce de marchandises, ces pourparlers ont permis d'aborder des questions tout à fait

... et dans d'autres régions du monde en développement

Progrès dans la libéralisation du commerce mondial

inédites, en particulier: l'application de règles et disciplines commerciales dans les domaines des services, de l'agriculture et du textile; la défense de la propriété intellectuelle; l'adoption de nouveaux principes en matière de subventions et de mesures de sauvegarde; enfin, la mise en place d'un système plus efficace et plus uniforme pour le règlement des différends. De grands progrès ont été accomplis sur ces diverses questions.

Un certain nombre de points sont toutefois demeurés en suspens. Tel est le cas notamment des services financiers, secteur dont le développement a été extrêmement rapide ces dernières années et au sujet duquel les négociations se poursuivent. À la fin de 1993, alors que le Cycle de l'Uruguay arrivait à son terme, les autorités américaines avaient jugé que l'examen de ce dossier n'était pas suffisamment avancé pour que la clause de la nation la plus favorisée (extension à tous les pays membres des avantages consentis à l'un d'entre eux) puisse s'appliquer aux échanges de services financiers. À l'époque, les États-Unis n'étaient guère satisfaits du peu d'empressement de nombreux pays à réduire les obstacles restreignant l'accès de leur marché aux établissements financiers étrangers: limitation du champ d'activité, obligations très strictes de réciprocité, normes de fonds propres discriminatoires, contrôle des changes et autres pratiques restrictives, etc. Il a donc été décidé de prolonger les négociations jusqu'au milieu de 1995. Une première étape importante a été franchie au début de 1995, lorsque les États-Unis et le Japon se sont mis d'accord sur l'assouplissement des règles limitant la participation étrangère à la gestion des fonds de pension et d'investissement japonais. Toutefois, certains autres grands partenaires des États-Unis (en Asie et en Amérique latine principalement) n'ont pas encore pris les nouveaux engagements souhaités par ce pays pour libéraliser leur secteur financier. C'est pourquoi les États-Unis restent opposés à l'application à ce domaine de la clause de la nation la plus favorisée. Si ce pays persistait dans son attitude, ce serait la porte ouverte à un traitement discriminatoire à l'encontre des prestataires étrangers de services financiers aux États-Unis, en même temps qu'un recul par rapport à la position libérale qui est la sienne actuellement et qui vise à assurer un traitement national «inconditionnel» aux établissements étrangers. D'autres pays pourraient alors être tentés de prendre à leur tour des mesures encore plus restrictives.

L'OMC se trouve devant de nombreux défis. L'un d'eux est son élargissement à diverses grandes nations commerçantes. La montée en puissance de la Chine dans les échanges mondiaux, par exemple, souligne la nécessité d'impliquer totalement ce pays dans les accords régissant le commerce international, si l'on veut éviter le recours à des solutions bilatérales et au commerce dirigé. Les pays membres de l'OMC eux-mêmes – qui ont souscrit aux règles et disciplines multilatérales – n'ont pas toujours résisté à la tentation de réglementer leurs échanges. Les limitations quantitatives (en particulier, restrictions volontaires des exportations et quotas d'importations) et les contrôles de prix (souvent dans le cadre d'une application abusive de mesures antidumping et de droits compensatoires) prolifèrent depuis quelques années. D'après des calculs de l'OCDE, ces pratiques ont concerné, en 1993, 17%, 12½% et 11%, respectivement, des

Négociations
sur les services
financiers

Nouveaux défis:
élargissement de
la participation à
l'OMC...

... lutte contre le
commerce dirigé...

importations des États-Unis, de l'Union européenne et du Japon; dans les pays en développement également, des restrictions se sont parfois substituées à des droits de douane prohibitifs. Le succès de l'OMC dépendra beaucoup de la capacité des dispositions arrêtées de contrecarrer les mesures commerciales discriminatoires et souvent protectionnistes ainsi que de l'efficacité et de la rapidité d'action de son nouveau système de règlement des différends.

... et compromis
entre initiatives
régionales et
multilatérales

S'opposer aux risques qui peuvent résulter d'une libéralisation des échanges dans un cadre strictement régional plutôt qu'à l'échelle mondiale est un autre grand défi qui attend l'OMC. L'union douanière du Mercosur, entrée en vigueur cette année en Amérique du Sud, et le récent projet de mise en place, sur dix ou vingt ans, d'une zone de libre-échange au titre de la coopération économique en Asie-Pacifique (CEAP) sont les deux exemples les plus notables de conclusion ou de proposition, en 1994, d'arrangements commerciaux préférentiels. Les initiatives régionales de libéralisation des échanges constituent, à bien des égards, un pas en avant, mais elles ont inévitablement pour conséquence de détourner en partie les flux au détriment de sources d'approvisionnement extérieures plus efficaces. Ainsi, l'Argentine s'est vue obligée, en adoptant le tarif douanier commun du Mercosur, de taxer les importations de biens d'équipement jusque-là admis en franchise. De même, l'Autriche, la Finlande et la Suède ont dû relever leurs droits sur les entrées de plusieurs produits manufacturés lors de leur adhésion à l'Union européenne. Si l'on veut que les avantages du libre-échange à l'intérieur des régions contribuent à sa dynamique à l'échelle internationale, un certain nombre de garanties semblent indispensables: ouverture de ces accords à d'autres membres, réduction des barrières extérieures et observation d'une discipline multilatérale plutôt que recours aux règles d'origine (typiques des accords régionaux).

Des questions
hors sujet?

Un dernier défi, apparu assez récemment, risque de gêner le système commercial international: il réside dans certaines tentatives visant à lier la question du commerce à celles de l'environnement et des droits des travailleurs. La politique commerciale n'est pas, en général, un instrument susceptible d'apporter des réponses à ce genre de préoccupations, étant donné son rapport trop lointain avec ces réalités et le danger trop grand, dans ces conditions, d'aboutir à des résultats indésirables (discrimination à l'encontre des pays à faible revenu, par exemple). L'OMC devra donc faire preuve d'une extrême prudence dans ce domaine, l'une des raisons, et non des moindres, étant que ces questions apparues plus récemment pourraient facilement servir de prétexte à des visées protectionnistes.

Évolution des paiements courants: vue d'ensemble

Facteurs
conjoncturels

L'évolution des paiements courants a surtout été marquée par trois facteurs: décalage des pays dans le cycle économique, compétitivité et positions extérieures globales nettes. Le graphique III.3 illustre les effets des différences conjoncturelles. Le fait que la reprise se soit amorcée plus tôt en Amérique du Nord et au Royaume-Uni qu'au Japon ou en Europe continentale s'est reflété

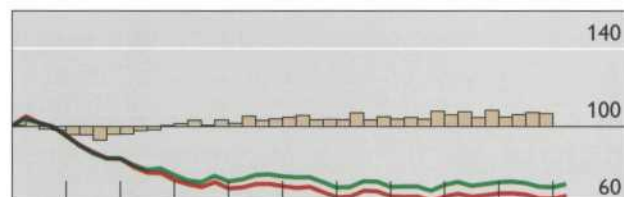
Vigueur de la demande intérieure, compétitivité et résultats à l'exportation

Vigueur de la demande intérieure¹
(1990 = 100)

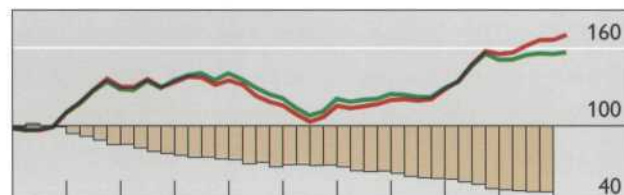
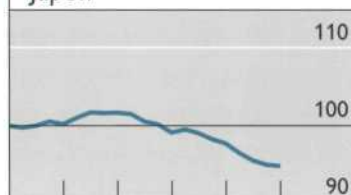
Compétitivité et résultats à l'exportation
(1985 = 100)

— Coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre²
— Prix à la consommation relatifs
■ Résultats à l'exportation²

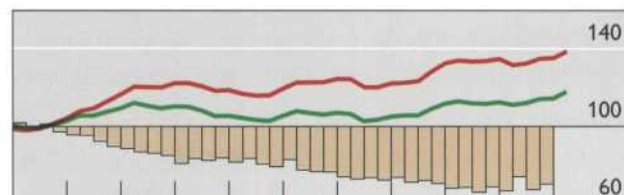
États-Unis



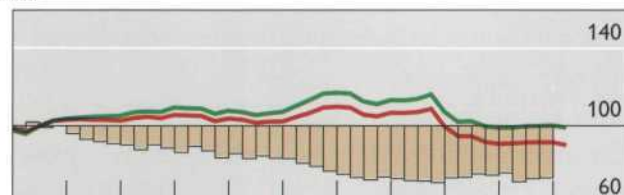
Japon



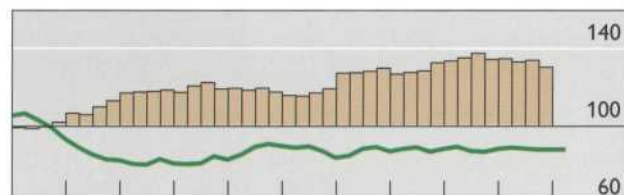
Allemagne occidentale



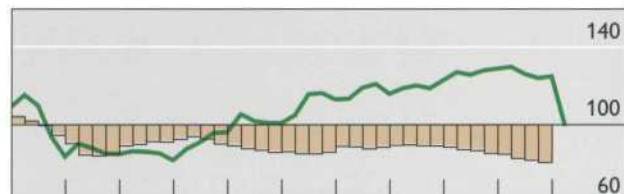
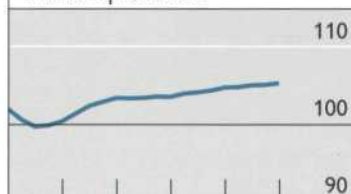
Autres pays d'Europe occidentale



Économies dynamiques d'Asie³



Amérique latine⁴



1990 1992 1994

1985 1987 1989 1991 1993 1995

¹ Variation de la demande intérieure par rapport à la croissance potentielle (ou tendancielle) de la production, corrigée de la variation correspondante chez les partenaires commerciaux.

² Dans l'industrie manufacturière. ³ Corée, Hong-Kong, Indonésie, Malaysia, Singapour, Taiwan et Thaïlande. ⁴ Argentine, Brésil, Chili et Mexique.

Graphique III.3

Avoirs extérieurs nets						
Pays	1975	1985	1990	1991	1992	1993
	en % du PIB, en fin d'année					
États-Unis*	4,7	3,1	- 4,5	- 6,1	- 8,4	- 8,8
Japon	1,4	9,6	11,1	11,4	14,0	14,5
Allemagne	9,4	7,2	21,9	18,8	16,4	13,9
France	..	3,0	4,5	- 5,2	- 3,7	- 0,7
Italie	- 3,5	- 1,8	- 7,4	- 8,6	-11,6	- 9,6
Royaume-Uni	2,5	19,9	- 0,8	- 0,3	1,8	3,2
Canada	-29,4	-36,1	-36,4	-39,4	-42,6	-44,0
* L'investissement direct est évalué au coût actuel.						Tableau III.2

sur la variation respective des exportations nettes. En outre, la forte augmentation de la demande intérieure, frisant parfois la surchauffe, a généralement creusé les déficits d'un certain nombre de pays en développement d'Asie et d'Amérique latine.

Compétitivité

La compétitivité a toutefois exercé une influence plus durable sur les résultats commerciaux. Au cours des dix dernières années, seuls les États-Unis, parmi les grands pays industriels, ont réussi à conserver (et même à développer) leur part de marché à l'exportation face à la concurrence plus intense de l'Asie, grâce en partie à une baisse notable et continue du dollar en valeur réelle. Au Japon et en Allemagne, par contre, l'appréciation réelle de la monnaie a contribué à une forte contraction dans ce domaine. Jusqu'à la fin de 1992, le renchérissement du change en termes réels dans d'autres pays européens a également coïncidé avec un recul des parts de marché, mais ce mouvement a été interrompu par les dépréciations sensibles enregistrées par la suite dans plusieurs pays. Dans le monde en développement, le même parallélisme vaut depuis nombre d'années entre compétitivité et résultats à l'exportation: les économies dynamiques d'Asie ont préservé leur compétitivité et accru leurs parts de marché dans le monde, tandis qu'en Amérique latine c'est le contraire qui s'est produit.

Variation des avoirs extérieurs nets

À la longue, les déséquilibres des paiements ont entraîné de telles modifications des positions extérieures globales nettes que leur effet a été sensible sur les soldes des comptes courants (tableau III.2). La plupart des grands pays industriels ont aujourd'hui un stock d'avoirs extérieurs nets bien plus étoffé qu'il y a tout juste dix ans. De ce fait, et c'est là une conséquence importante, les ajustements substantiels qui se sont opérés, dans les transactions courantes, aux postes des marchandises et des services autres que les revenus de facteurs ont été généralement annulés par des mouvements opposés au titre des intérêts et autres revenus nets des investissements – comme l'illustrent les résultats des États-Unis et du Japon depuis une dizaine d'années. Dans un cas comme dans l'autre, les grands déséquilibres (par rapport au PIB) constatés au milieu des années 80 dans les flux d'échanges et de services hors revenus de facteurs se trouvent nettement corrigés, mais cette amélioration s'est faite au détriment des flux d'investissements nets.

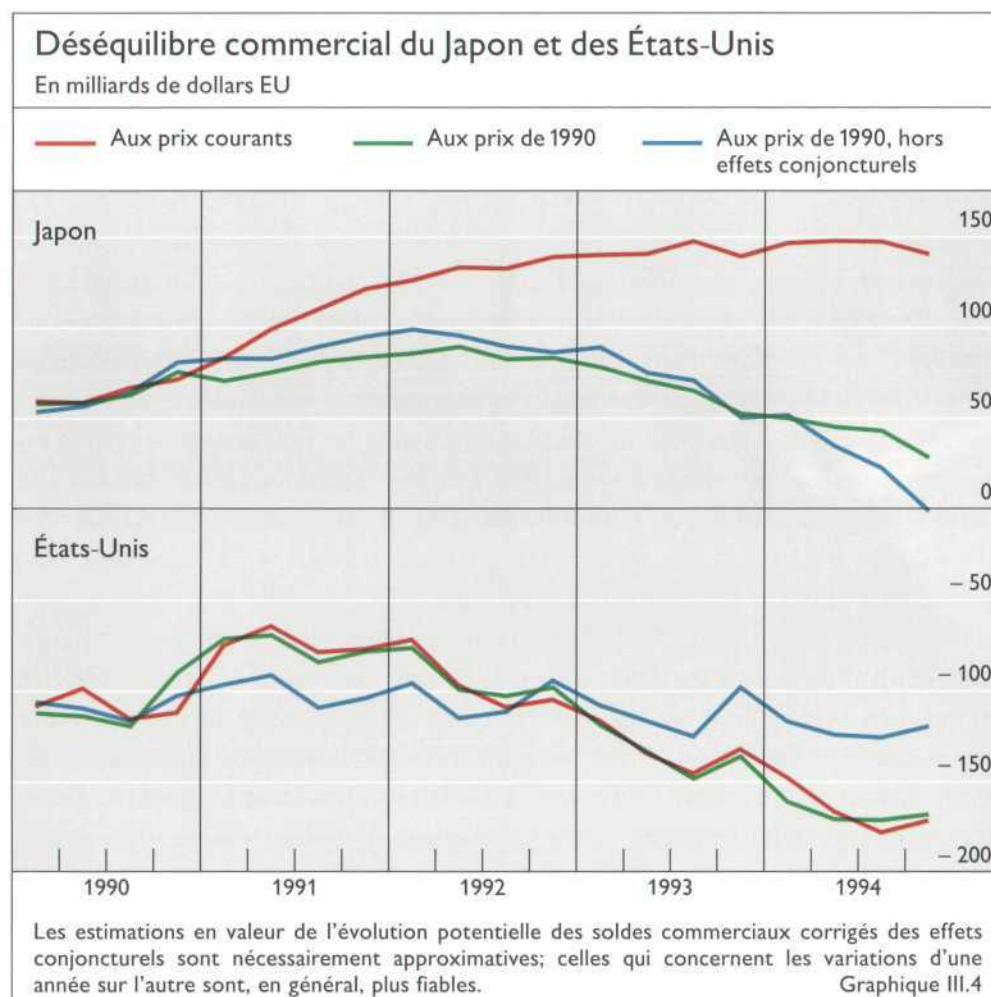
Pays industriels

États-Unis

Le déficit des paiements courants s'est élargi de quelque \$50 milliards l'an passé, atteignant l'équivalent de 2,3 points de PIB. Les déséquilibres accumulés au fil des ans ont entraîné un tel gonflement de la dette extérieure que les revenus nets d'investissements ont dégagé un solde négatif (le précédent datant d'avant la Première Guerre mondiale), qui a aggravé le déficit des échanges de biens et services.

L'évolution du déficit commercial sur la période récente – forte contraction à la fin des années 80 et au début de l'actuelle décennie, puis détérioration aboutissant au chiffre record de \$166 milliards en 1994 – témoigne dans une certaine mesure de la désynchronisation conjoncturelle de l'activité économique entre les États-Unis et leurs partenaires. Dès que l'on tient compte de ce décalage relatif (graphique III.4), en fait, on s'aperçoit que la balance commerciale américaine s'est beaucoup moins dégradée que ne le suggèrent les chiffres. Cependant, même après correction des effets conjoncturels, le déficit commercial a eu tendance à se creuser quelque peu dans les années 90, cette détérioration sous-jacente ne pouvant être imputée à l'évolution des coûts de main-d'œuvre. Non seulement les coûts unitaires de

Détérioration
sous-jacente



main-d'œuvre aux États-Unis, comparés à ceux de leurs partenaires, ont généralement fléchi au cours des six dernières années, mais ils se situent parmi les plus bas des principaux pays industriels en termes absolus. D'autres facteurs macroéconomiques – tels que le faible taux d'épargne intérieure – ont donc sans doute davantage contribué à la persistance du déficit extérieur. La vive augmentation récente du volume des importations (en hausse de 15% l'an passé), parallèlement à une envolée des exportations, semble confirmer cette hypothèse d'un excès d'absorption.

Une deuxième caractéristique notable du commerce américain, de nouveau perceptible l'an dernier, est la diminution de la part relative des partenaires traditionnels comme l'Europe occidentale et le Japon au profit de certains pays en développement. Les importations en provenance de la Chine, par exemple, représentent aujourd'hui près de 6% des achats des États-Unis à l'étranger, contre 1% environ au milieu des années 80. Le Mexique, lui aussi, a gagné en importance – notamment en raison du développement des activités transfrontières d'assemblage et de transformation. Sa part dans les importations des États-Unis est passée à 7½% en 1994, tandis qu'il absorbait plus de 10% des exportations américaines. Pour avoir libéralisé l'accès aux marchés, mais aussi encouragé et facilité l'investissement direct, l'Accord de libre-échange nord-américain a certainement contribué au dynamisme du commerce entre ces deux pays.

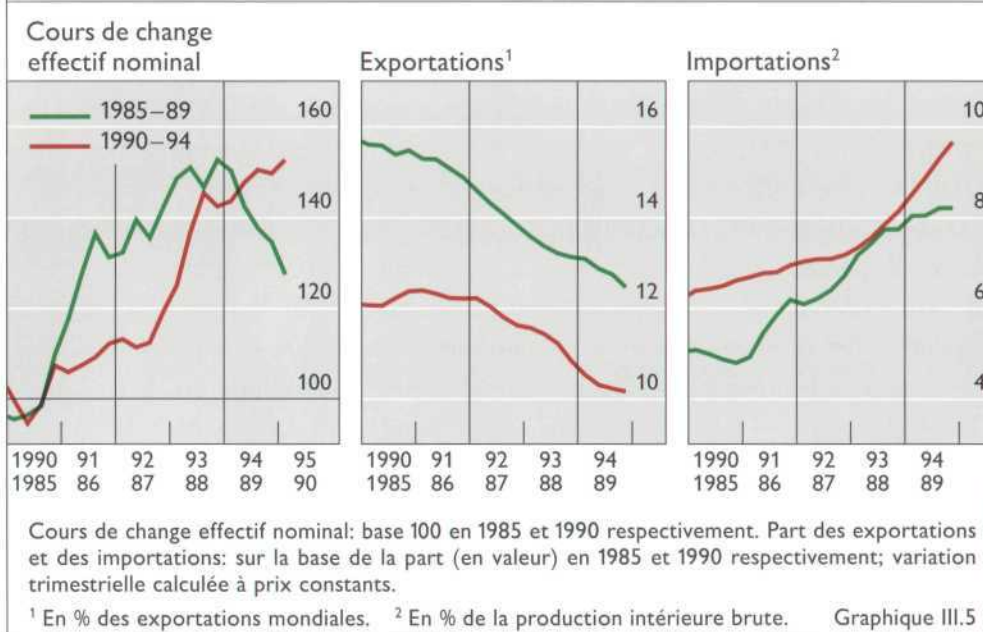
Japon

Les paiements courants du Japon sont restés largement excédentaires l'an passé, tant en dollars EU (près de \$130 milliards) qu'en proportion du PIB (environ 3%). L'augmentation de l'excédent des échanges de marchandises a compensé celle du déficit des services (hors revenus de facteurs), particulièrement élevé au titre des voyages, un nombre record de Japonais s'étant rendus à l'étranger. Les revenus nets d'investissements se sont stabilisés aux alentours de \$40 milliards.

La persistance d'un ample excédent des transactions courantes, malgré l'appréciation sensible du yen, n'est pas facile à expliquer. L'un des éléments de réponse réside sans doute dans le gonflement des revenus nets d'investissements. De la fin de 1983 à la fin de 1993, les avoirs extérieurs nets du Japon sont passés, en effet, de \$37 milliards à \$611 milliards; ce renforcement considérable de la position créditrice est allé de pair avec une progression constante des revenus nets d'investissements, qui représentent aujourd'hui près d'un tiers de l'excédent courant.

En ce qui concerne la balance commerciale, la persistance de l'excédent est le résultat de forces opposées: d'un côté, de puissants effets des prix relatifs qui freinent les exportations et stimulent les importations; de l'autre, des effets de revenu liés au tassement prolongé de l'activité économique et des effets de courbe en J. La modification des prix relatifs due à la récente revalorisation du yen a eu de profondes répercussions sur les échanges de produits manufacturés. Ainsi, le volume des importations a augmenté de près de 20% l'an passé, c'est-à-dire à un rythme bien plus rapide que celui de la reprise, encore hésitante, de la production industrielle et de la demande

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



intérieure. La forte progression des achats à l'étranger de produits manufacturés ces dernières années (cadre de droite du graphique III.5) est d'autant plus notable que leur niveau exceptionnellement faible jusque-là laissait inévitablement subodorer une véritable limitation du marché nippon à la pénétration étrangère. La contraction de la part du Japon dans les exportations mondiales, en termes réels, est un autre fait à signaler: malgré une expansion de 13% des marchés d'exportation, les ventes se sont gonflées de moins de 2% l'an passé.

Cette forte correction en termes réels a toutefois été occultée par la vive appréciation nominale du yen, qui s'est traduite par des gains substantiels des termes de l'échange ces quatre dernières années (équivalant globalement à 2,2% du PIB de 1994). Mesuré à prix constants, l'excédent commercial du Japon diminue, en fait, régulièrement depuis 1992. Le rééquilibrage des échanges de marchandises, au cours des années récentes, est même plus marqué si l'on tient compte de l'évolution asymétrique de la croissance du Japon et de ses principaux partenaires commerciaux. Après correction de ces facteurs conjoncturels, la diminution de l'excédent commercial réel du Japon apparaît encore plus prononcée (graphique III.4).

L'investissement direct à l'étranger, qui avait fait un bond en avant dans la seconde moitié des années 80 mais s'est ensuite ralenti, exerce, lui aussi, une influence notable sur la balance commerciale du Japon. Son incidence est de deux ordres. Sur le court terme, l'investissement direct à l'étranger s'accompagne d'un courant d'exportations de biens d'équipement et de produits intermédiaires destinés aux filiales et unités délocalisées. À la longue, toutefois, cet effet positif s'estompe à mesure que la production extérieure parvient à maturité et commence à supplanter les ventes provenant du pays

... mais forte correction en termes réels

Rôle de l'investissement direct

d'origine. Il n'est d'ailleurs pas rare, à ce stade, que les entreprises installées à l'étranger se mettent à approvisionner les marchés de leur propre pays. L'évolution récente dans le secteur de l'automobile (et de l'électronique grand public) illustre bien ce double effet de l'investissement à l'étranger. Les constructeurs japonais ayant développé la capacité de production de leurs usines et filiales outre-mer, les exportations nippones de véhicules à moteur ont baissé d'environ 10% en volume l'an passé, mais celles de pièces détachées, notamment à destination des usines d'assemblage délocalisées, ont augmenté dans les mêmes proportions. Comme de nombreuses activités de montage ont été transférées en Asie du Sud-Est, les ventes de biens d'équipement et productions intermédiaires ont largement contribué aux exportations nippones vers cette région, qui ont quadruplé depuis le milieu des années 80.

Europe occidentale

Le solde extérieur de l'Europe occidentale s'est de nouveau amélioré l'an passé, mais il est difficile de mesurer avec exactitude l'ampleur de l'excédent, à cause des problèmes que continue de poser le décompte des transactions commerciales entre pays de l'Union européenne. En 1993, dernière année pour laquelle on dispose de données exhaustives sur les échanges à l'intérieur de l'UE, les importations avaient baissé de quelque 6 points de plus que les exportations. D'après les premiers calculs, il semble qu'il y ait eu report de l'écart statistique sur les chiffres de 1994, de sorte que l'excédent commercial de l'UE serait nettement surestimé.

Forte reprise
des échanges
dans l'ensemble
de l'Europe...

L'amélioration de la position extérieure a été uniformément répartie. La plupart des pays ont vu leurs exportations augmenter, ce qui s'est traduit au total par une progression de près de 10% en volume, faisant suite à une quasi-stagnation en 1993. Comme la demande intérieure s'est redressée grâce au dynamisme des exportations, les importations se sont, elles aussi, fortement renforcées (de plus de 7%), après un net recul l'année précédente: la reconstitution des stocks a probablement accentué ce revirement.

... et surtout
en Allemagne

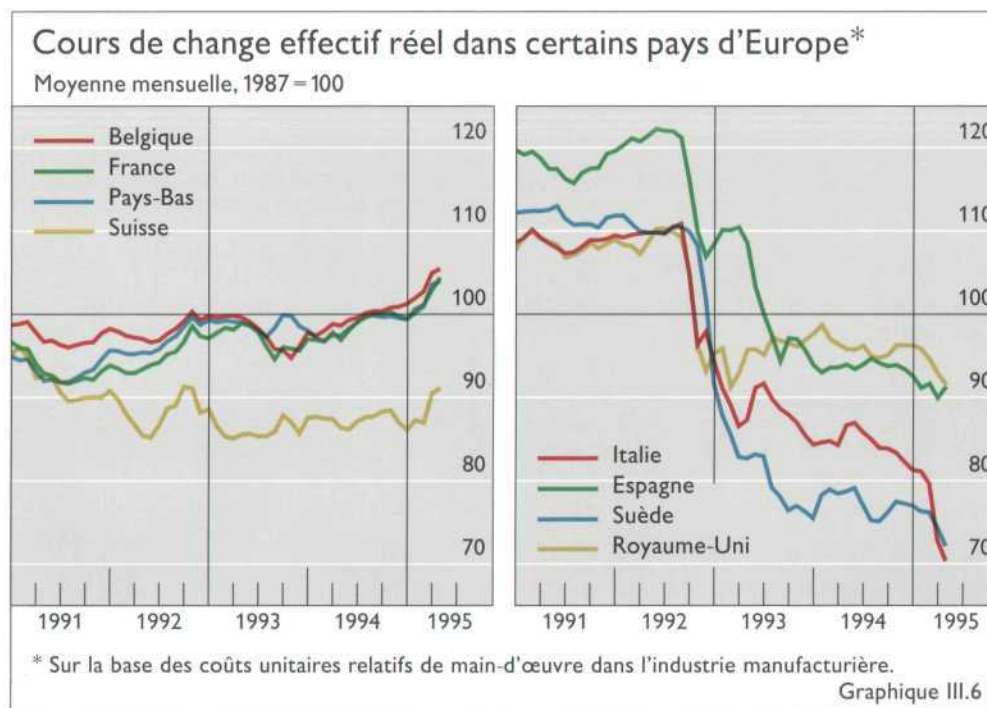
Après avoir baissé de quelque 2% en 1993, les exportations de l'Allemagne se sont accrues de plus de 10% en volume. La reprise en cours dans les pays industriels, génératrice d'investissements, s'est avérée particulièrement profitable aux ventes allemandes, traditionnellement dominées par les biens d'équipement. De plus, la perte de compétitivité assez sérieuse que le pays avait subie, en raison de ses coûts, au début des années 90, s'est trouvée stoppée après 1992, lorsque la progression plus modérée des salaires s'est combinée avec une hausse de la productivité, dans un contexte de relative stabilité du cours de change effectif du deutsche mark (du moins jusqu'à la fin de 1994). Bien que le regain de vigueur des exportations ait également stimulé la demande d'importations, l'excédent commercial s'est encore amplifié, atteignant environ \$54 milliards. Toutefois, le déficit croissant du solde des services, en grande partie imputable à l'accroissement des dépenses nettes au titre des voyages, a annulé une bonne part du résultat positif des échanges de marchandises. Enfin, la contraction prononcée de l'excédent des revenus nets d'investissements, amorcée au début des années 90, s'est poursuivie l'an dernier.

Dans la plupart des autres pays d'Europe continentale, où l'évolution de la conjoncture est pourtant à peu près analogue depuis deux ans, les résultats commerciaux sont assez contrastés, surtout en ce qui concerne les exportations. Les amples variations de change qui ont eu lieu entre septembre 1992 et l'été de 1993 sont à l'origine de ces disparités et divisent les économies européennes en deux groupes. Comme le montre le graphique III.6, la forte dépréciation en Espagne, en Italie, au Royaume-Uni et en Suède a plus que compensé les appréciations antérieures en termes réels, de sorte que ces économies étaient devenues plus compétitives au milieu de 1993 qu'en 1987, début d'une longue période de stabilité des cours de change nominaux en Europe. Depuis lors, cette position s'est encore renforcée – de façon très notable en Italie et plus modestement ailleurs. Néanmoins, la hausse des prix à l'importation commence peut-être aujourd'hui à réveiller l'inflation

Pays industriels: solde des paiements courants									
Groupe et pays	Solde des paiements courants			dont					
				Solde commercial			Solde des revenus d'investissements		
	1992	1993	1994	1992	1993	1994	1992	1993	1994 ¹
en milliards de dollars EU									
Pays industriels	-44,8	15,4	- 13,9	23,6	77,0	77,0	-17,8	-14,1	-30,8
États-Unis	-67,9	-103,9	-155,7	-96,1	-132,6	-166,4	4,5	3,9	-15,2
Japon	117,6	131,4	129,1	132,3	141,5	145,9	36,2	41,4	41,0
Europe occidentale	-61,0	23,0	46,6	-21,4	59,1	86,8	-29,1	-27,5	-20,3
Allemagne	-21,1	- 14,7	- 23,2	29,8	42,8	53,6	16,5	14,0	5,4
France	3,9	9,1	9,9	2,8	8,6	10,0	- 7,4	- 8,2	- 9,5
Italie	-27,9	11,0	15,6	3,0	32,9	35,5	-20,7	-16,2	-15,3
Royaume-Uni	-17,3	- 17,7	- 0,1	-23,0	- 20,1	- 16,4	7,5	2,4	17,3
Pays-Bas	5,1	10,0	6,9	7,7	11,3	7,7	0,1	0,8	1,9
Suède	- 8,8	- 4,1	0,9	5,9	6,9	8,9	- 9,8	- 9,0	- 5,9
Suisse	15,1	18,3	18,1	- 0,6	1,9	2,0	14,9	14,4	14,2
UEBL ²	6,5	11,3	12,7	1,4	3,7	4,3	1,1	3,0	3,4
Autriche	- 0,2	- 0,7	- 2,1	- 9,7	- 8,4	- 10,4	- 1,2	- 1,0	- 0,9
Danemark	4,3	4,7	3,4	7,2	7,8	7,5	- 5,7	- 4,8	- 4,3
Espagne	-17,8	- 2,8	- 3,8	-30,4	- 14,9	- 14,6	- 6,7	- 6,1	- 9,0
Finlande	- 4,9	- 0,8	1,1	2,8	5,4	6,4	- 5,4	- 4,7	- 4,2
Grèce	- 2,1	- 0,7	- 0,1	-13,9	- 12,5	- 13,5	- 2,0	- 1,5	- 1,6
Irlande	2,5	3,6	3,6	5,7	7,1	8,2	- 5,7	- 5,7	- 6,2
Islande	- 0,2	0,0	0,1	0,0	0,2	0,4	- 0,2	- 0,2	- 0,2
Norvège	3,0	2,2	3,6	7,6	7,5	7,7	- 3,4	- 3,0	- 3,3
Portugal	0,0	1,0	- 2,6	- 9,4	- 6,9	- 6,2	0,6	0,0	- 0,1
Turquie	- 1,0	- 6,4	2,6	- 8,2	- 14,2	- 4,2	- 1,6	- 1,5	- 1,9
Autres pays industriels	-33,5	- 35,2	- 34,0	8,7	9,0	10,6	-29,5	-32,0	-36,3
Australie	-10,5	- 10,4	- 14,8	1,6	- 0,1	- 3,3	-10,4	- 8,8	- 9,7
Canada	-22,1	- 23,9	- 18,2	5,5	7,4	12,5	-16,8	-20,7	-23,4
Nouvelle-Zélande	- 0,9	- 0,9	- 1,0	1,7	1,7	1,4	- 2,2	- 2,5	- 3,2

¹ Chiffres en partie estimés. ² Union économique belgo-luxembourgeoise.

Tableau III.3



dans certains pays où l'activité est en train de se redresser. Dans l'autre groupe de pays (cadre de gauche), le maintien des parités vis-à-vis du deutsche mark, monnaie du principal partenaire commercial, s'est traduit par une compétitivité quasiment inchangée, malgré une légère appréciation en termes réels en 1994 et au début de 1995.

L'évolution de la compétitivité dans ces deux groupes de pays n'a pas tardé à avoir des effets sensibles sur leurs résultats à l'exportation (tableau III.4). En 1993, les pays dont la monnaie s'était dépréciée ont réussi, face à l'atonie de la demande en Europe, à tirer parti des marchés d'exportation en pleine expansion d'Amérique du Nord et d'Asie du Sud-Est. Leurs ventes cumulées ont augmenté de 7½% en volume, tandis que celles du groupe à monnaie stable marquaient le pas. Les fluctuations des cours de change réels s'étant quelque peu calmées en Europe au second semestre de 1993, la divergence des résultats à l'exportation s'est atténuée en 1994, sans toutefois disparaître tout à fait: la progression a été de 6½% en volume dans le groupe des pays à monnaie stable, contre 12% dans l'autre groupe.

La progression rapide des exportations a entraîné une nette amélioration des comptes extérieurs dans un grand nombre de pays dont la monnaie s'est dépréciée. En 1992, les déficits courants de l'Espagne, de l'Italie, du Royaume-Uni et de la Suède atteignaient au total \$72 milliards; ils ont fait place, l'an dernier, à un excédent cumulé de plus de \$12 milliards. En 1993, ce sont l'Italie, la Suède et l'Espagne qui ont réalisé les ajustements les plus importants; les exportateurs britanniques, quant à eux, ont attendu 1994 pour augmenter leurs ventes à l'étranger, grâce à la baisse des coûts relatifs de main-d'œuvre, au lieu de restaurer leurs marges bénéficiaires, comme ils semblent l'avoir fait en 1993. Sous l'effet d'un fort accroissement de l'excédent des revenus nets d'investissements, en partie imputable à

La dépréciation
stimule les
exportations ...

... et améliore les
comptes extérieurs

Croissance en volume des échanges dans certains pays d'Europe							
	Exportations			Importations			Variation de la compétitivité ¹
	1992	1993	1994	1992	1993	1994	Août 1992 à août 1994
	en %						
Pays dont la monnaie s'est dépréciée ²	3,9	7,5	12,2	5,2	-2,6	9,6	18,3
Allemagne	0,2	-1,9	10,5	0,7	-6,2	6,4	-5,1
Pays à monnaie stable ³	3,1	0,2	6,5	0,9	-1,3	8,2	-2,7

Les moyennes, pour les deux groupes, sont pondérées en fonction de la part de chaque pays dans les échanges de 1990.

¹ Sur la base des coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre. Une augmentation indique une amélioration. ² Dépréciation par rapport au deutsche mark en 1992-94: Espagne, Finlande, Irlande, Italie, Portugal, Royaume-Uni et Suède. ³ Cours de change par rapport au deutsche mark relativement stable en 1992-94: Autriche, Belgique, Danemark, France, Pays-Bas et Suisse.

Tableau III.4

une meilleure rentabilité de ses entreprises à l'étranger, le Royaume-Uni a pratiquement éliminé son déficit des paiements courants en 1994.

À noter enfin que la balance commerciale de la Turquie a également bénéficié d'une forte dépréciation du change au début de 1994 ainsi que d'un durcissement de la politique économique. Le vif essor des exportations, parallèlement à la diminution des importations, a permis de réduire de \$10 milliards le déficit commercial en 1994.

Autres pays industriels

Au Canada, trois facteurs se sont conjugués pour doper les exportations: la chute du cours de change effectif réel, qui a perdu 25% depuis 1992, l'expansion rapide des marchés d'exportation et la libéralisation graduelle des échanges avec les États-Unis et le Mexique. Après avoir gagné en moyenne 9½% en 1992 et 1993, les exportations se sont accrues de près de 16% en volume. Cette progression apparaît encore plus forte si l'on exclut les échanges avec les États-Unis dans le secteur de l'automobile. Les ventes de biens d'équipement professionnel, en particulier, ont fait preuve d'un grand dynamisme, la tonicité de la croissance américaine ayant rapidement absorbé l'excédent de production canadien. Dans le même temps, la vigueur de la demande intérieure au Canada, y compris l'investissement en capital fixe, a stimulé les importations, qui se sont renforcées de 13% en volume. Les termes de l'échange n'ayant guère varié, cette évolution commerciale s'est traduite par un accroissement substantiel de l'excédent du pays. La faiblesse du change a peut-être aussi contribué à la réduction des dépenses nettes au titre des voyages, principal élément du déficit récurrent du solde des services (hors revenus de facteurs): les recettes tirées du tourisme ont, en effet, beaucoup augmenté, alors que les dépenses à ce titre ont chuté. Pour la première fois depuis bien longtemps, les échanges de biens et services du Canada ont dégagé un excédent. Toutefois, étant donné l'importance de la dette extérieure, et

Poursuite d'une forte expansion des exportations au Canada

donc des paiements d'intérêts nets à l'étranger, les opérations courantes ont enregistré un déficit de plus de 3 points de PIB.

Australie et
Nouvelle-Zélande

En Australie et en Nouvelle-Zélande, la vigueur de la croissance économique a stimulé les importations, qui ont augmenté de plus de 15% en volume, l'an dernier, dans les deux pays. Malgré des marchés extérieurs en pleine expansion, surtout en Asie du Sud-Est, les exportations n'ont pas progressé au même rythme, de sorte que la balance commerciale s'est détériorée. En Australie, le déficit des paiements courants, qui atteint 5½% du PIB, a majoré un endettement extérieur déjà élevé.

Pays en transition

Contraction
du déficit
commercial
global

La vive expansion des exportations qui s'est poursuivie en Europe orientale a contribué au retour de la croissance dans cette région en 1994 – après trois années de baisse sensible du PIB. Depuis 1990, la valeur en dollars des ventes à l'étranger a augmenté de 27%. Parmi les grands pays, c'est la Pologne qui a enregistré la plus forte progression (plus de 50%) et la Hongrie la plus faible (environ 10%). Le déficit commercial global est tombé à \$5 milliards, soit environ 7½% de la valeur des exportations de marchandises, contre 15% en 1993.

Hongrie

La Hongrie, toutefois, n'a pas participé à cette amélioration générale, puisqu'elle a de nouveau dégagé un déficit commercial plus important que la moyenne – \$3½ milliards, soit l'équivalent d'un tiers de ses exportations de marchandises. Cette situation, à laquelle il faut ajouter un ample déficit budgétaire et une dette extérieure relativement élevée, pèse lourdement sur le cours de change depuis quelque temps. Après une appréciation notable de la monnaie en termes réels en 1992 et au début de 1993, la politique de change vise, ces derniers mois, à renforcer la compétitivité du pays. Le forint a été dévalué de 17% au total en 1994 par rapport au panier de monnaies qui lui sert

Europe orientale: échanges commerciaux ¹									
Groupe et pays	Exportations			Importations			Solde commercial		
	1992	1993	1994 ²	1992	1993	1994 ²	1992	1993	1994 ²
	en milliards de dollars EU								
Groupe	52,2	55,9	65,8	54,7	64,4	70,7	-2,5	-8,5	-4,9
Bulgarie	3,9	3,7	4,4	4,4	4,6	4,0	-0,5	-0,9	0,4
Hongrie	10,7	8,9	10,7	10,9	12,3	14,3	-0,2	-3,4	-3,6
Pologne ³	14,0	13,6	17,0	13,5	15,9	17,8	0,5	-2,3	-0,8
République slovaque ⁴	3,7	5,5	6,7	3,8	6,4	6,6	-0,1	-0,9	0,1
République tchèque ⁴	8,8	13,2	14,3	10,4	12,9	14,7	-1,6	0,3	-0,4
Roumanie	4,4	4,9	5,9	5,8	6,0	6,3	-1,4	-1,1	-0,4
Slovénie	6,7	6,1	6,8	5,9	6,3	7,0	0,8	-0,2	-0,2
Pour mémoire: CEI ⁵	26,7	29,3	37,7	24,7	26,0	28,5	2,0	3,3	9,3

¹ Sur la base des statistiques douanières (FOB/FOB). ² Chiffres en partie estimés. ³ Monnaies convertibles uniquement, sur la base de la balance des paiements. ⁴ Pour 1992, hors échanges bilatéraux entre les Républiques slovaque et tchèque. ⁵ Sur la base des statistiques commerciales de l'OCDE. À l'exclusion des échanges avec la Finlande.

de référence, et le cours de change effectif réel, mesuré sur la base des prix à la production, a sensiblement diminué. En mars 1995, le gouvernement a procédé à une dévaluation supplémentaire de 9%, tout en annonçant qu'il laisserait la monnaie se déprécier jusqu'à concurrence de 27% sur l'ensemble de l'année.

En Pologne, au contraire, l'amélioration des résultats commerciaux a permis de durcir quelque peu la politique de change. Le déficit extérieur en monnaies convertibles est tombé à moins de \$1 milliard, grâce à la vigueur des exportations. Comme celles-ci ne sont sans doute pas toutes recensées, le solde commercial est peut-être encore meilleur. La dépréciation dans le cadre du régime de parités glissantes a été ramenée par paliers de 1,8% par mois (avant août 1993) à 1,2% depuis février 1995. Le rythme d'inflation étant beaucoup plus élevé, le cours de change effectif réel s'est toutefois apprécié.

Pologne

Après une dépréciation marquée au début de la décennie, la République tchèque a réussi à maintenir un cours de change nominal inchangé depuis décembre 1990. Pendant ce temps, la monnaie s'est nettement revalorisée en termes réels, mais cela n'a pas eu d'incidence sur l'équilibre général de la balance commerciale. Toutefois, le rythme d'expansion des exportations – très rapide au début des années 90 – s'est ralenti l'an dernier, et les importations se sont accrues, après trois années de forte baisse, dans le sillage de la reprise économique.

République tchèque

Dans l'ex-Union soviétique, la production de pétrole a encore fléchi, mais dans une moindre proportion que les années précédentes. Le secteur pétrolier connaît de telles perturbations depuis le début de la décennie que le groupe n'assure plus aujourd'hui que 11% de la production mondiale, contre 20% il n'y a pas si longtemps (1988). Toutefois, comme la consommation intérieure continue de supporter l'essentiel de cette contraction, le volume de pétrole exporté n'a de nouveau guère varié. Malgré tout, la valeur en dollars des ventes totales de la CEI aux pays industriels a augmenté. D'après les statistiques de l'OCDE, l'excédent commercial vis-à-vis de ces pays est ainsi passé à plus de \$9 milliards. C'est la Russie, principal exportateur de pétrole de la CEI, qui en a dégagé la majeure partie, car à l'exception notable du Turkménistan – lui aussi riche en ressources énergétiques – la plupart des autres États du groupe ont enregistré, une fois de plus, d'amples déficits.

Communauté des
États indépendants
(CEI)

Pays en développement

Pour la quatrième année consécutive, le solde des transactions courantes de l'ensemble des pays en développement est demeuré largement déficitaire en 1994, portant à plus de \$300 milliards leur déficit cumulé depuis 1991 (tableau III.6). Rapportés aux exportations, les déficits ont été très importants en Amérique latine: celui du Mexique, surtout, qui a atteint l'équivalent de presque 70% de ses ventes à l'étranger. Ils se sont également aggravés en Afrique et au Moyen-Orient. En Asie, au contraire, certains pays ont affiché des excédents et les déficits ont été bien plus faibles, proportionnellement, qu'en Amérique latine. La Chine, par exemple, a pratiquement éliminé le sien en 1994, grâce à une augmentation de plus d'un quart du volume de

Ample déficits en
Amérique latine ...

... mais pas en Asie

Pays en développement: solde des paiements courants								
Groupe et pays	1991	1992	1993	1994 ¹	1991	1992	1993	1994 ¹
	en milliards de dollars EU				en % des exportations de biens et services, hors revenus de facteurs			
Pays en développement	-75,8	-66,8	-75,2	-84,3	- 7,9	- 6,3	- 6,5	- 6,5
Afrique	- 4,3	- 9,3	- 8,5	-12,4	- 4,5	- 9,8	- 9,1	-12,8
Chine	13,3	6,4	-11,6	- 0,5	20,2	8,1	-13,4	- 0,4
Autres pays d'Asie	- 8,4	- 5,6	1,5	- 7,7	- 1,6	- 1,0	0,2	- 1,0
dont: Corée	- 8,7	- 4,5	0,4	- 4,8	-10,7	- 5,2	0,4	- 4,3
Hong-Kong ²	5,7	5,4	7,9	2,4	4,8	3,7	4,9	1,3
Singapour	4,0	3,7	5,2	12,0	5,4	4,6	5,4	10,0
Taiwan	12,0	8,2	6,7	6,0	14,3	9,0	6,9	5,7
Inde ³	- 1,2	- 3,5	- 0,3	- 0,9	- 5,3	-15,2	- 1,1	- 2,9
Indonésie	- 4,3	- 2,8	- 2,0	- 3,2	-13,1	- 7,5	- 5,7	- 7,1
Malaysia	- 4,2	- 1,8	- 2,5	- 4,4	-11,1	- 4,1	- 4,8	- 7,1
Thaïlande	- 7,6	- 6,4	- 6,9	- 8,5	-21,3	-15,6	-14,9	-15,5
Moyen-Orient	-59,4	-23,8	-12,3	-15,4	-51,2	-18,8	- 9,4	-12,0
Amérique latine	-14,8	-31,0	-40,9	-44,4	-10,9	-21,6	-26,9	-26,7
dont: Argentine	- 0,6	- 6,5	- 7,5	-10,5	- 4,5	-44,2	-47,3	-57,1
Brésil	- 1,4	6,1	- 0,6	- 1,5	- 4,1	15,7	- 1,5	- 3,0
Chili	0,0	- 0,7	- 2,1	- 0,8	0,1	- 6,0	-17,7	- 5,2
Mexique	-14,9	-24,8	-23,4	-28,9	-37,5	-59,8	-52,2	-67,1

¹ Chiffres en partie estimés. ² Exportations nettes de biens et services hors revenus de facteurs.
³ Exercice commençant en avril.

Tableau III.6

ses exportations, tandis que le reste de l'Asie a enregistré un modeste déficit (après un quasi-équilibre en 1993), dû à une dégradation en Corée et dans les pays récemment industrialisés (notamment Indonésie, Malaysia et Thaïlande).

Les importations des pays en développement ont encore augmenté rapidement l'an passé. Si l'on examine la situation par zone, c'est en Asie que cette expansion a été la plus vigoureuse, avec plus de 15% en valeur réelle, grâce en partie à l'essor de l'activité dans la région, mais aussi à un taux de pénétration accru. Par suite de la libéralisation des échanges, et sous l'effet en particulier d'un accroissement de l'investissement direct étranger (page 76 ci-après), les économies asiatiques se sont davantage ouvertes au commerce mondial ces dernières années. La Chine mise à part, les exportations représentaient déjà un quart de la demande totale de ces pays à la fin des années 80 (tableau III.7), et elles ont contribué pour plus de 30% à sa progression depuis lors. En Amérique latine, à l'inverse, les politiques de substitution des importations menées dans le passé ont eu pour effet de refermer sur elle-même une grande partie de la région. Cela n'a toutefois pas empêché la plupart des pays, Brésil en tête, de se tourner beaucoup plus vers l'extérieur depuis quelques années, de sorte que les exportations entrent à présent pour 21% dans l'accroissement de la demande. Leur composition a aussi sensiblement changé, les ventes de produits manufacturés comptant

Ouverture accrue aux échanges dans une bonne partie des PED

maintenant pour plus de 50%, contre moins de 20% en 1980. Concrètement, cette réorientation signifie que l'Amérique latine est désormais plus sensible à l'évolution de la compétitivité internationale et moins tributaire des cours des produits de base.

Chine

Le commerce de la Chine a continué de se développer à vive allure en 1994, première année d'application du nouveau cours de change unifié. Dans l'ancien régime de changes multiples, plusieurs «cours d'échanges interentreprises», plus sensibles au marché, coexistaient avec le cours officiel qui était utilisé à la fois pour la conversion de 20% des recettes en devises des exportateurs et pour le règlement des importations «planifiées», effectuées principalement par les entreprises d'État. Comme la majeure partie des recettes en devises pouvaient être cédées à un cours d'échanges, plus favorable, ce système encourageait les exportations. En outre, le fait de soustraire 20% des recettes d'exportations aux marchés interentreprises tendait à déprimer les cours. La dégradation prononcée du solde des paiements courants de la Chine en 1992 et 1993 avait effectivement exercé une forte pression à la baisse sur les cours d'échanges (graphique III.7). Lorsque les autorités ont décidé, en janvier 1994, d'abandonner le cours officiel au profit d'un cours unique en flottement administré, la monnaie s'est stabilisée au niveau qui prévalait sur les marchés d'échanges avant le nouveau régime, laissant le pays avec un cours de change effectif réel nettement déprécié.

Dans ces conditions, l'excédent commercial de la Chine s'est fortement accru en 1994 et au premier trimestre de 1995, l'augmentation en volume des exportations étant encore plus rapide que celle des importations. Du fait de l'expansion, elle aussi très vive, de l'investissement direct étranger et de la

Réforme du
régime de change
et compétitivité

Commerce extérieur des pays en développement								
	Croissance des exportations en volume ¹			Croissance des importations en volume ¹			Part des exportations dans la demande	
	1990-92	1993	1994	1990-92	1993	1994	moyenne ²	marginale ³
Pays industriels	4,1	1,5	8,6	3,7	1,5	10,5	12,5	26,3
Pays en développement	6,4	7,9	10,5	10,6	9,8	8,9	18,2	23,4
Chine	10,4	12,0	26,0	9,5	28,0	16,0	10,9	15,2
Asie (sauf Chine)	7,5	9,7	12,9	12,2	10,5	13,8	25,3	31,2
NEI ⁴	6,2	7,6	12,2	11,1	9,1	11,2	34,9	32,2
Autres pays ⁵	10,1	13,9	14,1	14,3	13,4	18,8	14,5	26,0
Amérique latine	7,5	6,0	8,9	17,4	11,9	11,8	10,4	20,9
Brésil	4,1	9,5	5,8	4,6	28,8	21,7	7,0	27,7
Mexique	6,6	2,6	8,3	21,5	-3,1	16,0	10,0	13,9
Autres pays	9,7	6,3	11,2	21,6	11,7	2,6	17,2	27,2

¹ Taux annuel moyen. Part des pays pondérée par la valeur en dollars de leurs échanges de marchandises en 1990. ² Exportations, en % de la demande totale (PIB plus importations) en 1989. ³ Variation des exportations, en % de celle de la demande totale (de 1989 à 1994, à prix constants). ⁴ Pour Hong-Kong, exportations de biens locaux et importations non réexportées uniquement. ⁵ Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines et Thaïlande.

Tableau III.7



relative stabilité du cours de change nominal par rapport au dollar, les réserves en devises sont passées de \$21 milliards, fin 1993, à \$58 milliards, fin mars 1995. Enfin, l'inflation s'accroissant, le cours effectif réel s'est apprécié de 15% environ sur la même période.

Nouvelles économies industrialisées et autres pays d'Asie

Hong-Kong

À Hong-Kong, la demande a également progressé à un rythme soutenu, entraînant une augmentation de 14% des importations non réexportées, plus forte hausse depuis quelques années. Dans le même temps, les exportations de productions d'origine locale ont baissé de 2%, bien que la vigueur du yen ait stimulé les ventes à destination du Japon. Les réexportations se sont aussi nettement accrues, confirmant le rôle de Hong-Kong comme intermédiaire incontournable d'une bonne partie du commerce chinois. Les relations de Taiwan avec la Chine ont continué à se développer. D'après les statistiques du GATT, la Chine, Hong-Kong et Taiwan exportent aujourd'hui, à eux trois, autant que la France, quatrième exportateur mondial. En outre, à Hong-Kong comme à Taiwan, les exportations de services commerciaux sont en plein essor ces dernières années.

Taiwan

Corée et Singapour

La hausse du yen a été également bénéfique pour les exportateurs de Corée et de Singapour. À Singapour, les ventes ont augmenté de 28% en volume, et l'ampleur de l'excédent des paiements courants a contribué au raffermissement progressif de la monnaie vis-à-vis du dollar EU. En Corée, les exportations se sont accrues de 13%, soit nettement plus que les années précédentes, mais les importations, de leur côté, ont fait un bond de près de 20% en volume, du fait notamment des achats de biens d'équipement et de produits intermédiaires au Japon.

Dans le reste de l'Asie, où l'expansion de l'activité se poursuit inlassablement, les importations comme les exportations ont augmenté beaucoup plus vite que le PIB. Depuis le début de la décennie, la progression des exportations a représenté 24% de celle de la demande. Mais la hausse encore plus vive des importations a eu tendance à creuser le déficit des comptes courants, qui a atteint des proportions notables en Indonésie, en Malaysia et en Thaïlande. Toutefois, contrairement à ce que l'on observe en Amérique latine, ces déficits traduisent une accélération de l'investissement intérieur, pourtant déjà élevé, et non de la consommation (cadre A du graphique VII.1, page 159). L'afflux massif d'investissement direct a aussi joué un rôle important.

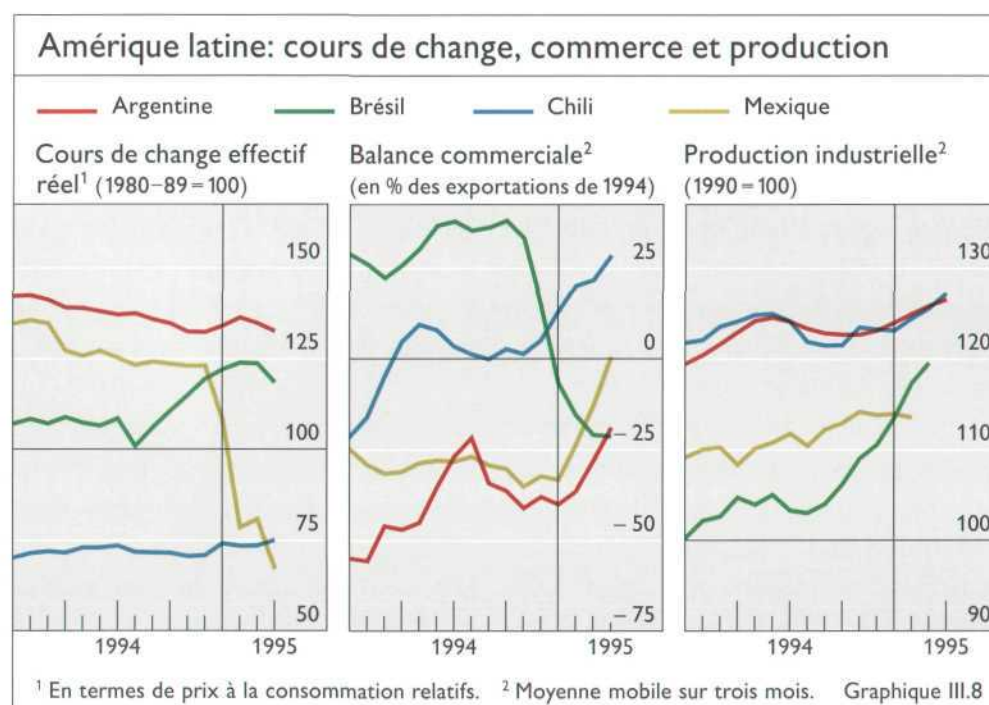
Autres pays d'Asie

Amérique latine

Le solde des paiements courants de l'Amérique latine s'est nettement détérioré au début de la décennie, passant d'une position de quasi-équilibre en 1990 à un déficit de plus de \$40 milliards en 1993 et 1994, soit l'équivalent d'un quart environ des exportations totales de biens et services. Ce résultat global masque toutefois des évolutions très contrastées.

Un certain nombre de pays ont appliqué des politiques – souvent différentes – pour contenir le déficit de leurs paiements courants. Tel est le cas du *Brésil*, première puissance économique de la région, où ce déficit était resté assez limité jusqu'à une date fort récente, en raison notamment du maintien d'un cours de change très compétitif pendant la période de libéralisation généralisée des échanges. Pour inverser les effets exercés par des années de stratégie de substitution des importations (qui avait fini par faire tomber les échanges, par rapport au PIB, à l'un des plus bas niveaux au monde), le gouvernement s'est lancé dans un vaste programme de

Brésil



libéralisation; ainsi, les droits de douane ont été considérablement abaissés, en particulier sur l'équipement et les biens intermédiaires, ce qui s'est traduit par une augmentation des importations de plus de 50% en volume ces deux dernières années, avec des retombées positives pour le commerce des pays voisins. Jusqu'au milieu de 1994, la politique de change officielle avait pour but de préserver la compétitivité des effets d'une inflation galopante en laissant la monnaie se déprécier au même rythme, ce qui a été en partie facilité par des restrictions sur les mouvements de capitaux. C'est seulement après la forte appréciation induite par le plan de stabilisation adopté en juillet 1994 (graphique III.8) que le déficit des paiements courants a commencé à s'aggraver sérieusement.

Chili Au *Chili*, le déficit des opérations courantes a été limité par des politiques de stabilisation macroéconomique et un constant effort de réforme. Tout en laissant le cours de change réel se raffermir à mesure que la situation fondamentale de l'économie s'améliorait, les autorités se sont attachées à prévenir toute appréciation prématurée ou excessive qu'il aurait fallu ensuite corriger. Le solde, largement excédentaire l'an dernier, des paiements courants du *Venezuela* traduit les effets d'une crise aiguë. Après l'effondrement du bolivar, victime d'une perte de confiance, et le rétablissement du contrôle des changes qui en a résulté, les importations ont diminué de plus de 30% en volume durant l'année.

Mexique L'ampleur du déficit extérieur courant du *Mexique* – qui a atteint l'équivalent de 8 points de PIB en 1994, contre 6,4 points en 1993 – fait de ce pays un cas à part pour cette région. En outre, ce résultat ne tient pas à des facteurs conjoncturels: la croissance mexicaine est demeurée assez modérée l'an dernier, tandis que la reprise était vigoureuse aux États-Unis, principal marché d'exportation du pays. De fait, la production n'a pas augmenté aussi vite au Mexique que dans de nombreux autres pays d'Amérique latine; au début de 1994, la production industrielle avait gagné moins de 10% par rapport à 1990 (mais il est vrai que la croissance s'est accélérée en 1994 – graphique III.8).

Nouvelles tendances des échanges ces derniers mois Les événements monétaires et autres qui se sont produits lorsque la crise mexicaine a éclaté ont eu de profondes répercussions non seulement sur la configuration des cours de change réels, mais aussi sur la structure des balances commerciales dans les premiers mois de 1995. Au Mexique, l'appréciation du peso en termes réels enregistrée au début des années 90 s'est ainsi trouvée largement inversée. Dans une situation caractérisée par des taux d'intérêt très élevés et une faible demande intérieure, la contraction des importations, conjuguée à une envolée des exportations, a entraîné un net redressement du solde commercial (graphique III.8). Au Brésil, en revanche, la dépréciation nominale modeste du cruzeiro real en mars 1995 n'a pas annulé la forte hausse en termes réels. Parallèlement à la brusque poussée de la demande de consommation et d'importations qui a immédiatement suivi la stabilisation de la monnaie, cette situation a contribué à l'apparition d'un déficit commercial substantiel dans les premiers mois de 1995, incitant les autorités à relever considérablement les droits sur les entrées de biens de consommation.

Investissement direct étranger

Le montant global des sorties de capitaux au titre de l'investissement direct étranger (IDE) a dépassé \$230 milliards l'an dernier. Une fois encore, ce sont les États-Unis qui arrivent en tête, avec près de \$60 milliards, suivis du Royaume-Uni, avec \$30 milliards. Dans un cas comme dans l'autre, la moitié environ de ces flux représente des bénéfices réinvestis. La pratique qui consiste, aux États-Unis ainsi qu'au Royaume-Uni, à porter au crédit du compte courant les bénéfices non rapatriés des établissements à l'étranger (avec une inscription compensatoire au poste des investissements directs à l'étranger) est conforme aux recommandations du FMI. La plupart des autres pays, cependant, n'ont pas encore adopté cette présentation, et les systèmes statistiques nationaux sont, de toute façon, bien souvent incapables de saisir la totalité des bénéfices de «leurs» entreprises à l'étranger lorsqu'ils ne sont pas rapatriés. En raison de cette asymétrie, la part respective des États-Unis et du Royaume-Uni dans le total de l'investissement direct est donc surévaluée.

Sorties records

D'après les statistiques de balance des paiements (qui n'incluent pas les bénéfices réinvestis), l'investissement japonais à l'étranger a augmenté, atteignant \$18 milliards, mais il est encore loin d'égaler ses niveaux élevés de la fin des années 80, lorsque les résidents s'engageaient massivement aux États-Unis. La réorientation en direction de la Chine et d'autres pays d'Asie s'est poursuivie l'an dernier, au point que pour la première fois on a davantage

Tendance globale de l'investissement direct							
	1976-80	1981-85	1986-90	1991	1992	1993	1994 ¹
	en milliards de dollars EU, moyenne annuelle						
Total des sorties	39,7	43,2	167,7	187,1	179,4	199,0	233,5
Pays industriels	39,0	41,4	158,6	177,7	161,4	168,4	197,8
dont: États-Unis	16,9	7,6	25,3	31,3	41,0	57,9	58,4
Japon	2,3	5,1	32,1	30,7	17,2	13,7	17,9
Royaume-Uni	7,8	9,2	28,1	16,4	19,4	25,7	30,0
Autres pays d'Europe	10,0	15,1	63,9	91,3	80,2	63,2	80,1
Pays en développement ²	0,8	1,8	9,1	9,5	18,0	30,5	35,7
dont: Asie	0,1	1,1	7,8	7,2	15,3	26,4	30,2
Amérique latine	0,2	0,2	0,6	1,3	0,8	2,2	2,9
Total des entrées	31,8	55,3	152,4	152,0	153,2	177,4	239,7
Pays industriels	25,3	36,2	126,8	108,7	94,8	96,8	135,1
dont: États-Unis	9,0	18,6	53,4	26,1	9,9	21,4	60,1
Japon	0,1	0,3	0,3	1,4	2,7	0,1	0,9
Royaume-Uni	5,6	4,3	21,7	16,1	16,5	14,6	10,9
Autres pays d'Europe	8,7	9,9	38,8	57,5	55,7	52,4	51,5
Pays en développement ²	6,4	19,1	25,6	43,3	58,4	80,6	104,6
dont: Chine	..	1,0 ³	3,1	4,4	11,2	25,8	33,8
Autres pays d'Asie	2,1	4,6	12,1	20,5	26,2	25,5	33,3
Amérique latine	3,6	5,6	6,6	11,2	12,6	16,1	25,9

¹ Données provisoires. ² Y compris l'Europe orientale. ³ 1982-85.

Tableau III.8

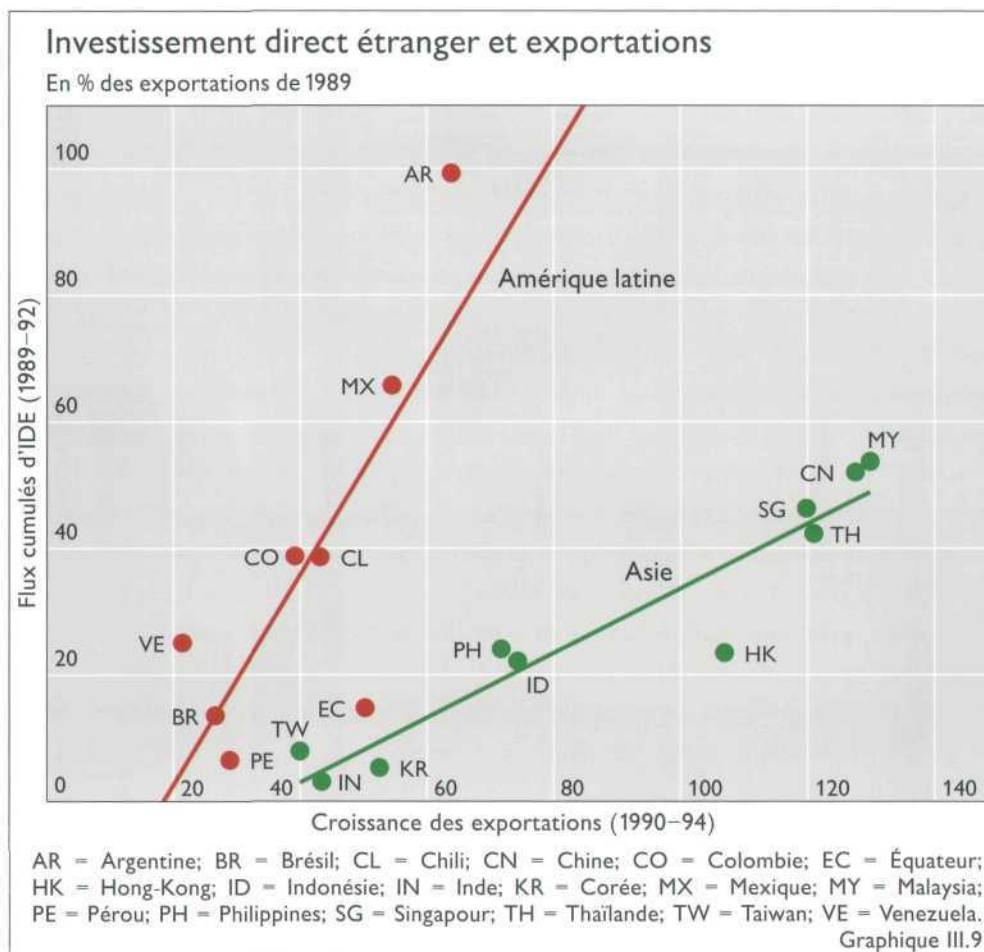
Augmentation des flux vers les pays en développement...

... notamment la Chine et d'autres pays d'Asie

investi dans cette région qu'en Europe. L'investissement en provenance d'Europe continentale s'est également redressé l'an passé.

Les pays en développement ont de nouveau attiré davantage d'investissement direct l'an dernier, avec un chiffre record de \$104 milliards, soit plus de 40% de l'ensemble. Une partie de ces apports représente, en fait, un accroissement des opérations réalisées par les pays en développement eux-mêmes, sous forme de flux internes à la zone asiatique en particulier. La Chine se classe au premier rang des bénéficiaires, avec près de \$34 milliards, émanant pour une bonne part, comme les années précédentes, des entreprises établies à Hong-Kong. D'après les prévisions, l'encours de l'investissement direct en Chine devrait atteindre \$100 milliards d'ici le second semestre de cette année, dont quasiment la moitié en provenance ou par l'intermédiaire de Hong-Kong.

Les avantages généreux consentis aux investisseurs étrangers, notamment sur le plan fiscal, ont favorisé cette évolution, comme ils ont pu encourager les allers et retours de capitaux chinois par Hong-Kong, ce qui gonfle les statistiques. Toutefois, en mars 1995, les autorités chinoises ont annoncé qu'elles allaient éliminer progressivement certains privilèges fiscaux et établi de nouvelles dispositions précisant leurs priorités en matière d'incitations à l'investissement. De leur côté, les résidents chinois renforcent également leur présence à Hong-Kong, où leur encours à ce titre était estimé à \$25 milliards



l'an dernier. Les apports des pays d'Asie à revenu élevé (Corée, Taiwan et Singapour) aux pays à faible revenu de la région ont continué de s'accroître. Au total, l'investissement direct étranger en Asie s'est inscrit à \$67 milliards et celui d'origine asiatique à \$30 milliards.

En Amérique latine, enfin, l'investissement direct s'est beaucoup accru l'an passé mais reste néanmoins bien en deçà des niveaux observés en Asie. S'agissant des entrées de capitaux dans cette région, il convient d'ailleurs de relever la préférence nettement marquée pour l'investissement de portefeuille plutôt que pour les apports directs (chapitre VII). En outre, une bonne partie des flux qui se sont dirigés vers l'Amérique latine ont consisté en prises de participations dans des entreprises récemment privatisées et non en investissements nouveaux créateurs de capacités supplémentaires.

La concentration de l'investissement direct, dans une grande partie des pays en développement, sur les secteurs d'exportation, au détriment des autres, est lourde de conséquences pour le processus d'ajustement international. En effet, lorsque les flux d'IDE vont de pair avec un accroissement des importations en biens d'équipement et produits intermédiaires, la détérioration qui en résulte dans les paiements courants atténue la pression à la hausse que les entrées de capitaux exercent sur le change. En outre, toute dégradation de ce solde peut induire sa propre correction, dans la mesure où les exportations augmenteront lorsque les nouvelles capacités commenceront à produire. Vue sous cet angle, la propension de l'investissement direct à privilégier les activités d'exportation en Asie beaucoup plus qu'en Amérique latine revêt donc un sens particulier.

Le graphique III.9 illustre la relation entre les apports récents d'IDE et la progression des exportations enregistrée depuis le début de la décennie par les principaux pays d'Asie et d'Amérique latine. Deux différences apparaissent entre ces deux régions. La première est qu'il existe, entre investissement direct et accroissement des exportations, une liaison plus étroite dans les pays d'Asie que dans ceux d'Amérique latine. La seconde est que l'IDE est plus axé sur les exportations en Asie (la courbe de régression est plus plate) qu'il ne l'est en Amérique latine. Cette dernière observation est confirmée par une enquête approfondie sur les activités des filiales à l'étranger d'entreprises américaines du secteur non bancaire. Alors que la part de la production exportée de ces filiales en Asie dépasse 50%, elle n'est que d'un quart environ pour celles d'Amérique latine; cette concentration sur les ventes intérieures résulte probablement des politiques de substitution des importations menées auparavant dans cette région. Les statistiques chinoises vont dans le même sens: elles montrent que les exportations des entreprises à capitaux étrangers – filiales communes ou sociétés entièrement sous contrôle étranger – ont contribué pour quelque 60% en moyenne au développement des exportations de la Chine pendant cette décennie, proportion qui n'a cessé de s'accroître ces dernières années.

Amérique latine

Incidence sur
l'ajustement
extérieur...

... variable selon
les régions

IV. Politique monétaire dans les pays industriels

Faits saillants

Avec l'intensification de la reprise économique, l'an dernier, plusieurs pays industriels ont resserré leur politique monétaire dans le but de prévenir une poussée inflationniste. Le mouvement, commencé aux États-Unis en février, s'est poursuivi durant toute l'année et des mesures dans ce sens ont été prises au Royaume-Uni, en Italie, en Suède, au Canada, en Australie et en Finlande. Par contre, les taux officiels sont restés inchangés au Japon et ont été de nouveau abaissés en Allemagne. Au début de 1995, dans un contexte de tensions sur les changes, la politique monétaire a été également durcie dans certains pays participant au mécanisme de change européen (MCE), mais assouplie au Japon et en Allemagne.

Cette orientation monétaire plus stricte – qui a surpris pour avoir été mise en œuvre bien avant toute accélération de la hausse des prix à la consommation – s'explique par le renforcement, ces dernières années, de la détermination des banques centrales à garantir la stabilité des prix. Il faut également la replacer dans le contexte d'une sensibilité accrue des marchés des capitaux aux perspectives d'évolution de l'inflation et aux décisions de politique monétaire. En retour, les autorités monétaires se sont efforcées d'accroître la transparence en donnant une plus large information sur les raisons motivant les inflexions de leur politique.

Une question essentielle qui se pose maintenant est de savoir si les politiques monétaires actuelles se révéleront plus efficaces pour contenir l'inflation que celles qui ont été suivies dans les précédentes phases de reprise. D'une part, il est permis de penser que la rapidité de réaction des autorités et la plus grande souplesse des marchés des biens ou du travail ont réduit la prédisposition de certaines économies à l'inflation. D'autre part, une expansion durable et non inflationniste ne pourra être obtenue que si les anticipations de hausse des prix restent extrêmement modérées. L'expérience montre que la crédibilité s'acquiert à force de bons résultats et que la détermination des banques centrales à garantir la stabilité des prix ne saurait constituer en soi une condition suffisante. Les indicateurs des prévisions d'inflation laissent penser que, dans certains pays, cette crédibilité a été entamée par d'importants déséquilibres des finances publiques ou par le risque que la dépréciation de la monnaie ne finisse par entraîner une accélération de l'inflation.

La politique de taux d'intérêt dans la phase actuelle de reprise

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a relevé par étapes, de 3% en février 1994 à 6% en février 1995, l'objectif opérationnel assigné au taux des fonds fédéraux. Dans les pays européens, les taux officiels ont été généralement

Inflexions de la
politique de taux
d'intérêt en 1994...

assouplis tout au long du printemps de 1994. Cependant, à partir d'août – septembre, les taux les plus révélateurs de l'orientation monétaire ont été majorés au Royaume-Uni, en Italie, en Suède et en Australie. Au Canada, la fourchette-objectif du taux au jour le jour, après plusieurs baisses à l'automne, a été rehaussée en novembre, lorsque la monnaie a subi des pressions à la suite d'un nouveau resserrement des conditions monétaires aux États-Unis. Les taux courts ont été augmentés en décembre en Espagne et en Finlande; au début de 1995, ils sont également montés en Irlande, en France, en Belgique et au Danemark dans un contexte de tensions au sein du MCE. Sauf dans le cas des pays du MCE, les hausses de taux répondaient principalement au renforcement de l'activité économique et à des signes montrant que les répercussions de la dépréciation du change sur les prix intérieurs s'intensifiaient.

Fin mars 1995, devant l'expansion monétaire modérée et la forte appréciation du deutsche mark, les taux directeurs ont encore été abaissés en Allemagne. Simultanément, les taux officiels ont été réduits aux Pays-Bas et en Autriche puis, un peu plus tard, en Belgique. En avril, la Banque du Japon a ramené son taux d'escompte de 1¾% à 1%.

Choix du moment et de l'ampleur des modifications de taux d'intérêt

Conscientes que leurs actions antérieures pour prévenir une montée d'inflation avaient manqué d'efficacité, certaines banques centrales ont récemment cherché à mieux tenir compte des délais de transmission de la politique monétaire. C'est pourquoi les taux d'intérêt ont été relevés plus tôt que précédemment par rapport au renforcement des pressions inflationnistes. D'autres banques centrales ont affiché une extrême prudence dans la détente de leur politique, alors même que la reprise économique restait faible.

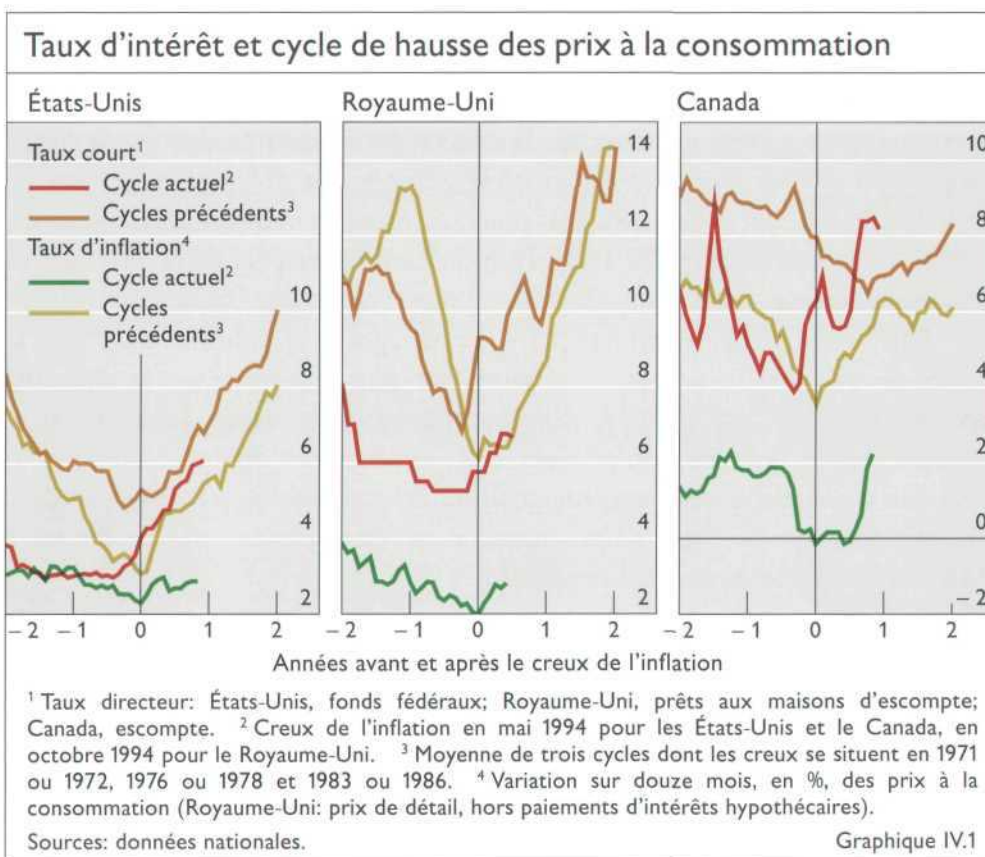
... plus précoces
que par le passé

Taux d'intérêt officiel ¹									
Chiffres de fin de mois, en % l'an									
	US	JP	GB	CA	AU	IT	ES	SE	FI
Mars 1994	3,50	2,22	5,25	5,64	4,75	8,40	8,00	6,95 ²	4,96
Septembre 1994	4,75	2,19	5,75	5,54	5,50	8,20	7,35	7,20	5,12
Mars 1995	6,00	1,98	6,75	8,47	7,50	10,35	8,50	8,20	5,75
	DE	FR	BE	NL	AT	DK	NO	IE	PT
Mars 1994	5,76	6,00	6,15	5,50	5,50	6,00	6,75	6,75	10,00
Septembre 1994	4,85	5,00	4,85	4,80	4,70	5,50	6,75	6,25	9,25
Mars 1995	4,50	5,00	5,85	4,50	4,45	7,00	6,75	7,25	10,11

AT = Autriche; AU = Australie; BE = Belgique; CA = Canada; DE = Allemagne; DK = Danemark; ES = Espagne; FI = Finlande; FR = France; GB = Royaume-Uni; IE = Irlande; IT = Italie; JP = Japon; NL = Pays-Bas; NO = Norvège; PT = Portugal; SE = Suède; US = États-Unis.

¹ États-Unis: objectif implicite pour les fonds fédéraux; Japon: taux du marché pour les fonds à une semaine renouvelable; Royaume-Uni: prêts aux maisons d'escompte; Canada: escompte; Australie: objectif pour le taux au jour le jour; autres pays: taux du réglage de la liquidité bancaire (Danemark: certificats de dépôt; Norvège: taux créditeur au jour le jour; Irlande: taux des facilités à court terme; Portugal: taux d'approvisionnement occasionnel en liquidités; autres pays: taux marginal des appels d'offres pour la fourniture de réserves aux banques). ² 1^{er} juin 1994 (mise en place d'un nouvel instrument).

Tableau IV.1



États-Unis

Aux États-Unis, le resserrement initial de la politique monétaire en 1994 a anticipé la remontée de l'inflation davantage que lors de la plupart des cycles précédents (graphique IV.1). Cette fois, cependant, la Réserve fédérale avait auparavant maintenu le taux des fonds fédéraux à un niveau exceptionnellement bas en termes réels pendant une période prolongée. Les opérateurs sur les marchés des capitaux ayant exposé leurs portefeuilles à des risques préoccupants, dans le cadre d'opérations à effet de levier visant à augmenter leurs revenus en période de détente monétaire, elle n'a procédé, dans un premier temps, qu'à un durcissement modéré. Elle a ensuite accéléré le rythme au fur et à mesure que les anticipations inflationnistes menaçaient de se développer et que les risques encourus semblaient moins inquiétants. Bien que, par rapport à la hausse des prix à la consommation, le taux des fonds fédéraux ait fini par atteindre un niveau plus élevé que lors de la phase correspondante des cycles antérieurs, l'activité économique a continué de progresser fortement en 1994. Au 1^{er} trimestre de 1995, toutefois, l'expansion semblait se ralentir.

Canada

Au Canada, où la hausse des prix à la consommation (hors alimentation et énergie, corrigée des impôts indirects) se maintient à l'intérieur d'une fourchette de 1–2% depuis le début de 1992, il est difficile de dater le point bas du cycle. Le taux à trois mois, sous l'effet des pressions sur le change, s'est rapidement tendu à la fin de 1994. La Banque du Canada, en relevant le taux au jour le jour, a réagi bien avant que ne se manifeste une accélération de l'inflation, logiquement attendue en raison de la dépréciation de la monnaie ou du rétrécissement de la marge de capacités productives non utilisées.

Au Royaume-Uni, le premier resserrement de la politique monétaire, l'année dernière, a, lui aussi, clairement précédé l'accélération des prix à la consommation. Il répondait essentiellement à des signes d'accroissement des pressions sur les prix au début de la chaîne de production/distribution et à l'apparition de contraintes sur les capacités. Bien que la politique monétaire ait déjà été durcie par anticipation au cours de certains cycles antérieurs, cette fois, le niveau de départ des taux d'intérêt réels était plus élevé et celui de l'inflation plus bas.

Royaume-Uni

Pour d'autres pays où les taux courts ont été relevés en 1994, la comparaison avec les cycles antérieurs est plus difficile car les objectifs opérationnels ont été modifiés. En Espagne, en Italie et en Suède, le taux d'inflation était encore relativement bas par rapport au passé lorsque la politique monétaire a été resserrée, mais les pressions sous-jacentes s'exerçant sur la demande et les coûts suite à la dépréciation de la monnaie s'accumulaient depuis quelque temps déjà.

La politique monétaire du Japon est restée prudente en 1994, bien que l'appréciation du yen ait contribué au niveau très bas de l'inflation et semblé, par moments, compromettre la poursuite de la reprise. Le passé a démontré que, lorsque les prix des actifs se mettent à monter, ils peuvent devenir difficiles à maîtriser. Aussi, la Banque du Japon, tout en maintenant inchangé son taux d'escompte, a favorisé un raffermissement des taux du marché monétaire pendant l'été. Au début de 1995, toutefois, alors que les pressions à la hausse sur le yen se faisaient nettement plus vives, elle a suscité une baisse des taux à court terme, puis a réduit son taux d'escompte.

Japon

En Allemagne, où la reprise économique n'en était encore qu'à ses débuts, la politique de fermeté des taux courts à la fin de 1994 était destinée à permettre un nouveau ralentissement des prix à la consommation, restés anormalement élevés durant la phase de récession. La décision de la Bundesbank, en mars 1995, d'abaisser ses taux d'escompte et d'appel d'offres a pris en compte l'appréciation du deutsche mark, qui a contribué à contrebalancer les répercussions de hausses éventuelles des coûts intérieurs sur le taux d'inflation.

Allemagne

Transparence accrue des décisions relatives aux instruments de la politique monétaire

Ces dernières années, pratiquement toutes les banques centrales sont tombées d'accord sur le fait que les mouvements de taux à court terme induits par la politique monétaire constituent l'instrument grâce auquel elles poursuivent d'autres objectifs. En essayant d'expliquer qu'une modification des taux d'intérêt s'imposait à tel moment, plusieurs d'entre elles ont récemment rendu leur objectif ultime plus transparent. Elles se sont efforcées de faire de même pour leurs procédures opérationnelles et leurs décisions concernant le réglage des instruments. En cherchant à réduire l'incertitude entourant leurs buts opérationnels, elles ont voulu diminuer le risque de réactions fébriles des marchés, tout en se ménageant une souplesse d'action face à des conditions changeantes.

Transparence
accrue des
décisions
concernant les
taux d'intérêt

Lorsque la politique monétaire est guidée par des variables intermédiaires servant de point d'ancrage aux anticipations d'inflation, il n'est plus si

nécessaire d'expliquer pourquoi les instruments doivent être ajustés. Cela présente un avantage, car un haut degré de souplesse dans le maniement des taux d'intérêt est utile si l'on choisit des objectifs d'agrégats monétaires, et plus encore quand la politique a pour but d'influencer le cours de change. La définition de variables intermédiaires conduit également les banques centrales à opter pour des dispositifs opérationnels facilitant des ajustements souples des taux courts du marché monétaire. Dans les années 80, elles ont généralement commencé à délaisser les régimes de taux administrés fondés, par exemple, sur le taux d'escompte officiel, préférant les interventions sur le marché, plus flexibles.

Depuis quelques années, pourtant, la politique monétaire de nombreux pays se fonde moins sur des variables intermédiaires et plus sur des décisions discrétionnaires de la banque centrale quant au niveau de taux d'intérêt requis pour atteindre les objectifs ultimes. Il est à craindre que, sans indicateur intermédiaire pour les guider, les marchés soient très sensibles aux brusques fluctuations des anticipations concernant le choix et l'efficacité des stratégies de taux d'intérêt suivies par les autorités. Conscientes de ce risque, les banques centrales de plusieurs grands pays essaient généralement, lorsque les indicateurs montrent une accumulation ou une diminution des pressions inflationnistes, de n'adapter leurs taux d'intervention que par paliers. Une orientation stable a été jugée propice aux ajustements dans l'économie ainsi que sur les marchés des capitaux et de nature à éviter des conséquences perturbatrices pour les anticipations du marché et pour les autres pays. Cependant, il n'a pas toujours été possible de maintenir le cap. La politique monétaire a souvent dû être infléchie rapidement, face à des événements imprévus sur les marchés des actifs, du crédit, du travail et des biens. Des modifications soudaines des instruments augmentent l'incertitude concernant le réglage de la politique de taux d'intérêt ou son évolution future et sont, par là même, tout particulièrement susceptibles de provoquer des réactions néfastes sur les marchés des capitaux et des changes. Dans ces conditions, de nombreuses banques centrales sont arrivées, une fois encore, à la conclusion qu'il pouvait être bénéfique d'exposer de façon explicite leurs actions et leurs intentions.

États-Unis

Depuis février 1994, aux États-Unis, toutes les décisions de relèvement du taux des fonds fédéraux sont rendues publiques et généralement expliquées. En outre, en février 1995, le Comité fédéral de l'open market a adopté une procédure expresse pour l'annonce, le jour même, de toute modification des instruments de la politique monétaire. Depuis 1990, l'objectif est beaucoup plus clair pour le marché puisqu'il porte spécifiquement sur le taux des fonds fédéraux et non plus partiellement sur les réserves empruntées des banques. Cependant, les inflexions de la norme assignée à ce taux font aujourd'hui l'objet d'une publicité aussi large que celles du taux d'escompte de la Réserve fédérale.

Royaume-Uni

Depuis le début de 1994, les décisions concernant les taux d'intérêt au Royaume-Uni sont adoptées lors de réunions mensuelles entre le chancelier de l'Échiquier et le gouverneur de la Banque d'Angleterre. Elles sont mises en œuvre le mois d'après, à la date choisie par la banque centrale. Un

procès-verbal exposant en détail les opinions exprimées est publié deux semaines après la réunion suivante. Lorsque les taux sont modifiés, un communiqué de presse fournit des explications. En rendant plus clair le processus de décision, les autorités entendent faire porter le débat sur l'inflation en tant qu'objectif et démontrer que seules des considérations de politique monétaire motivent les décisions.

Depuis le deuxième trimestre de 1994, la Banque du Canada fixe de façon explicite des fourchettes-objectifs opérationnelles pour le taux au jour le jour. Elle utilise des prises en pension spéciales pour le maintenir à l'intérieur de la fourchette et rendre celle-ci claire pour le marché. Ces dernières années, la Reserve Bank of Australia a annoncé à l'avance toutes les modifications du taux de ses concours au jour le jour.

Canada et
Australie

Depuis juillet 1994, dans un contexte d'instabilité inhabituelle des marchés des obligations et des changes, la Bundesbank utilisait généralement des pensions sur appel d'offres à taux prédéterminé pour approvisionner les banques en liquidités. Il lui arrivait souvent d'annoncer que le taux serait maintenu pour les semaines suivantes. Cependant, lorsque la politique monétaire a été assouplie, en mars 1995, elle a déclaré qu'elle revenait à des adjudications à taux variable. La procédure à taux prédéterminé, parce qu'elle fournit un signal clair de la politique appliquée, a été employée, l'année dernière, en Suède et en Finlande pour orienter à la hausse les taux du marché monétaire.

Allemagne

Politique de taux d'intérêt et anticipations du marché

Désireuses de prévenir toute montée des anticipations inflationnistes, les autorités monétaires cherchent à évaluer les attentes du marché à partir d'enquêtes d'opinion, des rendements obligataires à long terme et du comportement du cours de change (voir ci-après). Les taux à terme du marché monétaire fournissent des indications d'une autre nature. Ils reflètent essentiellement les prévisions des opérateurs pour les échéances encore plus brèves, qui sont les plus directement influencées par la politique monétaire. Ces prévisions prennent en compte les évolutions de l'économie en général, de la politique budgétaire et des marchés des changes susceptibles de justifier une réaction des autorités.

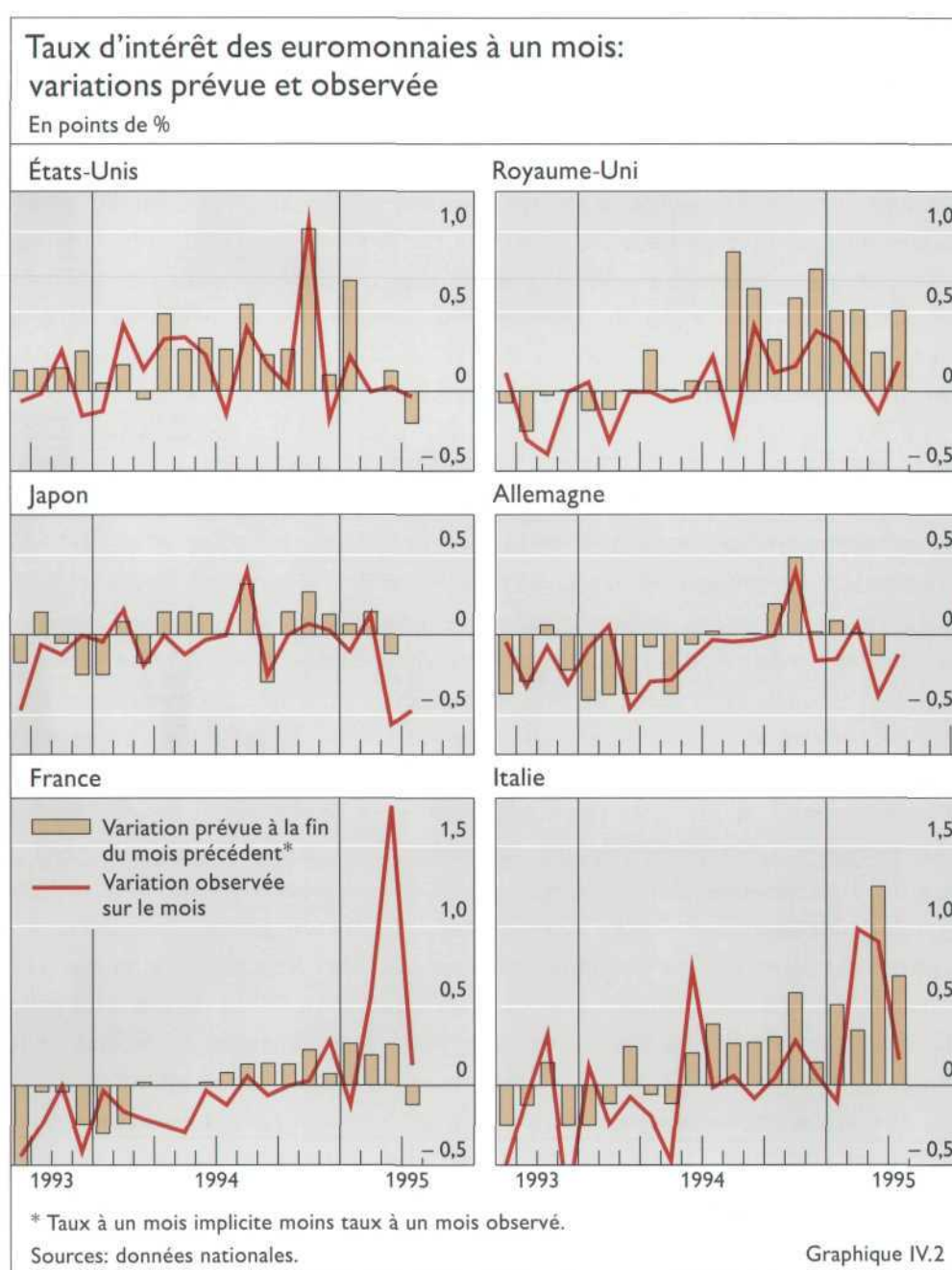
Valeur informative
des taux du marché
monétaire

D'un côté, les taux à terme du marché monétaire peuvent fournir des indications utiles sur la politique de taux que les opérateurs jugent appropriée pour atteindre les objectifs à moyenne échéance de la banque centrale. C'est pourquoi les autorités doivent tenir compte de leurs variations. De l'autre, les prévisions du marché concernant l'évolution prochaine peuvent être fortement affectées par les déclarations des autorités. Il y aurait alors un risque de circularité et d'instabilité dans le réglage des instruments, si les intervenants venaient à penser que les anticipations exprimées sur les marchés monétaires influencent de façon significative les décisions de politique monétaire.

Les anticipations concernant l'orientation à court terme de la politique de taux d'intérêt peuvent être évaluées à partir de l'évolution des taux à un mois sur les marchés des eurodevises, où l'arbitrage joue à plein, et, plus précisément, d'après leur relation avec les taux à un mois implicites dans les

taux à deux mois (graphique IV.2). Ceux-ci semblent montrer que les opérateurs avaient envisagé un certain resserrement de la politique monétaire aux États-Unis à la fin de 1993, mais n'avaient pas pressenti la date exacte du premier geste en ce sens de la Réserve fédérale, début février 1994. Ils indiquent aussi que le marché s'attendait à un durcissement de plus grande ampleur que celui qui a effectivement eu lieu au printemps de 1994. Depuis le fort relèvement du taux des fonds fédéraux en novembre, la politique monétaire semble toutefois avoir rattrapé les anticipations implicites dans la courbe des rendements.

L'écart entre taux à un mois effectif et implicite semble indiquer que, en Italie et au Royaume-Uni, les marchés avaient envisagé à plusieurs reprises le resserrement avant qu'il n'intervienne; pour les étapes ultérieures, ils avaient



tablé sur un freinage plus fort que ce qui s'est produit. Il apparaît également que les marchés monétaires s'attendaient à un certain durcissement au Japon au printemps de 1994, puis à partir de septembre, date à laquelle la même prévision semble avoir été faite en Allemagne. En Italie et en France, on escomptait entre juin et novembre une politique monétaire plus stricte, en réaction aux pressions sur les changes; ces anticipations sont réapparues au début de 1995, avant que les banques centrales de ces deux pays n'aient ajusté leurs procédures de façon à laisser les taux courts du marché monter bien au-delà des taux de leurs appels d'offres.

L'effet des anticipations était également clairement discernable dans les relations inhabituelles observées l'an passé entre les taux au jour le jour, très sensibles à l'action des autorités, et les taux à plus longue échéance du marché monétaire interne (graphique IV.3). Dans tous les pays où la politique monétaire a été resserrée en 1994, les taux à trois mois ont augmenté bien avant les taux au jour le jour, reflétant l'opinion des opérateurs selon laquelle les banques centrales appliqueraient nettement plus de rigueur pour contenir les pressions inflationnistes. Des différentiels exceptionnellement importants et persistants entre ces taux ont été notés en 1994. Au début de 1995, l'écart s'est réduit aux États-Unis, au Royaume-Uni, au Canada, en Espagne et en Suède, mais creusé en Italie. À l'automne de 1994, quand le marché a semblé anticiper un relèvement en Allemagne, les taux à trois mois sont montés bien au-dessus des taux au jour le jour ou directeurs, demeurés inchangés, dans la plupart des pays du MCE et en Norvège. Au début de 1995, l'écart a fortement diminué en Allemagne et en Suisse, tandis qu'il s'accroissait dans les pays où la monnaie était soumise à des pressions baissières vis-à-vis du deutsche mark.

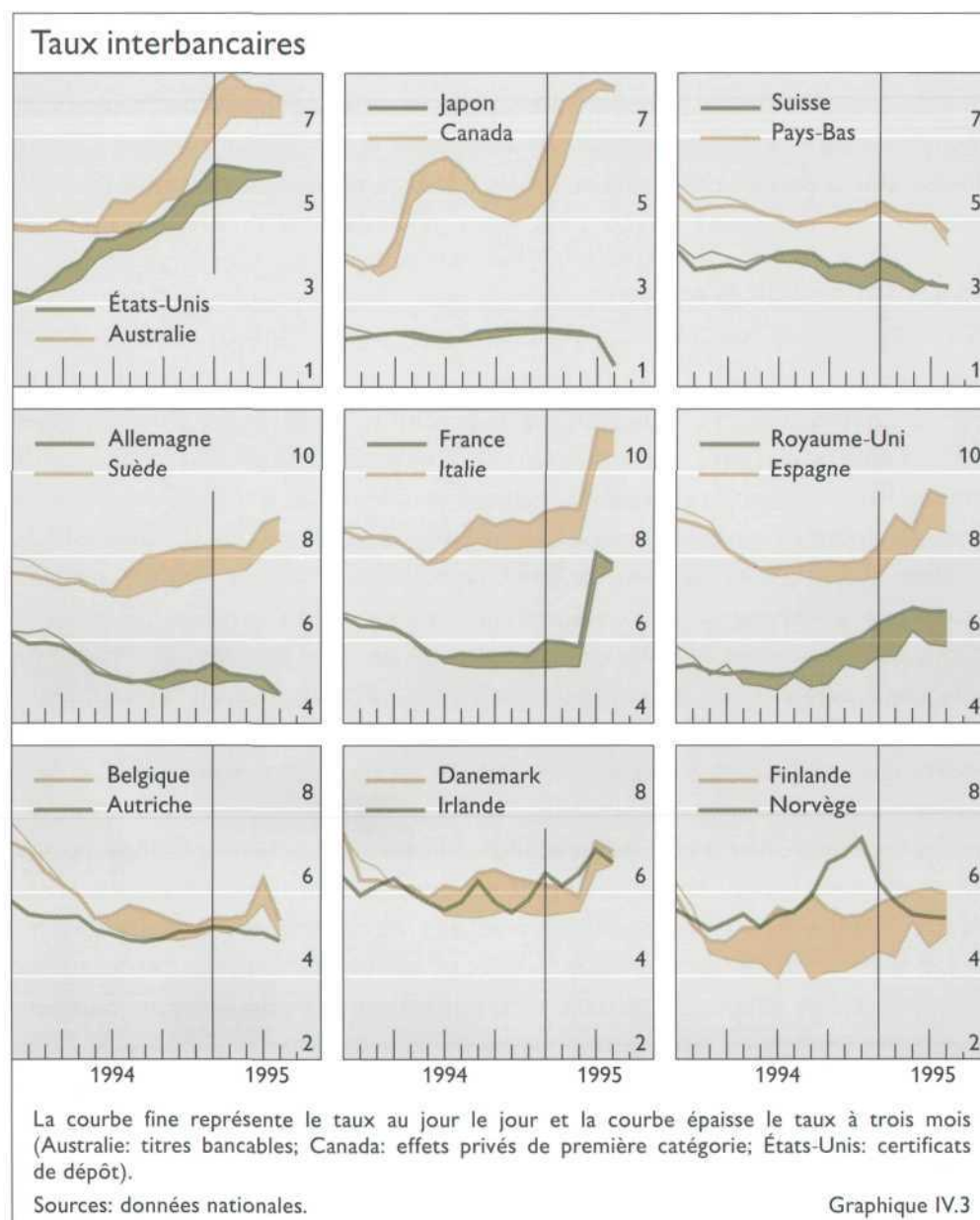
Si les banques centrales ont été attentives aux anticipations du marché, dans la plupart des pays les décisions concernant les taux d'intérêt ont continué à être fondées principalement sur des jugements des autorités concernant les risques inflationnistes perceptibles dans l'économie. Dans ces conditions, le fait que les taux courts réagissent, dans une certaine mesure, aux forces du marché peut être jugé aussi bien utile que nuisible. Utile car, traditionnellement, ces taux, sur lesquels agit la politique monétaire, influencent indirectement l'évolution économique par l'intermédiaire des taux d'intérêt appliqués par les institutions financières et des réactions des taux à plus longue échéance du marché monétaire. Dans de nombreux pays où la reprise s'est révélée plus forte que prévu, la montée des taux à terme du marché monétaire, en 1994, pouvait être interprétée comme renforçant le caractère restrictif de la politique. Nuisible car, dans les cas où la hausse des taux plus longs par rapport aux taux directeurs était liée à des pressions baissières sur la monnaie ou venait aggraver les problèmes de financement budgétaire, elle a compliqué la mise en œuvre de la politique monétaire.

Le comportement inhabituel des taux à long terme, l'année passée, a pu également modifier l'incidence de la politique monétaire quoique, une fois encore, le phénomène donne lieu à diverses interprétations. La hausse des rendements obligataires entraînée par l'action d'une demande globale étonnamment forte sur les taux réels, de même que la tension des taux à plus

Relations
inhabituelles entre
taux au jour le jour
et taux à terme du
marché monétaire

Implications
pour la conduite
et l'incidence de la
politique monétaire

Implications
possibles de
la hausse des
rendements
obligataires



longue échéance du marché monétaire, pourrait être perçue comme une contribution utile à l'orientation restrictive de la politique monétaire; évidemment, si le niveau élevé des taux longs reflète en partie des anticipations d'accélération de l'inflation, son effet immédiat sur l'activité économique risque d'être limité. Au contraire, dans les pays où l'augmentation des taux longs a principalement traduit l'existence de déséquilibres budgétaires ou de primes de risque, il est possible que les perspectives de parvenir à moyen terme à une reprise viable aient diminué en conséquence.

Guides de la politique monétaire et conditions monétaires

Quelques banques centrales des pays industriels continuent à s'appuyer largement sur des variables intermédiaires pour essayer d'atteindre leur objectif ultime. Dans plusieurs économies, des objectifs d'agrégats monétaires

sont toujours publiés et jouent encore un rôle capital dans l'élaboration et la présentation de la politique, particulièrement en Allemagne. Les cours de change conservent une fonction essentielle pour la conduite de la politique monétaire dans les pays du MCE. Ailleurs, celle-ci est guidée par une gamme d'indicateurs, parmi lesquels l'évolution de la masse monétaire, du crédit et du cours de change occupe toujours une place généralement importante.

Utilisation
de variables
intermédiaires
dans la politique
monétaire

Agrégats de monnaie et de crédit

Pour de nombreuses banques centrales, certains agrégats de monnaie représentent toujours d'utiles indicateurs avancés de l'évolution de l'activité économique et des prix. Quelques-unes les utilisent également pour énoncer l'orientation appropriée de la politique à moyen terme. La fixation d'objectifs monétaires, quoique pratiquée de manière souple, reste la pierre angulaire de la stratégie en Allemagne. En France, en Suisse et en Espagne, les objectifs de la banque centrale s'expriment aujourd'hui sous forme de normes d'expansion monétaire à moyen terme. Cela reflète l'opinion selon laquelle, même si la demande de monnaie a connu des ruptures ces dernières années, la variable de référence demeure un témoin utile de l'effet inflationniste de la politique à longue échéance. Cependant, depuis quelque temps, l'évolution des agrégats monétaires ne joue plus qu'un rôle limité de guide dans la régulation des taux courts.

Aux États-Unis, la restructuration des bilans des secteurs financier et non financier, dont les conséquences négatives avaient retardé la reprise, a eu, l'an dernier, des effets favorables. Les banques, plus disposées à accorder des prêts, ont notablement assoupli leurs conditions. Leurs concours aux entreprises ont progressé (de 11%), ce qui n'était pas arrivé depuis plusieurs années, et les crédits à la consommation se sont fortement développés. Alors que les ménages ont davantage utilisé des hypothèques à taux révisable, les emprunts auprès des caisses d'épargne ont également augmenté pour la première fois depuis longtemps. Cependant, comme les banques ont réduit leur portefeuille de titres d'État, la hausse de leurs avoirs globaux a été modeste. De même, reflétant le recours accru des banques à des ressources empruntées, le taux de croissance des agrégats monétaires larges est demeuré peu élevé, tandis que ceux de M1 et de la base monétaire ont diminué.

Évolution de
la circulation
monétaire et
du crédit aux
États-Unis...

Au Japon, les agrégats sont faussés depuis quelques années par l'innovation financière, les fortes fluctuations des prix des actifs et l'incidence des pertes sur prêts sur le comportement des banques. Ils demeurent, par conséquent, difficiles à interpréter. La reprise de l'expansion de M1 et de M2, l'an passé, peut indiquer une atténuation des contraintes financières qui entravaient la reprise. La croissance des prêts bancaires est toutefois restée très faible. Les banques ont éprouvé des difficultés à constituer les réserves nécessaires à l'annulation des créances non productives et ces problèmes ont été aggravés par l'effet de nouvelles baisses des cours des actions en 1994 et au début de 1995 sur la mesure prudentielle des fonds propres.

... au Japon ...

En Allemagne, sous l'influence de facteurs spécifiques (modifications de la fiscalité, notamment), M3 est monté au début de 1994 bien au-delà du jalon haut de la trajectoire définie par la Bundesbank. Toutefois, principalement sous

... en Allemagne ...

Objectifs publiés pour les agrégats monétaires						
Variation en glissement sur quatre trimestres, en % ¹						
	États-Unis			Japon	Allemagne	France
	M2	M3	EITANF	M2+CD	M3	M3
1994 Objectif ²	1-5	0-4	4-8	2-3	4-6	5
Résultat	1,0	1,4	5,2	2,7	5,7	1,1
1995 Objectif ²	1-5	0-4	3-7	3-4 ³	4-6	5
	Royaume-Uni		Italie	Espagne	Suisse	Grèce
	M0	M4	M2	ALP	MBC	M3
	0-4	3-9	5-7	3-7	1,6	8-11
	7,0	5,5	2,9	8,2	0,6	8,3
1995 Objectif ²	0-4	3-9	5	<8	1	7-9

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.

¹ Espagne et Grèce: de décembre à décembre; Royaume-Uni: pour le résultat, période de douze mois se terminant en mars de l'année suivante. ² Royaume-Uni et États-Unis (EITANF): fourchette de surveillance; Japon et, pour 1994, Suisse: simple projection. Espagne, France et Suisse: le chiffre de 1995 est une norme à moyen terme. ³ D'un deuxième trimestre à l'autre.

Tableau IV.2

l'effet d'un report des dépôts bancaires vers les investissements du marché financier – mieux rémunérés –, sa croissance s'est ralentie en mai, après l'abaissement supplémentaire des taux courts par la banque centrale; l'agrégat était revenu à l'intérieur de sa fourchette-objectif à la fin de 1994. Les placements des résidents en OPCVM monétaires (non inclus dans M3), qui ont été autorisés en Allemagne en septembre 1994 et ont bénéficié d'un traitement fiscal préférentiel à partir de janvier 1995, ont également joué un rôle à cet égard. Un nouvel agrégat M3 élargi, comprenant les avoirs en deutsche marks sous forme d'OPCVM monétaires internes et étrangers des résidents non bancaires ainsi que leurs créances sur les filiales à l'étranger des banques allemandes, n'a toutefois progressé que de 5½% entre le quatrième trimestre de 1993 et celui de 1994.

La tendance persistante de M3, ces trois dernières années, à dépasser sa bande-objectif pourrait être interprétée comme une indication que l'abaissement des taux d'intérêt doit rester prudent. La définition d'un objectif pour M3 a eu, à l'évidence, un effet important sur les décisions du Conseil central de la Bundesbank en matière de taux, ainsi qu'en témoignent les déclarations publiques de ses responsables au sujet de l'expansion monétaire. La banque centrale a réaffirmé sa volonté d'assigner un objectif de croissance à M3 pour 1995, mais elle entend également suivre l'évolution de l'agrégat M3 élargi.

L'expansion du crédit et de la monnaie au sens large a été lente l'année passée dans de nombreux pays européens, en dépit de la croissance économique et, dans certains cas, d'un renforcement des pressions inflationnistes. Dans ceux où la reprise a été principalement tirée par les exportations, la capacité d'autofinancement des entreprises a contribué à modérer la demande de crédits bancaires; dans plusieurs pays, la concurrence

entre banques pour attirer les dépôts de la clientèle a été moins vive. En Italie, la faiblesse de la progression de M2 s'explique dans une large mesure par le fait que les taux des bons du Trésor et des obligations étaient supérieurs à ceux des dépôts bancaires. L'innovation financière ou des modifications fiscales ont contribué à la lenteur de la croissance des agrégats monétaires cibles en France et en Suisse. Au Royaume-Uni, l'agrégat monétaire large n'a guère augmenté l'an dernier. On aurait pu voir dans l'expansion rapide de M0 un argument en faveur d'un resserrement de la politique, mais la Banque d'Angleterre a fait remarquer que ce comportement pouvait avoir été influencé par l'effet d'un ralentissement de l'inflation sur la demande de monnaie fiduciaire.

... en Italie ...

... en France,
en Suisse et au
Royaume-Uni

Bien que la Banque du Canada n'ait pas assigné d'objectif à ses agrégats monétaires, elle voit en M2+, qui a continué de croître lentement l'an passé, un bon indicateur avancé de l'inflation. Comme en Australie, l'expansion du crédit a été stimulée par une forte augmentation de l'endettement des ménages, malgré un fléchissement marqué de la progression des prêts hypothécaires en réponse à une élévation des taux d'intérêt durant l'année.

Cours de change

La parité de la monnaie avec le deutsche mark a continué d'être le principal guide de la politique monétaire en Autriche, aux Pays-Bas, en Belgique, au Danemark, en Irlande et, en association avec des objectifs définis en termes d'agrégats monétaires et d'inflation, en France. L'élargissement à $\pm 15\%$ des bandes de fluctuation autorisées au sein du MCE en 1993 a été considéré dans la plupart des pays essentiellement comme un moyen de faire face à des pressions spéculatives de courte durée sur les changes au sein du mécanisme. Cependant, quand des tensions sont apparues dans le MCE en liaison avec des pressions haussières sur le deutsche mark, au début de 1995, la Banque d'Espagne a continué de régler ses taux d'intérêt en fonction, avant tout, des perspectives d'évolution des prix intérieurs. En mars, le cours pivot de la peseta dans le MCE a été dévalué de 7%. Simultanément, celui de l'escudo portugais a été ajusté à la baisse (de 3,5%). En dépit des fortes pressions qui se sont exercées à plusieurs reprises sur la lire, la politique de taux d'intérêt, en Italie aussi, s'est fondée d'abord sur l'évolution de l'inflation. En Norvège, en l'absence d'un objectif de change publié, stabiliser le cours de change effectif à moyen terme est demeuré un but majeur de la politique monétaire.

Utilisation
d'objectifs
de change

Conditions monétaires

Dans presque tous les pays, le cours de change joue un rôle important, parallèlement aux taux d'intérêt, dans l'ajustement des conditions monétaires. Il a un effet direct sur le niveau des coûts et des prix, et ses fluctuations doivent être prises en compte pour évaluer l'incidence de la politique monétaire sur la demande globale. Pour cela, il peut être utile de confronter les variations, en termes réels, du cours de change et des taux d'intérêt.

En l'absence d'accroissement marqué des prix à la consommation, l'augmentation des taux à trois mois enregistrée l'année passée aux États-Unis, au Royaume-Uni, au Canada, en Australie et en Italie signifiait clairement une

Évolution des
taux réels

hausse en termes réels. Dans les premiers mois de 1995, les taux courts réels semblaient fort élevés au Canada, en Australie, en Suède et en Italie. Dans la plupart des pays du MCE, ils se sont repliés en 1994, mais sont remontés au début de 1995, lorsque des tensions sont apparues sur les changes. Comparativement, ils sont demeurés bas au Japon, en Allemagne et en Suisse.

Les conditions monétaires ont été assouplies jusqu'au début de 1994 en Italie, en Suède, en Espagne, au Canada et, dans une moindre mesure, au Royaume-Uni, du fait de l'importante dépréciation de la monnaie depuis 1992, qui a continué de se refléter dans les cours de change réels. Comme l'expose le chapitre VI, les devises de ces pays ainsi que le dollar australien ont encore perdu de leur valeur en termes effectifs réels l'an passé, ce qui, conjugué à une hausse des taux d'intérêt réels, a naturellement contribué à des différences marquées dans l'intensité des pressions de la demande entre les secteurs exposé et protégé de ces économies (chapitre II). L'évaluation de l'impact probable de la politique monétaire sur l'inflation n'en est que plus difficile. Malgré l'appréciation de la monnaie en termes réels, qui s'est poursuivie en 1994 en dépit des réductions de taux, les exportations ont tiré la reprise en Allemagne, en France, en Belgique et aux Pays-Bas. On ne dispose pas encore du recul nécessaire pour évaluer l'incidence de la nouvelle progression du deutsche mark et du franc suisse au début de 1995. Celle du yen ces dernières

Taux d'intérêt réel et cours de change réel

Pays	Taux d'intérêt réel à court terme ¹				Cours de change réel ²		
	Niveau ³		Variation ⁴		Variation ³		Niveau ⁵
	Mars		Glissement annuel, mars				Mars
	1994	1995	1994	1995	1994	1995	1995
Allemagne	2,7	2,8	-1,1	0,1	- 1,1	8,1	114,4
Australie	3,6	4,2	-0,6	0,6	- 2,8	- 3,0	88,6
Belgique	3,9	4,6	-1,6	0,7	- 1,4	4,9	107,3
Canada	4,4	6,3	0,8	1,9	-11,3	- 5,8	78,4
Danemark	4,4	4,7	-9,0	0,3	- 4,4	4,0	105,0
Espagne	3,2	4,5	-7,5	1,3	-12,0	- 0,8	81,6
États-Unis	1,3	3,3	1,3	2,0	0,5	- 3,4	100,0
Finlande	4,4	4,4	-1,8	-0,1	7,0	11,9	95,0
France	4,8	6,2	-4,4	1,5	- 2,6	3,0	105,3
Irlande	4,6	4,5	-3,0	-0,1	- 3,2	1,2	94,4
Italie	4,2	6,1	-2,9	1,8	- 1,5	-11,5	70,0
Japon	1,0	2,5	-1,1	1,6	10,9	6,0	131,7
Norvège	4,2	2,7	-2,0	-1,5	- 5,2	4,5	97,8
Pays-Bas	2,4	2,8	-2,8	0,4	- 0,8	6,1	109,6
Portugal	3,8	6,2	-4,1	2,4	- 6,9	6,4	103,5
Royaume-Uni	2,7	3,9	0,2	1,2	3,2	- 3,3	85,0
Suède	5,6	6,1	0,7	0,5	- 2,2	- 3,5	77,8
Suisse	2,6	1,9	1,1	-0,7	6,3	7,5	116,2

¹ Taux à trois mois corrigé de la variation des prix à la consommation en glissement sur les douze mois précédents (hors alimentation et énergie pour le Canada; prix de détail, hors paiements d'intérêts hypothécaires pour le Royaume-Uni). ² Cours effectif calculé sur la base des prix à la consommation relatifs. ³ En %. ⁴ En points de %. ⁵ Indice, premier trimestre 1992 = 100.

Sources: données nationales et BRI.

Tableau IV.3

années, bien plus importante en termes réels, a sans aucun doute fortement contrecarré, au Japon, l'influence potentielle du niveau relativement bas des taux d'intérêt réels sur le redressement de la demande intérieure.

Perspectives d'évolution de l'inflation

Les inflexions de la politique de taux d'intérêt, l'année dernière, ont été conditionnées dans une large mesure par la volonté d'éviter une recrudescence de l'inflation. En France, en Allemagne, en Belgique et aux Pays-Bas, l'assouplissement monétaire du début de 1994 a été opéré à un moment où rien n'indiquait que la reprise pourrait être associée à une accélération de la hausse des prix. Aux États-Unis, la politique monétaire a été resserrée afin de prévenir un renforcement des pressions inflationnistes. Dans plusieurs pays moins importants dont la monnaie s'était dépréciée, les mesures restrictives ont été destinées à empêcher l'augmentation des prix à l'importation de se répercuter au niveau de la consommation et de déclencher une montée des revendications salariales.

Pressions inflationnistes

Comme le montre le graphique IV.4, les mesures affichées du taux d'inflation, fondées sur l'indice des prix à la consommation, sont demeurées basses au printemps de 1995 dans de nombreux pays. Au Canada, le chiffre était tombé à zéro au premier trimestre de 1994 sous l'effet de modifications fiscales, mais la tendance sous-jacente était déjà contenue à l'intérieur d'une fourchette de 1-2% l'an depuis le début de 1992. Dans les premiers mois de 1995, la hausse est restée extrêmement modérée au Japon et proche de 2% en France, en Belgique, aux Pays-Bas, au Danemark et en Autriche. Aux États-Unis, elle s'est située aux alentours de 3% pour la troisième année consécutive. En Allemagne, elle continue à être ralentie par la politique monétaire.

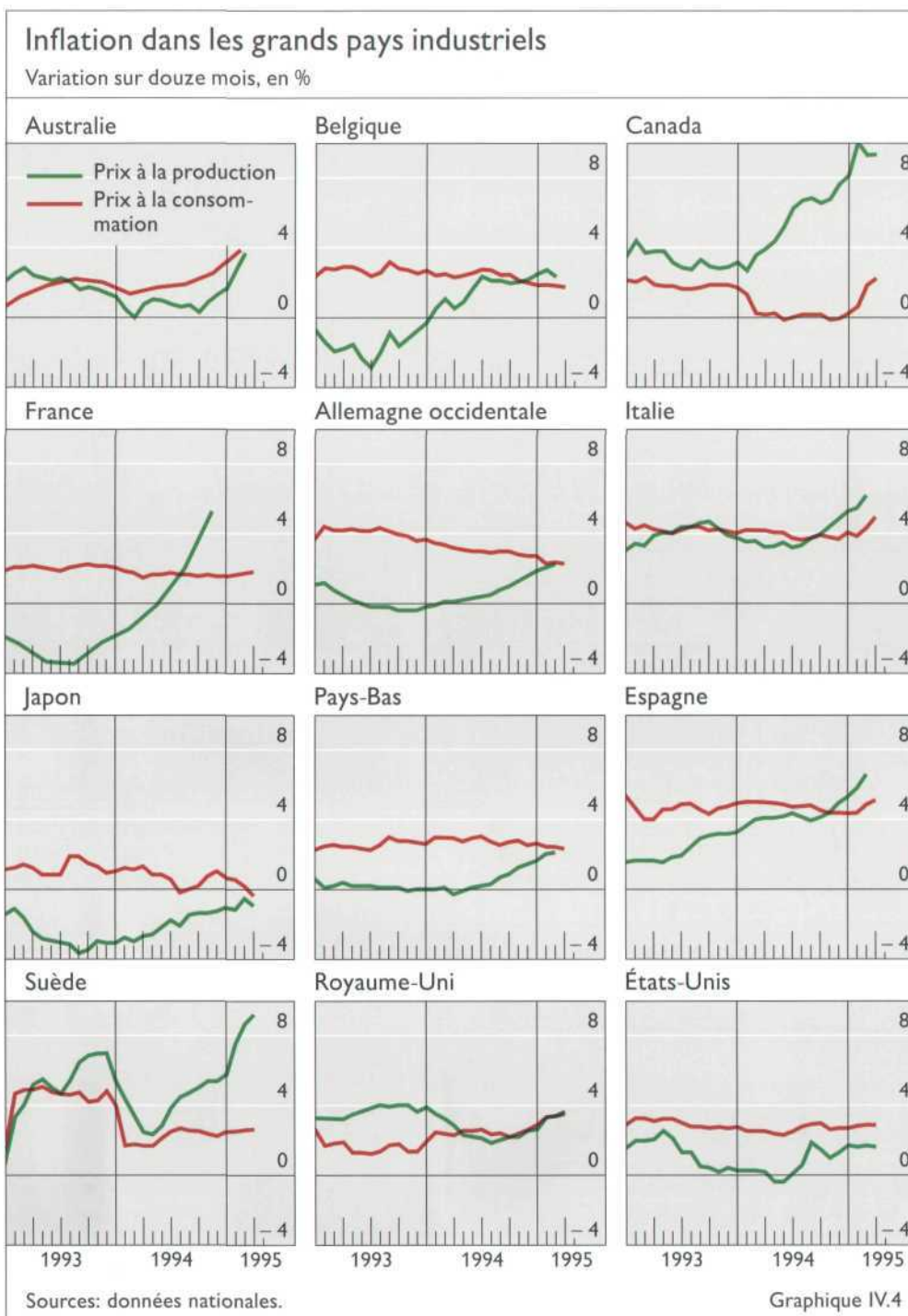
Dès les premiers mois de 1995, des signes d'accumulation des pressions inflationnistes étaient cependant apparus dans certains pays. En Espagne et en Italie, la hausse des prix à la consommation s'était élevée aux alentours de 5%. Au Royaume-Uni, des indicateurs montraient un début d'augmentation. En Suède également, une accélération progressive était observée. Étant donné que les prix à la consommation ne reflètent les pressions inflationnistes qu'avec un certain retard, il peut être utile, afin de mieux évaluer les perspectives pour le futur proche, d'étudier le comportement des prix à la production, qui réagissent parfois plus rapidement.

La hausse des prix à la production est demeurée faible dans la plupart des pays au début de 1995, bien qu'elle se soit peu à peu intensifiée dans certains, en grande partie sous l'effet du renchérissement mondial des produits de base. Aux États-Unis, elle s'est accélérée depuis la mi-1994, tandis qu'au Royaume-Uni elle est restée modérée. En Belgique et en Allemagne, les prix à la production ont cessé de baisser fin 1993 et début 1994 et remontaient à un rythme proche de 2% au printemps de 1995. Dans les premiers mois de 1995, leur progression était d'environ 5-6% en Italie et en Espagne et de près de 9% en Suède. Leur augmentation s'est également accentuée en Finlande, mais à

Augmentation toujours faible des prix à la consommation dans de nombreux pays...

... mais signes d'accélération visibles dans d'autres

Tendance haussière plus nette des prix à la production



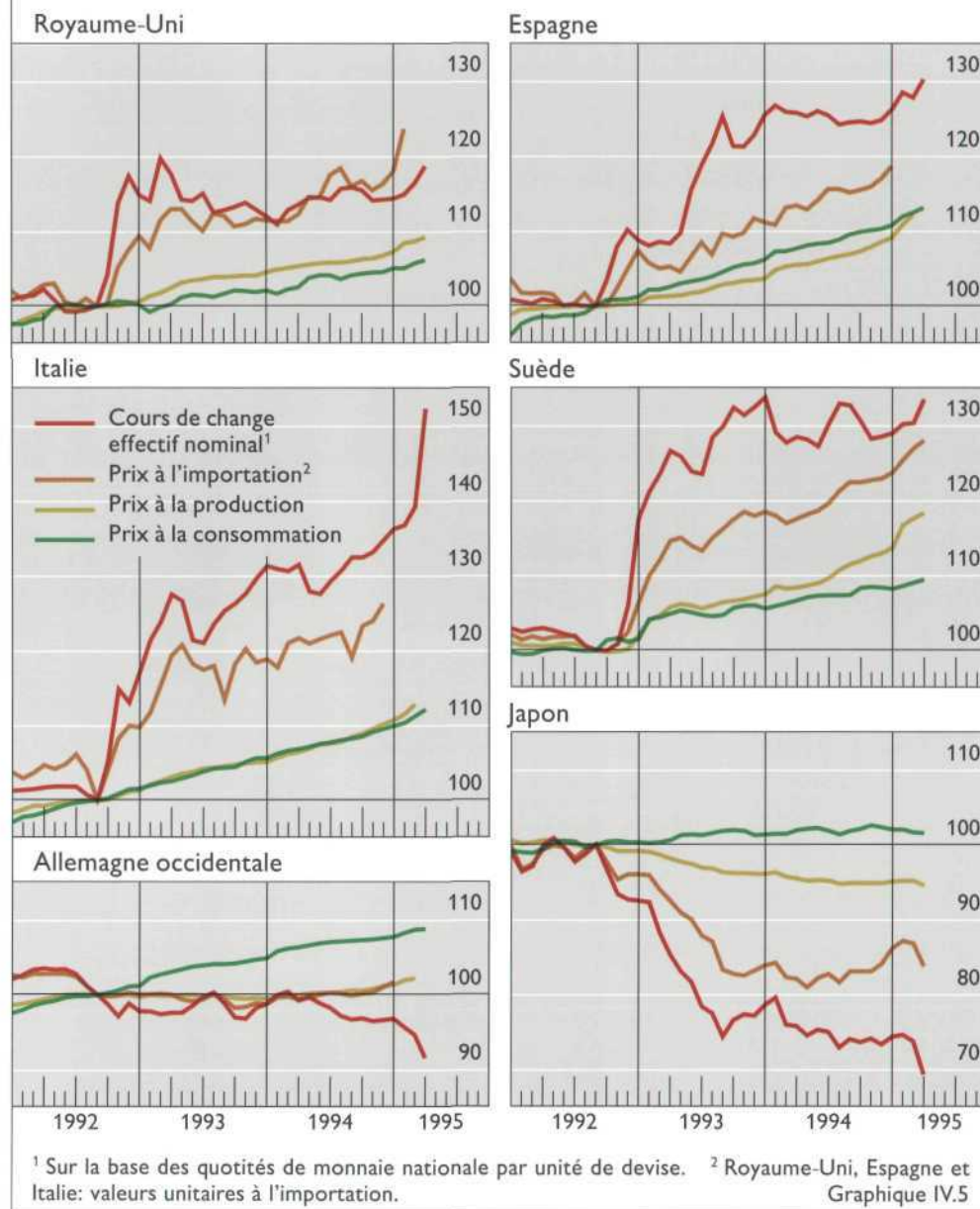
partir d'un niveau plus bas. Le Japon a constitué une exception, puisque la baisse s'y est poursuivie. L'évolution des prix à la production permet de penser que les pressions inflationnistes peuvent être plus fortes que ne le laisse supposer le comportement des prix à la consommation.

Cours de change et inflation

Même dans les pays d'Europe dont la monnaie s'est dépréciée, la montée des taux affichés d'inflation est restée limitée. Le graphique IV.5 montre qu'en Espagne, en Italie, au Royaume-Uni et en Suède les variations cumulées des

Cours de change et prix dans certains pays

Août 1992 = 100



prix à l'importation, à la consommation et à la production entre 1992 et le début de 1995 ont été, en moyenne, moins importantes que les baisses globales du change. D'une part, cela peut s'expliquer par l'influence sur les taux d'inflation enregistrés de modifications structurelles dans la distribution. D'autre part, les variations de change qui apparaissent dans un contexte de déséquilibre ne se répercutent pas nécessairement en totalité sur les prix. Cependant, dans la mesure où la faiblesse de la demande intérieure a entraîné une compression des marges, il est à craindre, particulièrement dans le cas d'économies ouvertes, que les retombées d'une dépréciation de la monnaie se fassent plus nettement sentir quand, sous l'effet de la demande, le niveau de la production s'approchera des limites de capacité.

Répercussions partielles des variations de change en Espagne, en Italie, au Royaume-Uni et en Suède...

... mais elles pourraient s'amplifier

Répercussions
intégrales en
Finlande, en Irlande,
en Norvège et au
Portugal

En revanche, en Finlande, en Irlande, en Norvège et au Portugal, les prix internes ont déjà répercuté, dans une large mesure, les dépréciations qui ont eu lieu depuis 1992. Le mark finlandais, qui avait baissé, en termes effectifs, autant que la couronne suédoise et la lire italienne en 1992 et 1993, s'est fortement apprécié en 1994 et a donc réduit sa dépréciation globale depuis août 1992 à quelque 6-8%; la variation cumulée des prix à l'importation, à la production et de détail a été du même ordre de grandeur. L'Irlande a également connu un raffermissement de sa monnaie en 1994, qui a compensé pour moitié environ le repli de 10% enregistré sur les huit premiers mois de 1993; les prix à l'importation et à la consommation semblent en avoir déjà assimilé les retombées. En Norvège et au Portugal, où la dépréciation initiale a été assez limitée, les prix se sont aussi totalement ajustés.

L'appréciation de
la monnaie contient
l'inflation au Japon ...

Les fluctuations de change permettent d'expliquer la décélération de la hausse des prix à la consommation au Japon. La forte appréciation du yen durant les six premiers mois de 1993 a entraîné une contraction des prix à l'importation et à la production. Le graphique IV.5 montre qu'entre mi-1992 et mi-1994, période durant laquelle le cours effectif du yen s'est raffermi de 25%, les premiers ont reculé de près de 20% et les seconds de 5%. Lorsque la progression de la monnaie nippone s'est ralentie au second semestre de 1994, les prix à la production ont cessé de baisser et ceux à l'importation ont même commencé à remonter par suite du renchérissement mondial des matières premières (chapitre III). L'appréciation du deutsche mark, en modérant l'augmentation des prix à l'importation, a également contribué à améliorer les résultats de l'Allemagne sur le front de l'inflation. Cependant, étant donné que la hausse de la monnaie est en grande partie un phénomène récent, il est difficile d'en évaluer tous les effets avec précision.

... et en Allemagne

Prévisions du secteur privé en matière d'inflation

L'évolution récente des prix à la production et, dans certains cas, des changes donne à penser que, dans la plupart des pays, le taux d'inflation devrait se maintenir à son niveau actuel ou augmenter légèrement en 1995, lorsque la reprise en cours commencera à buter sur la pleine utilisation des capacités de production.

Selon des prévisions
d'origine privée,
l'inflation devrait
légèrement
augmenter
en 1995 ...

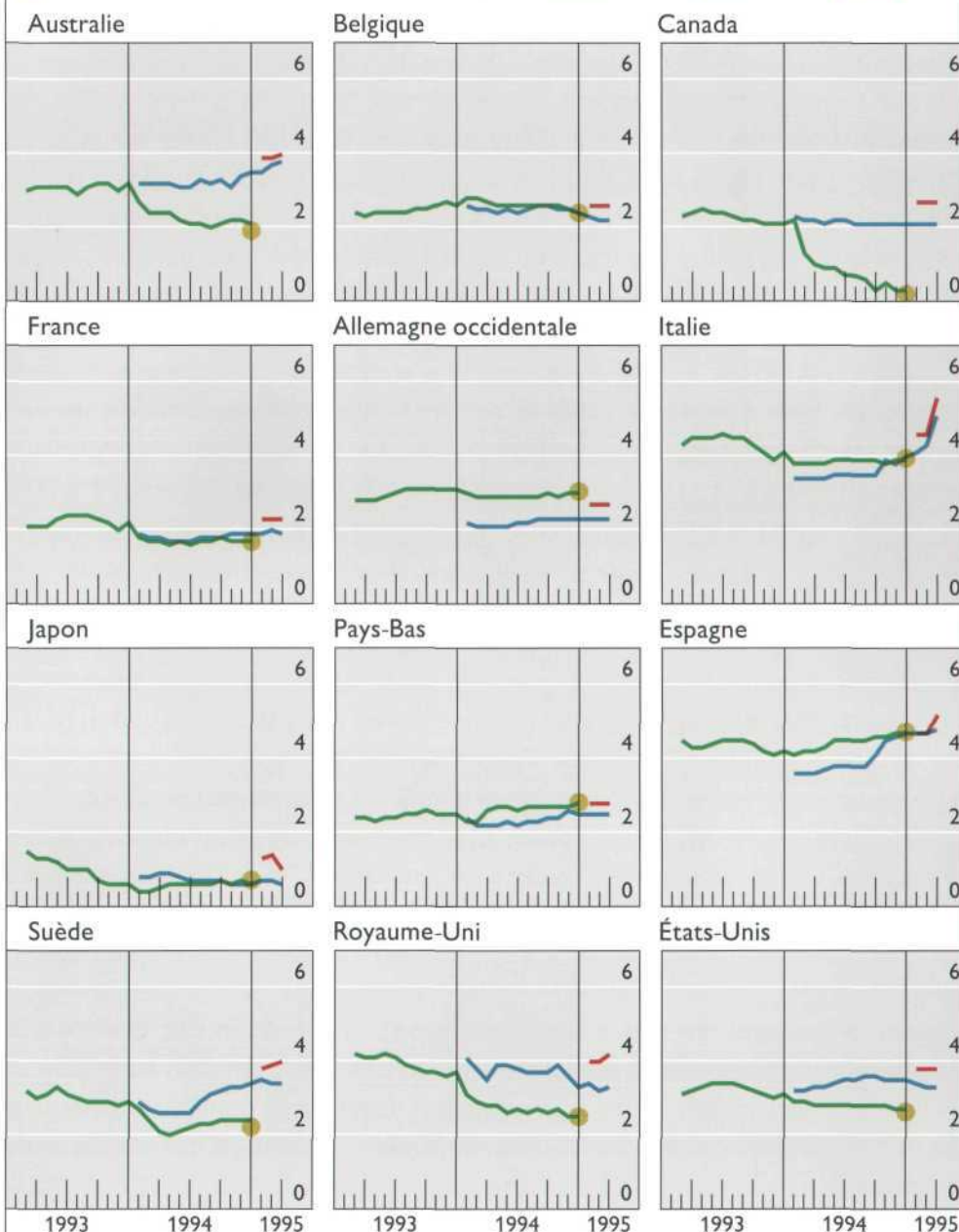
Étant donné que la fixation des prix par les entreprises et les revendications salariales des syndicats dépendent de façon cruciale de la hausse du coût de la vie pressentie par ces agents, les anticipations d'inflation dans le secteur privé peuvent fournir aux autorités des renseignements utiles sur l'évolution probable des marges commerciales des entreprises et des pressions salariales. Le graphique IV.6 montre que, selon des prévisions d'origine privée établies au printemps, le taux d'inflation devrait augmenter ou, au mieux, rester stable en 1995. Il devrait croître au Royaume-Uni, vers le jalon haut de la fourchette-objectif de 1-4% définie par le gouvernement, ainsi qu'en Suède, où l'objectif de la banque centrale (1-3%) devrait être dépassé. En Espagne, on attend pour 1995 un taux supérieur à celui de 1994. Une hausse modérée est également prévue pour les États-Unis et le Canada (près de 2% dans ce

Prévisions d'inflation des opérateurs de marché*

Variation moyenne sur un an des prix à la consommation, en %

● Inflation observée en 1994

Prévisions pour: — 1994 — 1995 — 1996



* Sur la base d'une enquête auprès de grandes banques et maisons de titres; les résultats sont portés en regard du mois précédant la publication.

Sources: © The Economist, Londres (divers numéros) et données nationales.

Graphique IV.6

dernier pays). Dans certaines économies, en revanche, l'inflation devrait rester à son niveau actuel, voire baisser. Ainsi, en Belgique, en France et aux Pays-Bas, les chiffres escomptés pour 1995 sont semblables à ceux de 1994. En outre, ils devraient s'inscrire en repli en Allemagne, aux alentours de 2%, et se maintenir au-dessous de 1% au Japon.

Si, toujours selon les prévisions du secteur privé pour 1995, l'inflation doit rester modérée dans la plupart des pays, en revanche celles pour 1996

... et s'accroître encore en 1996

font généralement ressortir une aggravation. La hausse des prix devrait atteindre quelque 4% aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Australie ainsi qu'en Suède et excéder 5% en Italie et en Espagne. On prévoit également une accentuation au Canada et au Japon, qui devraient enregistrer des taux de 2,5% et 1% environ respectivement. Pour un certain nombre de pays, toutefois, la progression prévue est faible et l'inflation ne devrait pas dépasser 3% en 1996. Les prévisions privées concernant l'Allemagne reflètent l'opinion selon laquelle toute hausse tendant à rapprocher le taux d'inflation de son niveau du début des années 90 sera combattue par la politique monétaire. Pour ce qui est de la France, le taux d'inflation demeurerait inférieur à celui de l'Allemagne, tandis que, pour la Belgique et les Pays-Bas, peu de changements seraient attendus entre 1995 et 1996.

Taux d'intérêt et prévisions d'inflation

Étant donné les délais avec lesquels la politique monétaire agit sur le niveau des prix, les implications de l'orientation actuelle ne peuvent être évaluées que sur des horizons plus longs que ceux des prévisions d'inflation examinées ci-dessus. Plusieurs banques centrales utilisent depuis peu les taux d'intérêt, afférents à des périodes futures, implicites dans les taux à terme comme indicateurs des anticipations d'inflation plus lointaines sur les marchés des capitaux. Le graphique IV.7 représente la structure par échéance des taux d'intérêt à un an implicites à quatre dates différentes: janvier et février 1994, soit avant et après le premier resserrement monétaire aux États-Unis; septembre 1994, qui marque la fin de la hausse des rendements obligataires dans ce pays; mars 1995.

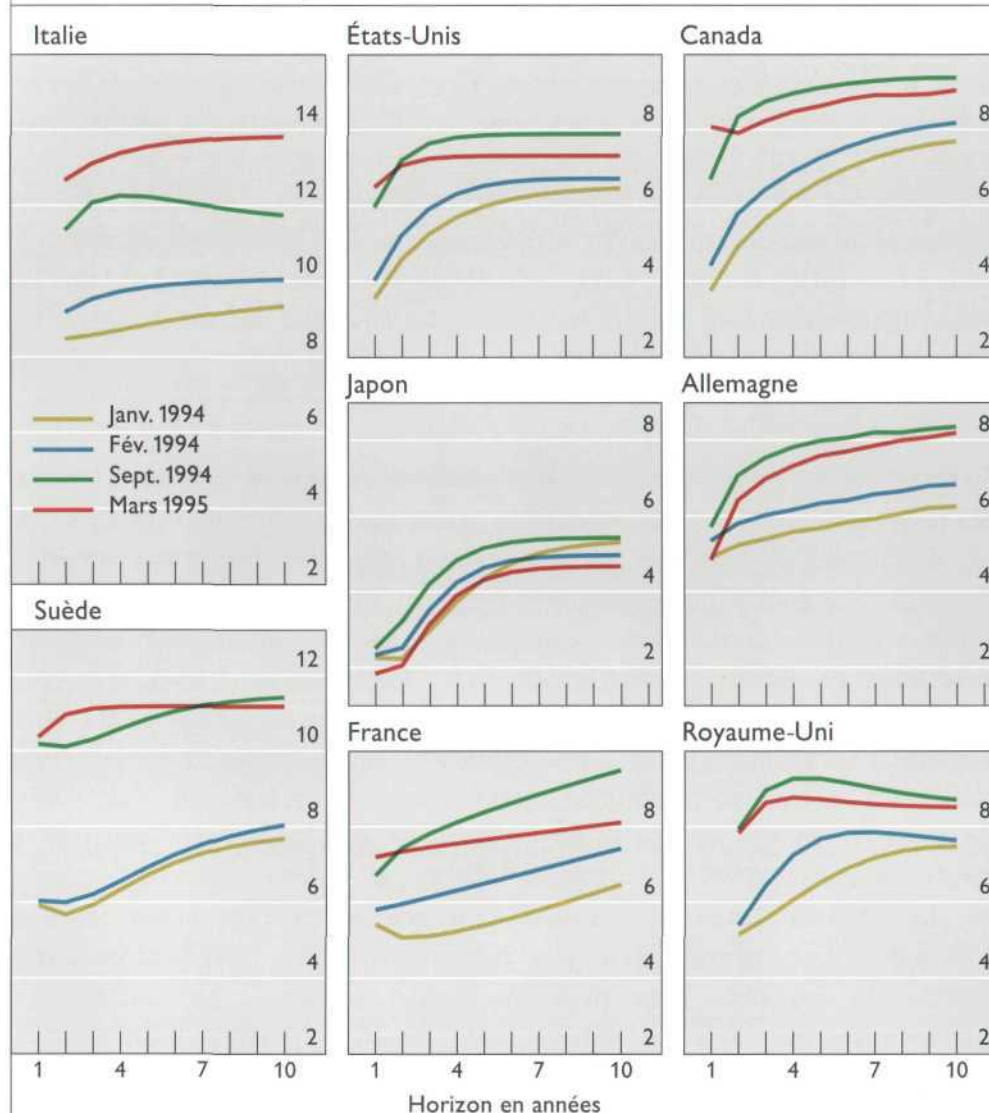
Le graphique montre non seulement que les taux implicites se sont tendus durant les quinze mois se terminant en mars 1995, mais aussi qu'ils ont connu une évolution très différente selon les pays. Au Canada, au Royaume-Uni et aux États-Unis, les taux implicites pour le futur proche, sensibles à la reprise et au resserrement de la politique monétaire, sont ceux qui ont le plus augmenté. Au Japon, la progression majeure apparaît à l'horizon de quatre à cinq ans, les échéances longues ne variant presque pas. Les courbes des rendements pour la Suède révèlent une majoration parallèle des taux implicites entre janvier et septembre 1994; les échéances courtes ont poursuivi leur ascension. En Allemagne, les taux implicites pour le futur rapproché se sont peu élevés et ceux à horizon de trois à dix ans ont augmenté à un rythme quasiment identique. En Italie, jusqu'en septembre 1994, les horizons proches se sont davantage tendus que les échéances plus éloignées, qui ont connu une montée ultérieure. En France, la hausse de 1994 a été légèrement plus prononcée pour les horizons de trois à quatre ans; depuis septembre 1994, toutefois, les taux à horizon lointain sont redescendus.

Pour dégager ce que les variations observées des taux implicites nous apprennent sur les anticipations d'inflation, il faut tenir compte du fait que les rendements réels attendus ont pu changer dans le même temps. Ainsi, le rendement à l'échéance des obligations à long terme indexées s'est élevé d'environ 1% au Royaume-Uni, l'an dernier, et d'un peu plus au Canada. Dans

Élévation des
taux implicites
durant l'année
dans maints pays ...

Taux d'intérêt à un an implicites*

Chiffres de fin de mois, en points de %



* Sur la base des courbes des rendements des obligations d'État pour les mois indiqués. La méthode de calcul des courbes des rendements diffère d'un pays à l'autre.

Sources: données nationales et estimations BRI.

Graphique IV.7

la mesure où ces hausses sont représentatives des développements escomptés dans les autres pays, il apparaît que l'augmentation des taux implicites à horizon de quatre ans est attribuable, pour une proportion variant entre la moitié et les trois quarts, aux anticipations inflationnistes. Par contre, au Japon, elle semble s'expliquer en totalité par l'accroissement des rendements réels attendus. En supposant connues l'évolution des taux d'intérêt réels futurs et les primes de risque, on peut alors utiliser le niveau des taux implicites pour évaluer les anticipations inflationnistes. Ainsi, même dans l'hypothèse où la somme des taux réels à un an anticipés et des primes de risque atteint 4% l'an, ce qui est beaucoup, le graphique suggère que, dans de nombreux pays, les anticipations d'inflation à long terme sont de l'ordre de 4% ou plus en rythme annuel.

... qui fait entrevoir des anticipations d'inflation à long terme en hausse

Politique monétaire et crédibilité

Renforcer la crédibilité revêt une importance accrue ...

Comme des pressions inflationnistes pourraient apparaître avec le développement de la reprise, la crédibilité de la politique monétaire est appelée à jouer un rôle de plus en plus grand. Un manque de crédibilité fait naître des anticipations inflationnistes facilement révisables à la hausse, amplifiant les revendications salariales et accroissant le coût de la lutte contre l'inflation en termes de chômage. Un manque de crédibilité signifie en outre, si les autorités monétaires agissent avec fermeté, des taux d'intérêt réels élevés qui, à leur tour, peuvent fortement influencer le solde budgétaire, notamment dans les pays ayant un ratio dette publique/PIB important. En termes plus positifs, il est essentiel de renforcer cette crédibilité, car une banque centrale qui a persuadé les marchés de sa détermination à garantir la stabilité des prix peut infléchir temporairement sa politique pour soutenir l'économie sans faire douter de sa résolution. Dans le cas contraire, elle risque de voir ses efforts en faveur de la relance interprétés par le public comme un signe de fléchissement de son engagement.

Renforcer la crédibilité

... mais peut être une tâche difficile, étant donné les passés d'inflation ...

Les deux principaux facteurs qui, à l'heure actuelle, minent la crédibilité de certaines banques centrales sont les taux d'inflation passés et l'ampleur du déficit budgétaire. Un long historique d'inflation est souvent considéré par les marchés des capitaux comme la preuve que les autorités monétaires, pour des raisons politiques ou opérationnelles, ne peuvent contenir la hausse des prix, soit par manque de moyens, soit faute de la détermination suffisante. Une banque centrale aura beau annoncer publiquement que la politique monétaire vise à maintenir un faible niveau d'inflation, le public continuera de s'attendre à une inflation forte s'il n'en est pas convaincu. Un déficit budgétaire important et un ratio dette publique/PIB élevé peuvent être interprétés par les marchés comme incompatibles avec l'objectif d'inflation assigné à la politique monétaire, ce qui diminuera encore sa crédibilité. Le graphique IV.8 révèle un lien étroit entre l'ampleur de la hausse des taux longs en 1994 et, d'une part, le niveau moyen de l'inflation durant la période 1984-93, d'autre part, le déficit de l'État. Un double enseignement peut en être tiré: les marchés des capitaux peuvent craindre qu'aux taux actuellement réduits d'inflation ne succèdent des valeurs plus proches des moyennes historiques, et il est difficile de convaincre les opérateurs qu'une inflation basse est viable en présence d'un déficit budgétaire conséquent.

... et les déficits budgétaires actuels

La crédibilité peut être rehaussée en conférant à la banque centrale un mandat précis ...

Si une banque centrale n'a souvent pas de prise directe sur les origines du manque de crédibilité, il existe toutefois plusieurs manières de hâter une amélioration du sentiment. Ainsi, un mandat précis conféré par le Parlement concernant l'objectif principal de la politique monétaire ou un accord avec le gouvernement peuvent être utiles pour asseoir la crédibilité, notamment si la banque centrale ne jouit pas d'une indépendance totale. L'adoption d'objectifs explicites de maîtrise de l'inflation – qui constituent pour le public un moyen d'évaluer les résultats de la banque centrale – peut également y contribuer, de même que l'utilisation de variables intermédiaires comme les agrégats de monnaie et les objectifs de change.

Étant donné que les facteurs politiques jouent un rôle important dans le degré de crédibilité de la politique monétaire, un renforcement du pouvoir discrétionnaire de la banque centrale dans le maniement des instruments dont elle dispose peut également être très utile. L'indépendance de l'institut d'émission a récemment été inscrite dans la loi de plusieurs pays, notamment la France et l'Espagne, et son autonomie a été accrue dans d'autres, comme le Royaume-Uni et le Canada.

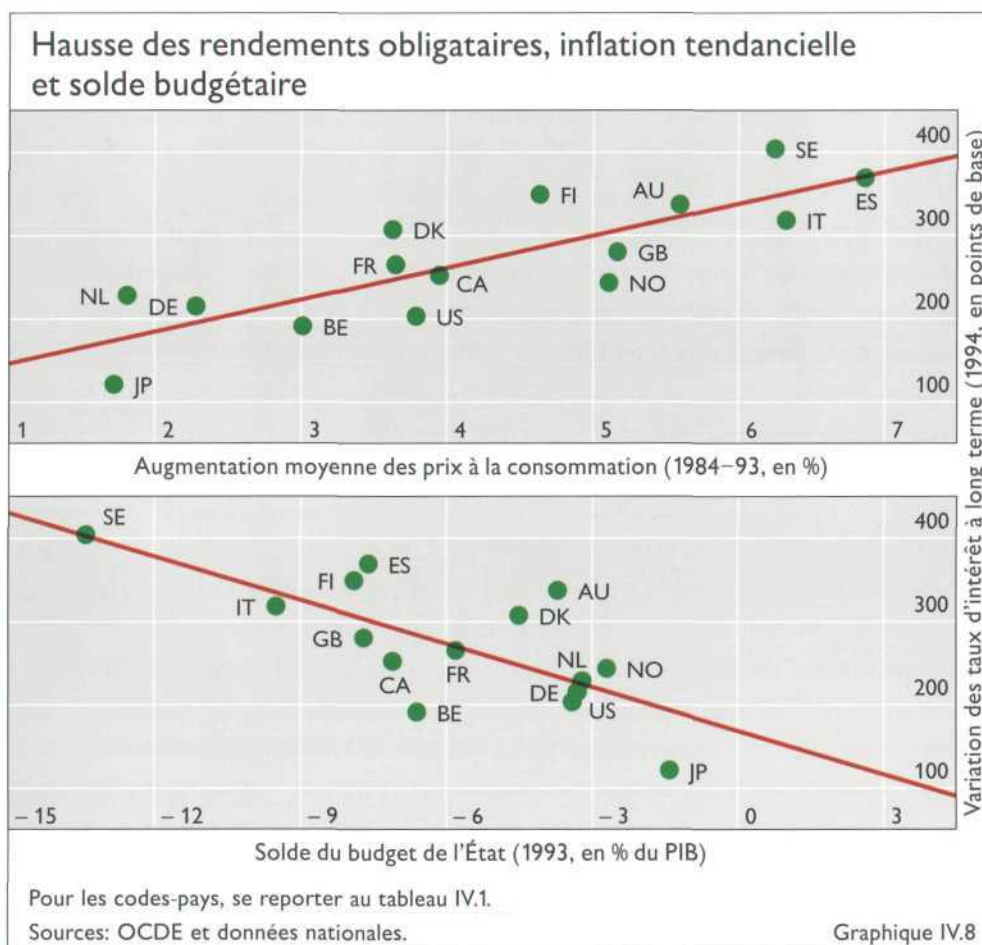
... et une plus grande indépendance ...

Une politique monétaire crédible suppose également un cadre opérationnel approprié. Afin d'éviter toute confusion sur ses objectifs ultimes, les variables intermédiaires et cibles – surtout s'il y en a plusieurs – doivent être compatibles. Il importe aussi de bien expliquer les liens entre les instruments sous le contrôle des autorités monétaires et les objectifs de la politique, afin de montrer au public que la banque centrale est capable de les atteindre. Si les autorités modifient fréquemment le cadre opérationnel, elles peuvent avoir plus de mal à démontrer qu'elles sont déterminées à parvenir à leurs fins.

... en clarifiant le cadre opérationnel de la politique monétaire ...

La crédibilité peut également être rehaussée si les autorités monétaires s'assurent que le public comprend pleinement leurs objectifs et leur détermination. La transparence est donc essentielle aux banques centrales pour être crédibles et le rester. Nombre d'entre elles ont estimé utile de rendre accessibles différentes données statistiques servant à définir la politique

... et en améliorant la transparence



monétaire. En portant à la connaissance du public la teneur des délibérations et conclusions sur l'action à mener, on peut, en effet, mieux expliquer comment une banque centrale évalue la situation économique, pourquoi certaines mesures sont prises et en quoi elles aident à atteindre les objectifs annoncés. La transparence permet, en outre, au public et au législateur d'apprécier les résultats obtenus par la banque centrale.

Objectifs explicites de maîtrise de l'inflation

Le remarquable recul de l'inflation dans les pays industriels, ces dernières années, est allé de pair avec un renforcement de l'engagement des autorités à la maîtriser. Cet engagement découle d'un consensus de plus en plus large sur les résultats que la politique monétaire peut obtenir à moyen terme et d'une reconnaissance accrue des coûts à longue échéance de la hausse des prix. Dans un nombre grandissant de cas, il prend la forme d'une publication d'objectifs chiffrés de maîtrise de l'inflation, par conviction que la transparence, et la responsabilité qu'elle engendre, peuvent contribuer à augmenter la crédibilité de la politique monétaire.

Certains pays
annoncent des
objectifs explicites
en termes
d'inflation...

À la suite de la publication, au Canada et en Nouvelle-Zélande, au début des années 90, de fourchettes engageant la politique monétaire sur la voie d'une réduction progressive de la hausse des prix, des objectifs d'inflation à moyen terme ont été adoptés au Royaume-Uni, en Suède et en Finlande en 1992, puis en France en 1993 et en Espagne l'an passé. En Italie, l'objectif annoncé joue depuis 1992 un rôle accru dans le cadre général de la politique macroéconomique, notamment en matière de salaires. En Australie, la bande choisie indique simplement le résultat à atteindre globalement sur plusieurs années et a été établie en fonction des objectifs des partenaires commerciaux ayant un taux d'inflation inférieur à la moyenne.

... d'autres non

Certaines grandes économies ne publient pas d'objectif explicite d'inflation. Ainsi, en Allemagne, la Bundesbank, convaincue que le meilleur moyen de contenir durablement la hausse des prix est de limiter l'expansion monétaire, continue à fixer un objectif en termes d'agrégat de monnaie, qui contient implicitement un engagement quantitatif de stabilité des prix à moyen terme; les autorités voient de nombreux avantages à utiliser une variable intermédiaire. Cette solution est préférée à un objectif direct d'inflation sans variable intermédiaire, comme cela se fait dans certains pays où la demande de monnaie s'est révélée moins stable qu'en Allemagne. Aux États-Unis, la loi confère à la Réserve fédérale une triple mission: promouvoir le plein emploi, la stabilité des prix et la modération des taux longs. Le président du Système de Réserve fédérale a toutefois fait remarquer fréquemment, lors de ses auditions devant le Congrès, que la stabilité des prix était une condition préalable à la réalisation des deux autres buts. Le Congrès a récemment formulé des propositions de révision du mandat du Système pour mettre davantage l'accent sur la stabilité des prix, mais cette question reste controversée.

Un problème général, lorsqu'on affiche un but spécifique pour l'objectif ultime, tient à la difficulté d'évaluer aussi bien l'effet de la politique monétaire sur l'inflation que l'influence à court terme d'autres facteurs sur les indices de

Objectifs d'inflation publiés						
Pays	Objectif ¹	Période ²	Fixé par ³	Variable cible ⁴	Variable de surveillance ⁴	Variable inter-médiaire ⁵
Royaume-Uni	1-4	1-2½% d'ici à 1997	G	IPDX	IPDY	M0, M3
Canada	1-3	jusqu'en 1998	BC/G	IPC	IPCXA	néant
France	< 2	à partir de 1995	BC	IPC		M3, MCE
Italie	2	d'ici à 1996	G	DCM	IPC	M2
Espagne	< 3	d'ici à fin 1997	BC	IPC		ALP, MCE
Suède	2 ± 1	à partir de 1995	BC	IPC	UPC1/2	néant
Finlande	2	à partir de 1995	BC	IPCY		néant
Australie	2-3	moyen terme	BC		XPCI	néant
Nouvelle-Zélande	0-2	à partir de 1993	G/BC	IPCX		néant

¹ Taux annuel, en %. Italie: objectif de 2,5% pour 1995; Espagne: objectif de 3,5-4% pour début 1996. ² Royaume-Uni: fin de l'actuelle législature (mai 1997 au plus tard); Canada: un objectif de stabilité des prix s'appliquera à partir de 1998; Australie: taux moyen d'inflation sur la durée du cycle. ³ G = gouvernement; BC = banque centrale; Canada et Nouvelle-Zélande: accord entre le gouverneur de la banque centrale et le ministre des Finances. ⁴ IPDX = prix de détail, hors paiements d'intérêts hypothécaires (variation sur douze mois); IPDY = IPDX, hors impôts indirects; IPC = prix à la consommation (variation sur douze mois); IPCXA = IPC, hors certains produits alimentaires, énergie et variations d'impôts indirects; DCM = déflateur de la consommation des ménages (variation moyenne sur un an); UPC1 = IPC, hors impôts indirects et subventions, coûts indirects des logements occupés par les propriétaires et effets de la dépréciation de la couronne; UPC2 = UPC1, hors combustibles pétroliers et carburants; IPCY = IPC corrigé des impôts indirects, subventions et coûts en capital liés au logement; XPCI = hausse tendancielle de IPC (corrigée des taux d'intérêt et de divers autres facteurs); IPCX = IPC, hors paiements d'intérêts au titre du logement. ⁵ M0 = base monétaire au sens large; MCE = objectif de change au sein du MCE; ALP = actifs liquides détenus par le public.

Tableau IV.4

prix. Aussi n'est-il pas du tout certain que les banques centrales réussiront toujours à maintenir l'inflation à l'intérieur des limites étroites définies. Or, un échec risque d'entamer leur crédibilité. Dans les pays où un objectif d'inflation fixé par la banque centrale a été approuvé par le gouvernement, l'indépendance de la politique monétaire peut être mise en doute si celui-ci modifie sa stratégie. La suite du chapitre examine, sans prendre position sur ces sujets fondamentaux, plusieurs des questions pratiques soulevées par l'évolution récente que constitue l'adoption d'un objectif d'inflation.

Définition des objectifs

Dans la plupart des pays utilisant un objectif explicite d'inflation, le but est d'atteindre à moyenne échéance un niveau peu élevé en termes d'indice des prix à la consommation. Celui-ci est rapidement disponible, rarement révisé et très employé comme mesure de l'inflation, surtout dans les négociations salariales. Il peut être taxé, à des degrés divers, de distorsion à la hausse, du fait notamment d'un déplacement de la demande vers d'autres biens ou systèmes de distribution plus économiques, suite à des variations de prix relatifs, et parce qu'il sous-estime les progrès qualitatifs et autres avantages présentés par les nouveaux produits. Pour corriger cet effet, on peut choisir une valeur positive, mais, si l'on améliore la précision d'instruments aussi largement utilisés, il sera moins nécessaire de tenir compte de cette distorsion dans la détermination des objectifs.

Inconvénients éventuels de la publication de buts spécifiques pour les objectifs ultimes

Choix de l'indice des prix ...

... et de l'horizon temporel

L'horizon temporel choisi est généralement le moyen terme, suffisamment long pour tenir compte du délai de transmission de la politique monétaire, mais assez court pour favoriser une révision en baisse des anticipations inflationnistes. Si une norme unique peut présenter l'avantage d'être plus précise, une fourchette, bien que nécessairement étroite au regard de la variabilité passée de l'inflation, est compatible avec des mouvements des prix à caractère transitoire et avec l'incertitude inhérente à toute prévision des effets de la politique suivie.

Détermination de l'inflation structurelle

Le calcul de la hausse des prix en glissement sur douze mois, comme c'est généralement le cas lors de la définition d'un objectif, lisse les fluctuations de prix à court terme, qui ne justifient évidemment pas une inflexion de la politique monétaire. Certaines banques centrales excluent de la variable cible des éléments instables ou sujets à d'amples variations périodiques, qui peuvent ne pas refléter l'équilibre courant de l'offre et de la demande globales. D'autres n'utilisent des mesures corrigées que pour estimer les tendances structurelles de l'inflation. Au Royaume-Uni, en Australie et en Nouvelle-Zélande, les paiements d'intérêts hypothécaires, qui entrent dans le calcul des loyers fictifs des logements occupés par les propriétaires (intégrés à l'indice des prix à la consommation), ne sont pas pris en compte car leur augmentation est liée à l'action de la politique monétaire. De nombreuses banques centrales ajustent les indices des prix de façon à supprimer les effets primaires des modifications de la fiscalité indirecte. La Banque du Canada a toutefois annoncé qu'elle s'opposerait fermement à la hausse du taux d'inflation sous-jacent résultant de leurs effets secondaires. Au Canada et en Nouvelle-Zélande, il est toléré que la variable s'écarte temporairement des objectifs; il est même permis de les réviser ou de les suspendre en cas de perturbations bien définies du côté de l'offre, par exemple de fortes variations des cours du pétrole ou d'autres matières premières.

Clauses d'exception

Distinction entre inflation zéro et stabilité des prix

Depuis que l'inflation a reculé à des niveaux relativement bas, universitaires et économistes s'intéressent à la distinction entre inflation zéro et stabilité des prix. Un objectif centré sur un résultat précis d'inflation nulle pourrait signifier une dérive de sa base de calcul si les effets non récurrents des mesures fiscales et des chocs sur les prix sont intégrés dans l'objectif. Supposons, par exemple, des chocs entraînant systématiquement une contraction de l'offre: l'objectif d'inflation nulle peut alors s'écarter sensiblement de celui de stabilité des prix. Certains analystes soutiennent que le principal coût de l'inflation dans les économies modernes provient d'une érosion de la fiabilité de la monnaie en tant qu'unité de compte, concluant que c'est la stabilité durable du niveau des prix qui doit être l'objectif à long terme. Autre argument en faveur d'un objectif crédible de stabilité des prix: il suppose que les variations de prix dues à un choc finiront par s'inverser, contribuant ainsi à stabiliser l'économie et le niveau des prix lui-même. À l'encontre de cette thèse, on peut dire qu'un tel objectif nécessitera parfois une diminution des prix. Cela amène à s'interroger sur la flexibilité des prix à la baisse et sur la possibilité de respecter l'objectif sans augmentation à court terme de la variabilité de l'inflation et de la production. L'expérience du passé ne peut fournir de réponse décisive à cet égard, étant donné qu'un

changement fondamental des structures (de «régime») est requis pour atteindre le niveau zéro ou la stabilité.

Mise en œuvre des stratégies en termes d'objectifs d'inflation

C'est par l'usage ou non des variables intermédiaires que se différencient les stratégies de lutte contre l'inflation; quand elles n'y recourent pas, se pose la question de la meilleure façon d'atteindre les objectifs ultimes. En France et en Espagne, les objectifs d'inflation sont étayés par les relations de change du MCE. Des normes à moyen terme pour les agrégats monétaires sont également utilisées comme guides de l'action sur l'inflation. En Nouvelle-Zélande, l'évolution du cours de change à l'intérieur d'une bande-objectif ou zone «de confort» constitue le principal indicateur des conditions monétaires et des pressions inflationnistes, étant donné que les prix des biens échangés avec l'extérieur ont d'importants effets directs sur le niveau des prix intérieurs.

Pour atteindre leurs objectifs d'inflation à moyen terme, les banques centrales du Royaume-Uni, du Canada, de Suède et de Finlande ajustent les taux d'intérêt à court terme dans le cadre de procédures explicitement prospectives reposant sur une batterie d'indicateurs. Il existe toutefois des différences marquées dans la façon d'utiliser certaines variables. La Banque du Canada fonde principalement son orientation sur des estimations modélisées de l'effet d'un excès d'offre et de demande sur le processus inflationniste; elle a également recours à des agrégats monétaires ainsi qu'à la croissance de la dépense totale. Un «indice des conditions monétaires» défini comme la moyenne pondérée des taux courts et du cours de change est employé au Canada et en Suède pour évaluer, à brève échéance, la compatibilité de la politique suivie avec les objectifs assignés à la demande globale. La Banque d'Angleterre dispose de modèles économétriques ainsi que d'une série d'indicateurs (prix de l'immobilier d'habitation, cours de change et mesures directes des prix et coûts, notamment) pour prévoir la densité de probabilité de l'inflation future en fonction de la politique en vigueur. Ces prévisions jouent un rôle important dans l'appréciation du réglage de l'orientation monétaire que la banque centrale recommande au chancelier de l'Échiquier.

Procédures destinées à régler la politique de taux d'intérêt en fonction des taux d'inflation futurs

Au Royaume-Uni, comme au Canada, en Nouvelle-Zélande, en Espagne et en Suède, la marge d'incertitude des prévisions est examinée dans des rapports sur la politique monétaire et l'inflation publiés périodiquement par la banque centrale. Il est jugé utile de faire comprendre au public que la capacité de la banque centrale à maîtriser le taux d'inflation comporte une part d'imprécision, car cela permet de s'assurer que les inévitables écarts par rapport à l'objectif chiffré ne mettent pas en doute sa détermination.

Publication de rapports sur l'inflation

Compatibilité des autres composantes de la politique économique avec les objectifs d'inflation

Les différences entre pays au sujet de la responsabilité de la détermination des objectifs d'inflation soulèvent des questions de deux ordres: quel est l'effet du mandat de la banque centrale et de son indépendance sur la crédibilité de la

politique monétaire et comment arriver à un plus large consensus politique pour assurer, dans chaque pays, la compatibilité de la politique budgétaire?

Engagement des
gouvernements
envers l'objectif
d'inflation

En France et en Espagne, la législation qui a rendu la banque centrale indépendante lui a assigné comme objectif fondamental d'assurer la stabilité des prix. En Nouvelle-Zélande, la loi fait la même obligation à la banque centrale, sous forme de conventions conclues avec le ministre des Finances. L'objectif d'inflation a été fixé au Royaume-Uni par le chancelier de l'Échiquier et au Canada par la banque centrale en accord avec le ministre des Finances. En Finlande, il est déterminé par l'institut d'émission, mais le gouvernement, en annonçant des coupes budgétaires, s'est lui-même engagé à le soutenir. En Suède, il a été adopté à l'unanimité par le Conseil de la banque centrale et reflète un large consensus politique, le gouvernement et le Parlement ayant ensuite apporté leur soutien. En Italie, il a été défini à l'époque de l'accord national de 1992 sur les coûts de main-d'œuvre qui a aboli l'indexation des salaires, mais il a ensuite été intégré à l'objectif attribué à M2 par la Banque d'Italie.

L'engagement généralisé des gouvernements envers l'objectif d'inflation n'a pas amené tous les pays à adopter, en temps opportun, des mesures d'assainissement budgétaire. Cependant, rendre compatibles avec l'objectif d'inflation les prix et les salaires déterminés ou influencés par le gouvernement a, dans certains cas, contribué à réduire aussi bien le déficit budgétaire que les pertes de production résultant de la lutte contre l'inflation.

Effets globaux de la
fixation d'objectifs
explicites d'inflation

Après la publication des objectifs, l'inflation a diminué davantage qu'on ne l'avait escompté au Canada, en Nouvelle-Zélande, au Royaume-Uni, en Suède et en Finlande – dans le contexte d'une reprise étonnamment lente toutefois. La question qu'on peut se poser maintenant est de savoir si la crédibilité procurée par les résultats récents peut aider à contenir les anticipations et à favoriser ainsi une reprise durable et non inflationniste. Il faudra attendre de connaître le comportement des prix sur l'ensemble du cycle pour évaluer la contribution des objectifs explicites à une plus grande stabilité.

V. Turbulences sur les marchés obligataires

Faits saillants

Pour les investisseurs en actions et obligations, la période sous revue a été marquée par un brutal retour à la réalité. À partir du début de 1994, toute une série d'événements ont anéanti les anticipations qu'avaient généralement suscitées les conditions de marché favorables des années précédentes. Alors qu'on avait tablé sur une poursuite de la baisse des rendements obligataires en Europe et sur un accroissement des plus modestes aux États-Unis, ils ont littéralement bondi presque partout à la suite du resserrement monétaire de la Réserve fédérale dans les premiers jours de février. Cette hausse a provoqué quelques-unes des plus grosses pertes de portefeuille enregistrées depuis la guerre et a enrayé, voire inversé, la progression des cours des actions. On avait espéré que le bas niveau de l'inflation et l'engagement plus résolu des autorités monétaires dans ce domaine engendreraient une faible volatilité; elle s'est, en fait, fortement accrue parallèlement à l'ascension des rendements obligataires. En outre, certains des pays présentant les meilleurs antécédents et perspectives sur le front des prix ont été le plus durement touchés. Sur la foi de la solidité de leurs politiques d'ajustement structurel et de leurs performances récentes, les marchés émergents avaient paru particulièrement prometteurs; pourtant, ils se sont retrouvés parmi les moins brillants. Ils n'ont pu échapper aux secousses des marchés obligataires au début de 1994 et ont traversé une période extrêmement perturbée à la suite de la crise mexicaine à la fin de 1994 et au commencement de 1995.

Si la hausse des rendements n'a pas revêtu une ampleur exceptionnelle, elle a cependant été importante par rapport aux épisodes précédents. Dans une certaine mesure, elle constitue une réaction aux modifications des perspectives économiques et, surtout, à la vigueur inattendue de la reprise. Les pays présentant des antécédents d'inflation relativement élevée et une position budgétaire moins saine se sont avérés plus vulnérables. Toutefois, l'ampleur et la configuration internationale de cette hausse doivent être également considérées en partie comme une correction par rapport à des niveaux antérieurs excessivement bas, notamment en Europe. Il apparaît, en outre, que certaines stratégies de négociation et pratiques comptables ont contribué à précipiter et à étendre l'ajustement. Un élément particulièrement important à cet égard a été le recours intense à l'effet de levier.

La volatilité à court terme des rendements obligataires a revêtu une amplitude que l'on n'avait pas souvent observée depuis le début des années 80. Les résultats antérieurs montrent qu'un tel phénomène n'est pas inhabituel après le passage à une période prolongée de baisse des cours des obligations. Toutefois, par comparaison avec l'épisode analogue du milieu des années 80, cette accentuation s'est avérée extrêmement persistante et son incidence d'un

pays à l'autre est plus difficile à expliquer. Elle semble due en partie à une diminution de la liquidité, sous l'effet des pertes importantes subies par certains participants et du désengagement rapide des non-résidents sur des marchés-clés, Allemagne notamment. L'effet de levier peut également avoir joué un rôle en amplifiant les pertes par rapport aux fonds propres, rendant ainsi les opérateurs plus attentifs aux risques encourus et réduisant l'activité des teneurs de marché.

Les turbulences des marchés obligataires au cours de la période sous revue conduisent à penser que, dans l'environnement financier actuel, des fluctuations extrêmes peuvent se produire plus fréquemment et avoir des conséquences d'une plus grande portée que par le passé. Il est nécessaire de mettre en œuvre des politiques complémentaires aux niveaux macro et microéconomique, afin de recueillir les fruits de la libéralisation et de l'innovation dans le domaine financier et d'en limiter en même temps les coûts potentiels.

Marchés des actions

À la fin de 1993, les cours des actions étaient élevés par rapport aux bénéfices ...

À la suite d'augmentations substantielles en 1993, les cours des actions se situaient à des niveaux historiquement élevés au début de l'année dernière. Il n'est pas rare qu'ils se mettent à monter avant une phase de reprise économique, après un mouvement de baisse des taux d'intérêt correspondant au creux du cycle conjoncturel. L'ampleur de la hausse, cependant, a conduit à se demander dans quelle mesure les valeurs observées étaient compatibles avec les perspectives de bénéfices et les rendements d'autres actifs.

Les doutes concernant la solidité de ces nouveaux cours se fondaient essentiellement sur des mesures du rendement des actions par rapport aux valeurs antérieures. Les ratios cours/bénéfices, en particulier, se trouvaient à leur sommet ou presque à la fin de 1993 (tableau V.1) dans plusieurs pays

Ratio cours/bénéfices ¹							
Pays	Sept. 1987 ²	Maximum 1983-93		Moyenne 1983-93	Déc. 1993	Déc. 1994	Mars 1995
		niveau	date				
États-Unis	23	26	août 1992	16	23	17	16
Japon	70	74	juin 1987	44	57	66	59
Allemagne	15	25	déc. 1993	14	25	16	13
France	14	17	déc. 1993	12	17	13	11
Italie	15	44	avril 1986	17 ³	18	18	18
Royaume-Uni	18	21	nov. 1993	14	20	18	17
Canada	20	104 ⁴	déc. 1993	30	104 ⁴	22	16
Belgique	15	16	déc. 1993	11	16	15	14
Pays-Bas	15	16	nov. 1993	11	16	14	13
Suisse	14	17	déc. 1993	11	17	14	15

¹ Ratio du cours aux bénéfices par action connus. ² Mois précédant le krach boursier généralisé.
³ Février 1986 – décembre 1993. ⁴ Chiffre exceptionnellement élevé en raison de bénéfices très faibles ou négatifs.

Source: Datastream.

Tableau V.1

industriels, dont les États-Unis et le Royaume-Uni déjà bien engagés l'un et l'autre dans la reprise économique. On observait la même chose dans les marchés émergents, notamment ceux d'Asie du Sud-Est.

On aboutissait à des conclusions tout à fait différentes, cependant, en comparant le rendement des actions avec celui d'autres actifs. On dispose, pour ce faire, d'un indicateur utile de leur évaluation relative; il s'agit de l'écart de rendement corrigé de l'inflation, qui est égal à la différence entre un taux d'intérêt réel à long terme et le rendement en termes de dividende. Sur cette base, les marchés s'inscrivaient bien dans le prolongement de leurs résultats antérieurs (tableau V.2). Dans la plupart des cas, la valeur obtenue était même inférieure à la moyenne de la décennie précédente.

Comme les cours des actions se situaient à des niveaux déjà élevés par rapport aux bénéfices mais étaient plus ou moins en phase avec les taux d'intérêt à long terme, c'est du côté des marchés obligataires que semblait se trouver la clé de leur évolution future. Les cours des actions avaient été peu affectés par la hausse initiale des rendements obligataires aux États-Unis en octobre 1993. Ils se sont toutefois repliés partout dans le monde en février 1994, lorsque les rendements obligataires sont montés en flèche aux États-Unis et ailleurs à la suite du changement d'orientation de la politique monétaire américaine. Comme cette ascension des taux s'est poursuivie durant le reste de l'année, la performance des marchés des actions est restée en demi-teinte (tableau V.3). Au premier trimestre de 1995, ils enregistraient en général une légère baisse dans les pays industriels par comparaison avec le début de la période. Ce recul se serait accentué sans une amélioration des perspectives de bénéfices, liée à la vigueur inattendue de l'activité économique aux États-Unis et, plus tard, en Europe.

La hausse des rendements obligataires a également porté un rude coup aux marchés des actions des économies émergentes. Ceux qui en ont souffert le plus et en premier ont été ceux-là mêmes qui avaient été les principaux bénéficiaires, en 1993, de l'investissement des non-résidents et où les cours

... mais pas par rapport aux rendements obligataires

Performance en demi-teinte en présence d'une hausse des rendements obligataires

Les marchés émergents, eux aussi, affectés

Écart de rendement des actions, corrigé de l'inflation ¹							
Pays	Sept. 1987 ²	Maximum 1983–93		Moyenne 1983–93	Déc. 1993	Déc. 1994	Mars 1995
		niveau	date				
États-Unis	2,4	5,1	août 1983	1,5	0,3	2,2	1,6
Japon	4,5	5,4	août 1983	3,1 ³	1,2	3,2	3,1
Allemagne	4,5	5,6	nov. 1986	2,7	0,4	3,0	3,3
France	5,1	5,1	sept. 1987	2,1	1,0	3,5	2,5
Italie	3,6	4,5	août 1987	2,4	0,5	3,8	4,3
Royaume-Uni	3,1	4,2	sept. 1986	0,7	0,5	1,9	1,0
Canada	4,1	6,0	juin 1984	2,5	2,5	6,4	3,9
Belgique	3,6	4,4	déc. 1986	2,0	1,0	3,3	3,1
Pays-Bas	3,4	3,6	oct. 1987	1,3	−0,4	1,5	1,4
Suisse	0,8	2,3	nov. 1986	−0,6	−0,1	3,3	1,7

¹ Taux à long terme moins rendement en termes de dividende moins taux d'inflation sur douze mois. ² Mois précédant le krach boursier généralisé. ³ Août 1983 – décembre 1993.

Sources: Datastream et autorités nationales.

Tableau V.2

Indices boursiers							
Pays	Déc. 1992	Janvier	Mars	Juin	Sept.	Déc.	Mars 1995
	1994						
	décembre 1993 = 100						
États-Unis	93	103	96	95	99	99	107
Japon	91	113	109	116	110	108	91
Allemagne	68	96	94	89	89	93	85
France	82	103	92	83	83	83	82
Italie	73	107	116	112	111	103	98
Royaume-Uni	81	104	93	87	90	90	92
Canada	78	105	100	93	101	98	100
Australie	71	106	95	92	93	88	88
Belgique	77	104	99	96	93	94	87
Espagne	67	111	99	93	92	88	83
Pays-Bas	68	104	96	92	96	101	96
Suède	66	114	100	98	101	105	104
Suisse	66	108	97	93	90	92	88
Argentine*	60	110	90	84	98	75	67
Brésil*	52	130	137	106	192	168	114
Chili*	77	121	102	115	137	141	132
Mexique	68	107	93	87	106	91	70
Venezuela	91	101	118	124	151	136	124
Corée	78	109	100	108	121	119	108
Hong-Kong	46	97	76	74	80	69	72
Malaysia	51	87	75	79	89	76	77
Singapour	63	96	86	92	96	92	86
Taiwan	56	101	87	98	117	117	108
Thaïlande	53	89	74	76	88	81	72

* Indice SFI «Investable».

Sources: Société financière internationale (SFI) et données nationales.

Tableau V.3

des actions paraissaient comparativement élevés, notamment plusieurs marchés d'Asie du Sud-Est. Ceux de Taiwan et de Corée ont obtenu les meilleurs résultats de la région, sans doute en partie à cause de leur moindre sensibilité à l'opinion des investisseurs étrangers, du fait des restrictions à l'accès des non-résidents. En Amérique latine, l'affaiblissement a été généralement plus tardif, à la suite en particulier de la crise du Mexique à la fin de 1994 et au début de 1995.

Dans deux pays industriels, l'Italie et le Japon, les cours des actions ont paru moins sensibles aux tendances observées dans le monde. Dans le premier cas, ils ont connu des hauts et des bas en fonction des changements rapides sur la scène politique. Au Japon, leur évolution semble avoir été rythmée par une série de développements spécifiques: incertitudes entourant l'adoption d'un budget de relance (début 1994); rupture des négociations commerciales avec les États-Unis (mi-février et début mars); levée des restrictions sur les nouvelles émissions d'actions (septembre) et tremblement de terre de Kôbe (janvier 1995). Sur l'ensemble de la période, ce sont essentiellement les achats des non-résidents qui paraissent avoir soutenu le marché, la demande

intérieure des investisseurs institutionnels et de la clientèle des particuliers étant demeurée faible.

En mars 1995, les ratios cours/bénéfices s'inscrivaient généralement quelque peu au-dessous de leurs niveaux de fin 1993; la principale exception à cet égard était le Japon, où ils avaient augmenté malgré un recul des cours des actions. En revanche, les écarts de rendement s'étaient accentués, dans certains cas sensiblement, en raison de la réaction limitée des cours aux fortes hausses des rendements obligataires.

Marchés obligataires: évolution des rendements

L'année dernière a été une période particulièrement difficile pour les investisseurs en obligations. Selon certaines estimations, les pertes en capital enregistrées sur les marchés mondiaux se situeraient autour de \$1 500 milliards, ce qui représente près de 10% du PIB de l'OCDE et le chiffre annuel le plus élevé depuis plus de dix ans. Outre le fait qu'elles ont mis un terme à une hausse prolongée des cours et affecté une large gamme d'investisseurs, elles ont eu une portée géographique extraordinaire et ont été encourues sur des positions à effet de levier relativement marqué.

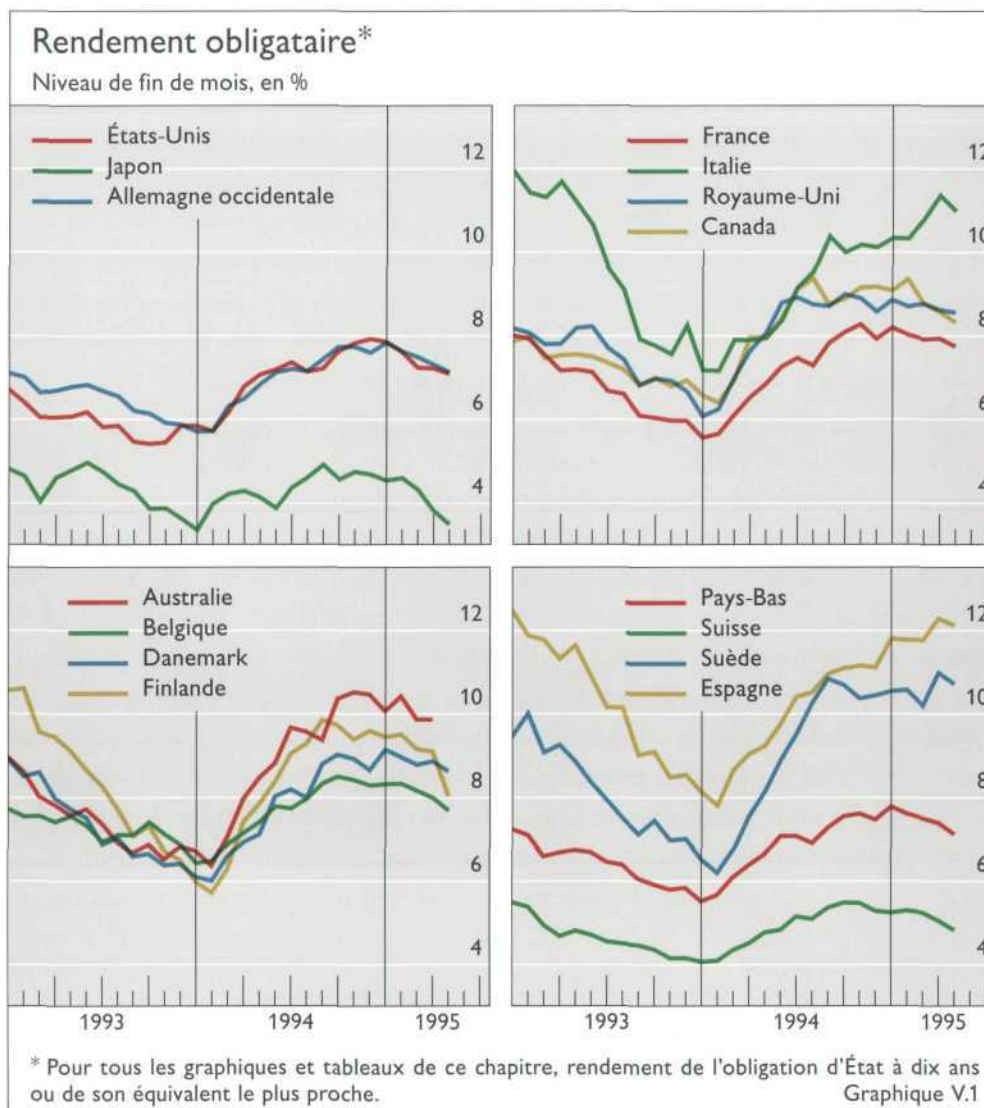
Très lourdes pertes
sur les marchés
obligataires ...

Les variations des rendements à long terme à l'origine de ces pertes sont représentées sur le graphique V.1. Entre le début et la fin de 1994, les taux longs ont généralement augmenté de 200 à 300 points de base environ dans les pays industriels. Aux deux extrémités de la fourchette de fluctuation se trouvent le Japon et la Suisse, où la hausse n'a été que de quelque 120 points, et la Suède, l'Italie et l'Espagne, où elle s'est située entre 300 et 400 points. À l'exception de l'Italie et de la Suède, où l'ascension s'est poursuivie, les rendements sont demeurés assez stables ou ont légèrement fléchi au premier trimestre de 1995. Ce mouvement n'a toutefois pas été de nature, ni par sa dimension ni par son assise géographique, à modifier l'impression globale fondamentale, sauf pour le Japon, qui a constitué un cas à part; à la fin de la période, en effet, les rendements y étaient pratiquement revenus à leur niveau initial.

... suite à l'envolée
des taux longs

Les taux longs ont touché leur point le plus bas dès octobre 1993 aux États-Unis, deux mois plus tard au Royaume-Uni et au Japon, et en janvier 1994 sur tous les autres marchés. Février a marqué partout le début d'une forte hausse, dont le signal a été donné par l'envolée des taux américains. La progression des rendements obligataires n'a pas été uniforme sur le reste de l'année; elle s'est concentrée en grande partie sur trois mois, jusqu'à la fin d'avril, enregistrant sur cette période plus de la moitié de son augmentation sur l'année. Les taux ont atteint leur maximum début novembre dans la plupart des pays.

Le degré de synchronisation de l'évolution des rendements entre les marchés nationaux n'a pas été constant pendant toute la période. Il a été le plus élevé durant la phase initiale de la hausse. De début mai aux premiers jours de septembre, les taux longs ont légèrement fléchi aux États-Unis; ailleurs, leur ascension s'est prolongée, le plus souvent cependant à un rythme moindre – sauf en Italie et en Suède, où le mouvement s'est accentué. Le



Japon a connu au printemps un recul momentané qui n'a pas été suivi sur les autres marchés.

L'ampleur de la hausse, bien que notable, n'est pas sans précédent. Des augmentations analogues sur une période de trois mois s'étaient produites à la fin des années 70 et au début de la décennie suivante. Si l'ajustement intervenu sur l'ensemble de l'année constitue un fait plus rare, il ne revêt pas cependant un caractère exceptionnel, pas plus que la concordance des mouvements entre marchés. En effet, les corrélations entre les variations des taux longs aux États-Unis et dans les autres pays en 1994 n'ont pas été très différentes, au moins sur une base mensuelle ou hebdomadaire, de celles qu'on avait observées dans le passé.

Caractère atypique
de la hausse

L'épisode récent est toutefois atypique à plusieurs titres. Tout d'abord, cette forte hausse s'est produite pour l'essentiel à un moment où l'inflation, déjà faible, ne cessait de diminuer, alors que les augmentations semblables de la fin des années 70 et du commencement de la décennie suivante avaient eu pour cadre un environnement inflationniste. Ensuite, les marchés sont devenus baissiers, cette fois-ci d'une manière beaucoup plus synchronisée. Depuis le début des années 70, on a assisté en une seule occasion, vers 1986-87, à un tel

revirement d'ensemble des rendements obligataires, mais la dispersion des creux avait été nettement plus grande, avec des positions conjoncturelles des économies nationales pourtant plus proches (tableau V.4). Enfin, c'était la première fois, l'an passé, qu'un marché baissier apparaissait dans autant de pays différents après un resserrement de la politique monétaire américaine (le 4 février). On peut également ajouter que ce resserrement n'a pas été immédiatement suivi ailleurs, les banques centrales européennes continuant même d'assouplir leur politique et le Japon conservant une ligne pratiquement inchangée. En fait, à l'exception de ce dernier pays, les taux longs paraissent avoir répondu à l'action de la Réserve fédérale avec une intensité tout à fait inhabituelle, plus marquée que celle des taux américains eux-mêmes (tableau V.5).

Trois hypothèses complémentaires ont été avancées pour expliquer ce qui s'est passé l'an dernier. Premièrement, la hausse des taux longs peut avoir traduit une réaction parfaitement justifiée à une modification des conditions économiques (données fondamentales), telles qu'inflation, croissance de la production et politique monétaire. Deuxièmement, elle peut avoir constitué une correction de spéculations antérieures qui avaient amené les taux à des niveaux trop bas pour qu'ils puissent s'y maintenir. Troisièmement, elle peut avoir été accélérée par des pratiques de marché, notamment des stratégies de négociation particulières, qui ont créé des pressions trop fortes et rendu les prix plus sensibles à l'environnement économique.

Trois explications complémentaires de la hausse des rendements:

Comparaison de deux marchés obligataires baissiers: synchronisation internationale						
Pays	1986-87			1993-94		
	Creux du rendement	Décalage/ marché américain ¹	Décalage/ taux directeur américain ^{2,3}	Creux du rendement	Décalage/ marché américain ¹	Décalage/ taux directeur américain ²
	date	en mois		date	en mois	
États-Unis	août 1986	—	— 7	oct. 1993	—	—3
Japon	mai 1987	9	2	déc. 1993	2	—1
Allemagne	avril 1986	—4	—11	janv. 1994	3	0
France	août 1986	0	— 7	janv. 1994	3	0
Italie	janv. 1987	5	— 2	janv. 1994	3	0
Royaume-Uni	avril 1986	—4	—11	déc. 1993	2	—1
Canada	mars 1987	7	0	janv. 1994	3	0
Belgique	août 1986	0	— 7	janv. 1994	3	0
Danemark	avril 1986	—4	—11	janv. 1994	3	0
Espagne	oct. 1986	2	— 5	janv. 1994	3	0
Finlande	mars 1986	—5	—12	janv. 1994	3	0
Pays-Bas	août 1986	0	— 7	janv. 1994	3	0
Suède	oct. 1986	2	— 5	janv. 1994	3	0

¹ Écart entre le creux du marché américain et le creux sur le marché concerné. ² Écart entre le creux du taux directeur américain et le creux sur le marché concerné. Sur la base du mois précédant le resserrement (soit mars 1987 et janvier 1994 respectivement). ³ Si la date retenue comme référence est septembre 1986, l'écart doit être majoré de cinq mois.

Tableau V.4

Variation des rendements obligataires à la suite d'un resserrement monétaire aux États-Unis

Date	US	JP	DE	FR	GB	NL
	variation sur quatre jours, en % de la variation du taux directeur américain ¹					
8 avril 1987 ²	180	-24	20	24	72	16
30 mars 1988	48	-84	8	-4	-56	-12
4 février 1994 ²	44	-28	84	44	100	64

Pour les codes-pays, se reporter au graphique V.2.

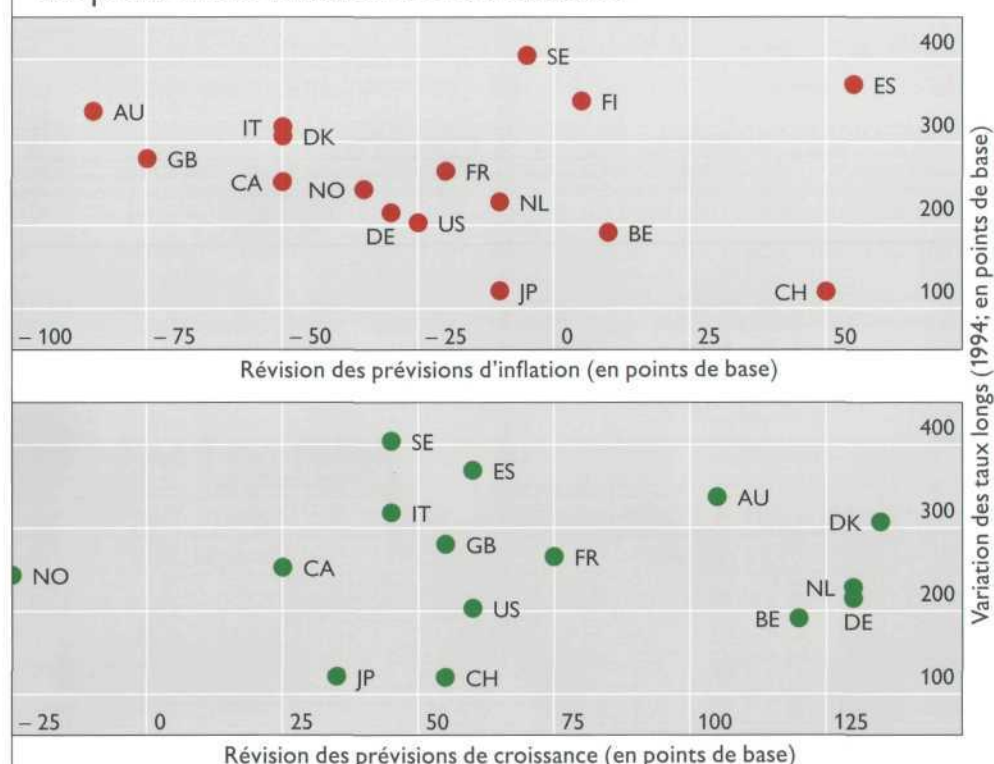
¹ Resserrement de 25 points de base dans les trois cas. ² Changement d'orientation de la politique monétaire américaine.

Sources: Datastream et autorités nationales.

Tableau V.5

Durant l'année – c'est la première hypothèse – divers événements ont probablement conduit les investisseurs à réviser leur perception des niveaux pertinents des taux à long terme. Au Japon, avant le resserrement de la politique monétaire américaine, une embellie sur le marché des actions avait fait douter d'un nouvel assouplissement, au moment où des informations indiquaient que le Fonds fiduciaire du ministère des Finances mettrait fin

Hausse des rendements obligataires et révision des prévisions d'inflation et de croissance*



AU = Australie; BE = Belgique; CA = Canada; CH = Suisse; DE = Allemagne; DK = Danemark; ES = Espagne; FI = Finlande; FR = France; GB = Royaume-Uni; IT = Italie; JP = Japon; NL = Pays-Bas; NO = Norvège; SE = Suède; US = États-Unis.

* Révision, entre fin 1993 et fin 1994, des prévisions de l'OCDE en matière d'inflation et de croissance pour 1994 et 1995.

Sources: OCDE et données nationales.

Graphique V.2

à son programme d'acquisition d'obligations d'État. Aux États-Unis, le durcissement des conditions monétaires fut suivi un peu plus tard en février, puis en mars, d'indices donnant à penser que l'activité économique et, vraisemblablement, l'inflation progressaient à un rythme supérieur aux prévisions. Des chiffres faisant apparaître une croissance plus forte que prévu furent également rendus publics au Royaume-Uni vers la même époque. En Allemagne, l'annonce, début mars, d'une expansion rapide de M3 est intervenue juste après un assouplissement, d'une modération inattendue, de la politique monétaire à la mi-février. Au printemps, des signes plus nombreux ont commencé à montrer que la reprise économique en Europe s'était amorcée plus tôt et de manière plus sensible qu'on ne l'avait escompté au départ. Dans le courant de l'année, des incertitudes politiques et budgétaires sont venues assombrir les perspectives d'investissement dans un certain nombre de pays, notamment au Canada, en Italie et en Suède.

La configuration internationale de l'augmentation des rendements concorde, de prime abord, avec la première hypothèse (graphique IV.8, page 98). On observe une correspondance globale entre l'ampleur du mouvement et l'existence de conditions économiques qui peuvent rendre un pays plus vulnérable à une détérioration du sentiment des investisseurs. La hausse a été comparativement importante dans les pays où l'inflation avait été en moyenne plus élevée durant la décennie précédente ou dont la situation des finances publiques était fragile. Des antécédents relativement médiocres en matière de lutte contre l'inflation peuvent donner à penser que celle-ci réagira davantage à une accélération de l'activité économique. Ils risquent, en particulier, de nuire à la crédibilité des efforts mis en œuvre par les autorités monétaires pour contenir des pressions inflationnistes naissantes. Ils peuvent également augurer de perspectives négatives à long terme pour la monnaie. En fait, on retirerait les mêmes enseignements de l'historique du cours de change. De manière analogue, le déséquilibre

modification
des données
fondamentales ...

Comparaison de deux marchés obligataires baissiers: révision des anticipations

Pays ¹	Révision des prévisions				Pays ¹	Révision des prévisions			
	de croissance		d'inflation			de croissance		d'inflation	
	1987 ²	1994	1987 ²	1994		1987 ²	1994	1987 ²	1994
	en points de %					en points de %			
US	-1,25	0,80	1,00	-0,40	AU	-1,00	1,20	0,75	-1,60
JP	2,25	0,50	-0,50	-0,10	BE	-0,25	1,40	1,00	-0,10
DE	-1,50	2,00	0,75	-0,60	DK	-3,25	2,20	2,75	-0,90
FR	-1,25	1,10	0,75	-0,60	ES	1,25	0,90	-1,00	0,40
IT	-0,25	0,50	1,75	-1,00	FI	1,25	3,80	0,25	0,30
GB	1,00	0,60	1,00	-0,80	NL	0,75	1,90	-1,25	-0,10
CA	1,00	0,40	1,75	-1,20	SE	0,75	0,80	0,50	0,00

Pour les codes-pays, se reporter au graphique V.2.

¹ En Norvège et en Suisse, les rendements ont été stables ou ont baissé. ² Sur la base des prévisions de l'OCDE les plus proches de la date du creux (voir dates au tableau V.4).

Source: OCDE.

Tableau V.6

Comparaison de deux marchés obligataires baissiers: corrélation avec l'inflation									
Pays	Dé- cennie	Dé- calage ¹	Rendement nominal			Rendement corrigé de l'inflation ²			Niveau initial
			Variation après			Variation après			
			1 mois	6 mois	1 an	1 mois	6 mois	1 an	
		en mois	en points de base						en points de %
US	80	4	50	24	205	32	-29	-66	5,4
	90	7	40	162	238	47	201	252	2,7
JP	80	- 4	87	141	96	55	66	75	3,8
	90	7	63	101	119	44	149	157	2,3
DE	80	8	50	72	12	50	132	2	5,9
	90	>12	59	142	190	69	198	308	2,3
FR	80	0	24	127	228	-1	-15	78	5,6
	90	2	48	155	225	58	175	246	4,0
IT	80	5	6	112	51	37	121	5	5,3
	90	6	17	208	319	18	265	354	3,0
GB	80	4	33	234	24	53	235	- 3	5,3
	90	9	17	284	278	1	311	299	3,4
CA	80	- 2	116	266	137	76	234	135	4,1
	90	9	55	297	295	163	413	365	5,1
Pour les codes-pays, se reporter au graphique V.2.									
¹ Écart entre le creux du rendement et le creux de l'inflation. ² Rendement moins hausse des prix à la consommation sur douze mois (Royaume-Uni: hors paiements d'intérêts hypothécaires).									
Tableau V.7									

budgétaire peut être considéré comme une contrainte affectant la capacité à plus long terme des autorités monétaires de poursuivre une orientation anti-inflationniste rigoureuse; pour les pays du MCE, plus spécialement, on peut y voir également un indicateur de la probabilité d'une adhésion à l'union monétaire. En outre, si le pays présente un risque élevé d'endettement insoutenable, le déséquilibre budgétaire peut conduire les marchés à prendre en compte d'éventuels défauts de paiement.

Malgré tout, si l'on peut expliquer l'ordre de grandeur *relatif* de la hausse des rendements d'un pays à l'autre par des degrés différents de sensibilité aux modifications des conditions économiques, il n'est pas évident que l'intensité *moyenne* de la réaction se justifie pleinement par l'arrivée d'informations nouvelles. En fait, de nombreux observateurs ont été surpris, à l'époque, par l'ampleur du mouvement, particulièrement dans sa phase initiale, étant donné l'apparente stabilité des perspectives économiques.

Il est impossible que des révisions, sur un horizon de deux ans, des anticipations inflationnistes à *court terme* aient pu contribuer à cette hausse. En effet, des signes indéniables attestent qu'elles ont été généralement révisées en baisse en 1994, comme en témoignent les modifications des prévisions de l'OCDE (cadre du haut du graphique V.2). L'analyse du sentiment du marché (chapitre VI) mène à des conclusions peu différentes: les rares révisions en hausse ont été effectuées seulement vers la *fin* de 1994. Le graphique V.2 montrerait plutôt l'existence d'une relation perverse entre les révisions

... telles que
les anticipations
d'inflation à court
terme ...

des prévisions d'inflation de l'OCDE et l'augmentation des rendements obligataires.

Le caractère atypique de ce qui s'est passé l'an dernier apparaît encore plus nettement si l'on se réfère à l'épisode précédent de baisse généralisée des marchés durant les années 80. À l'époque, les prévisions d'inflation à court terme avaient été essentiellement révisées en hausse (tableau V.6). En outre, et contrairement à ce qui s'est produit récemment, la montée des rendements avait reflété plus étroitement l'évolution de l'inflation (tableau V.7). Pour être plus précis, il s'était écoulé moins de temps entre le creux du rendement et celui de l'inflation; de plus, au bout d'un an, l'accélération de la hausse des prix avait complètement, ou presque, compensé la progression des rendements; au cours de la période récente, après un intervalle de temps identique, il s'en faut de beaucoup. Des observations à plus long terme pour les États-Unis montrent que la proximité des creux du rendement et de l'inflation est une caractéristique systématique du début d'une période de baisse des marchés.

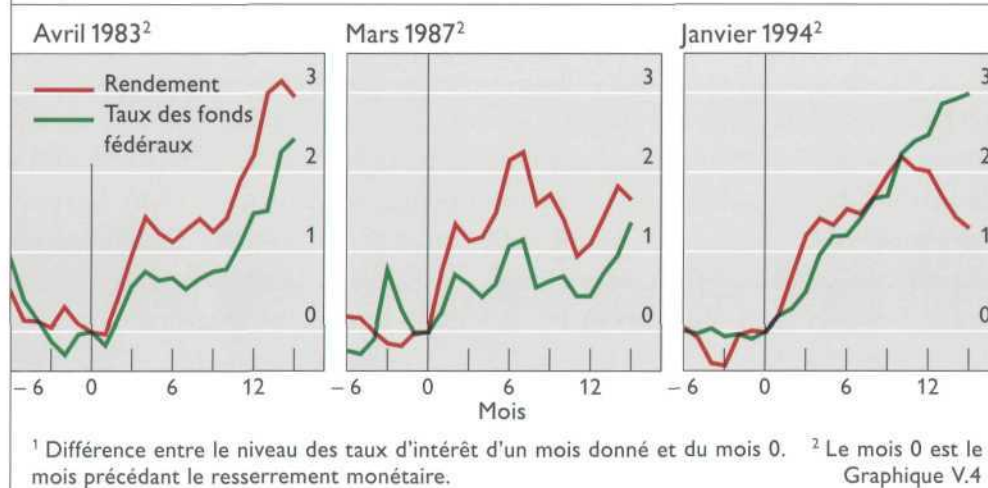
Les éléments qui plaident en faveur d'une perception révisée des données fondamentales paraissent nettement plus probants si l'on compare la tension des rendements avec l'arrivée d'informations nouvelles sur la croissance de la production, signal potentiel d'inflation au-delà de l'horizon à deux ans (chapitre II) ou d'une pression plus forte sur les ressources réelles et, partant,

... et de croissance
de la production ...



Comparaison de marchés obligataires baissiers aux États-Unis: corrélation avec le taux directeur

En points de %¹



d'une augmentation des taux d'intérêt réels. Les prévisions de l'OCDE comme les anticipations des opérateurs sur les taux annuels de croissance pour 1994 et 1995 ont été révisées en hausse dans le courant de 1994 (graphique V.2, cadre du bas, et graphique V.3). En outre, les «nouvelles» étaient plus positives que lors de l'épisode précédent de 1986–87, où les perspectives de croissance s'étaient en fait détériorées dans plusieurs pays (tableau V.6). Malgré tout, des interrogations subsistent. La configuration des révisions des prévisions de croissance ne permet pas d'expliquer la dispersion, à l'échelle internationale, de la montée des rendements (graphique V.2). De plus, en Europe, l'envolée initiale des taux s'est généralement produite avant que l'on ait eu des preuves d'une reprise d'une vigueur inattendue. Pour les États-Unis, point de départ de l'augmentation, les opérateurs ne semblent avoir révisé leurs anticipations de croissance pour 1995 que très tard dans l'année, et encore avec beaucoup de modération.

Taux à long terme, corrigés de l'inflation¹

Pays	Moyenne 1983–92	Creux du rendement ²	Mars 1995	Pays	Moyenne 1983–92	Creux du rendement ²	Mars 1995
en %				en %			
US	5,3	2,7	4,3	AU	6,2	5,0	6,0
JP	4,2	2,3	4,1	AT	5,1	2,8	5,0
DE	5,2	2,0	5,0	BE	6,1	4,1	6,4
FR	5,6	3,7	6,1	DK	6,8	4,2	6,3
IT	5,5	3,0	6,4	ES	5,9	2,8	7,0
GB	4,4	3,4	5,8	NL	5,7	2,4	4,8
CA	5,8	5,1	6,3	SE	5,2 ³	4,6	8,1

Pour les codes-pays, se reporter au graphique V.2; AT = Autriche.

¹ Rendement moins hausse des prix à la consommation sur douze mois (Royaume-Uni: hors paiements d'intérêts hypothécaires). ² Creux du rendement nominal fin 1993 – début 1994.

³ Depuis mars 1984.

Tableau V.8

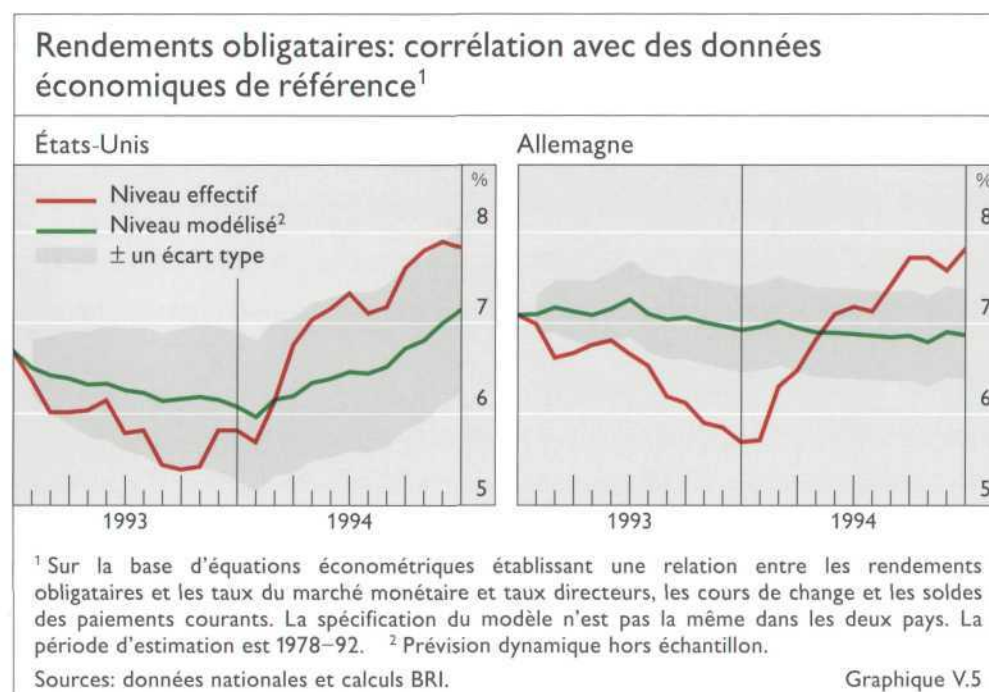
Les observations concernant l'incidence du changement d'orientation monétaire ne sont pas vraiment plus convaincantes. En dépit de son ampleur, la hausse des rendements obligataires aux États-Unis n'a guère revêtu un caractère atypique par rapport aux inflexions antérieures (graphique V.4). Le resserrement a montré sans ambiguïté que les taux à court terme allaient encore augmenter. Il est malaisé de savoir cependant dans quelle mesure cette décision a surpris les intervenants. Ce que l'on sait, c'est qu'un durcissement monétaire était anticipé depuis quelque temps (chapitre IV) et que son ordre de grandeur était identique à celui des fois précédentes. C'est surtout l'intensité de la réaction des rendements obligataires hors des États-Unis qui est difficile à expliquer, compte tenu des différences dans les positions conjoncturelles des économies et les conditions monétaires internes.

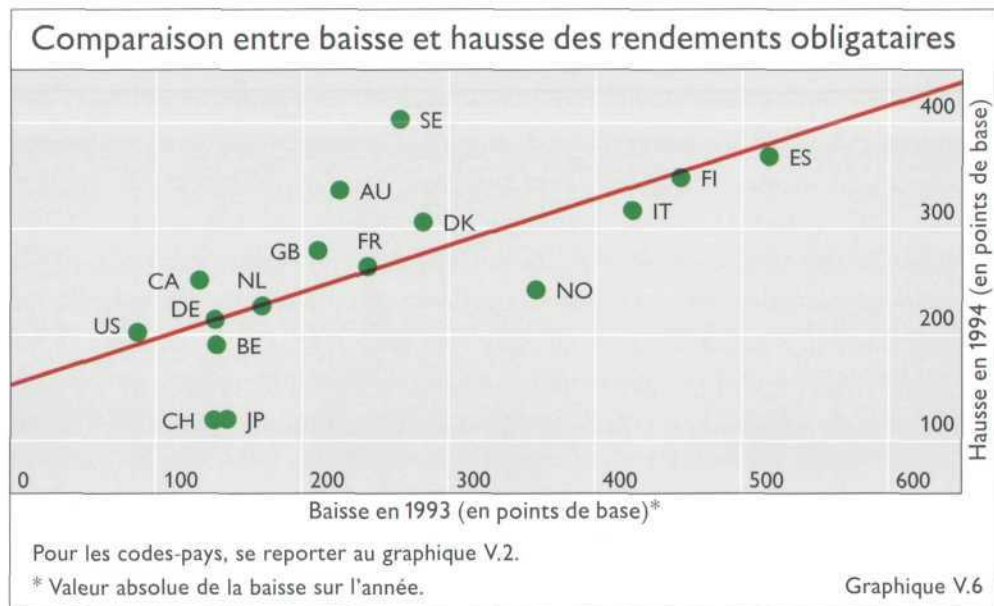
... et changement d'orientation monétaire;

En résumé, l'analyse qui précède conclut à deux possibilités: ou bien les rendements n'ont pas réagi uniquement aux données fondamentales, ou bien les marchés financiers cherchaient davantage qu'auparavant à anticiper les évolutions futures, en réagissant à des signaux avancés.

En fait, il y a tout lieu de croire qu'une partie de l'explication de l'évolution en 1994 est à rechercher en 1993; en effet, quatre éléments donnent à penser que le mouvement général de hausse a constitué dans une certaine mesure une correction par rapport à des niveaux insoutenables – c'est la deuxième hypothèse. Premièrement, dans plusieurs pays, les rendements obligataires corrigés de l'inflation paraissent bas par référence aux valeurs de la décennie précédente (tableau V.8). Deuxièmement, l'analyse statistique indique que, dans certains, les rendements étaient inférieurs à ce qu'on était en droit d'attendre sur la base de leur liaison antérieure avec les variables économiques clés (graphique V.5). Les prévisions obtenues à partir de modèles économétriques formalisant cette liaison donnent des valeurs nettement plus élevées en 1993 dans le cas de l'Allemagne, qui est le marché

surréaction antérieure...





de référence pour l'Europe. Pour les États-Unis, l'exercice n'est pas concluant, le résultat global étant très sensible à la spécification du modèle. Troisièmement, l'ampleur de la baisse des rendements en 1993 permet mieux de comprendre la configuration des hausses en 1994 (graphique V.6). Enfin, l'idée que les rendements se situaient à des niveaux excessivement faibles cadre tout à fait avec des cours des actions qui, vers la fin de 1993, étaient élevés par rapport aux bénéfices, mais non par rapport à la rémunération des obligations.

... causée par des excès spéculatifs;

Il est certes difficile d'identifier les forces qui peuvent avoir provoqué la baisse exceptionnellement marquée des taux en 1993. Toutefois, on peut parler de diverses incitations plausibles, d'un mécanisme important ayant facilité le processus et de certains signes dénotant une attitude plus tolérante à l'égard du risque.

Il est fort probable que l'incitation première est venue de l'attrait d'un écart particulièrement ample et persistant entre la rentabilité des obligations et celle des placements à court terme depuis le début des années 90. Aux États-Unis, ce phénomène a été renforcé par une courbe des rendements à pente très fortement positive, avec un taux des fonds fédéraux maintenu à un niveau très bas pendant une durée inhabituelle. Entre le début de 1991 et janvier 1994, il s'est situé en moyenne à quelque 300 points de base, son maximum sur trois ans depuis la guerre. À la fin de 1993, les opérateurs de marché s'étaient peut-être laissé bercer par un faux sentiment de sécurité. Ils semblent avoir espéré que les taux longs continuent à baisser en Europe et qu'ils ne puissent augmenter sensiblement aux États-Unis, grâce à la conjonction d'un assainissement budgétaire et d'une attitude vigilante de la part des autorités monétaires.

Un mécanisme important ayant facilité le processus a été le recours intense à l'effet de levier. Il a permis aux participants de s'engager pour des montants substantiels avec un capital relativement faible, soit par voie d'emprunt, soit par le biais des produits dérivés (tableau V.9 et chapitre VIII).

Depuis le début des années 90, une stratégie fort prisée, en particulier aux États-Unis, consistait à financer des positions longues en s'endettant à court terme. Les fonds spéculatifs n'ont été qu'une catégorie, mais non des moindres, de ces multiples intervenants au nombre desquels figuraient également les maisons de titres et les banques. Il est parfaitement naturel que les banques regarnissent leurs portefeuilles d'obligations lorsque la demande de prêts est faible, mais leurs placements ont dépassé en ampleur ceux des cycles précédents. Lorsque les taux des obligations ont fléchi aux États-Unis, les opérateurs ont focalisé de plus en plus leur attention sur le Canada et les marchés d'Europe et d'Amérique latine, en quête de rendements supérieurs et de plus-values. Le plus souvent, ils se sont couverts contre le risque de change, en empruntant généralement à court terme sur les marchés locaux; les pensions livrées ont été particulièrement utiles à cet égard.

Enfin, le recours intensif à l'effet de levier est révélateur d'un appétit accru pour la prise de risques. On en trouve un autre exemple dans le rétrécissement général des écarts de rendement entre les marchés en 1993, notamment en Europe et en Amérique latine, ce qui traduit le recours à des stratégies d'investissement moins sélectives (graphique V.7).

En somme, à l'instar de ce qui s'était passé avec le «jeu de la convergence» qui avait précédé les perturbations au sein du MCE à l'automne

Indicateurs représentatifs de l'effet de levier sur les marchés obligataires internationaux ¹							
Achat d'obligations	1991	1992	1993	1994			
				T I	T II	T III	T IV
	en milliards de dollars EU						
États-Unis	131	99	76	9	-26	-17	-22
Banques commerciales ²	111	105	73	17	- 6	-20	-18
Opérateurs sur titres ²	20	-6	3	- 8	-20	3	- 4
Royaume-Uni	19	53	136	-43	-18	0	..
Banques ³ : fonds d'État	-2	6	16	2	0	- 1	3
obligations étrangères	15	24	52	- 5	- 1	7	19
TMFE ⁴ : fonds d'État	..	..	9	- 9	0	- 1	..
Opérateurs sur titres: obligations étrangères	6	23	59	-31	-17	- 5	3
Total	150	152	212	-34	-44	-17	..
Pour mémoire:							
Financement interbancaire ⁵	7	54	182	-54	-48	- 1	17
Financement par pensions ⁶ : Espagne	..	8	24	- 8	- 8	- 4	- 2
Suède	..	..	13	- 5	- 3	- 6	2

¹ Pour les marchés dérivés, se reporter au chapitre VIII. ² Banques: titres du Trésor et d'organismes officiels; opérateurs sur titres: obligations étrangères et de sociétés. ³ Y compris les sociétés de prêts à la construction. ⁴ Teneurs de marché sur fonds d'État. ⁵ Prêts interbancaires transfrontières en monnaie nationale des banques en Europe: indicateur de l'évolution des achats d'obligations des non-résidents couverts contre le risque de change. ⁶ Indicateur des achats d'obligations du Trésor par les non-résidents financés par des pensions livrées.

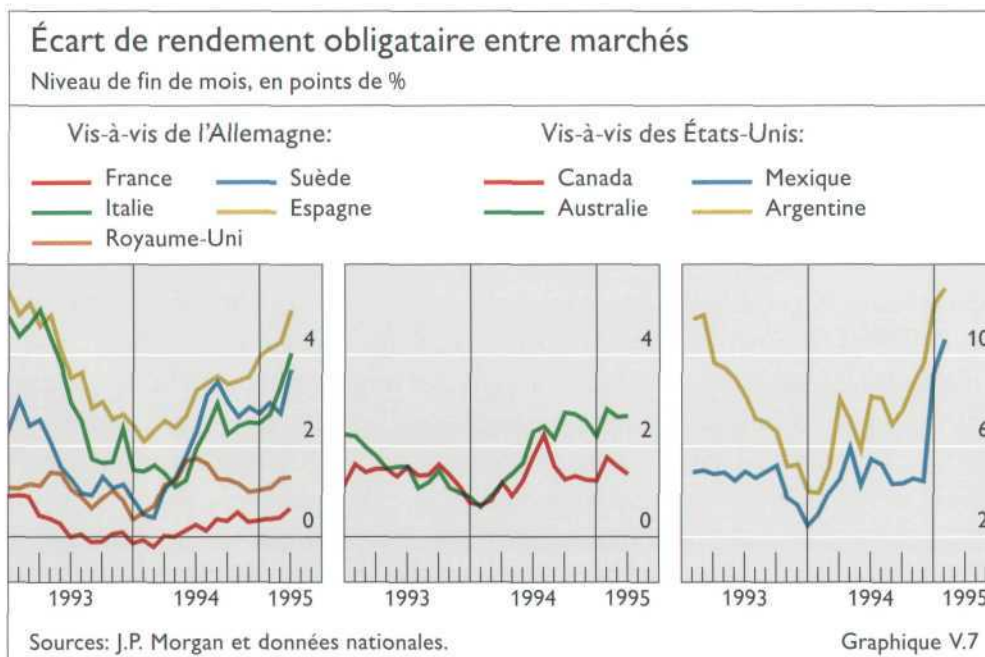
Sources: données nationales et BRI.

Tableau V.9

¹ Pour les marchés dérivés, se reporter au chapitre VIII. ² Banques: titres du Trésor et d'organismes officiels; opérateurs sur titres: obligations étrangères et de sociétés. ³ Y compris les sociétés de prêts à la construction. ⁴ Teneurs de marché sur fonds d'État. ⁵ Prêts interbancaires transfrontières en monnaie nationale des banques en Europe: indicateur de l'évolution des achats d'obligations des non-résidents couverts contre le risque de change. ⁶ Indicateur des achats d'obligations du Trésor par les non-résidents financés par des pensions livrées.

Sources: données nationales et BRI.

Tableau V.9



de 1992, la structure globale des portefeuilles telle qu'elle se présentait à la fin de 1993 ne pouvait pas résister à l'arrivée de nouvelles décevantes, indépendamment de leur signification profonde.

enfin, structures et
pratiques du marché

Dans ce contexte, plusieurs caractéristiques institutionnelles et pratiques de marché peuvent avoir amplifié la correction en hausse des taux à long terme, tout au moins durant sa phase initiale – c'est la troisième hypothèse. Là encore, l'effet de levier a joué un rôle. De la même manière que cette pratique avait accru la rentabilité du capital lorsque les rendements baissaient, elle a multiplié les pertes lorsqu'ils se sont mis à monter. Ce faisant, elle a renforcé la perception des risques et incité les investisseurs à dénouer leurs positions, pour satisfaire notamment aux appels de marge. Autre facteur: la généralisation des stratégies de gestion du risque prévoyant le déclenchement de ventes automatiques à certains seuils spécifiques de manière à limiter les pertes. Les conséquences ont probablement été encore accentuées par les pratiques comptables. Comme les opérateurs avaient généralement remis leurs comptes de profits et pertes à zéro à la fin de l'année par une réévaluation de leurs portefeuilles aux cours du marché, ils ne disposaient guère d'un volant de trésorerie leur permettant d'absorber les pertes subies au début de 1994. Un dernier facteur concerne la dynamique du marché américain des obligations gagées sur des créances hypothécaires, dont l'encours, de quelque \$1 400 milliards, est aujourd'hui supérieur d'environ 30% à l'ensemble des avoirs privés en obligations d'État jusqu'à dix ans. La montée des taux longs a réduit les perspectives de remboursements anticipés, par les ménages, des hypothèques sous-jacentes, allongeant ainsi l'échéance effective (duration) des titres correspondants. Les opérations de couverture requises par ces modifications ont entraîné des ventes substantielles d'obligations d'État de duration équivalente, ce qui a encore fait baisser les cours. Selon certaines estimations, d'octobre 1993 à avril 1994, les transactions de couverture des opérateurs, gestionnaires de portefeuilles et autres investisseurs ont

représenté la contre-valeur de plus de \$300 milliards de ventes de titres du Trésor à dix ans.

Un élément de liaison important entre les évolutions des rendements sur les divers marchés a été le désengagement généralisé des non-résidents, américains en particulier, qui ont commencé à dénouer les positions qu'ils avaient constituées durant la période de baisse des rendements (voir ci-après et chapitres VI et VIII). Les stratégies de négociation ont également joué un rôle notable à cet égard. Les procédures de ventes automatiques à partir de cours limites sont naturellement appliquées par les investisseurs internationaux à de multiples positions. Il apparaît que des ventes d'obligations en Europe ont été déclenchées par les pertes enregistrées sur des opérations yen/dollar lorsque le dollar a fléchi, après la rupture des négociations commerciales américano-japonaises entre la mi-février et le début de mars. D'une manière plus générale, les pressions à la vente se sont concentrées sur les marchés et compartiments qui apparaissaient plus liquides. Début mars, le volume des contrats à terme sur obligations en Europe atteignait des chiffres records (chapitre VIII); dans les marchés émergents, les obligations Brady ont davantage souffert que d'autres compartiments moins liquides.

Marchés obligataires: volatilité des rendements

Le niveau généralement bas des taux d'inflation en 1993 avait laissé espérer que la volatilité des marchés obligataires resterait modérée. La corrélation positive entre cette volatilité et le niveau des rendements obligataires de référence, telle qu'elle ressort d'une étude comparative de quelques marchés européens, corrobore en partie ce point de vue (graphique V.8). Comme les écarts de rendement reflètent dans une large mesure les anticipations à long terme et les antécédents en matière d'inflation, cette corrélation donne à penser que les marchés obligataires sont moins volatils dans les économies à faible inflation.

Anticipations
erronées ...

Les événements ont toutefois pris un tour fort différent. La hausse généralisée des rendements obligataires en 1994 s'est accompagnée d'un accroissement sensible de leur volatilité dans le sillage des rendements (graphique V.9), le plus souvent à partir de février. La principale exception a été le Japon, où il a eu lieu en janvier. Il n'a pas été uniforme d'un pays à l'autre, tant en ampleur qu'en durée. Mesuré par l'écart type de la variation journalière en pourcentage sur une fenêtre mobile de trois mois, il apparaît comparativement faible aux États-Unis, alors qu'il a été particulièrement marqué et prolongé dans les pays constituant le noyau du MCE, dans lesquels la volatilité se situait encore, en fin d'année, au-dessus de son niveau d'avant 1994. En Europe, elle a culminé un peu partout vers le milieu de l'année, soit environ un mois et un trimestre plus tard qu'aux États-Unis et au Japon respectivement. On obtient un résultat analogue si l'on considère la volatilité implicite des contrats d'options de gré à gré à trois mois sur l'obligation d'État de référence à dix ans, qui constitue un indicateur des anticipations du marché concernant la variabilité des rendements. La principale différence est qu'aux États-Unis l'accroissement apparaît encore plus faible. Une

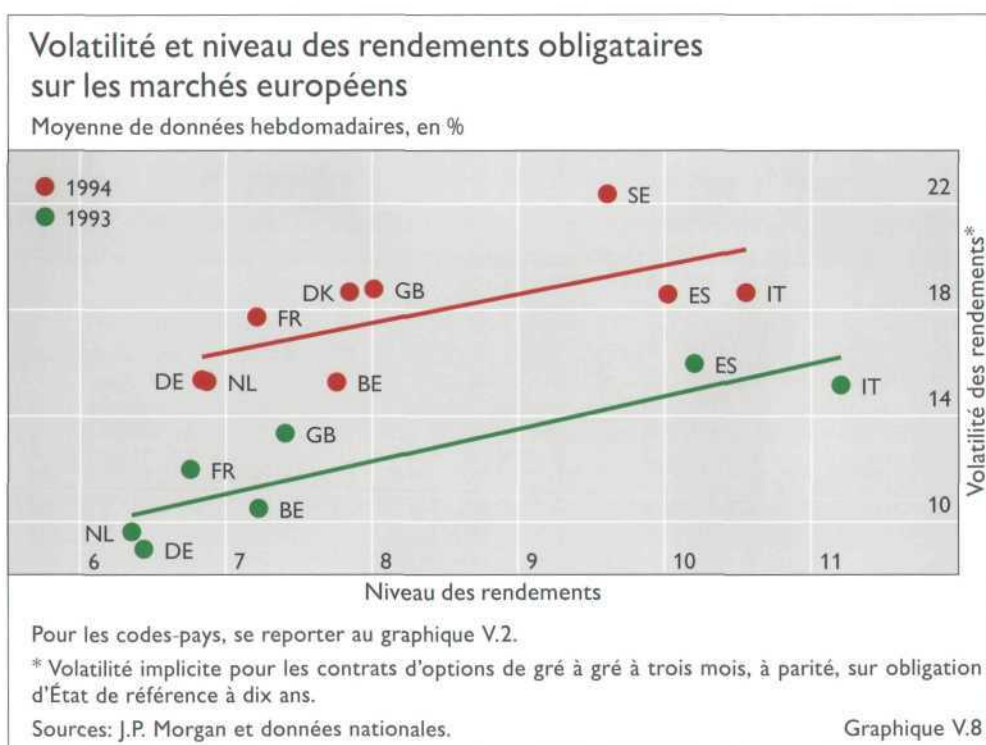
... démenties par
une forte hausse de
la volatilité en 1994

comparaison entre volatilité historique et attendue montre qu'au départ les opérateurs n'ont pas anticipé les turbulences à venir et qu'ensuite ils en ont surestimé la durée. Ce schéma est le même pour les divers pays. Il donne à penser que les anticipations du marché sont fermement ancrées sur le comportement de la volatilité dans le passé récent et qu'elles ne s'ajustent que lentement.

Sur longue période, l'ampleur de l'accroissement de la volatilité à court terme et son incidence inhabituelle dans les différents pays apparaissent encore plus nettement. Les données dont on dispose semblent indiquer que l'épisode de hausse généralisée de 1994 constitue le troisième du genre depuis 1980 (graphique V.10). Les deux premiers se sont produits respectivement au début des années 80 et au moment du krach boursier de 1987. L'an dernier, la volatilité a pratiquement atteint des proportions et une durée records dans certains des pays présentant les taux d'intérêt les plus bas et les meilleurs antécédents et perspectives en matière d'inflation, tels que l'Allemagne et les Pays-Bas. En Europe, elle a été également plus forte en général qu'à l'époque des perturbations au sein du MCE en 1992 et 1993.

Quatre explications possibles de la hausse de la volatilité:

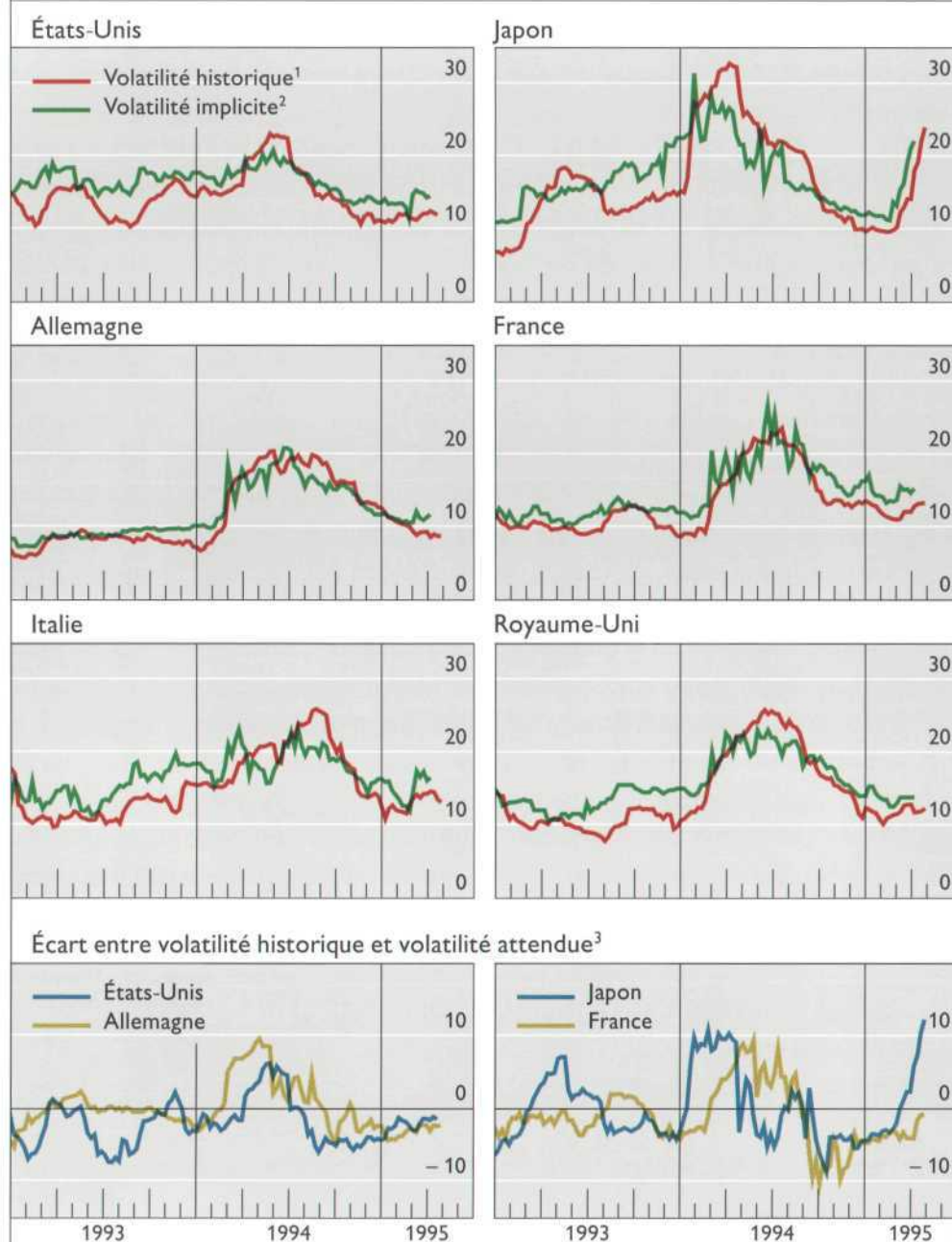
Quatre hypothèses au moins, en partie complémentaires, peuvent être avancées pour expliquer ce qui s'est passé l'an dernier. Premièrement, les développements enregistrés ont peut-être reflété une plus grande incertitude au sujet de l'environnement économique, notamment l'inflation, la croissance de la production et l'orientation de la politique monétaire. Deuxièmement, il se peut qu'ils traduisent une propagation directe des États-Unis aux autres marchés. Troisièmement, ils peuvent avoir été engendrés par la chute généralisée elle-même des cours des obligations. Enfin, on peut les considérer comme des secousses provoquées par le retrait rapide des investissements des non-résidents sur des marchés locaux.



Graphique V.8

Volatilité des rendements obligataires depuis 1993

En %



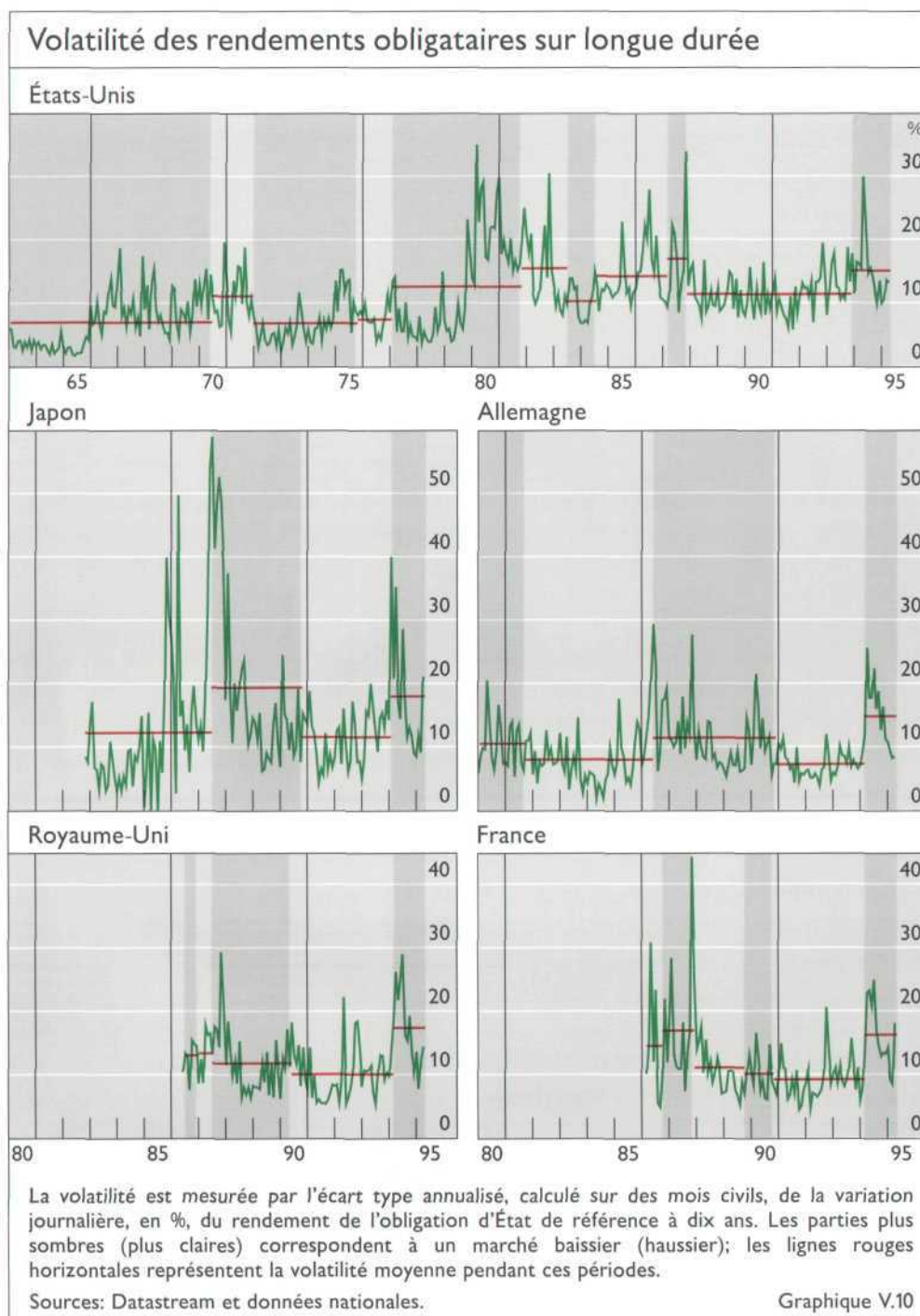
¹ Mesurée par l'écart type mensuel moyen, calculé sur les quatre-vingt-onze jours civils précédents, de la variation journalière annualisée, en %, des rendements. ² Voir définition au graphique V.8; valeur à la date du contrat. ³ Volatilité implicite rapportée à la date d'expiration du contrat, afin qu'elle soit alignée sur la volatilité historique (ainsi, le point en décembre est égal à la différence entre la volatilité historique en décembre et la volatilité implicite en septembre).

Sources: Datastream; J.P. Morgan; données nationales.

Graphique V.9

Rien ne montre vraiment que l'augmentation de la volatilité a reflété une variabilité plus grande des anticipations au sujet de la production ou de l'inflation. L'écart type d'un indicateur de la variation des prévisions des opérateurs de marché en matière de croissance de la production a diminué pour la plupart des pays en 1994; ce même indicateur pour les prévisions

incertitude au sujet de l'environnement économique;



d'inflation ne fait apparaître aucune tendance nette (tableau V.10). On n'observe pas davantage de relation claire au sein des divers pays entre la variation de la volatilité des rendements obligataires et celle de ces prévisions.

Les observations concernant le rôle des incertitudes sur la politique monétaire sont plus nuancées. En dehors de son incidence à long terme sur l'inflation, la politique monétaire peut affecter la volatilité des rendements obligataires par son influence sur les taux courts. Cette relation est illustrée par la coexistence d'une volatilité record sur les marchés obligataire et monétaire au début des années 80, durant la période où les États-Unis avaient ciblé leur objectif sur les réserves non empruntées. Un autre argument dans ce

Volatilité des prévisions de croissance et d'inflation des opérateurs de marché

Pays	Croissance ¹			Inflation ¹		
	1993 ²	1994 ²	variation	1993 ²	1994 ²	variation
	en points de %					
États-Unis	0,11	0,10	-0,02	0,08	0,03	-0,05
Japon	0,25	0,07	-0,17	0,06	0,06	-0,01
Allemagne	0,17	0,17	0,00	0,04	0,05	0,01
France	0,16	0,06	-0,11	0,10	0,06	-0,04
Italie	0,09	0,14	0,05	0,10	0,06	-0,04
Royaume-Uni	0,06	0,05	-0,01	0,08	0,15	0,07
Canada	0,06	0,07	0,00	0,06	0,16	0,09
Australie	0,16	0,12	-0,04	0,09	0,10	0,01
Belgique	0,15	0,07	-0,08	0,07	0,06	-0,01
Espagne	0,10	0,07	-0,03	0,12	0,08	-0,05
Pays-Bas	0,12	0,11	0,00	0,07	0,08	0,01
Suède	0,10	0,10	0,00	0,08	0,13	0,05

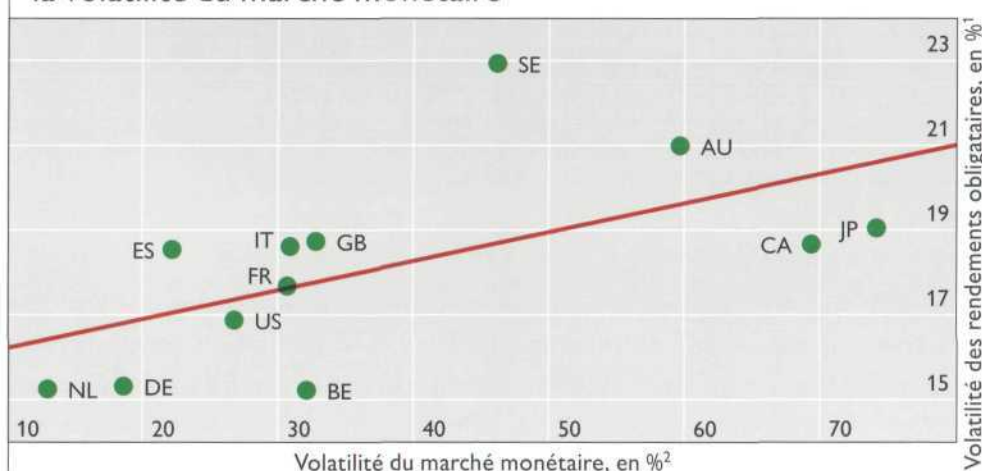
¹ Écart type sur deux ans de la variation mensuelle de la prévision de croissance annuelle moyenne du PIB et de la hausse des prix à la consommation respectivement. ² Année où la prévision a été effectuée.

Sources: © The Economist, Londres (divers numéros) et calculs BRI.

Tableau V.10

sens est fourni par la corrélation généralement positive entre la volatilité de ces deux marchés dans les divers pays (graphique V.11). En 1994, celle-ci a effectivement atteint son point culminant le même mois dans plusieurs pays, notamment en Allemagne et au Royaume-Uni. En moyenne, cependant, celle du marché monétaire a, en fait, diminué cette année-là dans un grand nombre

Volatilité des rendements obligataires: corrélation avec la volatilité du marché monétaire



Pour les codes-pays, se reporter au graphique V.2.

¹ Voir définition au graphique V.8; moyenne pour 1994. ² Écart type mensuel moyen, pour 1994, des variations journalières annualisées, en %, du rendement du LIBOR trois mois implicite à trois mois. Cette mesure élimine l'influence directe des autorités sur les taux courts au comptant et constitue, de ce fait, un meilleur indicateur des anticipations du marché.

Sources: J.P. Morgan; autorités nationales; BRI.

Graphique V.11

Volatilité des marchés obligataire et monétaire en 1993 et 1994									
Pays	Marché obligataire ¹				Marché monétaire ²				
	1993	1994	variation	maximum 1993-94	1993	1994	variation	maximum	
								1993-94	1994
	en %			date	en %			date	
US	16,7	16,9	0,2	juin 1994	28,2	26,7	- 1,5	mai 1994	
JP	15,9	19,0	3,1	mars 1994	57,6	74,1	16,5	janvier 1994	
DE	8,9	15,3	6,4	juin 1994	16,1	18,5	2,4	juin 1994	
FR	11,9	17,7	5,8	juin 1994	43,0	30,6	-12,4	juillet 1993	mars
IT	15,1	18,6	3,5	juillet 1994	32,3	30,8	- 1,5	nov. 1993	sept.
GB	13,3	18,7	5,4	juin 1994	29,1	32,7	3,6	juin 1994	
CA	15,2	18,6	3,4	juillet 1994	52,8	69,3	16,5	février 1994	
AU	-	21,0	-	avril 1994	34,4	59,6	25,2	avril 1994	
BE	10,4	15,2	4,8	juillet 1994	47,8	32,0	-15,8	juillet 1994	
ES	15,9	18,5	2,6	juillet 1994	33,3	22,1	-11,2	juillet 1993	août
NL	9,5	15,2	5,7	juillet 1994	15,8	12,9	- 2,9	juillet 1993	mai
SE	-	22,9	-	sept. 1994 ³	55,1	46,1	- 9,0	sept. 1993	août

Pour les codes-pays, se reporter au graphique V.2.

¹ Volatilité implicite (voir graphique V.8 pour plus de précisions); moyenne de données hebdomadaires. ² La volatilité du marché monétaire est mesurée par l'écart type mensuel moyen (mois civils) des variations journalières annualisées, en %, du rendement du LIBOR trois mois implicite à trois mois. ³ Maximum de février-décembre 1994.

Sources: J.P. Morgan; autorités nationales; BRI.

Tableau V.11

de cas, comprenant les États-Unis, l'Italie, la Suède et, à l'exception de l'Allemagne, les pays du MCE (tableau V.11). Dans le même temps, les conditions plus calmes régnant sur le marché monétaire des pays du MCE par



Graphique V.12

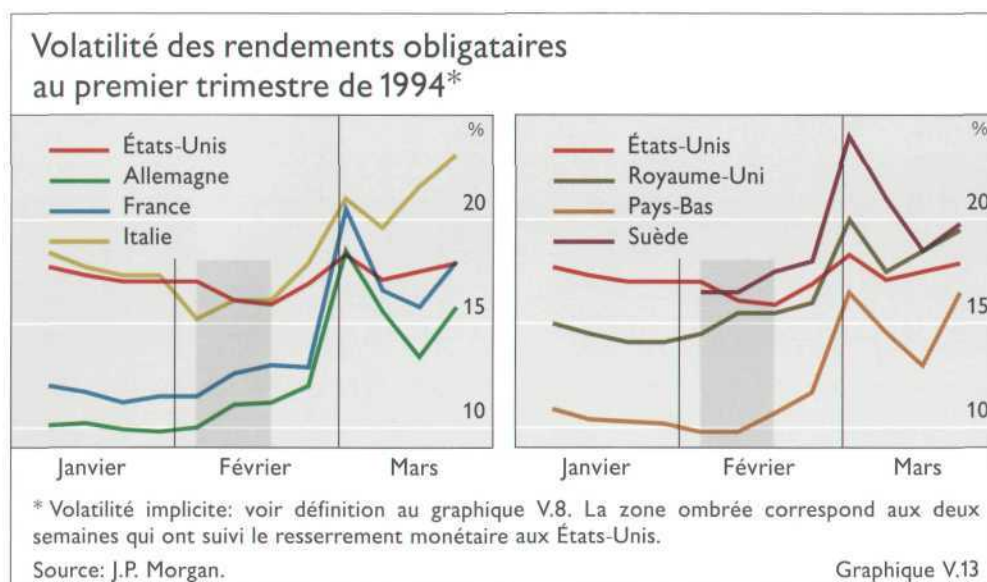
rapport à l'Allemagne peuvent expliquer en partie pourquoi la volatilité de leur marché obligataire a moins augmenté.

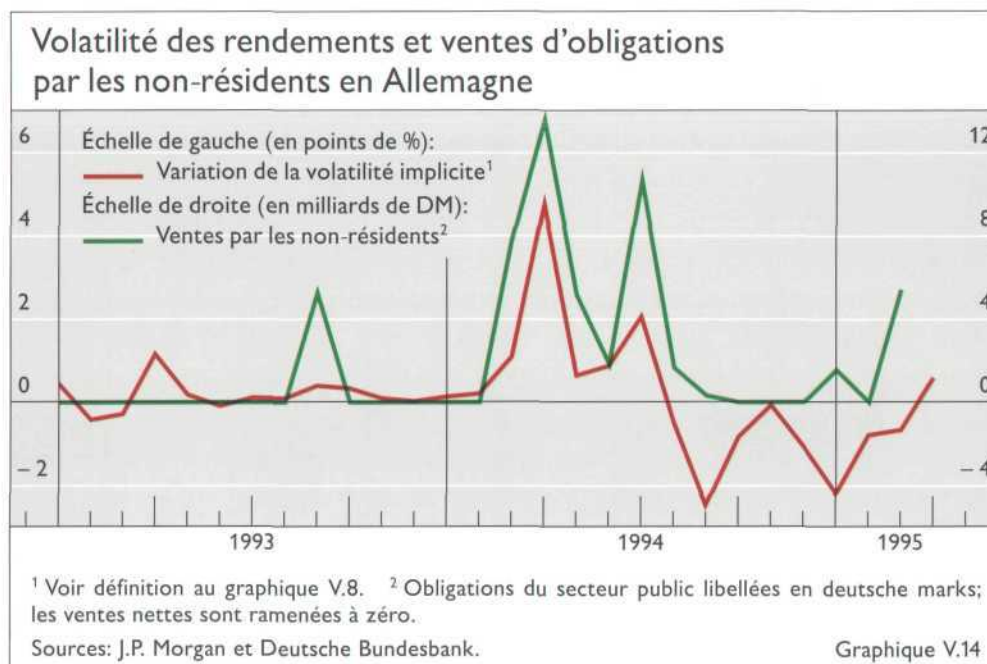
D'une manière plus générale, la variabilité des indicateurs témoins, dans chaque pays, des incertitudes suscitées par l'environnement économique présente, en fait, un aspect trop hétérogène pour expliquer l'extension géographique de l'accroissement de la volatilité des rendements; un facteur commun paraît donc être intervenu. Cette impression est confortée par l'accentuation prononcée de la corrélation internationale de la volatilité à partir de la mi-février, surtout dans les pays du noyau du MCE (graphique V.12). Le Japon constitue une exception marquante dans ce tableau d'ensemble, ce qui montre que des facteurs particuliers y ont probablement prédominé.

Il se peut notamment que l'accroissement de la volatilité sur le marché américain se soit directement transmis aux autres – c'est la deuxième hypothèse. Aux termes de ce raisonnement, lorsque les variations des cours sur le premier marché du monde deviennent suffisamment fortes, elles déteignent sur l'activité de négociation ailleurs, ce qui peut même aller jusqu'à faire oublier des informations importantes spécifiques au pays. Cette forme de contagion peut induire une corrélation positive entre le niveau de la volatilité et sa correspondance d'un pays à l'autre, du genre de celle qui a été observée l'an dernier.

propagation directe
à partir du marché
américain;

Même si certaines observations vont dans le sens de l'hypothèse d'une répercussion directe, un examen plus attentif des événements donne à penser que l'effet de contagion peut tout au plus avoir contribué au résultat final. Une analyse statistique formalisée confirme que, au moins depuis mars 1994, la volatilité implicite aux États-Unis a précédé des fluctuations analogues en Allemagne. Celles-ci, à leur tour, semblent s'être propagées à d'autres marchés européens. À noter toutefois que l'intensité et la durée de l'accroissement de la volatilité ont été nettement plus importantes en Europe qu'aux États-Unis; d'ailleurs, sur la seule base des volatilités implicites, le mouvement observé aux États-Unis n'apparaît pas particulièrement marqué. En outre, alors qu'en





Europe la volatilité implicite a commencé à s'amplifier la semaine même du resserrement de la politique de la Réserve fédérale, aux États-Unis elle a, en fait, diminué durant les deux semaines suivantes (graphique V.13).

la chute elle-même
des cours des
obligations;

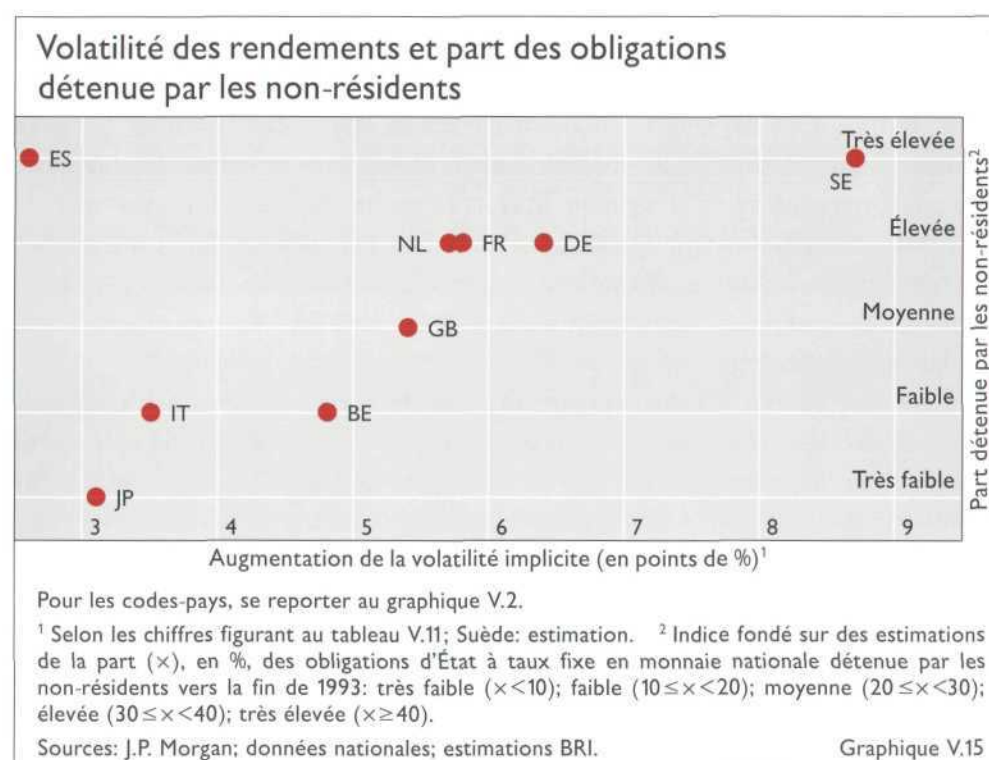
Une explication plus plausible des événements de l'an dernier réside dans le repli même des marchés obligataires – c'est la troisième hypothèse. Les opérateurs de marché sont largement d'avis que la volatilité des rendements obligataires est généralement plus forte sur des marchés baissiers, surtout durant la phase initiale du mouvement. Cette relation de cause à effet pourrait avoir plusieurs origines: une moindre tolérance à l'égard du risque dans des conditions défavorables; des effets de richesse portant sur le capital et la stratégie de risque des teneurs de marché; le désengagement de certains intervenants; enfin, au moment où la tendance s'inverse, l'arrivée d'informations importantes sur les perspectives économiques à plus long terme. Le graphique V.10 semble étayer ce point de vue. En moyenne, la volatilité apparaît un peu plus marquée sur les marchés baissiers, en particulier en Allemagne. En outre, il est intéressant de noter qu'un sommet, un peu moins élevé cependant, est atteint dans tous les pays lors du renversement de tendance du précédent marché baissier en 1986 et au début de 1987.

Vu sous ce jour, l'accroissement marqué de la volatilité l'an passé devient moins mystérieux. Par comparaison avec 1986–87, par exemple, le rythme et l'ampleur de l'ajustement ont été plus importants, de même que les pertes subies par les opérateurs de marché. En outre, l'utilisation intense de l'effet de levier a vraisemblablement accru la sensibilité de la perception du risque et de l'activité des teneurs de marché à la chute des cours des obligations. Malgré tout, cette troisième hypothèse n'est pas d'un grand secours pour expliquer la configuration, à l'échelle internationale, de l'accroissement de la volatilité. Sur l'ensemble des pays, en effet, on n'observe guère de relation entre l'ampleur de la hausse des rendements et celle de leur volatilité.

La réponse à cette ultime question semble résider en partie dans l'onde de choc provoquée par le désengagement rapide des non-résidents sur les marchés locaux – c'est la dernière hypothèse. Ce groupe est surtout composé d'investisseurs exposés à un fort effet de levier et assujettis à une comptabilité aux cours du marché; comme on l'a vu précédemment, faute d'un volant de trésorerie confortable, il leur aurait été difficile de ne pas vendre quand les cours ont commencé à chuter. En outre, dans des conditions de marché désordonnées, ils auraient concentré leurs ventes sur les compartiments réputés plus liquides, altérant ainsi la liquidité. Il convient d'ajouter que le désengagement de ces intervenants aurait privé le marché de ce qui, durant la période précédente de hausse des cours, aurait pu constituer une source importante de liquidités additionnelles, à savoir leurs achats, qui auraient normalement permis d'absorber une offre croissante de titres.

et l'onde de choc
du désengagement
rapide des non-résidents

Plusieurs observations corroborent cette hypothèse. Il existe une forte corrélation entre les ventes des non-résidents et la volatilité sur le marché allemand, qui constitue la référence pour le reste de l'Europe (graphique V.14). De février à juillet 1994, le dénouement des importantes positions constituées en 1993 a représenté plus de 3% des portefeuilles d'obligations du secteur public. En outre, la volatilité implicite s'est vivement accélérée en Europe entre la mi-février et le début de mars, première période au cours de laquelle les non-résidents auraient procédé à des ventes massives, notamment à cause d'une pénurie de liquidités et pour limiter leurs pertes (graphique V.13). Enfin, certaines indications donnent à penser qu'en Europe la configuration de l'accroissement de la volatilité d'un pays à l'autre correspond à l'activité des non-résidents. Malheureusement, il est extrêmement difficile d'obtenir des données comparables sur les flux concernés. Toutefois, cette corrélation



semble confirmée si l'on prend comme base de comparaison la part des titres de dette en monnaie nationale détenue par les non-résidents (graphique V.15), qui est un indicateur de la sensibilité aux ventes de l'étranger. L'Espagne constitue l'exception, en raison de la très forte volatilité des obligations observée en 1993, qui a tempéré la hausse de 1994.

Enseignements

Les turbulences survenues sur les marchés obligataires au cours de la période sous revue ne sont que la confirmation la plus récente d'un fait déjà observé, à savoir que d'amples fluctuations de cours sont inhérentes au comportement des marchés des actifs. Ce n'est pas tant la volatilité à très court terme qui présente un aspect préoccupant: les réactions rapides et généralisées des cours résultent tout naturellement de la vitesse avec laquelle l'information se propage aujourd'hui à l'échelle internationale; à moins de revêtir une ampleur extrême, ces réactions sont relativement inoffensives. Ce qui est plus important, ce sont les écarts à moyen terme par rapport à une appréciation réaliste des niveaux soutenables (données fondamentales). Des divergences de cette nature sont potentiellement plus coûteuses, car elles faussent l'allocation des ressources. Elles augmentent également le risque de corrections brutales et désordonnées et, par là, de propagation de l'instabilité financière.

La probabilité de variations extrêmes des prix des actifs ...

Dans le paysage financier apparu au cours des deux dernières décennies, il est fort possible que les variations extrêmes des prix soient plus fréquentes et qu'elles aient une plus grande portée. Les possibilités offertes aux opérateurs de marché se sont développées dans plusieurs directions: nombre et montant des interventions, effet de levier, gamme d'instruments et accès aux marchés. Ce nouvel environnement offre sans nul doute bien des avantages. Il facilite les flux de capitaux en direction des sources de rendement anticipé les plus attrayantes et permet d'accroître la dimension et la profondeur des marchés. Il peut arriver, toutefois, qu'il accentue les retombées déstabilisatrices d'erreurs d'appréciation collectives. La liquidité d'un marché, en effet, n'est déterminée qu'en partie par des dispositions institutionnelles spécifiques et par la quantité des intervenants. Elle repose en dernier ressort sur des perceptions diverses de la valeur des actifs.

... commande un renforcement des précautions aux niveaux macro ...

Au niveau macroéconomique, ce nouveau paysage incite davantage à mettre en œuvre des politiques favorisant une discipline financière. En termes de stratégie, une orientation rigoureuse à long terme axée sur la stabilité des prix constitue la protection la plus sûre, qui ne peut être obtenue toutefois qu'avec le soutien d'une discipline budgétaire. Pourtant, cette protection n'est pas toujours efficace. C'est la raison pour laquelle les autorités monétaires peuvent être parfois appelées à déterminer s'il y a lieu d'intervenir, et sous quelle forme, lorsqu'il apparaît que les prix des actifs s'écartent sensiblement de leurs niveaux légitimes. En présence de telles divergences, elles pourraient se trouver confrontées à un dilemme quant à la politique à suivre, car les mesures propres à assurer la stabilité financière peuvent aller à l'encontre de la stabilité macroéconomique. Elles pourraient être tentées, par exemple, de différer ou d'atténuer un resserrement monétaire, afin d'éviter une chute

brutale des prix des actifs au moment, justement, où les perspectives en matière d'inflation sont en train de se détériorer. De même, un durcissement de caractère préventif visant à limiter des pressions d'ordre spéculatif et, partant, la propagation de l'instabilité financière risquerait d'affaiblir l'économie réelle. Ce genre de dilemme s'est posé dans toute son acuité au Japon à la fin des années 80, alors que des signes de distorsion évidents sur les marchés des actions et des actifs immobiliers se manifestaient dans le contexte d'une faible inflation.

Le conflit potentiel entre les objectifs poursuivis peut être atténué par une action appropriée au niveau microéconomique, sous la forme essentiellement de mesures destinées à consolider la capacité de résistance du système financier. Une première ligne de défense réside dans la réglementation et le contrôle prudentiels des institutions financières *individuelles*. Une seconde, non moins importante, consiste en un dispositif de protection à *l'échelle du système*, reposant notamment sur la fiabilité des infrastructures de marché comme les systèmes de paiement et de règlement. L'action dans ces domaines est déjà bien engagée, ainsi qu'en témoignent les récentes initiatives concernant les instruments dérivés (chapitre VIII). Certes, on ne peut attendre d'une telle action qu'elle empêche des variations extrêmes et des distorsions de cours. On peut cependant s'y fier pour les atténuer et renforcer la capacité de résistance du système financier à des chocs imprévus. La tâche des autorités monétaires s'en trouverait du même coup allégée.

... et
microéconomique

VI. Cours de change et mouvements de capitaux dans le monde industriel

Faits saillants

Les événements les plus spectaculaires sur les marchés des changes pendant la période de seize mois allant jusqu'aux premiers jours de mai 1995 ont eu lieu plus récemment, quand les pressions divergentes, à la baisse sur le dollar EU, à la hausse sur le yen japonais et le deutsche mark, se sont fortement amplifiées. Sous l'effet de ces forces et d'autres facteurs, des tensions sont réapparues dans le mécanisme de change européen (MCE). Dans un contexte de politiques macroéconomiques largement centrées sur les objectifs intérieurs, on a enregistré au début de 1995 un important ajustement de fait dans les relations bilatérales entre le deutsche mark, le yen et le dollar. Au sein du MCE, les perturbations ont abouti à un nouveau réalignement.

Alors qu'on s'était attendu à son appréciation sous l'influence de la conjoncture, le dollar avait déjà quelque peu baissé pendant l'année 1994, malgré la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis et des interventions de soutien intermittentes. Les marchés étaient de plus en plus attentifs à l'ampleur du déficit des paiements courants du pays, à l'accumulation de sa dette extérieure et, en arrière-plan, au niveau très faible de son épargne nationale. Après la crise du Mexique, les pressions se sont brusquement intensifiées au commencement de 1995. C'est surtout le yen qui en a bénéficié, étant donné que l'excédent extérieur du Japon correspond en gros au déficit des États-Unis; sa valeur vis-à-vis du dollar a, en effet, progressé de plus de 40% entre le début de 1994 et son maximum de cette année, à la mi-avril. Le franc suisse et le deutsche mark ont également connu une vive ascension. Dans d'autres pays à cours de change flottant comme l'Italie, mais aussi la Suède et le Canada, les préoccupations soulevées par les problèmes budgétaires et les incertitudes politiques ont lourdement pesé sur la monnaie. La livre sterling, de même, a régressé.

Dans le cadre du MCE, les facteurs budgétaires et politiques ont également joué un rôle au commencement de 1995, s'ajoutant aux tensions habituelles lorsque le deutsche mark se renforce vis-à-vis du dollar. Cela a surtout été vrai en Espagne, où la peseta a été dévaluée, début mars, en même temps que l'escudo portugais. Le franc français et, momentanément, certaines autres monnaies du MCE sont restés hésitants, mais ont été défendus par des relèvements de taux d'intérêt.

Au Japon, la pression à la hausse sur le yen a entraîné un autre assouplissement de la politique monétaire en mars et avril 1995, et le gouvernement a annoncé un nouveau plan de relance budgétaire. En Allemagne aussi, les taux d'intérêt ont encore été abaissés en mars, l'agrégat M3 s'étant contracté. Du côté des États-Unis, toutefois, aucune mesure macroéconomique complémentaire n'a alors été prise pour soutenir le dollar.

Le processus de décision politique dans ce pays ne permet pas d'ajuster rapidement la position budgétaire et, de toute façon, il était de plus en plus manifeste que l'activité ralentissait sous l'effet du resserrement monétaire précédent et du repli de l'économie mexicaine. D'ailleurs, étant donné la faiblesse du dollar canadien vis-à-vis de son voisin et la chute marquée du peso mexicain, la dépréciation effective réelle du dollar EU s'est limitée à moins de 8% au cours de la période considérée.

Ces événements, quelques mois seulement après le cinquantième anniversaire des accords de Bretton Woods, ont relancé le débat sur les moyens de rétablir la stabilité du système monétaire international et, en particulier, celle des cours de change. En effet, la capacité d'intervention des banques centrales est sans commune mesure avec le volume des ressources que le secteur privé peut désormais mettre en jeu quand il perçoit un dérèglement des données fondamentales. D'un autre côté, réinstaurer un contrôle des capitaux ou pénaliser les changes n'est ni souhaitable ni possible dans le système financier mondialisé actuel. La seule solution efficace à long terme à l'instabilité des changes consiste, pour chaque pays, à assurer des données fondamentales que les marchés jugeront solides et viables. S'il y a consensus sur la nécessité de taux d'inflation faibles, donc comparables, il faut que les responsables centrent désormais davantage leur attention sur les déséquilibres budgétaire et extérieur, notamment sur les conséquences d'une accumulation continue de dettes et de créances vis-à-vis de l'étranger.

Dollar, yen et deutsche mark

Le phénomène le plus marquant sur les changes entre la fin de 1993 et avril 1995 a été la faiblesse persistante du dollar EU vis-à-vis du yen, puis sa chute très brutale qui l'a fait tomber au printemps de cette année à un plancher absolu. Sa baisse par rapport au deutsche mark, certes moins spectaculaire, a cependant été sensible.

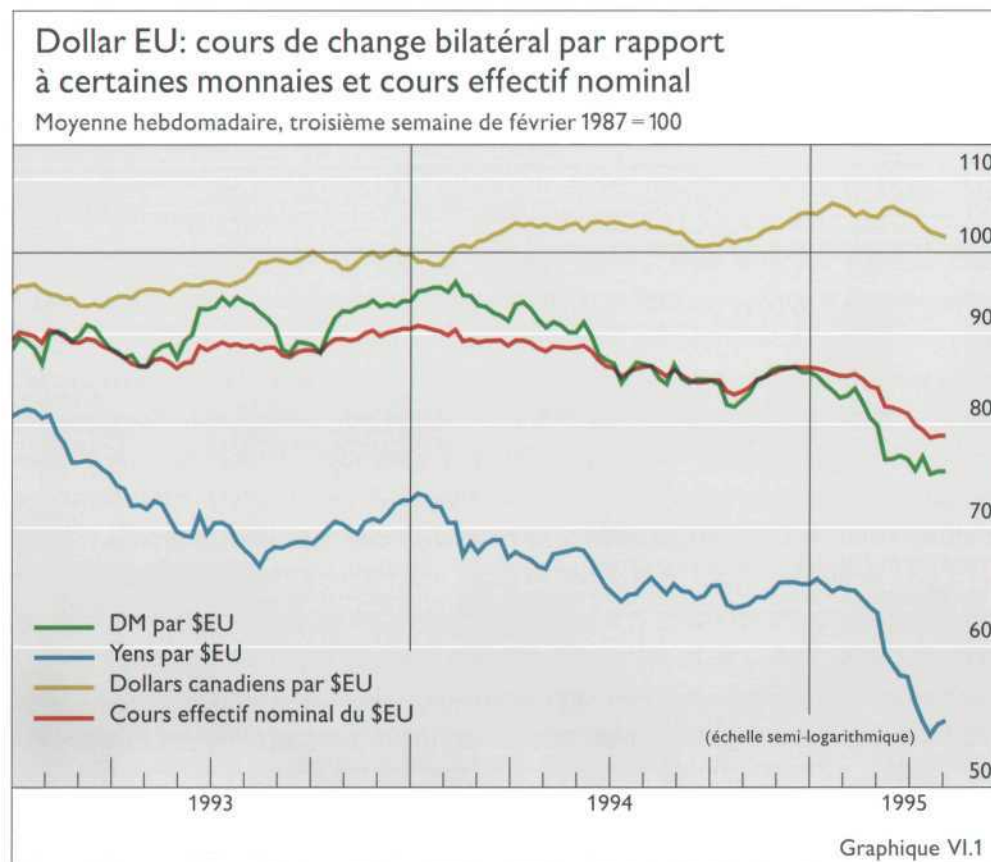
C'est au Japon qu'on s'est le plus préoccupé des conséquences de cette évolution sur la compétitivité. En effet, alors que le cours effectif réel du dollar a fléchi de manière assez modérée, celui du yen a augmenté de 26% pendant la période considérée. Le deutsche mark, lui aussi, n'a progressé que légèrement, avec une hausse de 5½% sur cette base, le mouvement étant pratiquement concentré sur les premiers mois de 1995.

Au cours des dix premiers mois de 1994, le dollar a connu des accès de faiblesse malgré plusieurs interventions de soutien. Au commencement de novembre, il avait perdu 15% contre yen et deutsche mark, mais seulement 6% environ en termes effectifs nominaux. Il s'est momentanément raffermi par la suite après des interventions énergiques des autorités américaines, avec le concours d'une autre banque centrale, les 2 et 3 novembre. Un peu plus tard, le 15 novembre, les taux directeurs américains étaient relevés de 75 points de base, augmentation la plus forte depuis le début du resserrement monétaire, en février. Toutefois, la remontée du dollar ainsi provoquée n'a pas duré, en partie à cause de l'éclatement de la crise mexicaine à la fin de décembre, mais

Faiblesse persistante du dollar et forte appréciation du yen ...

... mais, en termes effectifs, dépréciation plus modérée du dollar

Interventions sporadiques pour enrayer la baisse du dollar en 1994



La chute du dollar
et la montée du yen
s'accélérent en 1995

également parce que des hausses de taux d'intérêt étaient anticipées sur d'autres monnaies. Sa glissade a donc recommencé vers la fin de l'année et s'est aggravée au début de mars 1995, après que le Congrès eut rejeté l'amendement constitutionnel imposant l'équilibre budgétaire et que la phase de resserrement monétaire eut semblé, à certains signes, arriver à son terme pour le cycle actuel. Les autorités américaines sont encore intervenues le 2 mars, suivies le lendemain par un grand nombre de banques centrales. Le dollar n'en a pas moins continué sa chute spectaculaire, touchant au début d'avril des creux extrêmement bas, à environ ¥ 80 et DM 1,35, qui le ramenaient respectivement à 17% et 10% au-dessous des minimums de novembre. La réduction surprise des taux allemands à la fin de mars et l'annonce, en avril, d'un nouveau programme de relance au Japon ont peut-être contribué à arrêter le mouvement, mais n'ont entraîné qu'un redressement très modeste. En même temps, à cause de la faiblesse du dollar canadien, et surtout de la forte dévaluation du peso mexicain, la baisse du dollar en termes effectifs a été beaucoup moins marquée.

Toute une gamme
d'explications
possibles ...

On peut dresser une longue liste de raisons pour expliquer cette évolution, depuis des facteurs de déclenchement, d'ordre politique et économique, agissant à très court terme ou par surprise, jusqu'à des éléments plus fondamentaux. En outre, comme les cours de change sont des prix relatifs, il semble que des forces quasi autonomes et propres au yen ou au deutsche mark aient, elles aussi, joué un rôle. Toutefois, l'analyse est nécessairement limitée dans la mesure où elle est basée sur des hypothèses

d'anticipations non mesurables et sur une interprétation du comportement et des intentions des responsables politiques.

Chocs à court terme et «nouvelles»

Puisque la croissance économique aux États-Unis est devenue indiscutable, le changement de *perception* quant à sa vigueur n'a joué, bien entendu, qu'un rôle relativement mineur dans l'évolution du dollar en 1994, contrairement au début de la reprise, quand la publication d'indicateurs tantôt bons tantôt mauvais orientait la monnaie dans un sens ou dans l'autre. En fait, les signes d'un essor inattendu de l'activité apparus en octobre 1994, en ravivant les craintes d'inflation, ont même agi pour un temps contre le dollar alors que les cours des obligations chutaient. Dans l'ensemble, toutefois, les fortes variations épisodiques des rendements obligataires ne semblent guère avoir eu d'effets connexes à court terme sur les marchés des changes.

Le dollar a aussi réagi de temps en temps aux vicissitudes des négociations commerciales entre les États-Unis et le Japon, par exemple en février 1994, lorsque le blocage des discussions semblait signifier que le renforcement de la position commerciale des États-Unis exigerait une modification du change. Un phénomène analogue s'est produit en juin, quand la démission du gouvernement japonais a fait craindre un nouvel ajournement.

Plus récemment, la crise financière au Mexique et le flottement du peso, fin décembre, ont eu l'effet d'un détonateur. On a redouté que la faiblesse du peso n'empêche les autorités des États-Unis d'augmenter les taux d'intérêt autant que l'exigeait la situation intérieure – surtout que le montage du plan de soutien au Mexique prenait du retard. L'annonce de son bouclage a toutefois apaisé ces inquiétudes dans une certaine mesure, et le nouveau relèvement de l'objectif de taux des fonds fédéraux, le 1^{er} février 1995, a joué dans le même sens. L'optimisme a été cependant quelque peu refroidi par la crainte que la décision d'affecter à l'aide au Mexique \$20 milliards de ressources du Fonds de stabilisation des changes du Trésor des États-Unis ne réduise la capacité d'intervention des autorités américaines pour défendre le dollar. Néanmoins, le Président du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, témoignant devant la commission bancaire du Sénat, a pu déclarer: «la capacité d'intervention [des autorités américaines], si nous décidons d'agir, reste intacte».

On a vu naître par la suite une préoccupation plus justifiée: l'amélioration nécessaire et inévitable des paiements courants du Mexique allait réduire l'excédent commercial des États-Unis avec ce pays. Cette appréhension a été accentuée par la publication, fin mars, des statistiques commerciales pour janvier, qui, en faisant apparaître une forte aggravation du déficit commercial américain, ont entraîné un nouvel accès de faiblesse du dollar. Toutefois, si la situation de la balance des paiements entre dans les explications possibles, c'est surtout parce qu'elle constitue l'une des données fondamentales. Il en va de même, en principe, pour la position des finances publiques, mais l'échec de l'amendement relatif à l'équilibre budgétaire a aussi été considéré comme l'une des causes immédiates de la chute précipitée du dollar vis-à-vis du yen et du

... mais influence mineure de l'évolution économique à court terme ...

... ou des turbulences antérieures sur le marché obligataire

Aléas des négociations commerciales

La crise mexicaine fait douter de la capacité des autorités des États-Unis à défendre le dollar

Une dégradation des perspectives de la balance commerciale ...

... est suivie d'incertitudes budgétaires

Des facteurs techniques accentuent la montée du yen

deutsche mark à partir du début de mars. De plus, en avril, l'appréciation du yen a été amplifiée, du fait que les exportateurs japonais utilisaient précédemment, comme forme de couverture à bon marché, des options à «barrière», qui ont perdu toute leur valeur quand le yen a franchi les seuils convenus entre détenteurs d'options et intermédiaires. Cette situation a provoqué des ventes supplémentaires de dollars au comptant et à terme, étant donné que les exportateurs étaient obligés de trouver d'autres formules de protection et les agents financiers d'ajuster leurs positions.

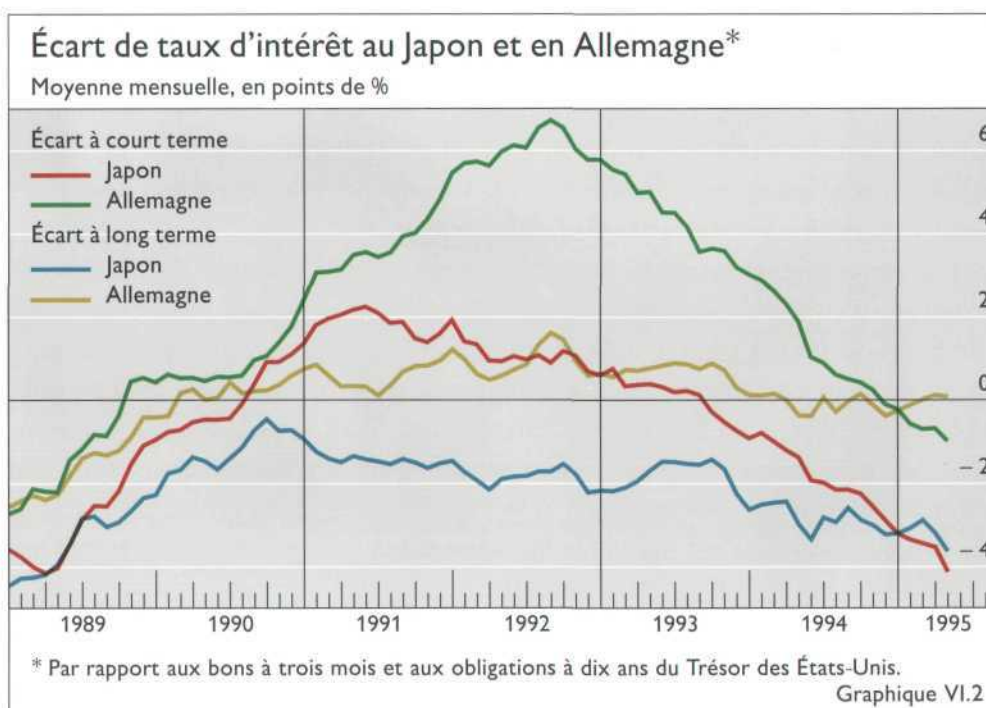
Influences fondamentales

Le dollar ne remonte pas comme prévu ...

Comme il a été dit plus haut, on attendait que l'évolution des positions conjoncturelles relatives et ses effets sur les écarts de taux d'intérêt soutiennent le dollar en 1994. En l'occurrence, l'économie des États-Unis a connu une croissance légèrement plus rapide que prévu, tandis qu'au Japon l'activité est restée à peu près aussi maussade qu'on l'avait anticipé. En outre, le différentiel d'intérêt à court terme entre les deux pays s'est fortement creusé en faveur du dollar. Ce dernier n'en a pas moins chuté vis-à-vis du yen, ce qui témoigne de l'influence d'autres facteurs. Il a baissé également contre le deutsche mark, alors que, là encore, l'écart d'intérêt jouait à son avantage. Cela peut s'expliquer par le fait que la croissance en Allemagne, à près de 4% en taux annuel pour le premier semestre, s'est avérée nettement supérieure aux prévisions. Cette évolution, conjuguée au dépassement de l'objectif monétaire de la Bundesbank à l'époque, a certainement donné lieu à une révision des anticipations quant à l'ampleur et la date d'une nouvelle détente de la politique monétaire allemande.

... en partie parce que la croissance en Allemagne dépasse les prévisions

Il n'est pas évident que les résultats de la balance des paiements des États-Unis aient été vraiment plus mauvais qu'envisagé. Il se peut néanmoins



que les investisseurs aient porté davantage leur attention sur des considérations à long terme dans ce domaine. Ainsi, pour la première fois depuis 1914, les revenus nets de l'investissement américain à l'étranger ont été négatifs l'an dernier. Cela traduit la profonde transformation du stock d'avoirs extérieurs nets de ce pays depuis le début des années 80. Les paiements courants, sur une base annuelle, sont continuellement en déséquilibre depuis 1982 et, à la fin de 1994, leur déficit cumulé était supérieur à \$1 250 milliards.

Les marchés s'intéressent aux problèmes à long terme de balance des paiements ...

La position extérieure des États-Unis présente une seconde caractéristique significative, à savoir que deux de leurs principaux partenaires commerciaux, le Canada et le Mexique, enregistrent aussi de larges déficits des paiements courants. Ainsi, les marchés ont rapidement vu dans la crise mexicaine la preuve que la contrepartie d'une amélioration notable des paiements courants des États-Unis ne pourrait pas provenir des deux autres pays de l'ALENA. Ils ont même estimé que, si la position des États-Unis par rapport à ces pays changeait, ce serait dans le sens d'une aggravation, étant donné la faiblesse de leur monnaie et l'importance des mesures d'assainissement budgétaire. Dans un tel contexte, il ne faut peut-être pas s'étonner que l'ajustement du dollar vis-à-vis de certaines devises soit aujourd'hui très marqué.

... et aux conséquences de la crise mexicaine et de la faiblesse du dollar canadien

Toutefois, les ajustements de change ne sont pas les seuls mécanismes à influencer sur la position des paiements courants. Les intervenants sont aussi extrêmement sensibles à l'évolution de la plus fondamentale des données, à savoir la politique macroéconomique, et au degré de détermination des autorités à infléchir son orientation pour résister à l'inflation et stabiliser le cours de change. À cet égard, la politique monétaire des États-Unis a visé assurément à freiner la hausse des prix. Contrairement à ce qui s'était passé lors de la plupart des épisodes précédents, elle a même été resserrée de manière préventive à partir du début de février 1994.

La politique monétaire des États-Unis est resserrée préventivement ...

En revanche, la situation budgétaire est restée un sujet de préoccupation dans la mesure où elle apparaissait comme une cause majeure du faible niveau de l'épargne nationale. Le déséquilibre entre épargne et investissement qui en résultait allait inévitablement entraîner, si on ne le corrigeait pas, de nouveaux déficits des paiements courants. Or, une telle correction semblait extrêmement incertaine sur le plan politique.

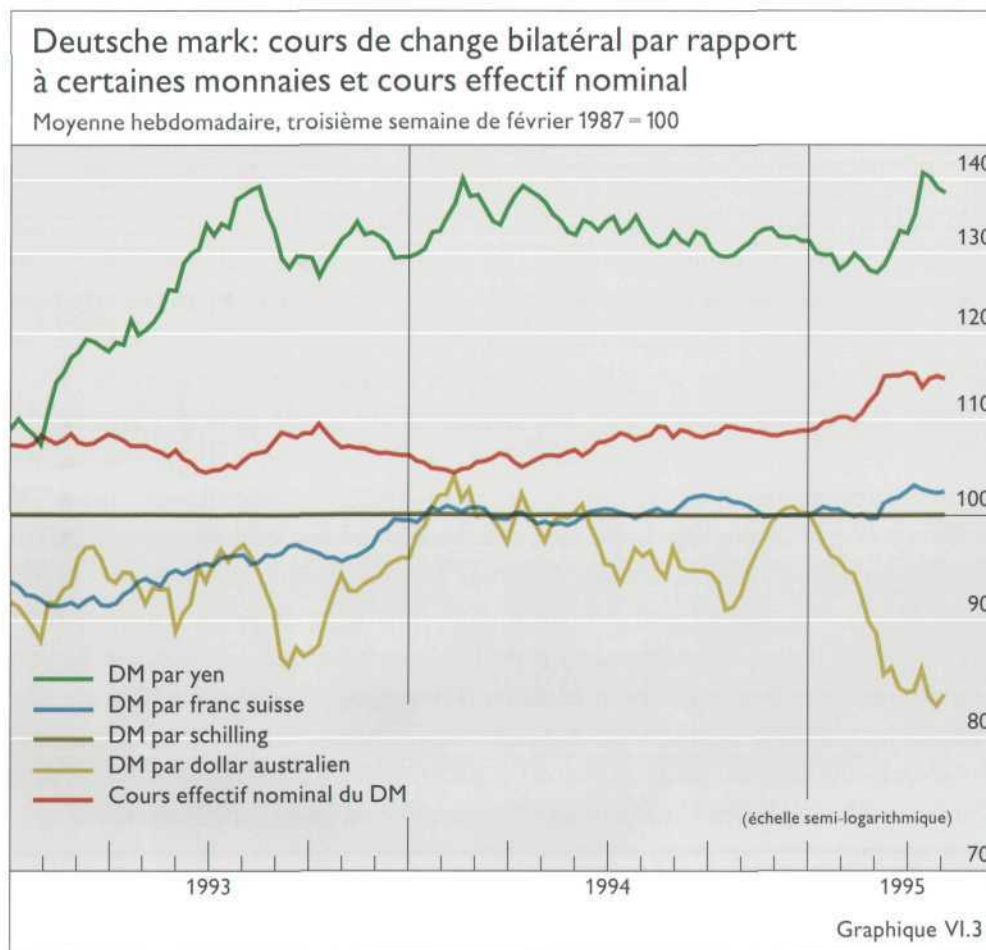
... mais le déficit budgétaire contribue à la faiblesse de l'épargne nationale

L'attitude des autorités américaines vis-à-vis du cours de change ne semblait pas non plus très claire, malgré des vagues d'interventions. L'impression laissée par les délicates négociations commerciales avec le Japon ne se dissipait pas facilement. Elle a même semblé recevoir une confirmation plus large à l'issue du Sommet du Groupe des Sept tenu à Naples en juillet, dans la mesure où les chefs d'État et de gouvernement ne se sont pas montrés, du moins collectivement, très inquiets au sujet du niveau du dollar et où aucune initiative à cet égard n'a été annoncée.

Les marchés continuent à douter de l'attitude des autorités vis-à-vis du cours de change ...

Au début de 1995, on a discerné des signes de ralentissement de la croissance aux États-Unis. Un relèvement des taux d'intérêt pour protéger le dollar était alors jugé assez peu probable, dans la mesure où il risquait d'entrer en conflit avec les exigences de l'économie nationale. Les marchés

... surtout avec le ralentissement de l'économie américaine au début de 1995



ont décelé un conflit analogue en Allemagne, où une nouvelle réduction des taux paraissait moins justifiée compte tenu de la reprise et du potentiel inflationniste de certains accords salariaux récents. Au Japon également, la marge de manœuvre semblait faible, étant donné le niveau déjà bas des taux et le fait que les autorités étaient déterminées à ne pas courir le risque d'une nouvelle envolée des prix des actifs.

Efficacité limitée
des interventions

Dans ces conditions, quand les banques centrales sont de nouveau intervenues au début de mars, les marchés n'ont pas été convaincus que les taux d'intérêt seraient notablement modifiés, si nécessaire, pour soutenir les cours de change. Cette situation a peut-être été aggravée par une conséquence assez malheureuse du relèvement préventif des taux d'intérêt. En effet, s'il est bon d'être «en avance sur la courbe» dans la phase de resserrement monétaire, on doit l'être aussi, logiquement, en période de détente. Il est donc normal que les intervenants s'attendent à un arrêt de la hausse des taux d'intérêt, ou même à une baisse, plus tôt que pendant les cycles précédents et qu'ils en tirent les conséquences pour les cours de change.

Pour le yen et le
deutsche mark, la
solidité des données
fondamentales ...

S'agissant de la vigueur du yen et du deutsche mark, on peut remarquer plusieurs facteurs relativement indépendants. En premier lieu, certaines données de base de l'économie étaient plus fortes au Japon et en Allemagne qu'aux États-Unis. Par exemple, la situation budgétaire paraissait fondamentalement

plus solide au Japon et, bien entendu, les paiements courants enregistraient un énorme excédent dans un contexte d'inflation faible ou inexistante. Dans ces conditions, il n'est peut-être pas surprenant que les interventions répétées n'aient fait que ralentir la montée du yen.

En Allemagne, si les paiements courants ont récemment accusé un léger déficit, la position des avoirs extérieurs nets reste forte. En outre, les effets budgétaires de la réunification ont été maîtrisés plus rapidement qu'on ne l'avait craint. Si, comme on l'a déjà noté, les récents accords salariaux inspirent des préoccupations, ils ne paraissent pas avoir exercé d'influence à la baisse sur le deutsche mark et ont peut-être même joué en sens contraire. En effet, les marchés semblent accorder une telle crédibilité à la politique monétaire allemande que, selon eux, les autorités seraient prêtes à prendre toutes les mesures nécessaires à la réalisation de leur objectif de stabilité des prix. De fait, avec une nouvelle hausse du cours de change et une contraction de M3, la Bundesbank a jugé qu'elle pouvait diminuer encore les taux d'intérêt à la fin de mars, sans porter atteinte à l'orientation anti-inflationniste de sa politique. Si, à l'intérieur de la bande de fluctuation du MCE, cette action a été suivie par un certain regroupement des monnaies, le dollar EU, lui, n'a pas remonté. De même, la réduction des taux d'intérêt et le plan de relance budgétaire, annoncés plus tard au Japon, n'ont fait, en somme, qu'arrêter l'essor du yen, d'autant plus que les autorités n'ont donné que très peu de précisions sur leur programme.

... et la crédibilité
de la politique ...

Les monnaies japonaise et allemande ont aussi été parfois renforcées par la «recherche de la qualité» due à deux causes principales. La première tient au fait que les marchés ont perçu des incertitudes politiques et/ou budgétaires croissantes dans un certain nombre de pays industriels. Les inquiétudes ainsi suscitées ont peut-être été également exacerbées par les pertes inattendues et généralisées sur les marchés obligataires mondiaux au premier semestre de 1994. Ce phénomène a pu, à son tour, inciter les investisseurs à réduire le risque de pertes supplémentaires en se portant sur les monnaies traditionnellement considérées comme «refuges» – à l'exception du dollar, semble-t-il. La crise mexicaine a déclenché un second épisode de repli vers la qualité, durant lequel le dollar lui-même a été plus sérieusement touché. Récemment, certaines sources de marché ont indiqué que l'effet cumulé de ces pressions avait encouragé plusieurs pays à diversifier leurs réserves de change.

... accentuent leur
rôle de monnaie
refuge dans la
«recherche de
la qualité»

Des deux principales monnaies en hausse, le yen s'est d'abord affermi vis-à-vis du deutsche mark au début de 1994, mais a ensuite très légèrement reculé jusqu'au mois de mars de cette année. À première vue, cela semblerait indiquer que, pour un temps au moins, la monnaie allemande a plus bénéficié de la recherche de la qualité. Toutefois, il faut évaluer la marge d'appréciation du yen sous l'angle de deux influences contraires. D'une part, en 1992-93, son cours de change effectif réel avait déjà monté d'environ 30%, alors que la hausse du deutsche mark n'atteignait pas 10%; certains intervenants ont pu en conclure que le potentiel de progression du yen était désormais limité (graphique VI.10). D'autre part, l'ampleur même de la revalorisation antérieure du yen avait beaucoup contribué aux pertes subies par les investisseurs

Vigueur comparée
du yen et du
deutsche mark

japonais sur les marchés étrangers; cette expérience les a incités à ne pas recycler l'excédent des paiements courants sous forme d'exportations de capitaux privés à long terme et à couvrir plus largement les risques de change qu'ils encouraient.

Financement de la balance des paiements dans les trois principales économies

Le déséquilibre global des paiements courants des trois principales économies s'est encore accentué en 1994, principalement à cause d'une nouvelle aggravation du déficit des États-Unis, qui a dépassé \$155 milliards. L'excédent du Japon est resté élevé, à \$130 milliards environ, alors que le solde légèrement négatif de l'Allemagne s'est un peu creusé.

Les données de balance des paiements indiquent une réduction du financement officiel du déficit courant américain, mais...

À en juger seulement par la balance des paiements, la dégradation des comptes courants des États-Unis ne se serait pas accompagnée de l'augmentation correspondante des engagements monétaires officiels nets que l'on aurait pu attendre. En fait, les entrées nettes identifiées à ce titre ont diminué de quelque \$27 milliards. D'une part, les placements identifiés d'avoirs officiels étrangers sont tombés de \$72 milliards à \$39 milliards, particulièrement ceux des pays en développement hors OPEP, avec une forte chute des réserves du Mexique. D'autre part, étant donné les interventions répétées des autorités américaines, les réserves des États-Unis en yens et deutsche marks, mesurées en flux, ont perdu l'équivalent de \$5 milliards environ. Toutefois, comme précisé ci-après, on perçoit pour l'an dernier une nette augmentation des financements officiels indirects du déficit américain, qui doivent avoir en partie contribué aux variations des mouvements de capitaux privés.

Des accroissements ou renversements très marqués ont eu lieu en 1994 dans les trois principales catégories d'opérations du secteur privé: investissement direct étranger, investissement de portefeuille et flux bancaires nets. Au total, la variation s'est montée à quelque \$138 milliards. L'investissement direct aux États-Unis a presque triplé, passant à \$60 milliards, peut-être à cause de l'accélération de la reprise dans ce pays. En même temps, l'investissement de portefeuille des États-Unis à l'extérieur a baissé beaucoup plus que les achats étrangers d'actions et obligations américaines, malgré la désaffection notoire des investisseurs privés japonais pour ces actifs. En fait, il semble que l'incertitude qui pesait sur le marché obligataire international ait eu des effets asymétriques sur les entrées et sorties de portefeuille des États-Unis. En particulier, les investisseurs américains ont liquidé leurs titres européens au premier semestre, alors même que les non-résidents continuaient d'investir sur l'obligataire aux États-Unis. De plus, comme la demande de crédit augmentait aux États-Unis et que les taux d'intérêt à court terme se tendaient, la demande et l'offre de capitaux bancaires se sont amplifiées, les importations nettes ayant plus que doublé, pour s'établir à \$104 milliards. La forte progression des engagements, de \$18 milliards à \$106 milliards, a été principalement due aux transactions des succursales étrangères des banques américaines, surtout en Europe occidentale et aux Caraïbes.

Apparemment, on serait donc amené à conclure des comptes extérieurs des États-Unis que le financement du déficit croissant des paiements courants

Comptes extérieurs des États-Unis, du Japon et de l'Allemagne

	1990	1991	1992	1993	1994	1994 T I	1994 T II	1994 T III	1994 T IV
	en milliards de dollars EU								
États-Unis									
Paielements courants	-91,7	- 7,0	- 67,9	-103,9	-155,7	-24,9	-36,0	-46,7	-48,0
Mouvements de capitaux ¹	61,9	-14,8	25,7	35,3	113,9	14,4	23,8	28,1	47,6
dont:									
Investissement direct	18,0	- 5,2	- 31,1	- 36,5	1,6	-14,4	- 3,8	2,7	17,1
Investissement de portefeuille ²	-29,7	9,2	21,6	- 15,1	30,9	5,9	- 8,3	11,2	22,1
Opérations bancaires résiduelles	12,2	8,8	37,8	50,7	104,2	34,0	40,8	19,6	9,8
Erreurs et omissions	39,9	-39,7	- 17,1	21,1	- 33,3	-20,3	- 5,0	- 6,9	- 1,1
Solde monétaire officiel ^{3, 4}	29,9	21,8	42,2	68,6	41,7	10,5	12,2	18,6	0,4
Japon									
Paielements courants	35,8	72,9	117,6	131,4	129,1	35,0	33,4	29,6	31,2
Mouvements de capitaux ¹	-56,6	-90,0	-118,9	-108,0	-131,4	-28,9	-39,6	-33,7	-29,3
dont:									
Investissement direct	-46,3	-29,4	- 14,5	- 13,6	- 17,1	- 5,2	- 3,8	- 4,2	- 3,8
Investissement de portefeuille ²	- 5,0	41,0	- 26,2	- 62,7	- 48,9	54,1	-35,3	-39,0	-28,8
Opérations bancaires résiduelles	-13,6	-93,5	- 73,0	- 15,0	- 22,7	-81,9	12,7	25,2	21,3
Erreurs et omissions	-20,9	- 7,8	- 10,5	- 0,3	- 17,8	6,3	- 7,8	-10,1	- 6,2
Solde monétaire officiel ³	20,9	17,1	1,4	- 23,5	2,3	- 6,1	6,2	4,1	- 1,9
Allemagne									
Paielements courants	46,3	-19,1	- 21,1	- 14,7	- 23,2	- 2,7	- 0,9	-12,7	- 6,9
Mouvements de capitaux ¹	-39,4	18,9	68,5	- 7,5	30,8	3,3	3,7	18,0	5,9
dont:									
Investissement direct	-20,8	-18,6	- 15,9	- 13,4	- 14,6	- 3,8	- 4,2	- 1,6	- 5,0
Investissement de portefeuille ^{2, 5}	- 2,4	22,5	38,7	123,0	- 7,4	-16,1	-14,5	3,4	19,9
Opérations bancaires à court terme	- 0,9	24,4	40,0	- 62,9	57,7	41,2	21,0	11,5	-16,1
Autres opérations privées à court terme	-11,6	5,3	5,0	- 33,3	- 10,3	- 5,2	7,4	- 5,8	- 6,9
Erreurs et omissions	15,0	7,8	7,2	- 10,8	0,7	-14,3	- 5,7	9,5	11,2
Solde monétaire officiel ³	- 6,9	0,3	- 47,4	22,1	- 7,6	- 0,6	- 2,7	- 5,3	1,0

¹ Définis comme: - (paiements courants + solde monétaire officiel); un signe moins indique une sortie de capitaux.

² Obligations et actions uniquement. ³ Variation des réserves en or et en devises moins variation des engagements vis-à-vis des autorités monétaires étrangères, hors effets de change. Un signe moins indique un renforcement des avoirs officiels nets. ⁴ Y compris les titres publics des États-Unis détenus par les autorités monétaires étrangères. ⁵ Y compris les créances transférables.

Sources: données nationales.

Tableau VI.1

s'est nettement déplacé en 1994 des sources officielles vers le secteur privé. D'autres chiffres laissent cependant penser que cette conclusion est presque certainement prématurée et qu'en fait, sous une forme indirecte, les financements officiels des autorités étrangères ont été beaucoup plus conséquents. Par exemple, les statistiques bancaires internationales

... des sources complémentaires montrent des financements officiels «indirects» considérables

Les réserves augmentent fortement en Asie; leur diversification du dollar vers le yen pose problème

communiquées à la BRI révèlent que les dépôts officiels en dollars auprès des eurobanques hors des États-Unis se sont renforcés de près de \$32 milliards l'an dernier, hausse la plus forte jamais enregistrée (tableau VI.2). Ce montant a sans doute contribué en grande partie, sinon en totalité, à financer le déficit des paiements courants puisque, par suite d'arbitrages sur taux d'intérêt, il a vraisemblablement été redéposé aux États-Unis, donc comptabilisé dans les engagements nets des banques de ce pays envers les établissements étrangers. En outre, l'augmentation de \$25 milliards des réserves en dollars (au poste «non attribué») s'explique probablement par le transfert aux États-Unis d'avoirs supplémentaires dans cette monnaie de banques centrales étrangères, soit par l'intermédiaire d'unités hors de la zone déclarante, soit par l'acquisition de titres d'emprunteurs privés américains. Quoi qu'il en soit, l'accroissement total des réserves officielles brutes identifiées en dollars est passé de \$70 milliards à \$91 milliards l'an dernier, ce qui, en proportion du déficit élargi des paiements courants, représente toutefois un ralentissement (de 67% à 58%).

L'augmentation de \$91 milliards des réserves officielles en dollars est probablement due, pour l'essentiel, à l'Asie, bien que la ventilation par monnaie ne soit pas publiée pour cette région. Outre la hausse de \$26 milliards des réserves de change du Japon, à la suite des interventions destinées à freiner la montée du yen, celles de la Chine se sont gonflées de plus de \$30 milliards et celles de Singapour, de l'Inde, de Taiwan, de Corée et de Thaïlande de \$39 milliards au total. Étant donné cette concentration en Asie (hors Japon) de l'expansion des réserves, il n'est pas surprenant que la question de

Réserves officielles en devises ¹						
Rubrique	1990	1991	1992	1993	1994	Encours à fin 1994
en milliards de dollars EU						
Variation, aux cours de change courants						
Total	123,7	45,8	23,9	100,7	146,7	1 108,2
dont:						
Pays industriels	82,1	-24,3	-25,9	27,6	56,7	515,6
NEI d'Asie	11,7	19,5	15,5	20,6	30,4	225,1
Autres pays en développement	37,2	54,7	32,9	48,3	53,7	340,7
Variation, à cours de change constant ²						
Total	88,7	44,0	45,1	105,0	106,3	1 108,2
En dollars	47,4	29,8	52,8	69,8	91,0	679,3
dont:						
Avoirs aux États-Unis	29,9	22,3	32,8	79,0	34,5	453,2
Dépôts bancaires hors des États-Unis ³	4,6	5,8	9,2	1,1	31,7	124,6
Non attribué	12,9	1,7	10,8	-10,3	24,8	101,5
En autres monnaies	41,3	14,2	- 7,7	35,2	15,3	428,9
dont dépôts bancaires ³	16,3	-29,2	- 6,9	6,6	1,7	109,8

¹ Hors avoirs officiels en Écus. ² Chiffres en partie estimés. ³ Dépôts effectués par les institutions monétaires officielles auprès des banques déclarantes BRI. Tableau VI.2

Principaux mouvements de capitaux dans certains pays industriels ¹							
	1976-80	1981-85	1986-90	1991	1992	1993	1994
	moyenne annuelle, en milliards de dollars EU						
	Total des mouvements de capitaux						
Sorties ²	153,7	231,1	678,9	510,8	543,6	975,7	725,8
En % du PIB	3,0	2,9	5,4	3,3	3,2	5,3	3,6
États-Unis	43,3	44,1	77,4	96,9	82,5	125,4	164,3
Japon ³	15,4	53,5	242,2	117,2	25,4	65,0	162,0
Europe occidentale ⁴	95,0	133,5	359,2	296,7	435,7	785,3	399,5
Entrées	168,2	270,7	745,6	510,4	557,6	941,8	635,7
En % du PIB	3,3	3,4	5,9	3,3	3,3	5,1	3,2
États-Unis	33,6	100,0	177,7	82,1	108,2	160,7	278,2
Japon	15,2	30,3	178,3	27,2	-93,5	-43,0	30,8
Europe occidentale ⁴	119,4	140,4	389,6	401,1	542,9	824,1	326,6
	dont: investissement de portefeuille						
Sorties	21,3	63,6	182,7	267,3	244,1	424,6	232,6
États-Unis	5,3	6,5	13,6	44,7	45,1	120,0	60,6
Japon	3,4	25,0	85,9	74,3	34,4	51,7	83,6
Europe occidentale ⁴	12,6	32,0	83,1	148,3	164,6	253,0	88,4
Entrées	26,3	68,3	172,3	354,0	305,8	520,4	175,4
États-Unis	5,2	29,4	44,7	54,0	66,7	104,9	91,5
Japon	5,1	12,6	26,9	115,3	8,2	-11,1	34,7
Europe occidentale ⁴	16,1	26,4	100,7	184,8	230,9	426,5	49,3
	investissement direct						
Sorties	36,9	37,0	149,4	169,8	157,8	160,5	186,4
États-Unis	16,9	7,6	25,3	31,3	41,0	57,9	58,4
Japon	2,3	5,1	32,1	30,7	17,2	13,7	17,9
Europe occidentale ⁴	17,8	24,3	92,0	107,8	99,6	88,9	110,0
Entrées	23,3	33,2	114,2	101,0	84,8	88,5	123,5
États-Unis	9,0	18,6	53,4	26,1	9,9	21,4	60,1
Japon	0,1	0,3	0,3	1,4	2,7	0,1	0,9
Europe occidentale ⁴	14,2	14,3	60,6	73,6	72,2	67,0	62,5

¹ Hors mouvements monétaires officiels. ² Y compris erreurs et omissions. ³ Y compris flux nets à court terme du secteur non bancaire. ⁴ Y compris mouvements intrarégionaux. Les données pour 1994 sont en partie estimées.

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

Tableau VI.3

leur diversification, du dollar vers le yen, ait récemment suscité un regain d'attention. La dépréciation du dollar face au yen – cause ou effet de ce processus – en a fait un sujet particulièrement sensible.

Le rôle des flux privés dans le compte de capital du Japon n'a pratiquement pas changé l'an dernier. Par exemple, le montant identifié des sorties privées nettes à long terme n'a augmenté que de \$2 milliards, pour atteindre \$73 milliards. Largement compensé par la reprise des placements étrangers au Japon (tableau VI.3), toutefois, l'investissement de portefeuille japonais à l'étranger s'est accru de \$32 milliards, en très grande proportion sous forme de titres internationaux libellés en yens. Ces acquisitions n'ont donc permis de recycler qu'une part minime des avoirs supplémentaires en

L'investissement de portefeuille à l'étranger des agents privés japonais continue, mais en yens

dollars issus de l'excédent des paiements courants. Ce sont plutôt les emprunteurs étrangers qui ont contribué à ce recyclage en convertissant en dollars les montants collectés en yens. En même temps, les débiteurs japonais ont remboursé leurs emprunts en monnaies étrangères, et les engagements en devises des banques ont également baissé. L'excédent en dollars a aussi été en partie absorbé, comme on l'a vu, par les interventions officielles destinées à freiner la hausse du yen.

En Allemagne, fortes variations opposées de l'investissement de portefeuille et des flux bancaires

L'Allemagne a enregistré en 1994 une chute massive des entrées sur titres (principalement à revenu fixe), avec même des liquidations nettes au premier semestre. Ces liquidations se sont opérées dans un contexte d'absence, voire d'inversion, des tensions spéculatives qui avaient accompagné les crises du MCE en 1992 et 1993. Explication peut-être plus importante, les investisseurs étrangers ont réagi en révisant leurs anticipations de façon particulièrement marquée et soudaine: une baisse supplémentaire des taux allemands semblait désormais peu probable, puisque l'économie apparaissait plus dynamique qu'on ne l'avait prévu en début d'année; le fait que le rendement des obligations allemandes était tombé à de bas niveaux historiques a pu faire prendre conscience aux investisseurs du risque encouru.

Malgré ce repli, l'excédent net des postes identifiés sur le compte de capital de l'Allemagne s'est renforcé pour l'ensemble de l'année. La principale contrepartie de l'inversion des entrées nettes de portefeuille se trouve dans les opérations bancaires à court terme, qui sont passées d'une exportation nette de \$63 milliards en 1993 à une importation nette d'un montant analogue en 1994, probablement en liaison directe avec la réduction des achats de portefeuille des non-résidents. En effet, leurs acquisitions massives d'obligations allemandes en 1993 avaient été financées en partie par emprunt auprès des banques allemandes, dont les avoirs extérieurs, qui s'étaient gonflés de \$73 milliards en 1993, ont diminué de \$16 milliards en 1994. Simultanément, les engagements à court terme des banques se sont accrus de \$42 milliards, notamment parce que les investisseurs étrangers ont préféré conserver sous forme liquide le produit de leurs ventes d'obligations ou d'autres actifs en deutsche marks. Les avoirs monétaires officiels nets ont un peu augmenté, alors qu'ils avaient fortement baissé en 1993 au moment où les opérations sur monnaies du MCE avaient commencé à se dénouer.

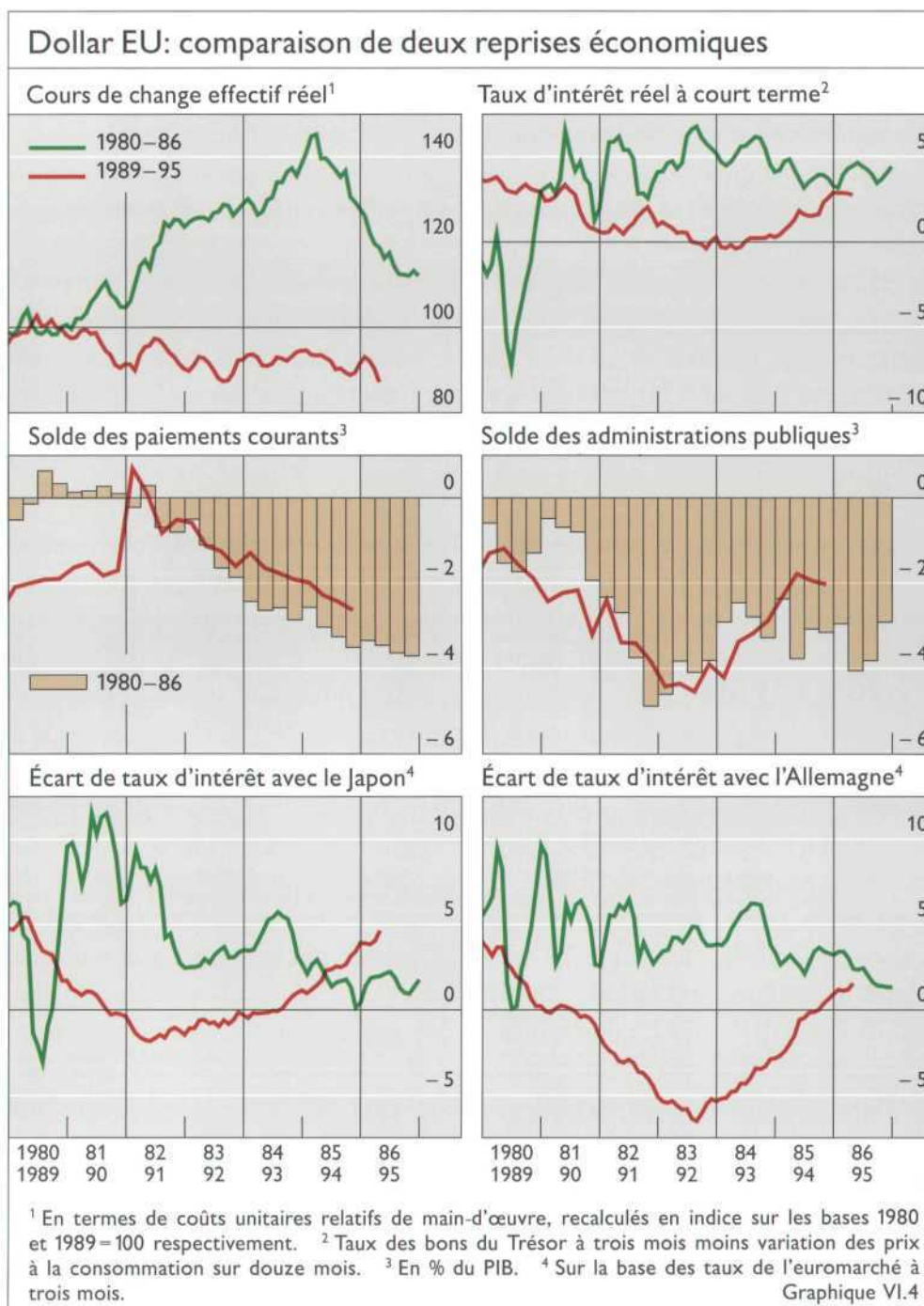
Évolution comparée du dollar dans la première moitié des années 80 et 90

Le comportement du dollar dans la reprise actuelle est très différent pour diverses raisons:

La faiblesse du dollar a surpris ceux pour qui la situation était à certains égards analogue à celle de la première moitié des années 80. À cette époque-là, la reprise était aussi partie des États-Unis et les écarts d'intérêt avaient évolué en sa faveur, les autorités ayant maintenu une politique monétaire rigoureuse face à l'accroissement du déficit budgétaire.

les taux d'intérêt réels étaient plus élevés en 1980-86

Toutefois, la situation n'est pas aussi semblable qu'on pourrait le croire à première vue. Il faut se souvenir que les années 80 avaient commencé avec le second choc pétrolier, après un durcissement très marqué de la politique monétaire aux États-Unis en 1979, dans un contexte de forte inflation et d'extrême faiblesse du dollar. Par conséquent, les taux d'intérêt réels à court terme étaient déjà très élevés en 1981, car la Réserve fédérale doutait de



l'incidence sur le déficit budgétaire des réductions d'impôts décidées dans le cadre de la «politique de l'offre» par l'Administration Reagan. Cette situation s'est d'autant plus prolongée que les faits ont donné raison à la banque centrale: le déficit a en effet augmenté et le déséquilibre des politiques budgétaire et monétaire s'est aggravé.

En revanche, la décennie 90 s'est ouverte sur un taux d'inflation faible et décroissant, dans un environnement financier fragilisé par le crédit et l'endettement excessifs de la période précédente. Pour alimenter une reprise modérée dans ces conditions sans risquer de porter atteinte à la stabilité des prix, les autorités ont abaissé les taux d'intérêt directeurs au point qu'ils

le stock d'avoirs
extérieurs nets des
États-Unis s'est
fortement dégradé

étaient pratiquement nuls en termes réels en 1992–93, contre un niveau de 5–5½% en 1983–84. Les résultats budgétaires étaient, dans l'ensemble, comparables jusqu'à une date assez récente et, à ces deux époques, les perspectives d'assainissement étaient tout aussi incertaines. Toutefois, il existe une différence qui s'est peut-être déjà fait sentir dans l'actuelle décennie: la forte dégradation du stock d'avoirs extérieurs nets des États-Unis depuis 1980 a rendu plus difficile le retour à l'équilibre des paiements courants (page 136).

les écarts de taux
d'intérêt sont
moins favorables

On a beaucoup tablé pour la période des années 90 sur une évolution des écarts de taux d'intérêt en faveur du dollar. Or, comme le montre le graphique VI.4, ils sont restés négatifs, surtout vis-à-vis du deutsche mark, et sont devenus moins défavorables à partir de 1992 seulement, du fait que les taux allemands étaient fortement affectés par les conséquences de la réunification en termes de politique économique. Au contraire, durant les premières années 80, ils avaient toujours joué dans le sens du dollar, parfois même très nettement. Pour les taux longs, la comparaison est plus difficile, étant donné qu'il faut tenir compte des gains et pertes en capital et pas uniquement des coupons. Néanmoins, la dernière phase d'appréciation du dollar semble s'être appuyée sur des anticipations de plus-values, d'ailleurs justifiées, puisque les taux longs avaient commencé à baisser en 1984. En 1994, c'est l'inverse qui s'est produit, mais pas seulement aux États-Unis, il est vrai.

Le climat
international est
aussi très différent

D'un point de vue plus général, toutefois, le climat international – tant politique qu'économique – était plus propice au dollar dans la première moitié des années 80. En effet, les tensions de la guerre froide restaient fortes après l'invasion de l'Afghanistan par l'armée soviétique; le second choc pétrolier était moins lourd de conséquences pour les États-Unis que pour le Japon, par exemple; enfin, on pouvait espérer que la nouvelle orientation plus libérale de la politique économique américaine rendrait particulièrement rentables les investissements dans ce pays. Pendant une très grande partie de la période 1981–85, le raffermissement de la monnaie américaine fut d'ailleurs considéré par beaucoup comme une preuve de la validité et de l'efficacité de cette nouvelle politique, et l'Administration utilisait cet argument pour justifier sa «négligence bienveillante» à l'égard de la vigueur du dollar. Le pessimisme qui régnait en Europe quant aux perspectives de croissance, bien résumé par le mot «eurosclérose», signifiait que la hausse du dollar n'était pas vraiment mal accueillie. En somme, c'était à lui que l'on accordait alors le statut de monnaie refuge; c'est pourquoi la première crise financière internationale de l'Amérique latine lui a été favorable, contrairement à ce qui se passe aujourd'hui.

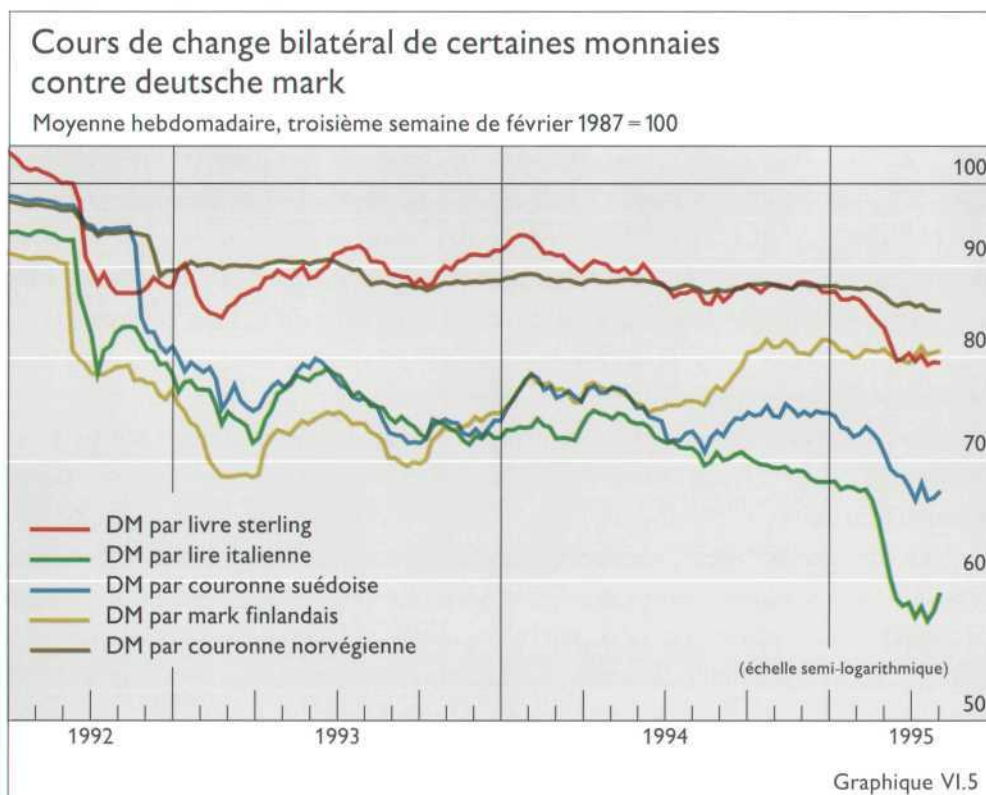
La fin de la phase haussière du dollar pendant les années 80 s'était produite alors qu'une demande intérieure en pleine expansion, un ample découvert budgétaire et une perte massive de compétitivité semblaient devoir creuser à l'infini le solde négatif des comptes courants. Après une décennie de lourds déficits des finances publiques et des paiements courants, il n'y a rien d'étonnant à ce que le dollar se soit non pas renforcé, mais affaibli en 1994.

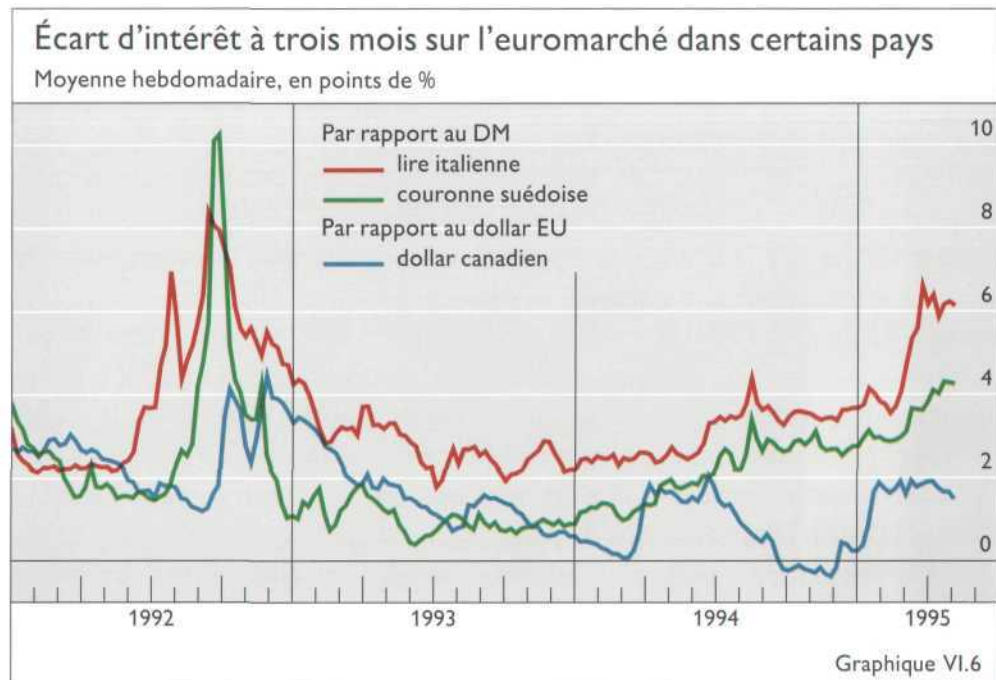
Évolution de certaines autres monnaies flottantes

À l'exception notable du franc suisse, les principales autres monnaies flottantes ont continué de se déprécier depuis le début de 1994, bien qu'à des degrés très divers et pour des raisons différentes. Le dollar canadien a fléchi vis-à-vis du dollar EU pour la troisième année consécutive, perdant quelque 6% entre les premières semaines de 1994 et mars 1995. Trois autres monnaies, la livre sterling, la lire italienne et la couronne suédoise, qui avaient dû abandonner un dispositif de parités plus ou moins fixes pendant l'automne de 1992, se sont affaiblies respectivement de 14%, 21% et 11% par rapport au deutsche mark durant la même période. Pour les monnaies canadienne, italienne et suédoise, la raison profonde de cette baisse a été l'inquiétude grandissante concernant la viabilité de la situation budgétaire, surtout qu'elle était associée à des difficultés politiques qui, du point de vue des marchés, pourraient empêcher les autorités de prendre des mesures suffisantes. Ce sentiment a provoqué à son tour des doutes quant aux cours de change. En outre, les intervenants ont semblé plus sensibles à l'effet de la hausse des taux d'intérêt sur le coût du service de la dette. Pour les pays très endettés à court terme, le marché pouvait craindre le développement d'un cercle vicieux: les préoccupations entourant le déficit budgétaire et la dette publique font pression sur la monnaie; en réaction, les autorités augmentent les taux d'intérêt, ce qui ne fait qu'aggraver encore les déficits, et ainsi de suite. D'ailleurs, une agence de notation, invoquant les préoccupations liées à la situation budgétaire, a confirmé son avertissement de 1994 et déclassé, en janvier dernier, la cote de la Suède pour les emprunts à long terme en devises. Un peu plus tard, elle a aussi privé le Canada du

Plusieurs autres monnaies flottantes ont encore baissé en 1994 et au début de 1995...

... surtout à cause d'incertitudes politiques et budgétaires





triple A sur sa dette intérieure et abaissé de AA1 à AA2 la note de sa dette en monnaies étrangères.

Des quatre monnaies flottantes qui se sont affaiblies au cours de la période considérée, la livre sterling bénéficiait d'une situation budgétaire fondamentalement meilleure que dans les autres pays et d'une position des paiements courants beaucoup plus favorable qu'anticipé. Sa baisse relativement modérée en 1994 n'a donc pas été considérée comme une menace grave pour l'objectif d'inflation. Elle s'est toutefois accentuée en 1995. Si cette chute pouvait être vue en partie comme un effet secondaire inévitable des turbulences plus graves qui sévissaient ailleurs sur les changes, les taux d'intérêt n'en ont pas moins été encore relevés en février.

Les problèmes touchant la lire italienne ont été beaucoup plus complexes et graves. Dans une situation d'instabilité politique et budgétaire persistante, l'inflation a redémarré au début de 1995, après une longue période pendant laquelle la dépréciation avait eu une incidence étonnamment discrète sur les prix intérieurs. Pour des raisons autant internes qu'externes, les autorités ont alors jugé nécessaire de relever les taux directeurs. Le taux à trois mois du marché est monté en flèche – à un moment, il dépassait de près de 7 points son équivalent allemand. Cependant, comme les opérateurs craignaient de plus en plus ses répercussions sur le service de la dette, le vote de confiance obtenu par le gouvernement sur sa proposition de budget additionnel, en mars 1995, n'a pas suffi à empêcher une nouvelle chute de la lire. À partir du milieu de ce même mois, celle-ci s'est toutefois quelque peu raffermie; elle se situait encore, début mai, au-dessus de ses planchers précédents.

Pour le Canada et la Suède, la situation de fond, bien que moins grave, était cependant difficile. Au Canada, les taux d'intérêt ont été fortement relevés au premier semestre de 1994 après un nouvel affaiblissement de la monnaie, dû en partie aux préoccupations soulevées par la situation politique

La livre sterling fléchit malgré des données fondamentales relativement saines

La lire subit les pressions les plus rudes

Le dollar canadien faiblit malgré un relèvement des taux...

au Québec. Les tensions se sont apaisées pour un temps, notamment après les élections de la mi-septembre qui n'ont pas apporté à l'indépendantisme québécois un soutien aussi large que prévu, mais le dollar canadien a repris sa baisse au quatrième trimestre, à la suite d'une nouvelle majoration des taux d'intérêt aux États-Unis. Les taux courts canadiens ont été relevés plus nettement encore qu'en début d'année; cependant, l'efficacité de cette mesure a été atténuée par la crainte de ses répercussions budgétaires éventuelles. De plus, les marchés ont mis en doute sa viabilité: avec une inflation vraiment très basse, les taux d'intérêt réels apparaissaient fort lourds, surtout par comparaison avec un niveau encore élevé de chômage. Étant donné les incertitudes entourant le vote crucial sur le budget en mars 1995, le dollar canadien est donc tombé pendant les premières semaines de l'année à son minimum depuis neuf ans. Il s'est renforcé par la suite et se maintenait au-dessus de ce creux au début de mai.

Les incertitudes politiques et budgétaires, ainsi que les craintes d'une montée de l'inflation, ont aussi pesé sur la couronne suédoise. L'accroissement de l'utilisation des capacités de production, dans le sillage de la dépréciation de la couronne, a incité les autorités à relever par trois fois les taux d'intérêt au second semestre de 1994. Toutefois, ces mesures n'ont guère contribué à rétablir la confiance, à cause non seulement de leur incidence immédiate sur les finances publiques, mais aussi par crainte de leurs effets indirects si l'activité économique se trouve ralentie. En dehors de quelques épisodes de stabilité, la couronne a continué de s'affaiblir, car les agences de notation et les marchés des capitaux ont jugé insuffisantes, compte tenu des circonstances, les déclarations d'intention successives en matière de budget.

... comme la
couronne suédoise

Après sa remontée régulière en 1993, le franc suisse est resté ferme durant la période considérée. À certains moments, par exemple lors des turbulences de mars 1995, son caractère traditionnel de monnaie refuge a été mis en évidence, puisqu'il s'est renforcé même vis-à-vis d'un deutsche mark en hausse. Si les autorités suisses ont abaissé leurs taux directeurs pendant cette période et ont parfois participé à des interventions concertées de soutien au dollar, elles n'ont pris aucune autre mesure particulière pour limiter la vigueur de leur monnaie.

Le franc suisse
se raffermir

Évolution dans le MCE

Le principal événement intervenu dans le cadre du MCE durant la période considérée s'est produit en mars 1995, avec la dévaluation de la peseta et de l'escudo. Des pressions sur certaines autres monnaies du MCE ont également obligé les autorités de Belgique, de France, du Danemark et d'Irlande à augmenter leurs taux d'intérêt, moins toutefois que pendant les crises antérieures. C'était la première véritable épreuve que le nouveau dispositif de bandes élargies ait eu à subir depuis sa mise en œuvre, en août 1993. C'était aussi la quatrième dévaluation de la peseta et la troisième de l'escudo depuis leur adhésion au mécanisme (en 1989 et en 1992).

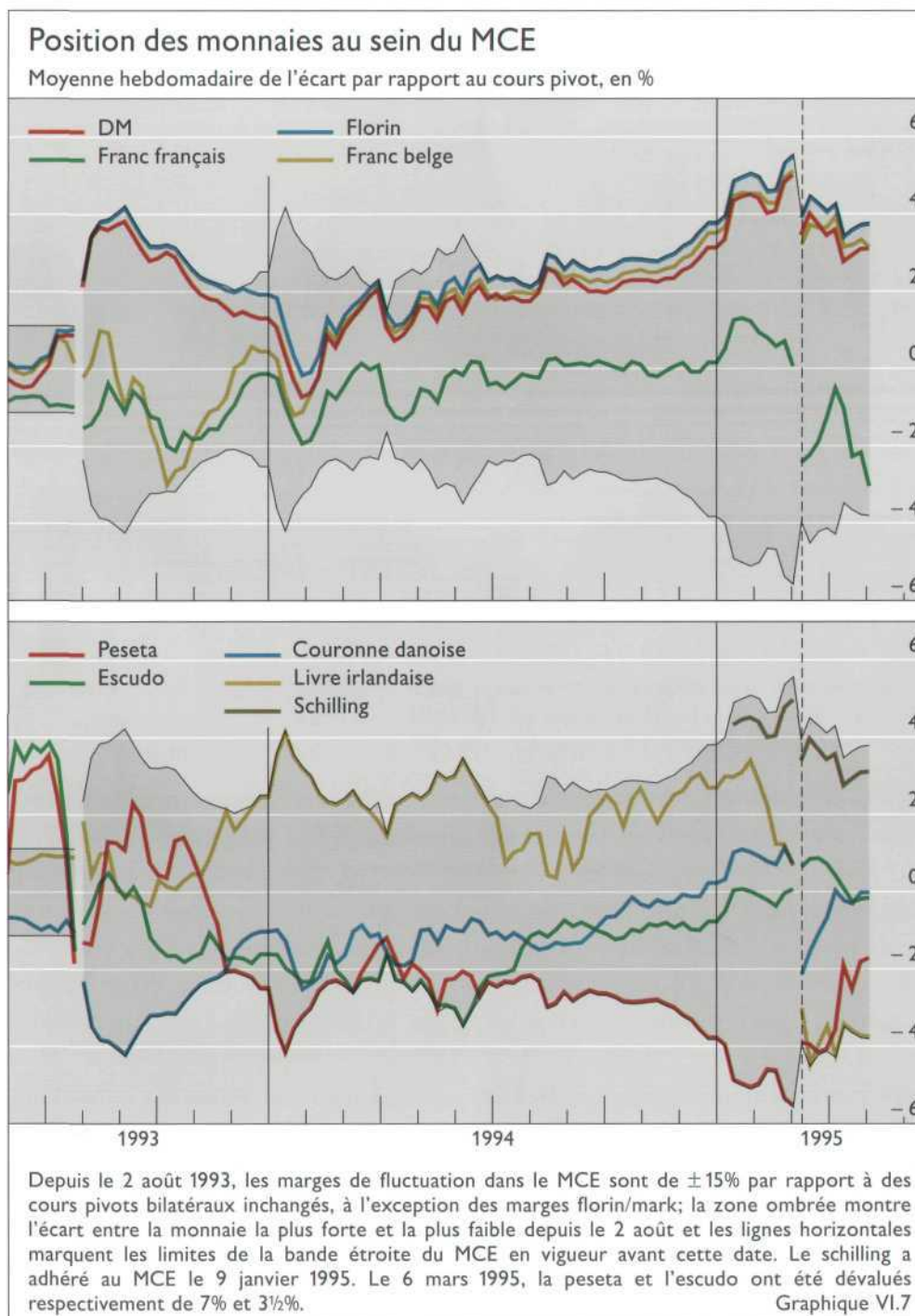
Dans les bandes
élargies du MCE ...

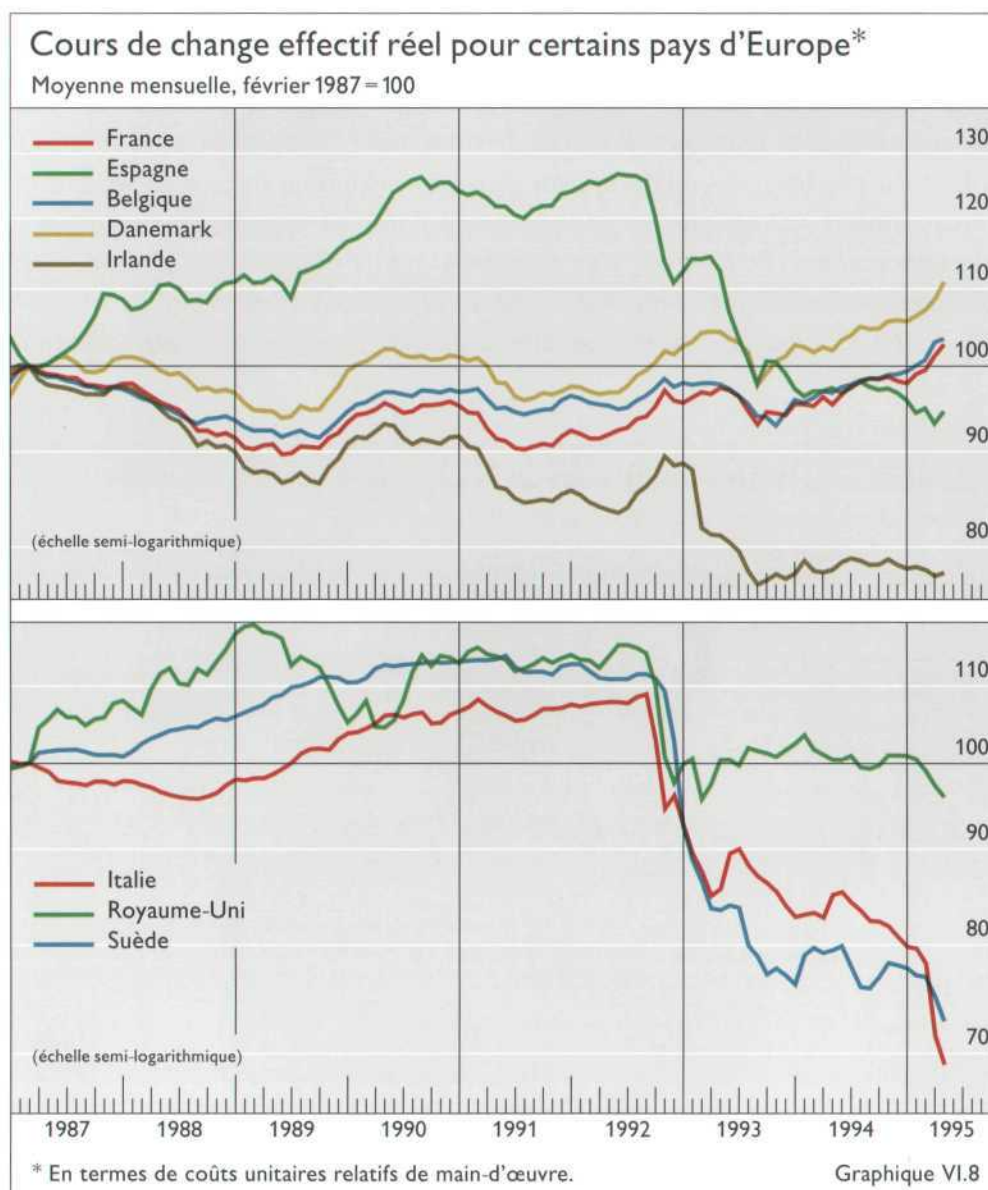
Pendant la plus grande partie de 1994, le MCE a connu dans l'ensemble un calme remarquable, grâce à trois phases supplémentaires de réduction des

... les tensions disparaissent pendant la plus grande partie de 1994 ...

... malgré certains facteurs défavorables ...

taux d'intérêt allemands et à une convergence accrue des taux d'inflation en Europe. La largeur effective de la bande n'a dépassé qu'une fois 8 points de pourcentage, alors que la nouvelle marge autorise $\pm 15\%$. Le facteur essentiel de ce retour à la confiance était que le franc français, après la crise de 1993, s'était rapproché de son cours pivot et s'était maintenu le plus souvent à ce niveau, malgré l'affaiblissement persistant du dollar vis-à-vis du deutsche mark. Cette stabilité était d'autant plus frappante que la dépréciation de beaucoup d'autres monnaies européennes en 1992 et 1993 (dont certaines n'appartenant pas au MCE) avait inévitablement provoqué une perte de compétitivité pour





les trois seules (franc français, franc belge et couronne danoise) qui avaient résisté aux pressions à la baisse pendant les turbulences monétaires européennes commencées en novembre 1991 en direction d'abord du mark finlandais. Pour la France, les marchés entérinaient, de toute évidence, le très faible niveau d'inflation et la solidité des autres données fondamentales.

Les tensions qui sont apparues dans le MCE au début de 1995 ont ressemblé aux épisodes précédents, dans la mesure où elles traduisaient la conjonction de plusieurs facteurs, tant internes qu'externes. Elles sont cependant différentes cette fois, puisqu'aucune monnaie n'a atteint les limites de fluctuation, de sorte qu'il n'a pas été question d'interventions obligatoires.

La peseta s'était repliée par rapport au deutsche mark avant la fin de 1994, comme le franc français, dans une moindre mesure, en perspective de l'élection présidentielle. En Espagne, où un scandale financier s'amplifiait, les incertitudes politiques alliées aux problèmes budgétaires renforçaient l'attitude

... mais renaissent
au début de 1995 ...

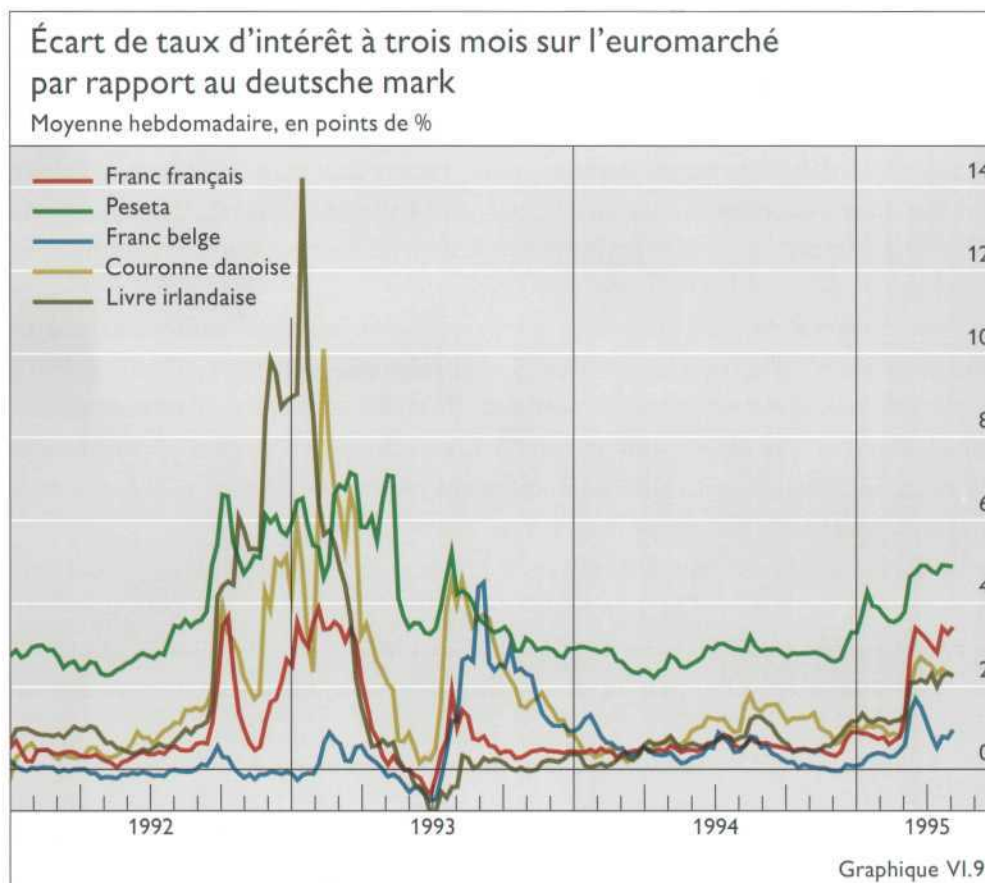
... quand la peseta et le franc français sont exposés à des incertitudes politiques et économiques

Réalignement de la peseta et de l'escudo de préférence à des interventions

Malgré la reprise en France, la monnaie, sensible aux incertitudes électorales, doit être soutenue

négative vis-à-vis de la peseta. Au début de janvier 1995, celle-ci a amorcé une chute brutale et les autorités espagnoles ont réagi en relevant les taux d'intérêt. Chronologiquement, il semble toutefois que ce soit l'évolution du dollar au début de mars qui ait déclenché la crise. En particulier, l'incapacité des interventions à arrêter la baisse du dollar, les 2 et 3 mars, a pu suggérer aux autorités espagnoles d'opter pour une demande rapide de réalignement, au lieu de procéder à des interventions intramarginales massives probablement vouées à l'échec. Le réajustement de 7% du cours pivot de la peseta, convenu à la fin de la même semaine, a porté à 30% environ la dépréciation de la monnaie espagnole par rapport au deutsche mark depuis août 1992. Il était suffisamment marqué pour que les autorités portugaises estiment nécessaire de suivre le mouvement en dévaluant l'escudo de 3,5%.

Comme au cours des précédentes phases de réalignement, les pressions au sein du MCE, loin de se dissiper, ont gagné d'autres monnaies, les opérateurs estimant peut-être que la position concurrentielle des pays en question s'était du même coup détériorée. Ainsi, le chômage étant encore relativement élevé en France, le franc est tombé, le 7 mars, à son plancher historique de 3,5880 vis-à-vis du deutsche mark – soit environ 7% au-dessous de son cours pivot bilatéral. La baisse a toutefois été freinée par le fait que, de toute évidence, l'activité avait redémarré et pouvait être protégée, dans une certaine mesure, contre les effets du relèvement des taux décidé pour soutenir le change. D'ailleurs, la tactique des autorités a été exactement la même qu'en d'autres occasions: la Banque de France a suspendu ses prises



en pension de 5 à 10 jours et les a remplacées par des pensions au jour le jour assorties d'un taux supérieur (8%). Cette décision a arrêté la dépréciation du franc, qui a même regagné en mars une partie du terrain perdu, avant de fléchir momentanément en avril et au début de mai, dans le contexte de la campagne présidentielle.

La Banque Nationale de Belgique, craignant que les remous ne se propagent au franc belge, étant donné l'importante dette publique du pays, a relevé préventivement ses taux d'intérêt. Les turbulences du MCE ont aussi touché la couronne danoise et surtout la livre irlandaise, qui, également affectée par la faiblesse de la livre sterling, est venue occuper la dernière position. En conséquence, les taux d'intérêt ont été rehaussés au Danemark et en Irlande, ainsi qu'en Espagne et au Portugal dont les monnaies continuaient de donner des signes de fragilité en dépit du réaligement. Toute cette agitation a été quelque peu apaisée par des déclarations rassurantes de hauts responsables de la Bundesbank. Ceux-ci affirmaient que les données fondamentales étaient saines dans les autres pays et qu'en France, en outre, l'incertitude politique serait nécessairement de courte durée; ils laissaient même entendre qu'une baisse des taux allemands était envisageable – éventualité qui s'est vérifiée le 30 mars. Malgré la glissade continue du dollar, les tensions au sein du MCE se sont encore atténuées début avril, ce qui a permis de corriger quelque peu les majorations de taux antérieures.

D'autres monnaies du MCE subissent aussi des pressions ...

... apaisées en avril par une baisse des taux allemands

Cours de change effectif réel et ajustement extérieur

Si certains cours de change nominaux bilatéraux du dollar ont beaucoup varié, son cours effectif réel a nettement moins changé. Le graphique VI.10, référencé sur l'indice 100 à l'époque de l'Accord du Louvre en 1987, montre que le dollar s'est alors déprécié pendant quelque temps mais qu'il évolue depuis 1991 dans une bande relativement étroite autour d'un niveau indiciaire de 80. Plus récemment, durant l'hiver 1994-95, sa valeur réelle a même légèrement monté pendant un moment, en partie à cause de la chute du peso mexicain et de la faiblesse du dollar canadien.

En termes effectifs réels, légère baisse du dollar...

À l'inverse, le yen avait déjà progressé d'un tiers en seulement douze mois à partir de l'automne de 1992. Si, par la suite, son cours effectif réel n'a augmenté que lentement entre l'automne de 1993 et la fin de l'an dernier, il a repris son envolée au printemps de 1995, de sorte qu'il dépassait récemment de près de 50% ce qu'il valait à l'époque de l'Accord du Louvre, gagnant ainsi pratiquement 100% par rapport au creux d'avril 1990.

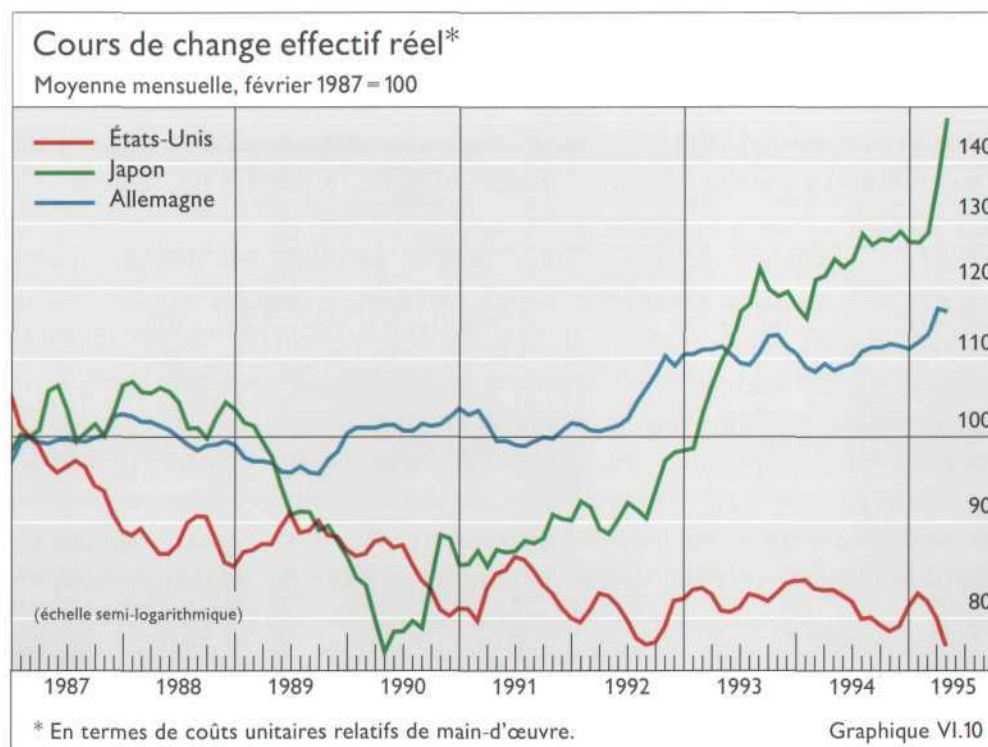
... mais envolée du yen...

Quant au deutsche mark, qui s'était apprécié d'environ 10% à la suite de la première crise du MCE, sa valeur effective réelle est restée très stable en 1993 et 1994, malgré la tendance à la baisse du dollar, mais a toutefois recommencé à se renforcer au début de 1995, progressant encore de 5% en avril.

... et hausse modérée du deutsche mark

Pour juger si les niveaux de change actuels sont appropriés, on ne peut pas se référer uniquement aux évaluations de 1987. Premièrement, les estimations de ce type n'ont rien d'une science exacte. Deuxièmement, les circonstances ont pu changer entre temps de façon imprévisible, et certains

Impossible d'apprécier précisément le niveau «d'équilibre» des cours...



effets hérités du passé ne peuvent se corriger rapidement. Le plus évident de ces legs, déjà évoqué, tient à des années d'accumulation d'excédents ou de déficits des paiements courants, qui pèsent sur les revenus d'investissements nets. Un autre héritage, moins démontrable, concerne les distorsions des structures de production, consécutives à des désajustements de change, dont la correction nécessite beaucoup de temps et d'incitations. La sous-évaluation du yen en 1990 (qui a encouragé l'investissement dans la production de biens à exporter) et la surévaluation du dollar en 1984-85 (qui l'a découragé) en fournissent deux exemples clairs.

... diverses
considérations ...

Un autre élément à prendre en compte est le fait que les investisseurs étrangers privés et publics ont réduit la part du dollar dans leurs portefeuilles, à cause du déficit persistant des paiements courants américains. Cette tendance, encore relativement limitée aux États-Unis, pourrait s'y développer et revêtir ainsi davantage d'importance.

... en compliquent
l'évaluation

Le calcul des cours de change effectifs réels «d'équilibre» est rendu encore plus complexe aujourd'hui par des considérations de court terme. Par exemple, les déséquilibres actuels des paiements courants sont dus en partie aux évolutions conjoncturelles relatives, plus particulièrement dans le cas des États-Unis et du Japon. Il est également possible que la forte appréciation du yen en 1992-93 ne se soit pas pleinement répercutée sur l'excédent du Japon et que des effets marqués de courbe en J s'exercent toujours (chapitre III, page 61).

La rapidité et
l'ampleur des
variations de
change ...

La rapidité et l'ampleur des mouvements de change se prêtent mieux à l'analyse. À moyen terme, les variations de cours entraînent une redistribution de la demande entre les pays au fur et à mesure de leur ajustement extérieur; elles favorisent aussi une réorientation des investissements, qui vise à adapter

les stocks de capital à la nouvelle configuration des prix relatifs et des possibilités de bénéfices dans les pays dont la monnaie se déprécie comme dans ceux où elle s'apprécie. À court terme, cependant, elles peuvent avoir, dans certains cas, un effet négatif sur la demande globale, surtout si elles sont importantes et rapides. Il est relativement facile, en effet, de retarder ou d'annuler des projets, et ce, dès qu'ils apparaissent non rentables. En revanche, il faut généralement du temps pour mettre en route les investissements adaptés aux nouvelles conditions. De toute façon, les agents risquent de ne prendre aucune initiative avant de savoir si les relations de change récentes vont durer. Ces considérations prennent encore plus d'importance lorsqu'on a des raisons de craindre que le niveau des cours ne soit pas satisfaisant, car, dans ce cas, l'incertitude peut provoquer la paralysie. Il existe un facteur supplémentaire lié au précédent, à savoir que plus les cours évoluent vite, plus les effets de courbe en J peuvent être marqués, et avec eux le risque de pressions supplémentaires sur les changes. La rapidité du mouvement accroît également le danger de surréaction et d'instabilité financière généralisée.

... peuvent avoir à court terme des effets secondaires indésirables et contraires au but recherché

Les prix intérieurs peuvent aussi se trouver perturbés. En effet, plus un cours de change se déprécie rapidement, plus le choc sur les prix à l'importation est concentré sur une courte période et plus on peut craindre qu'il ne se répercute sur l'inflation intérieure. Le danger est probablement plus grand si l'économie fonctionne déjà à pleine capacité. Au contraire, dans les pays où la monnaie s'apprécie alors que l'inflation intérieure est déjà faible ou même inexistante, comme au Japon, il existe un risque non négligeable que cela déclenche un processus de déflation caractérisé, qui pourrait encore être aggravé par des problèmes d'endettement.

Il est toujours délicat d'apprécier le juste niveau des monnaies, étant donné la contradiction fréquente entre comptes extérieurs et intérieurs, tâche encore plus malaisée du fait des incertitudes concernant les effets des variations de cours sur les indicateurs suivis par les responsables de la politique économique. Si ces effets dépendent, à leur tour, de la rapidité de l'évolution des cours – autre complication – il ne faut peut-être pas s'étonner que les autorités nationales arrivent parfois à des conclusions différentes sur l'existence d'un problème de change. Dans le même ordre d'idées, les incertitudes entourant la réaction des cours de change aux décisions de politique économique rendent encore plus difficile la recherche d'un consensus sur les solutions à apporter. La Conclusion du présent Rapport revient plus en détail sur cette question.

VII. Mouvements de capitaux et politique économique dans les marchés émergents

Faits saillants

La crise financière mexicaine soulève d'importantes questions concernant le rôle des mouvements de capitaux dans l'évolution économique des marchés émergents. L'attaque sur le peso à la fin de 1994 a mis en relief leur volatilité générale, en attirant particulièrement l'attention sur les risques encourus par suite d'afflux de fonds conduisant à des surévaluations du cours de change et à des déficits des paiements courants d'une ampleur insoutenable.

La crise a souligné les problèmes auxquels des systèmes financiers récemment libéralisés peuvent être exposés face à de soudaines sorties de fonds. S'ils présentent des différences notables, ces systèmes ont en commun plusieurs caractéristiques: taux d'intérêt réels beaucoup plus élevés qu'auparavant, expansion très rapide du crédit bancaire au secteur privé et, parfois, fragilité de certains segments du système bancaire. Les difficultés ont souvent été aggravées par des entrées massives de capitaux. Rares sont les pays qui ont choisi de laisser leur monnaie flotter librement pour protéger leur économie de ces afflux de l'étranger; la plupart se sont plutôt assigné diverses formes d'objectifs de change, soutenus au besoin par des interventions substantielles. Quelques-uns ont voulu limiter l'appréciation réelle de la monnaie en s'opposant aux entrées de fonds à court terme; d'autres, au contraire, en sont venus de plus en plus à les accueillir largement, car elles favorisaient l'utilisation du cours de change comme ancrage nominal de la politique anti-inflationniste.

Bien que la politique de monnaie forte ait démontré son efficacité (notamment pour briser une spirale inflationniste), les événements récents donnent à penser que, si les ajustements de change sont trop longtemps différés, la viabilité du programme de stabilisation peut être mise en doute. De surcroît, il existe manifestement des limites à la taille des déficits des paiements courants que les marchés des capitaux sont prêts à financer. Par ailleurs, comme le sentiment des opérateurs peut se modifier rapidement, une politique fondée sur des entrées de fonds à court terme deviendra plus vulnérable en cas de perte de confiance des investisseurs étrangers et de fuite des capitaux internes.

C'est seulement juste après la crise mexicaine que la plupart des marchés émergents ont paru affectés – et encore, à des degrés très divers. Une fois passées les premières ondes de choc, les opérateurs ont commencé à juger sélectivement les pays en fonction de leurs perspectives et politiques fondamentales propres. Ils savent pertinemment que les économies émergentes ont besoin d'un haut niveau d'épargne intérieure pour assurer un investissement soutenu face à une diminution des entrées de capitaux. Cet épisode, comme les précédents d'ailleurs, amène à conclure que le maintien de

la confiance dépend de l'efficacité des politiques macroéconomiques poursuivies.

Entrées de capitaux: contexte et nature

Les entrées massives de fonds étrangers dans les économies émergentes depuis 1990 se sont produites dans un contexte de réformes économiques généralisées. Les éléments microéconomiques en sont bien connus: libéralisation du commerce extérieur, déréglementation et privatisation sur le plan interne, plus grande liberté des marchés des capitaux et démantèlement des contrôles sur l'investissement en provenance de l'étranger. L'élimination du déficit budgétaire et le resserrement de la politique monétaire ont été les principaux piliers de l'ajustement macroéconomique. Dans de nombreux pays, le choix du cours de change comme point d'ancrage nominal a constitué un important soutien, soit sous forme d'une parité fixe, soit, au minimum, d'une définition relativement stricte (cours ou bande de fluctuation) s'appuyant sur une politique monétaire rigoureuse.

Les capitaux attirés
par les réformes ...

Sur longue période, il est naturel que de telles réformes aient été accompagnées d'entrées de capitaux, d'une appréciation du cours de change et d'un déficit des paiements courants: la libéralisation accroît, en effet, le taux de rendement attendu sur les investissements productifs, attirant ainsi les fonds étrangers. À moyen terme, l'élévation du revenu réel et de la productivité devrait être compatible avec une appréciation réelle durable de la monnaie. En outre, le déficit courant qui va souvent de pair avec des afflux de capitaux ne devrait pas se prolonger, dans la mesure où l'investissement développe les capacités de production du pays d'accueil.

... sont à l'origine
d'effets bénéfiques ...

Ces dernières années, les entrées de capitaux ont effectivement contribué pour beaucoup au renforcement du rôle des marchés et favorisé ainsi la croissance. En plus, elles ont permis de pratiquer des politiques de monnaie forte en présence de déficits courants. Toutefois, les événements récents montrent aussi comment, gonflées par des mouvements volatils à court terme, elles peuvent atteindre, dans les années qui suivent immédiatement les réformes, des niveaux insoutenables. Elles risquent alors d'entraîner une surréaction des cours du change et d'autres actifs financiers peu propice aux objectifs à plus long terme des réformes. Les afflux de capitaux s'accompagnent souvent d'un boum de la consommation (plutôt que de l'investissement), qui se traduit parfois par une augmentation considérable des importations de biens de consommation. Or, les marchés internationaux ne tolèrent pas indéfiniment que des flux massifs de capitaux soient utilisés à cet effet.

... mais aussi
de difficultés
importantes liées
à la transition ...

Abstraction faite des facteurs spécifiques, dont l'importance varie selon les pays, le recentrage radical de la politique économique avec l'application simultanée de programmes de stabilisation et de libéralisation peut avoir des conséquences macroéconomiques à court terme qui compliquent la tâche des autorités pour maintenir le cap des réformes.

Le premier problème de la transition tient aux délais d'ajustement nécessaires aux agents économiques pour s'adapter au nouvel environnement

... telles qu'une
expansion excessive
du crédit bancaire ...

de faible inflation et de concurrence accrue. Un exemple assez paradoxal en est fourni par la très vive augmentation du crédit bancaire qui accompagne souvent les politiques de stabilisation. En effet, à la fin d'une période d'hyperinflation, les fluctuations des taux d'intérêt et du revenu réel des ménages s'atténuent, ce qui favorise le crédit à la consommation. C'est un peu ce qui s'est produit au Brésil après la mise en œuvre du plan de stabilisation de la monnaie. Dans des conditions moins extrêmes aussi, un long passé de forte inflation peut amener les banques et leur clientèle à douter du caractère durable d'une amélioration sensible obtenue grâce à cette politique. Même l'application de taux d'intérêt nominaux élevés peut alors se révéler impuissante à empêcher un accroissement excessif du crédit bancaire – a fortiori si l'élimination des contrôles directs sur les marchés des capitaux fait partie du processus de réformes. Ainsi qu'on le verra plus longuement par la suite, il y a eu véritablement une explosion du crédit dans plusieurs marchés émergents après la libéralisation. Comme deuxième exemple, on observe que l'ouverture commerciale se traduit généralement par un bond des importations au moment précis du démantèlement des contrôles. Dans certains cas, les réformes peuvent manquer de crédibilité lorsque les entreprises et les ménages doutent que la libéralisation des échanges soit irréversible – ce qui risque d'entraîner des importations de précaution, amenant alors les entreprises nationales soumises à la concurrence internationale à différer les mesures de rationalisation nécessaires. Enfin, un cours de change surévalué incitera les agents à anticiper des achats à l'étranger par crainte d'un renchérissement ultérieur. C'est pour ces raisons qu'un essor des importations de biens de consommation durables se produit souvent en période de réformes économiques.

... et des
importations

Les marchés des
capitaux ont un
horizon de court
terme ...

Le second problème général de la transition est lié au fait que l'horizon temporel qui guide les décisions des agents économiques peut varier fortement. Il est plus court pour les marchés des capitaux que pour ceux des actifs réels, ce qui n'est pas sans importance. Les fonds d'origine étrangère peuvent être facilement attirés par des actifs financiers dans l'espoir de gains à brève échéance, sans rapport – ou presque – avec les rendements sous-jacents des actifs réels. Plusieurs aspects communs aux récentes entrées de capitaux dans les marchés émergents font penser que de telles considérations de court terme jouent un grand rôle. Ainsi, il peut paraître attrayant d'intervenir très tôt sur un marché boursier nouvellement créé – en escomptant l'arrivée d'autres investisseurs, qui fera monter les cours – avec l'intention de se retirer au sommet de la vague. De même, l'utilisation du cours de change comme point d'ancrage nominal stimule, tant qu'il reste crédible, l'investissement en actifs financiers locaux garantissant des rendements *nominaux* élevés, et donc des gains substantiels au cours de change en vigueur. Seulement, dès que les opérateurs commencent à douter de la viabilité de cet ancrage, ces entrées peuvent s'inverser promptement.

... et l'investis-
sement réel une
perspective de
long terme

Si l'acquéreur d'un actif financier peut rapidement monnayer sa créance, l'utilisateur final des fonds investis a pu s'engager, lui, sur un projet à long terme qu'il n'est pas facile d'inverser. L'investissement direct étranger est peut-être le moins exposé à ce problème, puisque le bailleur de fonds ne peut se désengager qu'avec difficulté et à un coût élevé.

Dans une optique macroéconomique, des afflux temporaires (et réversibles) de capitaux – non justifiés par les rendements sous-jacents de l'investissement productif – peuvent avoir pendant longtemps des conséquences indésirables, dont la nature dépend du régime de change. Dans un contexte de parités fixes, les entrées de fonds, par le jeu des interventions, viendront gonfler les réserves officielles. Même si la stérilisation est complète, la détention de réserves importantes peut entraîner des coûts budgétaires significatifs. Si elle est incomplète, la liquidité des banques commerciales s'accroît, ce qui risque de conduire à une expansion excessive du crédit. En outre, celle-ci ne sera pas facile à inverser en cas de reflux des capitaux étrangers, ce qui peut poser des problèmes aux banques. En régime de flottement, les autorités qui ne souhaitent pas voir trop s'étoffer leurs réserves vont laisser leur monnaie s'apprécier. Même avec la dépréciation qui se produira au moment du retournement des flux, certains effets vont perdurer: répercussions à long terme des décisions d'investissement (et de désinvestissement) fondées sur un cours de change inadéquat, accumulation d'endettement extérieur, etc. Dans la mesure où les prêts bancaires consentis à un cours de change élevé cessent d'être viables quand il baisse, c'est tout le système bancaire et financier qui peut se trouver atteint (voir ci-après).

Régime de
change ...

... et stérilisation

Ces problèmes liés à la transition semblent avoir été plus graves en Amérique latine qu'en Asie, pour deux raisons: position de départ plus difficile pour une grande partie des pays latino-américains et prédilection marquée des autorités asiatiques pour des réformes graduelles. On en trouve l'illustration dans l'appréciation beaucoup plus vive des cours de change réels et dans les déficits courants nettement plus élevés en Amérique latine qu'en Asie. On observe aussi des différences dans la nature des flux de capitaux.

L'Amérique latine
se distingue de
l'Asie ...

En premier lieu, l'accélération des mouvements de capitaux vers l'Asie a été associée à une hausse prononcée des ratios formation de capital fixe/PIB, déjà élevés (graphique VII.1, cadre A); autrement dit, les fonds ont été investis en actifs réels. En Amérique latine, au contraire, ces ratios sont restés généralement bas, tant par rapport au passé qu'à l'échelle internationale (à l'exception majeure du Chili): dans la plupart des pays, les entrées de capitaux ont essentiellement eu pour contrepartie un développement de la consommation privée.

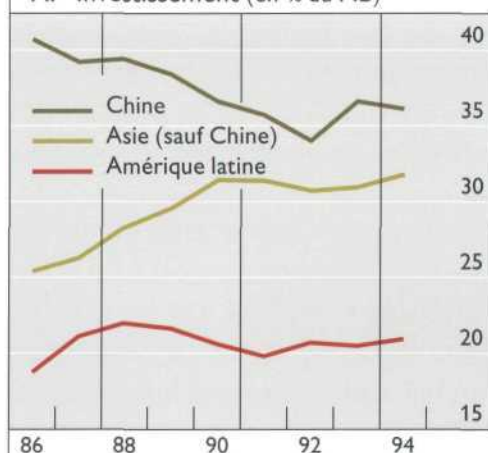
... par des ratios
d'investissement
faibles ...

Une seconde différence réside dans le fait que l'Amérique latine a plutôt bénéficié d'investissement de portefeuille que d'investissement direct (graphique VII.1, cadre C). Or, ce dernier n'est pas seulement plus stable par nature, il peut aussi contribuer à assainir à terme le solde des opérations courantes en renforçant les capacités productives dans le secteur soumis à concurrence. Comme l'analyse plus en détail le chapitre III, l'investissement direct a généré davantage d'exportations en Asie qu'en Amérique latine (voir, en particulier, graphique III.9, p. 75). Il a principalement pris la forme, dans le deuxième cas, de conversions de dettes en participations et d'acquisitions de sociétés privatisées, qui n'entraînent pas nécessairement un supplément de formation de capital fixe, alors qu'en Asie il a servi surtout à créer des sociétés nouvelles ou des coentreprises. Si pratiquement tous les marchés des

... et une plus grande
dépendance envers
l'investissement
de portefeuille ...

Indicateurs macroéconomiques dans les marchés émergents

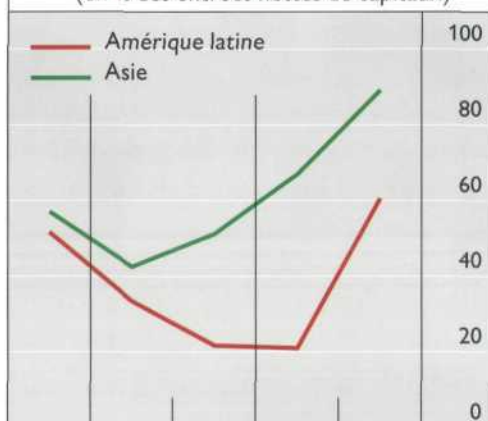
A. Investissement (en % du PIB)



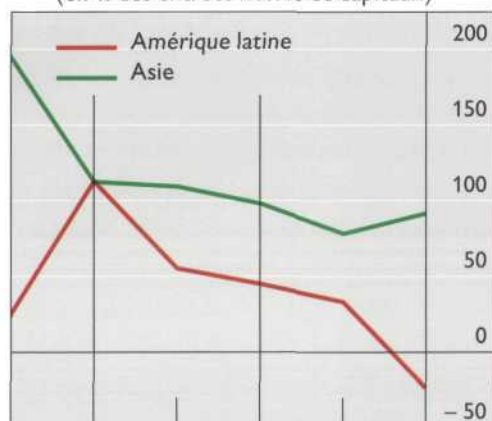
B. Marché des actions¹ (1985-89 = 100)



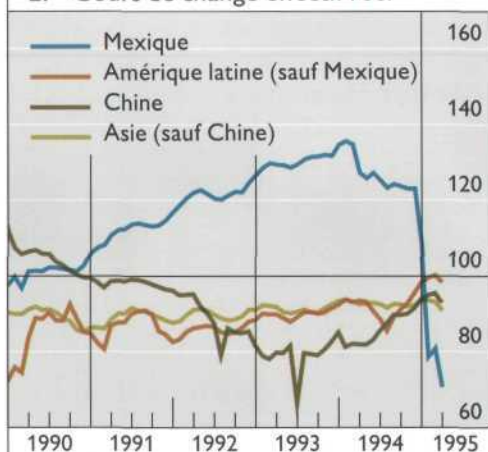
C. Investissement direct étranger net (en % des entrées nettes de capitaux)



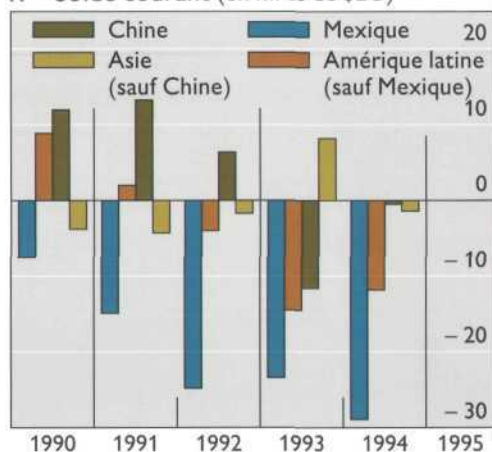
D. Variation des réserves (en % des entrées nettes de capitaux)



E. Cours de change effectif réel²



F. Solde courant (en mrd de \$EU)



¹ Chiffres de fin de mois, en dollars EU. La zone ombrée représente le marché des actions aux États-Unis (S&P 500). ² En termes de prix à la consommation relatifs; moyenne mensuelle, 1980-89 = 100.

Graphique VII.1

actions ont enregistré une forte hausse, ceux d'Amérique latine ont connu l'envolée la plus vive et la plus volatile (graphique VII.1, cadre B).

Les flux de portefeuille sont plus sensibles que l'investissement direct aux modifications des conditions financières internationales. Il est intéressant de

noter à cet égard que, selon certaines études, si les facteurs internes ont été le plus souvent le moteur des entrées de capitaux en Asie, ce sont des considérations externes – comme le niveau des taux d'intérêt et la situation conjoncturelle dans le monde industriel – qui ont motivé les courants vers l'Amérique latine. En dépit du risque de retournement ultérieur, les réserves de cette région absorbent, depuis 1990, une part de plus en plus faible des entrées nettes – alors que l'Asie a suivi une évolution assez différente (cadre D du graphique).

... ce qui la rend plus vulnérable

Même sans les circonstances spéciales qui ont entouré la crise mexicaine, il était à prévoir que le renforcement de l'activité économique et la hausse des taux d'intérêt dans les principaux pays industriels en 1994 exerceraient un effet négatif considérable sur les flux à destination de l'Amérique latine. Les entrées nettes sont revenues de quelque \$60 milliards en 1993 à moins de \$35 milliards l'année suivante (tableau VII.1). Comme l'investissement direct a en fait progressé, ce repli résulte pour plus de la totalité d'une chute vertigineuse des flux financiers. L'élément prépondérant a été le véritable exode des capitaux locaux et étrangers observé au Mexique.

En examinant la capacité des marchés des capitaux à entériner les modifications de préférence des investisseurs sans perturber l'économie réelle, il convient de ne pas oublier les deux dimensions classiques des mouvements de portefeuille: créance ou prise de participation et court ou long terme. Les placements sous forme d'actions servent à diversifier les risques – l'une des fonctions de ce marché consiste d'ailleurs à «absorber» les variations des anticipations des investisseurs sans déclencher de faillites ni de défaillances. La diminution des cours incite en soi les porteurs (y compris non résidents) à se dégager. S'ils vendent, les pressions potentielles à la baisse de la monnaie peuvent être en outre atténuées dans la mesure où d'autres non-résidents

Risques d'endettement à court terme

Entrées de capitaux et accroissement des réserves dans les pays en développement							
	1975–82	1983–90	1990	1991	1992	1993	1994
	en milliards de dollars EU						
	Entrées nettes de capitaux ¹						
Ensemble des PED ²	22,5	37,7	37,2	152,8	142,1	151,3	135,7
Asie ³	8,9	12,5	14,6	34,1	46,1	53,1	54,0
Mexique	6,2	0,6	9,8	22,9	26,6	30,6	10,0
Autres pays d'Amérique latine ⁴	14,1	3,9	1,6	6,1	26,2	26,3	22,9
	Accroissement net des réserves						
Ensemble des PED ²	9,5	15,2	33,3	71,4	69,9	68,2	48,9
Asie ³	3,7	16,0	16,5	37,4	45,4	41,8	49,7
Mexique	-0,1	0,3	2,3	8,0	1,7	7,2	-18,9
Autres pays d'Amérique latine ⁴	0,9	0,9	10,5	8,1	22,2	11,8	11,1

¹ Hors variation de la position monétaire officielle nette. ² Sauf Hong-Kong, les données relatives aux mouvements de capitaux n'étant pas disponibles. ³ Chine, Corée, Inde, Indonésie, Malaysia, Singapour, Taiwan et Thaïlande. ⁴ Argentine, Brésil, Chili, Colombie et Venezuela.

Tableau VII.1

reprennent leurs titres (ou se portent acquéreurs de tout autre actif en monnaie locale), ce qui peut éloigner le risque d'une crise de change. À l'inverse des émetteurs d'actions, les gouvernements et autres emprunteurs à long terme doivent acquitter des intérêts fixes; au moins n'ont-ils pas à se préoccuper de refinancement en période de crise, contrairement aux débiteurs à court terme. Or, ce sont précisément des difficultés de renouvellement de gros montants de dette à court terme en dollars qui ont donné une telle ampleur à la crise mexicaine.

Libéralisation des marchés des capitaux

La reprise des mouvements de fonds vers les nouveaux marchés d'Asie et d'Amérique latine est allée de pair avec l'émergence d'un environnement financier plus libre et, en définitive, plus efficient. Cependant, la conjonction du processus de réformes et d'entrées massives de capitaux a été à l'origine des graves problèmes de transition ayant affecté ultérieurement le système financier. Le renversement des flux dans certains pays en 1994 et au début de 1995 a mis en relief les faiblesses apparues dans le secteur bancaire après la déréglementation. À des degrés divers, les cours des actions et les prix des autres actifs ont été soumis à des pressions à la baisse.

Déréglementation financière

Déréglementation
des marchés des
capitaux ...

Si certaines économies émergentes disposent depuis longtemps déjà d'un système bancaire et financier moins réglementé, la plupart des pays d'Amérique latine et d'Asie n'ont amorcé leur libéralisation qu'au cours des quelque dix dernières années. Le processus a consisté à éliminer les plafonds de taux d'intérêt sur les prêts et dépôts bancaires, supprimer les contingents et bonifications de crédit, diminuer les coefficients de réserves obligatoires et assouplir les restrictions sur l'activité des institutions financières non bancaires. Les privatisations, le développement de nouveaux marchés des capitaux et d'autres mesures plus générales favorisant les opérations financières ont préparé la voie à l'expansion des émissions d'actions et d'obligations internationales. Les contrôles sur les mouvements de capitaux et les investissements à l'étranger des institutions financières ont été desserrés.

... tout à fait
justifiée ...

Les réformes ont été stimulées par la prise de conscience qu'il devenait de plus en plus difficile de réglementer étroitement les marchés des capitaux à mesure que les économies se développaient. Les restrictions appliquées aux prêts bancaires avaient favorisé la croissance d'intermédiaires financiers non bancaires travaillant à satisfaire des besoins méconnus par le système officiel, ce qui nuisait souvent au contrôle macroéconomique. La prospérité avait conduit investisseurs et emprunteurs à diversifier plus largement leurs actifs et passifs; si on ne leur en donnait pas les moyens dans leur pays, ils les cherchaient à l'étranger. L'inclusion des services financiers dans les négociations commerciales du Cycle de l'Uruguay a incité plusieurs pays à envisager de faciliter l'admission sur leur marché d'entreprises financières non résidentes. Ambitionnant de devenir une place à dimension internationale,

quelques-uns se sont empressés de libéraliser certaines opérations transfrontières, mais pas nécessairement celles en monnaie nationale.

L'ampleur et le rythme du processus ont varié selon les pays. Les réformes sont apparues particulièrement nécessaires en Amérique latine, où, en raison du faible taux d'épargne et de la fuite des capitaux, l'amélioration de l'intermédiation financière était plus urgente qu'en Asie. L'Argentine, le Mexique, le Venezuela et, dans une moindre mesure, la Colombie ont mis en œuvre une déréglementation radicale et rapide à la fin des années 80 ou au début de la décennie suivante, alors que l'Indonésie, la Malaisie et la Thaïlande ont opéré de manière plus graduelle. La République de Corée et Taiwan ont maintenu de nombreuses restrictions sur les opérations financières internes et internationales.

Incidence macroéconomique des réformes financières

Les risques inhérents à une réforme du secteur financier avaient été clairement mis en évidence par la déréglementation opérée durant les années 80 dans les pays industriels, même ceux où les institutions et marchés financiers étaient solides. Presque partout, il en était résulté une explosion des prêts, qui avait fini par affaiblir certains réseaux bancaires. Les problèmes provenaient d'un volume excessif du crédit immobilier, d'une envolée des prix des actifs et, parfois, d'une perte de contrôle des conditions monétaires.

... mais source
de risques

Les risques associés à la libéralisation financière ont été d'autant plus grands que l'encadrement avait été strict. Au fur et à mesure du processus, les contraintes officielles sur la liquidité du secteur privé sont devenues moins sévères. Lorsque les autorités monétaires font davantage appel aux taux d'intérêt pour maîtriser la demande globale, ceux-ci doivent généralement devenir plus élevés et plus variables. La libéralisation rend plus difficile le choix

Crédit bancaire au secteur privé: accroissement en termes réels							
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994 ¹
	glissement annuel, en %						
Asie							
Inde	8,6	15,6	-3,7	- 2,8	10,3	2,3	- 1,5
Corée	7,2	19,6	11,5	10,1	7,1	6,6	13,9
Hong-Kong ²	20,6	23,7	28,8	14,7	0,4	7,2	2,7
Indonésie	26,3	41,6	36,0	8,5	7,6	11,3	11,4
Malaysia	5,1	19,7	17,2	15,7	6,0	7,9	9,7
Singapour	9,5	15,6	10,2	9,3	7,9	11,8	13,8
Thaïlande	25,5	23,8	26,3	15,1	17,0	18,3	22,5
Amérique latine							
Argentine ³	-	-	-	14,7	30,2	15,0	17,6
Chili	9,9	12,3	-6,5	5,4	20,2	16,6	15,8
Colombie	4,5	2,0	8,9	-12,7	12,5	27,7	17,8
Mexique	24,8	60,2	24,1	29,1	40,4	13,9	21,3
Venezuela	-4,2	-36,4	-7,8	14,6	2,3	-23,4	-45,5

¹ Glissement annuel, dernier mois disponible. ² Crédit intérieur total. ³ Les chiffres d'avant 1991 sont faussés par l'hyperinflation. Tableau VII.2

Indicateurs monétaires structurels								
	Réserves bancaires, en % de l'agrégat large ¹		Agrégat large ¹ , en % du PIB		Crédit bancaire ² , en % du PIB		Concours à l'État ³ , en % du crédit bancaire ²	
	1981-84	1991-93	1981-84	1991-93	1981-84	1991-93	1981-84	1991-93
	moyenne annuelle							
Asie								
Chine	..	17,3	46,0	95,9	60,2	99,0	..	3,5
Inde	9,3	12,0	39,3	47,8	46,0	53,6	42,7	48,6
Corée	4,8	9,8	34,9	40,4	49,2	55,2	12,3	2,0
Indonésie	14,4	12,8	18,3	45,9	12,7	48,8	-10,3	- 2,6
Malaysia	6,0	7,5	58,2	78,6	58,9	83,7	10,3	3,3
Singapour	7,5	7,0	68,5	94,4	72,9	63,2	-17,3	-38,2
Thaïlande	3,4	3,0	46,1	76,2	55,9	75,5	27,7	- 3,9
Amérique latine								
Argentine	46,6	12,7	21,6	14,0	39,2	22,5	39,1	34,1
Brésil	9,5	..	15,6	30,0	25,8	17,9	29,6	29,1
Chili	11,4	11,6	22,1	26,7	66,5	60,8	12,5	24,5
Colombie	19,3	17,1	30,7	31,9	21,6	18,6	14,2	3,7
Mexique	43,1	2,3	31,4	31,7	35,3	36,1	64,1	14,8
Venezuela	13,8	24,4	41,3	30,3	31,7	20,9	0,9	13,3
Pour mémoire:								
États-Unis	2,0	1,6	64,9	65,7	81,7	80,5	19,0	17,6
Japon	2,2	1,5	91,9	111,1	111,5	139,1	15,1	10,6

¹ Ressources monétaires et quasi monétaires du système bancaire. ² Crédit bancaire intérieur.
³ Concours nets à l'administration centrale.

Source: FMI, *Statistiques financières internationales*.

Tableau VII.3

Difficultés pour la conduite de la politique monétaire

de l'orientation monétaire appropriée, car elle permet à la demande de crédit contenue de s'exprimer et entraîne une distorsion des agrégats de monnaie et de crédit. Si les autorités perdent le contrôle de leur évolution, les taux d'intérêt vont se tendre davantage et devenir encore plus variables. De surcroît, en ouvrant les marchés des capitaux aux influences extérieures, la libéralisation peut accroître durablement la sensibilité de l'économie et des marchés à de telles influences et, en particulier, à des modifications du sentiment sur les marchés étrangers.

Taux d'intérêt réels élevés

Les taux d'intérêt réels ont été généralement plus élevés dans les années 90 que par le passé dans la plupart des marchés émergents, surtout en Amérique latine. Dans certains cas, leurs niveaux exceptionnellement hauts reflétaient principalement la difficulté d'instaurer et de préserver la crédibilité de la politique macroéconomique dans les pays à antécédents d'hyperinflation. Pourtant, cela n'a pas empêché une forte expansion des prêts bancaires au moment où la libéralisation financière laissait la demande contenue se manifester. À la fin des années 80 et au début de l'actuelle décennie, cette accélération, apparemment insensible aux taux d'intérêt réels élevés, a été vive dans de nombreuses économies d'Asie, et même explosive dans plusieurs pays d'Amérique latine. On le constate clairement dans les taux de croissance considérables du crédit au secteur privé en termes réels, parfois durant des

années (tableau VII.2). À des degrés divers, cette expansion a été alimentée par des entrées de capitaux et une intensification de la demande intérieure d'actifs monétaires après une baisse de l'inflation. En Corée, à Taiwan, au Venezuela, au Mexique et dans d'autres pays, la déréglementation a entretenu, en outre, un boom des prêts et des prix immobiliers. Les cours des actions se sont envolés presque partout.

La libéralisation financière peut également avoir des conséquences négatives pour les finances publiques. L'abaissement des coefficients de réserves obligatoires non rémunérées et des quotas d'acquisitions de titres d'État – qui agissent comme autant de prélèvements fiscaux – ainsi que l'élimination d'autres contrôles servant à maintenir les taux d'intérêt à un niveau artificiellement bas peuvent alourdir le déficit budgétaire. Les réserves obligatoires ont été substantiellement diminuées en Amérique latine durant les années 80 et au début de la présente décennie (tableau VII.3), mais les effets de cette mesure ont été généralement contrebalancés par une réforme budgétaire qui a fortement réduit le besoin de financement du secteur public et son recours au crédit bancaire (tableau). Néanmoins, l'appel accru aux financements du marché après la libéralisation a accentué la sensibilité des soldes budgétaires et de la gestion de la dette aux perturbations financières venant de l'étranger. Or, il peut devenir nécessaire de relever vivement les taux d'intérêt internes – comme l'ont démontré les répercussions de la récente crise mexicaine. Cette plus grande sensibilité indique sans doute qu'il importe de consolider la situation des finances publiques avant de libéraliser les marchés des capitaux.

Conséquences
négatives pour les
finances publiques

Incidence des réformes sur le système bancaire

La libéralisation financière peut éroder la solidité du système bancaire, au point, parfois, d'entraîner un retour en arrière, comme cela a été le cas en Argentine, au Chili et en Indonésie dans les années 80, puis au Venezuela l'an dernier. Des tensions se sont manifestées récemment dans certaines parties du système bancaire en Argentine, au Brésil et au Mexique. L'Inde et l'Indonésie ont aussi été confrontées au problème des prêts non productifs. En bref, les banques ont eu des difficultés à s'adapter à un environnement de marché plus libre. En outre, les entrées massives de capitaux par l'intermédiaire du système bancaire n'ont souvent fait qu'aggraver la situation en facilitant la prise de risques supplémentaires dans l'octroi de prêts. L'inversion de ces flux a encore détérioré la position des banques dans plusieurs pays.

Conditions
de la solidité du
système bancaire:

Même si les expériences diffèrent selon les pays, cinq éléments ont joué, dans tous les cas, un rôle important dans l'incidence des réformes sur le système bancaire: la qualité du contrôle prudentiel et de la gestion des banques, l'offre d'épargne, l'intensité de la concurrence entre établissements pour la collecte des dépôts, les risques encourus dans l'octroi de prêts et la volatilité des mouvements de capitaux.

Dans la plupart des marchés émergents, des mesures ont été prises, ces dernières années, pour renforcer le dispositif prudentiel, mettre en place des réglementations régissant les opérations bancaires – notamment les normes de fonds propres recommandées par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire –

contrôle prudentiel

et favoriser la transparence des pratiques comptables. Certains pays, cependant, comme l'Indonésie, ne disposaient pas d'un cadre adéquat de réglementation et de surveillance prudentielles au moment de la libéralisation. Au Mexique, après une décennie sous régime nationalisé, les procédures des banques en matière d'évaluation des prêts et de sélection des emprunteurs n'étaient manifestement pas adaptées à un environnement plus libre.

niveau de l'épargne

La capacité de résistance du système bancaire repose également sur le volume des dépôts de la clientèle. Les difficultés des banques d'Amérique latine ont été accentuées par un faible taux d'épargne privée dans un contexte d'inflation élevée. En revanche, les banques de nombreux pays d'Asie ont bénéficié d'une épargne intérieure abondante à des taux d'intérêt relativement bas.

intensité de la concurrence

La concurrence s'est généralement développée plus lentement pour les banques commerciales que pour les banques d'affaires. Dans plusieurs pays, certains taux créditeurs sont encore réglementés. L'accès à la clientèle des particuliers reste le plus souvent contrôlé – même dans des centres dotés d'un système financier hautement libéralisé, dont Hong-Kong. Toutefois, les procédures d'agrément ont été récemment assouplies au Mexique, en Inde et, pour les opérations internes ainsi qu'extraterritoriales, en Thaïlande, sur la place franche de Bangkok. L'Argentine accorde le traitement national aux établissements étrangers. Dans de nombreux pays, les banques doivent faire face à une concurrence plus vive, pour les opérations de clientèle, de la part d'intermédiaires financiers non bancaires.

risques liés aux prêts

Lorsque leur rentabilité se trouve érodée par la déréglementation, les banques peuvent être tentées d'accroître leurs revenus en octroyant des prêts comportant davantage de risques. Cependant, le degré d'exposition a, en fin de compte, des conséquences fondamentales sur les bénéfices. La libéralisation financière et économique, en soumettant à une concurrence internationale accrue des sociétés non financières précédemment viables, a rendu plus difficile la détermination de leur note de crédit. Dans les pays qui sortaient d'une période d'hyperinflation, comme le Brésil et l'Argentine, des entreprises qui étaient parvenues à faire face à l'explosion des prix ont eu du mal à s'adapter au nouvel environnement de faible inflation.

et volatilité des mouvements de capitaux

Au moment où les afflux de capitaux se sont interrompus (ou inversés), les banques de certains pays ont été confrontées à de graves difficultés du fait de leurs risques de crédit, de change, d'échéance et de taux d'intérêt. Les taux internes relativement élevés au début des années 90 les avaient parfois incitées à prendre des positions de change en empruntant en devises pour financer des prêts en monnaie nationale. Même si la réglementation des changes leur imposait des limites, les banques n'en étaient pas moins indirectement exposées au risque de dévaluation. C'était le cas lorsque l'utilisation du cours de change comme point d'ancrage nominal avait fait monter les taux d'intérêt internes à des niveaux comparativement hauts quand les perspectives de dévaluation immédiate étaient minces; les entreprises avaient alors été encouragées à contracter des emprunts en devises auprès des banques nationales et à l'étranger. Étant donné que ces dernières se couvraient en se procurant des ressources (par exemple, dépôts en dollars des résidents ou

emprunts dans cette monnaie sur les marchés internationaux) qui pouvaient se raréfier en situation de crise, elles s'exposaient aussi à des difficultés de refinancement. Dans les cas où les recettes des emprunteurs étaient principalement libellées en monnaie nationale, une dépréciation du change pouvait également entraîner une dégradation de la qualité des prêts en devises.

Dans la mesure où elles prêtaient à long terme à taux fixe, les banques de certains pays ont, de surcroît, encouru un risque de pertes en capital sur leurs crédits en monnaie nationale au cas où, suite à une dévaluation, l'accélération de l'inflation mènerait à une hausse des taux d'intérêt. La qualité des portefeuilles de prêts en monnaie locale peut aussi se détériorer quand une telle hausse résulte d'un resserrement de la politique monétaire pour défendre le cours de change ou restaurer la crédibilité après une dévaluation. Si le marché perçoit ce risque comme une contrainte pour l'action des autorités, les pressions baissières sur le change peuvent alors s'intensifier. La situation des emprunteurs non financiers et des banques finira par s'aggraver si une augmentation de l'inflation ou des primes pour risques-pays donne lieu à une tension durable des taux dans le sillage d'une dévaluation. Les récentes difficultés rencontrées par le système bancaire mexicain illustrent quelques-uns de ces problèmes.

Incidence du développement des marchés des titres

Les marchés des actions ont connu un développement extraordinaire au début de la présente décennie. En termes de PIB, la capitalisation boursière au Chili, à Hong-Kong, en Malaysia et à Singapour est désormais équivalente, ou même supérieure, à celle des États-Unis et du Royaume-Uni; les Bourses du Mexique et de la Corée sont proportionnellement plus importantes que celles d'Allemagne ou de France. Dans de nombreux marchés émergents, les émissions d'actions ont plus contribué au financement des grandes entreprises, et à l'investissement en général, que dans la plupart des pays industriels. Elles ont été substantielles ces cinq dernières années en Corée, Malaysia et Thaïlande, ainsi qu'au Chili et au Mexique (parfois, cependant, dans le cadre de vastes opérations de privatisation).

Cette expansion rapide a peut-être accru la robustesse du système financier en permettant une répartition des risques sur un actionnariat élargi. Il est d'ailleurs possible que l'augmentation du volume d'opérations sur le marché secondaire ait renforcé l'efficacité des cotations. Cependant, les nouveaux marchés sont restés très volatils, notamment par manque de liquidité et en raison, parfois, de la concentration des opérations sur quelques grandes valeurs. Tout cela explique l'influence disproportionnée des investisseurs étrangers lorsqu'ils ont élargi leurs participations au début de la décennie et quand ils les ont réduites ces derniers mois. Par ailleurs, bien que plusieurs marchés durcissent leur réglementation depuis un temps afin d'améliorer la transparence (par exemple, en sanctionnant le délit d'initié), une opacité persiste dans certains cas.

Parfois, l'évolution récente des marchés des titres a constitué une source potentielle de risque systémique. Des baisses de cours ont alimenté une spirale de dépréciation des sûretés, d'alourdissement des portefeuilles de prêts

L'expansion des marchés des actions ...

... répartit les risques

Mais la volatilité demeure élevée ...

... et peut contribuer au risque systémique

bancaires improductifs et de restriction des crédits, encore aggravée par une perte de confiance généralisée. De plus, les banques et autres institutions financières ont fréquemment détenu des actions pour leur propre compte et en ont émis pour renforcer leurs bilans.

Moindre
développement des
marchés obligataires

Les marchés de la dette étaient moins développés au début des années 80. En Amérique latine, un long passé d'inflation élevée et fluctuante constituait un handicap. Dans la plupart des économies d'Asie, la solidité des finances publiques explique en partie l'importance limitée des titres d'État. En dehors des centres financiers de Hong-Kong et de Singapour, depuis longtemps libéralisés, de grands marchés obligataires ne se sont développés qu'en Afrique du Sud, en Arabie Saoudite, au Chili, en Corée et en Malaysia, grâce souvent à la présence d'investisseurs institutionnels puissants, dont les fonds de pension. Des efforts ont été accomplis dans certains pays pour stimuler la demande des institutionnels, en favorisant l'activité secondaire et les marchés dérivés. Sauf dans quelques rares centres, toutefois, ces derniers n'en sont qu'à leurs débuts. Faute d'un marché national pour les opérations sur obligations du secteur privé, les sociétés non financières de nombreuses économies émergentes restent très dépendantes des crédits bancaires à court terme ou des marchés obligataires internationaux.

Réactions aux entrées de capitaux

L'interruption, voire l'inversion brutale, des flux à destination de certains marchés émergents l'an dernier donne un relief particulier au débat concernant la politique à adopter face à une accélération vive, et peut-être temporaire, des entrées de capitaux. Deux lignes d'action peuvent être retenues. Premièrement, limiter les entrées nettes, et ce, de trois manières: contrôler les arrivées, inciter les résidents à acquérir des actifs étrangers et favoriser l'épargne nationale, par exemple en resserrant la politique budgétaire. Deuxièmement, pratiquer interventions et stérilisation, ce qui implique des ajustements de l'orientation monétaire et de la politique de change.

Limitation des entrées de capitaux

Contrôler
sélectivement
les entrées de
capitaux ...

Le contrôle des importations de capitaux peut être conçu de manière à établir une distinction entre l'investissement qui va accroître la productivité de l'économie et son adaptation au marché mondial (investissement direct et détention durable d'actions, par exemple) et les placements potentiellement volatils motivés par des considérations de gains rapides. Il est désormais largement reconnu que, par prudence, l'ouverture aux capitaux étrangers ne doit porter sur les opérations à échéance brève qu'une fois assurée la solidité du système financier interne. De nombreux pays restreignent l'acquisition de titres à court terme par les non-résidents ou leur imposent une période de détention minimale. Certains limitent aussi les emprunts à l'étranger de leurs entreprises – pratique souvent justifiée d'un point de vue prudentiel qui préserve, de surcroît, la note de crédit du pays sur les marchés internationaux. D'autres préfèrent une action sur les prix relatifs plutôt que des interdictions

générales. Les réserves obligatoires assises sur les emprunts des banques auprès des non-résidents constituent un moyen souvent utilisé pour abaisser les rendements qu'elles peuvent offrir aux déposants étrangers. L'application d'une imposition sélective peut également freiner les entrées de fonds. En Amérique latine, le Chili et la Colombie sont parvenus à ralentir par des restrictions les afflux au titre de l'investissement de portefeuille. Le Brésil a réintroduit des contrôles à l'entrée des capitaux après la mise en œuvre du plan de stabilisation du cruzeiro real. C'est peut-être en Asie, cependant, qu'on a le plus recouru à des restrictions sur les flux à court terme. Sans doute parce que les non-résidents ne détiennent pas d'importants portefeuilles de titres courts et que les banques étrangères sont faiblement représentées dans ces pays, les forts relèvements des taux d'intérêt sur certains marchés d'Asie au début de 1995 ont été particulièrement efficaces pour empêcher des ventes à découvert de monnaie nationale et déjouer ainsi toute attaque spéculative.

Concrètement, les contrôles ne sont pas sans inconvénients. Ainsi, ils peuvent faire naître des doutes chez les investisseurs potentiels au sujet du cadre réglementaire futur. Le rythme et la portée de la libéralisation ne doivent en être que plus prudents, les restrictions n'étant assouplies que lorsque les conditions générales deviennent suffisamment solides pour rendre improbable un retour en arrière. Autres inconvénients: il existe plusieurs moyens de contourner les contrôles (par exemple, en effectuant à l'étranger les financements et les paiements et en manipulant la facturation des opérations commerciales). Les opérateurs financiers privés finissent toujours par trouver des failles, ce qui peut conduire les autorités à renforcer peu à peu les réglementations – au point souvent de nuire à des activités pourtant nécessaires. Les contrôles ont néanmoins été jugés efficaces – au moins à court terme – dans un certain nombre de pays d'Asie, mais aussi d'Amérique latine (Chili et Colombie notamment). Ce sont généralement des mesures provisoires, levées dès qu'elles ne sont plus indispensables, qui ont donné les meilleurs résultats. Là où le processus de déréglementation apparaît engagé avec détermination, un retour en arrière occasionnel peut être compris comme temporaire par les marchés.

Bon nombre de pays ont permis à leurs résidents d'acquérir des actifs étrangers, généralement en assouplissant les contraintes sur l'investissement extérieur des entreprises et des sociétés financières. Ce genre de réformes permet, en outre, d'élargir les possibilités de diversification offertes aux établissements locaux. Plus l'économie est petite et plus l'avantage est grand.

Accroître l'épargne nationale est un remède macroéconomique classique pour lutter contre les entrées de capitaux excessives, parce que cela tend à faire baisser les taux d'intérêt internes. Certains pays comme le Chili, la Malaisie et Singapour ont instauré des fonds de pension par capitalisation ou d'autres régimes d'épargne obligatoire, qui ne semblent pas avoir sérieusement freiné l'épargne volontaire, laquelle demeure élevée dans les trois exemples cités. Des correctifs budgétaires ont aidé à faire face aux arrivées de fonds en Thaïlande et, à un degré moindre, dans d'autres économies d'Asie. Un ajustement significatif a également été opéré en Amérique latine, mais surtout avant les afflux de capitaux étrangers. Là où les positions budgétaires étaient

... comporte
des difficultés

Libéralisation de
l'investissement
à l'étranger...

... et encouragement
de l'épargne intérieure

déjà saines, il a été difficile d'expliquer au public la nécessité d'un nouveau durcissement visant spécifiquement à contrecarrer ces entrées.

Opposition entre objectifs monétaires internes et externes

Dilemme pour la
politique monétaire

Les afflux de capitaux placent souvent les autorités monétaires devant un dilemme. Elles peuvent favoriser la stabilité interne des prix en laissant la monnaie s'apprécier afin de protéger les conditions monétaires intérieures, ce qui exerce, directement et indirectement, des pressions baissières sur l'inflation. Il s'ensuit cependant une appréciation réelle qui porte préjudice au secteur exposé et conduit à un élargissement du déficit des paiements courants. Plus ce déficit perdure, plus l'accumulation de dette extérieure risque de miner la confiance des investisseurs. À l'inverse, s'opposer à l'appréciation de la monnaie au moyen d'interventions peut contribuer à préserver la compétitivité, pour autant que l'inflation soit maîtrisée. Le renforcement des réserves officielles pourrait offrir, en outre, une protection contre toute inversion ultérieure des entrées de capitaux. Il est effectivement arrivé que des pays se fixent par prudence un objectif pour leur solde des paiements courants et, implicitement peut-être, pour leur endettement extérieur. En pratique, on peut toutefois se demander si les instruments disponibles permettent d'atteindre à la fois les objectifs de balance des paiements et d'inflation.

Si les entrées de capitaux ont créé quelques risques d'inflation en Asie, la politique monétaire s'est trouvée confrontée à une tâche beaucoup plus ardue dans maints pays d'Amérique latine, en raison d'antécédents nettement plus mauvais en matière de prix et de la nécessité de convaincre du caractère durable des fortes baisses, toutes récentes, de l'inflation. Chaque pays a réagi aux afflux de fonds en fonction du dispositif monétaire déjà en place. Des différences sont apparues, notamment au niveau de la souplesse souhaitée pour le cours de change et de l'importance de celui-ci comme point d'ancrage de la politique. Le caractère spécifique du cadre institutionnel et des instruments a influé sur l'ampleur de la stérilisation des entrées de fonds et sur les difficultés rencontrées à cet égard.

Caisse d'émission
dans certains pays...

En Argentine et à Hong-Kong, le rattachement de la monnaie au dollar EU a été soutenu par une caisse d'émission. À Hong-Kong, la très large ouverture de l'économie rendait utile un cours de change nominal stable, surtout en prévision de la transition politique de 1997. Il a été néanmoins nécessaire d'accepter des taux d'intérêt nominaux inférieurs au niveau qu'auraient exigé les pressions de la demande intérieure. En Argentine, le système reposant sur une caisse d'émission – qui a réussi à briser l'hyperinflation – était destiné à limiter le financement par la banque centrale du déficit public ou du système bancaire. En liant l'expansion de la base monétaire aux entrées de devises, il a sérieusement restreint les possibilités de stérilisation, mais a laissé au gouvernement la liberté d'emprunter à l'étranger.

... mais souplesse
de plus en plus
grande du change
dans d'autres

Dans la plupart des autres marchés émergents, la gestion du cours de change s'est faite également sous diverses formes, mais généralement en lui accordant une souplesse de plus en plus grande. Par exemple, des bandes de fluctuation élargies ont été introduites en Indonésie et, dans le contexte d'un

objectif préannoncé de parités ajustables, au Chili, en Colombie et (jusqu'en décembre 1994) au Mexique. La référence à un panier de monnaies au Chili, en Indonésie et en Malaysia maintenait un degré d'incertitude quant aux mouvements de la monnaie vis-à-vis des éléments du panier – dont la composition, comme en Corée, a été périodiquement révisée. Accroître ainsi la variabilité du cours de change peut décourager les entrées de capitaux à court terme en augmentant la prime de risque.

Les mesures des cours de change effectifs réels fondées sur les prix à la consommation (graphique VII.2) montrent une appréciation substantielle entre 1991 et le début de 1994 pour l'Argentine et Hong-Kong (dont les monnaies sont rattachées au dollar EU), le Mexique (bande de fluctuation par rapport à la monnaie américaine) ainsi que Singapour (où le cours de change nominal vis-à-vis du dollar EU s'est régulièrement élevé), la Colombie et l'Inde. Sur cette période, la monnaie de la plupart des autres pays d'Asie, du Brésil et du Chili s'est dépréciée ou est restée stable. Ces mesures ne tiennent pas compte des effets sur la compétitivité des différences de gains de productivité entre secteurs exposé et protégé, variables d'un pays à l'autre, mais peuvent donner une idée des répercussions des modifications de change sur la demande globale et l'inflation.

Orientation de la politique monétaire

Entre 1991 et le début de 1994, dans la plupart des marchés émergents, les autorités ont cherché à réduire les effets monétaires de leurs interventions sur les changes. L'incidence des politiques de stérilisation sur les taux d'intérêt a dépendu du degré d'ouverture des marchés des capitaux et de la politique de change. En Asie du Sud-Est, on n'est parvenu qu'en partie à isoler les taux d'intérêt, qui ont généralement baissé en termes réels. En Amérique latine, ils ont, dans certains cas, suivi la décélération de l'inflation interne, mais ont été maintenus, dans l'ensemble, à un niveau réel élevé. Jusque vers la fin de 1994, l'écart d'intérêt avec les pays industriels semble avoir été presque partout supérieur aux variations de change attendues et avoir ainsi continué à attirer les capitaux à court terme.

Expériences de
stérilisation

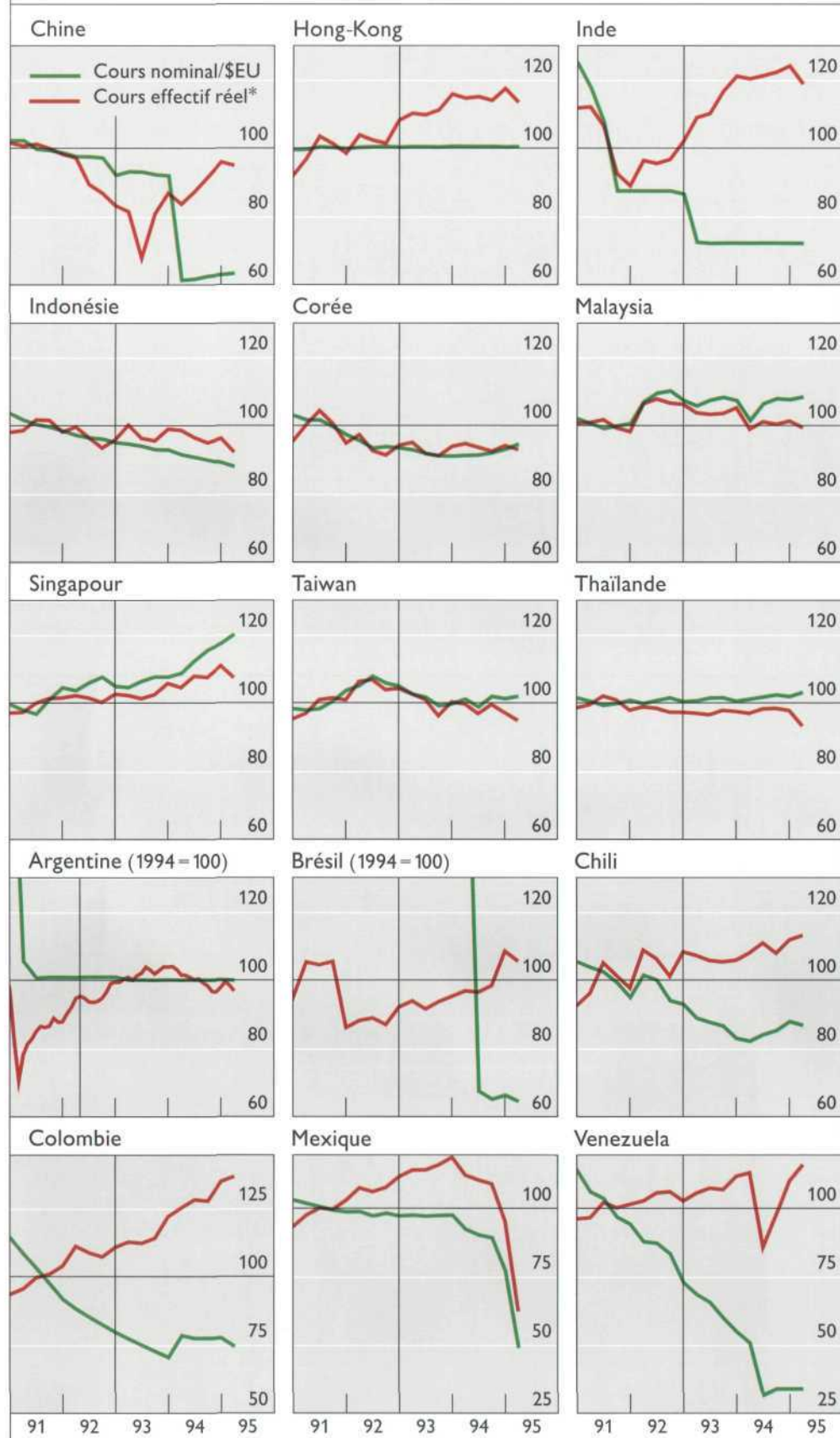
Dans la plupart des pays d'Asie, les taux courts ont diminué en termes nominaux entre 1991 et le début de 1994, se situant à des niveaux réels peu élevés (graphique VII.3). En Corée, Thaïlande et, dans une moindre mesure, Indonésie, les taux du marché monétaire ou des dépôts sont généralement restés supérieurs à la fois à ceux du dollar EU et à l'inflation interne. Le cours de change fixe, à Hong-Kong, a maintenu les taux proches de ceux des États-Unis; à Singapour, les anticipations d'appréciation de la monnaie les ont entraînés encore plus bas. En Chine, ils sont devenus très négatifs, en termes réels, à partir de 1993.

Évolution contrastée
des taux d'intérêt en
Asie...

Cette configuration des taux d'intérêt et des cours de change signifie que, à des degrés divers, les exportations et l'investissement ont été protégés en Asie. Toutefois, elle a aussi provoqué un gonflement de la demande, si bien qu'en 1994 un durcissement monétaire est devenu nécessaire pour éviter une remontée de l'inflation. Les relèvements des taux américains et, dans quelques cas, la décélération des entrées de capitaux ont constitué des éléments

Cours nominal par rapport au dollar EU et cours effectif réel

Chiffres de fin de trimestre, 1991 = 100

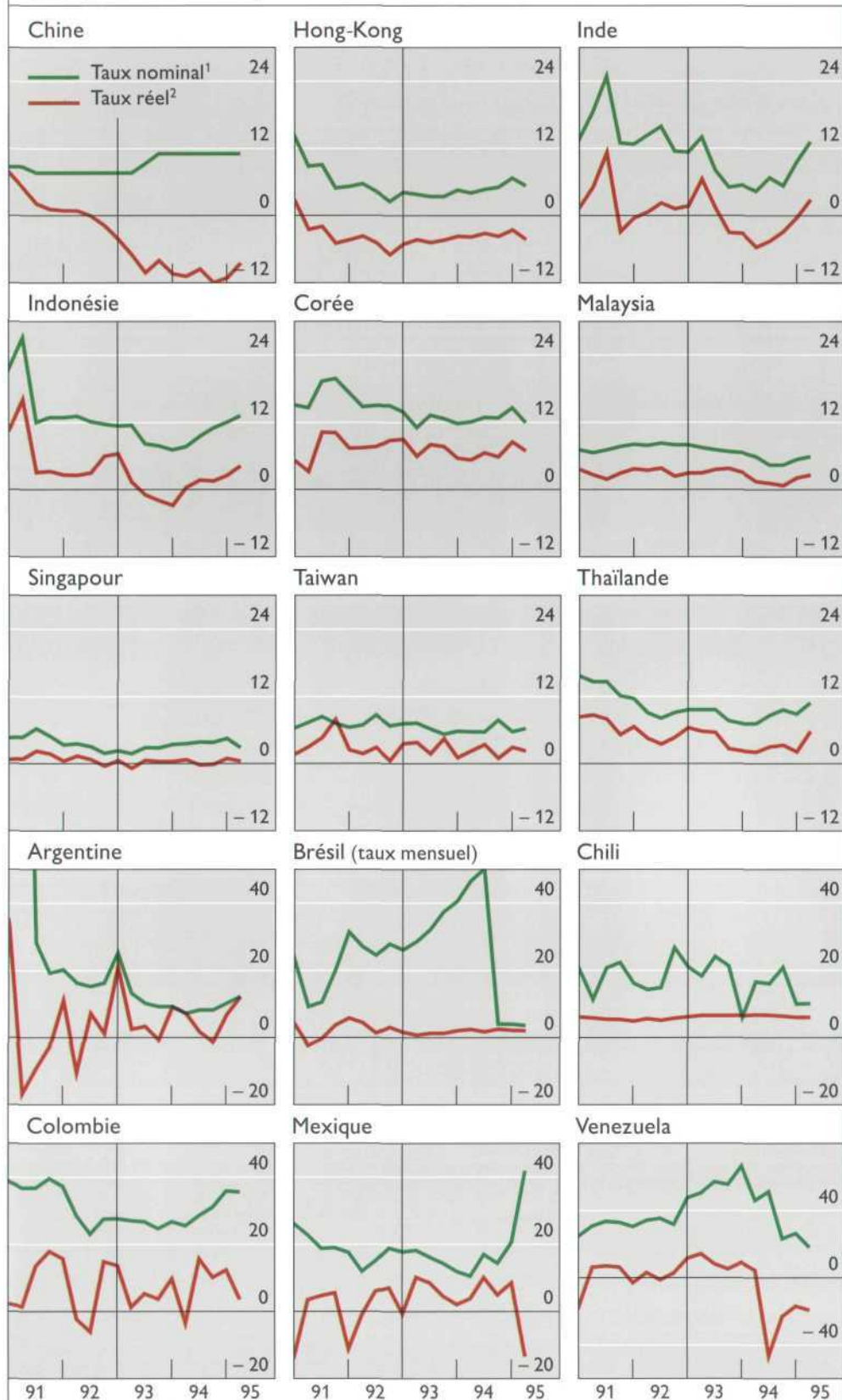


* En termes de prix à la consommation relatifs.

Graphique VII.2

Taux d'intérêt à court terme nominal et réel

Chiffres de fin de trimestre, en %



¹ Taux du marché monétaire ou des dépôts; Brésil: taux de base bancaire; Mexique: taux des bons du Trésor. ² Corrigé des variations des prix à la consommation sur un an (Asie) ou sur un mois, en rythme annualisé (Amérique latine).

Graphique VII.3

Agrégats de crédit et de monnaie								
	Crédit au secteur privé ¹				Monnaie et quasi-monnaie			
	1991	1992	1993	1994 ²	1991	1992	1993	1994 ²
	glissement annuel, en %							
Asie								
Chine	19,6	21,4	22,6	22,1	26,7	30,8	23,6	34,4
Inde	9,9	19,2	11,0	8,1	18,3	16,9	17,0	18,0
Corée	20,3	11,9	12,8	20,2	21,9	14,9	16,6	18,7
Hong-Kong	26,1	10,1	16,4	12,1	13,3	10,8	16,0	15,4
Indonésie	19,3	12,5	22,7	21,7	17,5	19,8	22,3	19,0
Malaysia	20,6	11,2	11,6	13,8	16,9	29,2	26,6	18,1
Singapour	12,4	9,8	15,2	18,3	12,4	8,9	8,5	14,4
Thaïlande	20,4	20,5	23,8	30,6	19,8	15,6	18,4	12,9
Amérique latine								
Argentine	110,7	53,3	23,3	21,9	141,3	62,5	46,5	20,2
Brésil ³	29,3	27,4	42,3	5,1	29,4	31,3	35,0	2,9
Chili	25,1	35,5	30,9	25,4	42,3	29,8	25,9	31,7
Colombie	10,7	40,8	57,1	44,1	34,9	38,9	40,0	35,3
Mexique	53,3	57,1	23,1	29,9	47,2	20,4	14,4	22,7
Venezuela	50,2	34,9	11,7	-6,8	38,6	17,2	25,7	49,0

¹ Chine: crédit bancaire, à l'exception des concours à l'administration centrale; Hong-Kong: crédit intérieur total. ² Glissement annuel, dernier mois disponible. ³ Dernière variation sur un mois (pour chaque année).

Tableau VII.4

favorables, mais plusieurs pays ont, en outre, restreint l'octroi de crédits locaux par les banques. Généralement, les prêts au secteur privé et les agrégats larges de monnaie ont continué à s'accroître fortement en 1994, même si un certain ralentissement a été manifeste pour les premiers en Inde et à Hong-Kong et pour les seconds en Indonésie, Malaysia et Thaïlande (tableau VII.4).

À l'inverse, dans la plupart des pays d'Amérique latine, les taux courts sont en général nettement positifs en termes réels depuis le début de l'actuelle décennie. Au Chili et au Brésil, l'orientation monétaire était explicitement formulée en termes de taux d'intérêt réels, mais ceux-ci ont été lents à baisser au Mexique et en Argentine, où la politique était davantage ancrée sur le cours de change. Ils sont restés très hauts en Colombie et se sont vivement tendus au Venezuela en 1992-93, pour retomber après la crise bancaire et devenir fortement négatifs. Au Brésil, si les taux nominaux se sont repliés après l'application du nouveau programme de stabilisation de la monnaie en juillet 1994 (chapitre II), les taux réels sont demeurés beaucoup plus élevés que dans tout autre pays.

Comme précédemment en Argentine et au Mexique, le haut niveau des taux d'intérêt réels au Brésil, conjugué à une appréciation du cours de change réel, a affaibli l'épargne et l'investissement des entreprises mais n'a pu empêcher une vive expansion des prêts bancaires au secteur privé; le boum de la consommation a aggravé le solde des paiements courants. Au Chili et en Colombie aussi, le crédit bancaire a continué de croître rapidement en 1994. Au Mexique, c'est sans doute le même phénomène qui a contribué à annuler

... et en Amérique
latine

l'effet interne du ralentissement des entrées de capitaux et à financer des sorties. Le Venezuela constitue la principale exception à cette tendance générale, la crise bancaire et la gravité de la récession ayant entraîné une contraction du crédit au secteur privé.

Stérilisation

Les difficultés rencontrées par les autorités monétaires dans le cadre de leurs opérations de stérilisation ont fait l'objet de larges discussions. Le coût supporté par la banque centrale dépend du volume mis en jeu et de l'ampleur de l'écart d'intérêt vis-à-vis du dollar EU (ou des autres monnaies de réserve) ainsi que des instruments utilisés.

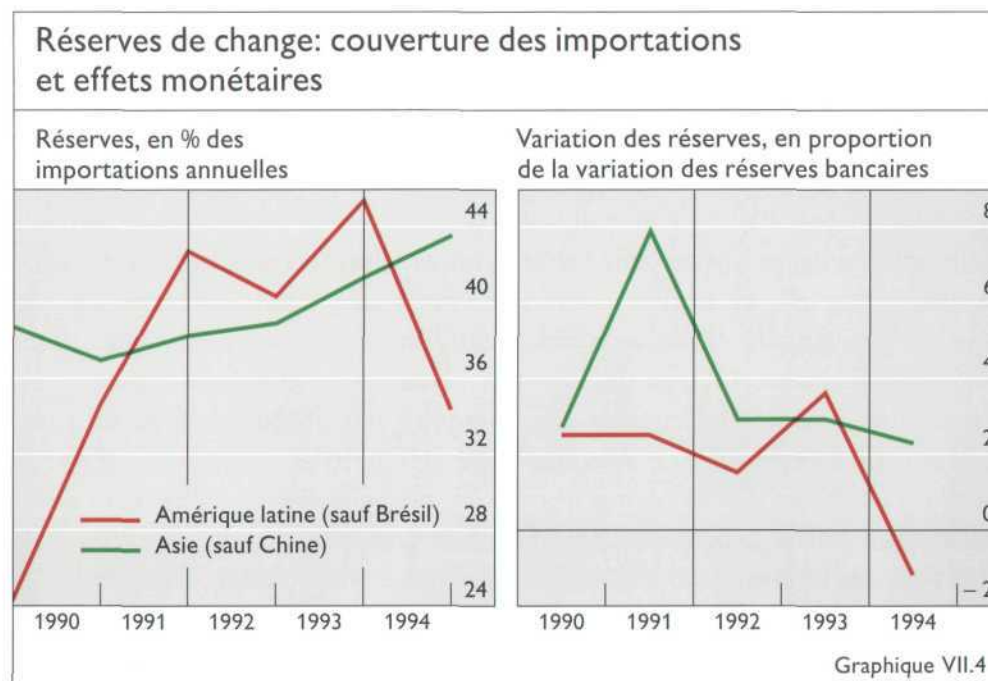
Coût de la
stérilisation

Il est difficile de comparer l'étendue de la stérilisation dans les divers pays, car elle affecte différents postes du bilan de l'institut d'émission. Selon un indicateur – ratio de l'accroissement des créances brutes sur l'extérieur de la banque centrale à celui des réserves bancaires – les opérations de stérilisation auraient été très importantes au début des années 90 en Indonésie, en Malaysia, à Singapour et en Thaïlande, de même qu'au Brésil, au Chili, en Colombie et au Mexique (tableau VII.5). La tendance a été plus marquée dans l'ensemble de l'Asie qu'en Amérique latine (graphique VII.4, cadre de droite). Il est certain que le différentiel d'intérêt entre les titres en monnaie locale vendus par les banques centrales et les actifs à court terme des réserves officielles a été habituellement beaucoup plus faible en Asie qu'en Amérique latine, où il a souvent été supérieur à la dépréciation de la monnaie nationale.

Le coût de ces opérations de stérilisation pour la banque centrale peut être atténué s'il est supporté en partie par un relèvement des coefficients de réserves obligatoires, peu rémunérées, comme cela a été le cas au Chili, en Colombie, en Corée, en Inde, en Malaysia et au Venezuela. Pour limiter les répercussions négatives sur les bénéfices des établissements, on peut appliquer des coefficients marginaux aux postes du bilan étroitement liés aux entrées de capitaux; c'est ce qui a été fait au Chili, en Colombie et en Malaysia; mais ce dispositif peut être contourné par la désintermédiation. En Corée, en Indonésie, en Malaysia et à Singapour, le placement des liquidités de l'État, des entreprises publiques ou des fonds de pension auprès de la banque centrale ou

Ratio de l'accroissement des créances brutes sur l'extérieur de la banque centrale à celui des réserves bancaires						
	Corée	Inde	Indonésie	Malaysia	Singapour	Thaïlande
Fin 1980–fin 1984	0,35	0,15	1,64	–0,26	3,88	0,62
Fin 1989–fin 1993	0,61	0,62	3,81*	4,07	9,02	2,89
	Argentine	Brésil	Chili	Colombie	Mexique	Venezuela
Fin 1980–fin 1984	0,86	3,62	10,34	–0,52	0,35	1,30
Fin 1989–fin 1993	1,03	4,20	4,48	1,71	2,22	3,17
* Période de quatre ans se terminant en juin 1993.						
Source: FMI, <i>Statistiques financières internationales</i> .						

Tableau VII.5



sous forme d'actifs financiers – plutôt qu'auprès des banques commerciales – a aidé à neutraliser les effets des entrées de capitaux sur les réserves bancaires sans trop comprimer les bénéfices de l'institut d'émission. Dans ces pays, les opérations de marché ont ainsi joué un rôle moindre qu'au Brésil, au Chili, au Mexique et au Venezuela, où la stérilisation s'est principalement effectuée par le biais de ventes de titres de l'État ou de la banque centrale.

Même quand la politique monétaire utilise les taux d'intérêt en tant qu'instruments opérationnels et est principalement mise en œuvre au moyen de pensions sur titres à court terme, comme dans de nombreux pays industriels, la stérilisation tend à préserver aux taux un caractère incitatif pour les entrées de capitaux. Si la stérilisation est davantage liée à des objectifs quantitatifs d'agrégats de monnaie et de crédit, son impact sur les taux d'intérêt peut dépendre de la nature des structures financières du pays, par exemple de la gamme d'actifs disponibles et de leur degré de substituabilité. Dans certaines économies émergentes, où les marchés des titres servant de support aux opérations de stérilisation sont étroits, ces dernières ont pu faire monter les taux d'intérêt et stimuler davantage les entrées de capitaux à court terme, lorsque la stérilisation a surtout affecté les taux courts.

La crise financière mexicaine: problème des sorties de capitaux

Au Mexique, l'ancrage de la politique monétaire sur le cours de change...

Le maintien d'un ancrage de change a joué un rôle capital dans les politiques de stabilisation mises en œuvre au Mexique à la fin des années 80. Cet arrimage était jugé important non seulement parce qu'il fournissait un repère clair à l'orientation monétaire et rendait confiance aux marchés des capitaux, mais aussi parce qu'il rassurait les organisations de travailleurs, qui pouvaient craindre de voir des augmentations salariales modérées érodées par l'inflation. Parallèlement, la politique de change évoluait dans le sens d'une plus grande

souplesse, d'abord à la hausse, pour freiner les entrées de capitaux, puis à la baisse, pour corriger la perte de compétitivité.

La politique de dépréciation régulière, à un rythme bien inférieur à l'écart d'inflation avec les États-Unis, fit place, en 1991, à l'application d'une bande de fluctuation s'élargissant progressivement. Comme, dans un premier temps, les entrées de capitaux avaient tendance à dépasser le déficit des paiements courants (ce qui permettait d'accroître les réserves), les autorités maintinrent le jalon haut de la bande à un niveau constant, tout en autorisant un abaissement graduel de la borne inférieure. En fait, la bande fut élargie pour absorber les importations de capitaux, laissant le cours de change réel s'apprécier, mais de manière à ce que le mouvement puisse s'inverser dans une certaine mesure en cas de ralentissement des entrées. Pendant une grande partie de 1992 et de 1993, sous la pression des apports de capitaux, le cours de change resta proche de son plafond. Cette vigueur, conjuguée à la libéralisation commerciale et à l'élimination du déficit budgétaire, ramena la hausse des prix à la consommation de plus de 100% à la fin des années 80 à quelque 7% au début de 1994 – moyennant toutefois une appréciation substantielle du cours de change réel.

... complété par
diverses réformes
fait chuter
l'inflation ...

Il ne suffisait pas, cependant, d'utiliser le dollar comme point d'ancrage de l'orientation monétaire pour assurer des conditions rigoureuses en matière de monnaie et de crédit. En dépit d'un niveau relativement haut des taux des dépôts à court terme en pesos (ceux des prêts l'étant encore plus), le crédit bancaire explosa au début de la présente décennie (tableau VII.2). Avant 1988, le système bancaire, étroitement contrôlé, avait financé de très amples déficits publics. Avec la libéralisation du secteur financier à la fin des années 80 et la réduction des emprunts d'État auprès des banques, les établissements commerciaux bénéficièrent d'une plus grande liberté dans leurs prêts au secteur privé – d'autant plus que les entrées de capitaux n'étaient pas totalement stérilisées. Après de nombreuses années d'accès limité au crédit, les ménages et les entreprises multiplièrent leurs emprunts. Dans une large mesure, cela représentait aussi, pour un système bancaire qui avait été bridé, un processus normal de retour à l'intermédiation. Néanmoins, cette croissance rapide contribua à la diminution de l'épargne privée: le taux d'épargne nationale est tombé à moins de 14% du PIB en 1994, alors qu'il atteignait 20% durant la majeure partie des années 80. En outre, les taux d'intérêt internes élevés incitèrent les résidents à s'endetter en dollars vis-à-vis des banques – phénomène amplifié, l'an dernier, par le gonflement marqué des crédits consentis par les fonds fiduciaires et les banques de développement.

... mais le crédit est
en forte expansion

En mars 1994, après l'attaque massive sur le peso provoquée par l'assassinat d'un candidat aux élections présidentielles, les autorités ont relevé fortement les taux d'intérêt internes, en vendant des réserves et en laissant chuter la monnaie. En fin de mois, celle-ci avait perdu quelque 8% par rapport à la fin de 1993. Malgré une atténuation des tensions immédiates de caractère politique et autre, les doutes concernant la viabilité du cours de change peso/dollar ont persisté, de sorte que les autorités, opposées à une majoration supplémentaire des taux, ont eu de plus en plus de mal à placer des émissions en monnaie nationale. La dette publique arrivant à échéance a donc dû être

Une série de
chocs politiques
fait vaciller le peso

Les autorités
résistent d'abord ...

refinancée sous forme de *tesobonos*, titres à court terme rattachés au dollar. À la fin de l'année, les *tesobonos* détenus hors du système bancaire atteignaient \$21 milliards environ (contre moins de \$2 milliards un an plus tôt), dont un montant estimé à plus de \$17 milliards aux mains des non-résidents. Parallèlement, les banques commerciales avaient contracté un endettement substantiel à court terme en dollars et possédaient, en outre, des créances sur de nombreux clients dans la même situation.

... mais les pressions
l'emportent

L'attaque suivante contre le peso à la fin de 1994 – déclenchée par un regain de tensions au Chiapas – s'est produite au moment où les réserves étaient déjà bien entamées et la dette en dollars considérable. En outre, les taux d'intérêt internes n'ont pas été relevés aussi largement que plus tôt dans l'année. En présence de pertes de réserves massives, les autorités ont modifié la bande de fluctuation du peso le 20 décembre 1994, dévaluant de fait le plancher de 13%. Deux jours plus tard, face à une fuite persistante des capitaux, la monnaie était mise en flottement. Les semaines suivantes, les marchés des capitaux du Mexique ont été hantés par des doutes sur l'orientation qui serait donnée aux politiques internes et sur l'ampleur de l'assistance financière extérieure. Le cours de change et les cotations boursières se sont effondrés dans les premiers mois de 1995 (graphique VII.1).

Recherche d'une
nouvelle stabilité

Cependant, un redressement spectaculaire de la balance commerciale s'est concrétisé au début du printemps. L'annonce d'une aide extérieure d'un montant sans précédent, la mise au point d'un programme de stabilisation approuvé par le FMI et un relèvement sensible des taux courts ont fini par procurer un répit au peso. Entre fin décembre 1994 et fin avril 1995, plus de \$7 milliards de *tesobonos* ont été remboursés aux non-résidents. Pourtant, la plus grande stabilité de la monnaie, à un cours nettement inférieur, n'a entraîné qu'une baisse progressive des taux du marché monétaire, après une forte tension dans les premiers mois de 1995, les ramenant à un peu plus de 50% à la mi-mai. Des taux nominaux aussi hauts drainent inévitablement les liquidités et peuvent devenir très élevés en termes réels, de sorte que de nombreux crédits bancaires ne sont plus viables. Les banques ont d'ailleurs été confrontées à une sévère augmentation de leurs créances douteuses: selon une estimation, leurs prêts non productifs atteignaient 15% du total en avril 1995.

De toute évidence, les événements récents se distinguent nettement de ceux qui ont caractérisé la crise d'endettement international au commencement des années 80: cette fois, les déficits extérieurs du Mexique coïncidaient avec des données fondamentales micro et macroéconomiques saines à de nombreux égards. Le solde négatif des paiements courants n'indiquait pas, comme naguère, une situation budgétaire non maîtrisée. En outre, les réformes structurelles avaient grandement accru la souplesse de l'économie et sa capacité de réaction aux signaux du marché. Comme suggéré au début du chapitre, cette crise soulève des questions de politique économique plus délicates qu'auparavant, qui reflètent des déséquilibres internes manifestes.

L'ancrage nominal
sur le cours de
change présente
des avantages...

Un problème revêt une importance particulière: l'utilisation du cours de change comme point d'ancrage nominal. Un tel ancrage convient parfaitement à de petites économies ouvertes, où les prix du commerce international exercent une influence dominante sur la formation des prix intérieurs et des

salaires. Il s'est également avéré particulièrement efficace pour faire rapidement baisser des taux d'inflation très élevés dans plusieurs pays relativement grands d'Amérique latine. La visibilité de l'engagement officiel de change a facilité la mobilisation du soutien public en faveur des programmes de stabilisation et favorisé l'atténuation rapide des anticipations d'inflation.

Dans de nombreux cas, cependant, l'ancrage sur le cours de change ne saurait être immuable. Si, sous l'impulsion des pressions des salaires et prix intérieurs ou de la demande globale, un dérapage produit d'amples déficits des paiements courants, la crédibilité de l'engagement de change peut se trouver entamée; elle peut l'être encore plus dans une situation de fragilité financière, où la banque centrale apparaîtrait moins disposée à relever les taux d'intérêt pour défendre la monnaie. Il est certes possible de renforcer la confiance pour un temps en incitant le secteur public ou privé à émettre des titres de dette en devises, puisque cela majore le coût potentiel d'une modification de la parité. L'endettement privé en devises peut, en outre, réduire la capacité des autorités à stimuler l'économie en agissant sur le cours de change. De telles mesures ne font, toutefois, que différer les corrections de change nécessaires. En accentuant les contraintes pesant sur la politique, elles peuvent en définitive accroître à la fois les difficultés d'une défense de l'ancrage et les coûts de l'ajustement économique liés à une dévaluation devenue inévitable. Tant que les problèmes résultant d'une perte de compétitivité ne seront pas traités en corrigeant le change au bon moment, la baisse de l'inflation n'apparaîtra pas durable, et les autorités risquent d'être placées devant un dilemme plus aigu.

D'une part, comment garantir qu'un ancrage nominal défini en termes de cours de change soit étayé par un rythme adéquat d'expansion du crédit intérieur? Une caisse d'émission, comme en Argentine et à Hong-Kong, fournit un mécanisme réglementaire contraignant pour la conduite de la politique. Par contre, pour les approches qui font intervenir une part de jugement, il est difficile d'apprécier l'orientation de la politique monétaire lorsque les indicateurs traditionnels sont faussés par une libéralisation financière générale. S'agissant du Mexique, le niveau élevé des taux d'intérêt réels et l'appréciation du cours de change réel au début de la décennie donnent à penser que la politique monétaire suivait une ligne relativement rigoureuse. Pourtant, l'expansion rapide du crédit intérieur paraîtrait plutôt indiquer une aisance excessive. Selon une autre interprétation, elle refléterait principalement une vague d'ajustements de portefeuille consécutive à la déréglementation. Il aurait alors été très délicat de s'y opposer par un relèvement des taux d'intérêt qui, en l'absence de contrôle des changes efficace, aurait pu attirer de nouveaux capitaux. Ce qui semble clair, en tout cas, c'est que cette expansion du crédit a contribué à une flambée de consommation qui ne pouvait durer. Et, comme on l'a souligné précédemment, elle a exposé les banques à divers risques de crédit, de taux d'intérêt et de change, qui sont devenus évidents lorsque les marchés ont senti que la politique de stabilisation axée sur le cours de change n'était pas viable.

D'autre part, comment gérer la transition entre un ancrage de change nominal destiné à abaisser l'inflation et une politique visant à établir un cours

... s'il n'est pas
maintenu trop
longtemps en cas
de dérapage...

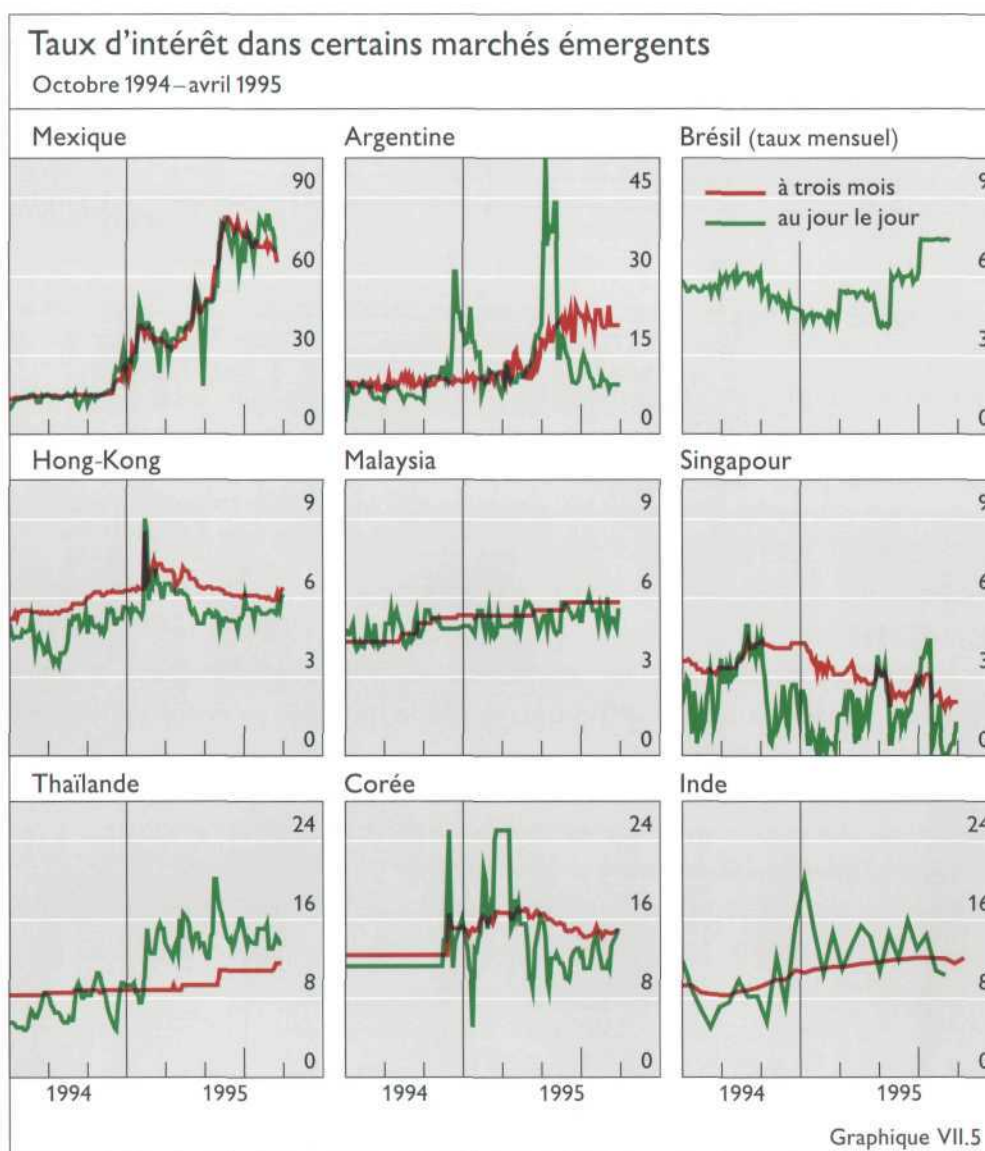
... et s'il n'est pas
compromis par une
expansion excessive
du crédit

plus compétitif lorsque d'amples déséquilibres extérieurs le commandent? Les autorités mexicaines ont cherché à introduire une plus grande souplesse en élargissant progressivement la bande de fluctuation adoptée quand la monnaie était soumise à des tensions à la hausse. Cependant, la fourchette d'environ 12–13% n'a pas été suffisante, en fin de compte, pour un ajustement en baisse du cours de change réel. En laissant les réserves s'épuiser jusqu'à ce que le marché impose l'ajustement, les autorités ont fortement réduit leur marge de manœuvre ultérieure.

Répercussions sur les autres marchés émergents

Effet de contagion ...

Par sa soudaineté même, la crise mexicaine a ébranlé les investisseurs étrangers et les a obligés à réexaminer les risques de placement sur presque tous les marchés émergents. Le choc a sans doute été d'autant plus fort que le Mexique avait pris une place prépondérante en tant qu'économie émergente, grâce notamment à sa participation à l'ALENA et à son admission à l'OCDE. Les investisseurs internationaux le citaient souvent comme



Évolution récente des conditions financières dans les marchés émergents					
	Variation du cours de change par rapport au dollar EU, en % ¹	Cours des actions (1994 = 100)		Taux d'intérêt à court terme ²	
		Déc. 1994 (1 ^{re} quinz.) ³	Avril 1995	Déc. 1994 (1 ^{re} quinz.)	Avril 1995
Amérique latine					
Argentine	- 0,5	90,9	72,9	9,9	21,5
Brésil	- 6,8	122,2	82,8	5,2 ⁴	7,4 ⁴
Chili	1,3	116,9	112,1	5,8 ⁵	6,0 ⁵
Colombie	- 5,0	87,1	82,0	39,8	36,1
Mexique	-44,3	95,6	44,4	14,7	71,6
Venezuela	0,0	79,6	70,7	24,8	17,7
NEI d'Asie					
Corée	3,3	105,6	96,5	12,3	14,5
Hong-Kong	0,0	84,8	89,8	6,1	6,0
Singapour	4,9	95,9	96,2	4,1	2,3
Taiwan	3,4	108,1	101,4	9,1	7,4
Chine	2,1	78,3	67,1	11,0	11,0
Autres pays d'Asie					
Inde	- 0,5	95,2	78,2	9,4	11,8
Indonésie	- 2,1	90,6	84,5	13,9	15,5
Malaysia	3,4	91,7	96,2	5,1	5,8
Philippines	- 7,8	97,3	86,5	7,8	10,4
Thaïlande	2,2	95,0	91,7	8,7	10,9

¹ Entre la première quinzaine de décembre 1994 (moyenne du 1 au 16) et avril 1995 (moyenne).
² Taux à trois mois du marché monétaire (ou, quand il est disponible, des dépôts bancaires).
³ Moyenne des 2, 9 et 16 décembre. ⁴ Taux mensuel. ⁵ Taux réel.

Tableau VII.6

référence: ainsi, les obligations internationales de ce pays servaient fréquemment d'étalon pour la tarification appliquée aux autres économies émergentes. À la suite de la dépréciation du peso, la quasi-totalité des émetteurs d'Amérique latine se sont vu fermer l'accès au marché obligataire international, tandis que les conditions devenaient plus difficiles pour les emprunteurs d'Asie. Les émissions d'actions se sont, elles aussi, fortement contractées.

Face aux sorties de capitaux, les autorités disposaient de quatre grandes options: procéder à des interventions, laisser la monnaie se déprécier, rétablir des contrôles ou relever les taux d'intérêt.

Des interventions massives, surtout en janvier 1995, ont été facilitées par la forte accumulation de réserves dans les économies en développement ces dernières années, notamment en Asie, où elles s'élevaient à près de \$380 milliards à la fin de 1994. Celles de l'Amérique latine, particulièrement volumineuses dans le cas du Brésil, se situaient à quelque \$100 milliards. Néanmoins, certains pays ont pu être amenés à s'interroger sur le caractère adéquat de leurs réserves en observant l'importance de l'effet de contagion à bref délai de la crise mexicaine; celle-ci les a alertés sur l'ampleur des pertes qu'ils pourraient subir en peu de temps à la suite d'un changement de sentiment des opérateurs financiers internationaux.

... qui contraint
d'autres économies
émergentes à agir

Interventions

Politique de change

L'idée de dévaluation a été écartée en Argentine et à Hong-Kong, mais une certaine dépréciation par rapport au dollar EU a été acceptée en Indonésie, au Brésil et en Colombie. En Argentine, le premier trimestre de 1995 a été caractérisé par une baisse substantielle des réserves de change; les dépôts auprès des établissements de crédit ont fléchi et une partie du système bancaire a été perturbée. La dollarisation plus poussée de l'économie a été favorisée par une modification du régime de réserves obligatoires et par des accords d'aide aux banques en difficulté sous forme d'emprunts en devises bénéficiant du soutien de l'État. Dans le cadre d'un programme approuvé par le FMI, l'Argentine a annoncé, en mars 1995, des mesures budgétaires vigoureuses visant à soutenir la parité avec le dollar EU.

Pas de retour
au contrôle
des changes

À l'exception du Venezuela, qui avait décidé une telle action l'an dernier, la plupart des pays se sont refusés à rétablir des contrôles sur les sorties de capitaux, soit pour des raisons de principe, soit par crainte de réactions négatives du marché. Certains semblent toutefois avoir révisé leurs projets d'extension de la libéralisation des flux transfrontières; d'autres, au premier rang desquels Hong-Kong, ont différé diverses mesures de déréglementation interne prévues, notamment en matière de taux d'intérêt.

Relèvement des
taux d'intérêt

De nombreuses banques centrales, acceptant le risque d'éventuelles pressions supplémentaires à la baisse des prix des actions et d'autres actifs, ont nettement relevé les taux d'intérêt à court terme. La majoration sensible de l'argent au jour le jour sur plusieurs marchés d'Asie du Sud-Est, dont l'Indonésie et Hong-Kong, a été particulièrement efficace pour accroître le coût de la spéculation contre la monnaie; la mesure a été rapidement inversée lorsque les difficultés se sont estompées. Comme elles se prolongeaient en Thaïlande, la banque centrale a cherché à limiter la hausse sur le marché monétaire et à isoler les taux longs, afin de protéger les marchés des actifs et l'économie interne. Des pressions beaucoup plus fortes et persistantes contre la monnaie ont appelé une vive augmentation des taux courts en Argentine et au Brésil. Au Chili et dans certains pays d'Asie, en revanche, les entrées de capitaux se sont poursuivies. À Singapour, les taux courts ont été de plus en plus poussés à la baisse. Au Brésil, à Hong-Kong, en Inde, en Indonésie, en Malaysia, à Singapour et en Thaïlande, des contrôles administratifs ont été mis en place pour restreindre les prêts bancaires aux résidents.

La plupart des
économies
absorbent le choc...

Pour de nombreux pays, l'onde de choc de la crise mexicaine s'est avérée assez passagère; au début du printemps, les préoccupations initiales des marchés des capitaux à l'égard de l'ensemble des économies émergentes avaient fait place à des jugements plus pondérés. À l'exception majeure du Brésil (où, de toute façon, la dépréciation est restée modeste), le cours de change s'est redressé (tableau VII.6). La valeur en dollar des monnaies du Chili, de Corée, de Malaysia, de Singapour, de Taiwan et de Thaïlande était même remontée, en avril 1995, au-dessus de son niveau d'avant la crise. Quant aux cours des actions, ils n'avaient qu'en partie annulé leur baisse antérieure en Amérique latine à cette date, sauf au Chili (qui a enregistré de bons résultats économiques); en termes de dollars, le marché brésilien est celui qui a le plus perdu (après celui du Mexique), suivi par celui de l'Argentine. En Asie, la plupart des marchés se sont nettement ressaisis, hormis celui de l'Inde.

... les marchés
repartent...

Au total, l'expérience récente montre que, une fois absorbé le choc initial de la crise, les marchés des capitaux de la plupart des économies émergentes ont plutôt fait preuve de résistance. Les investisseurs sont apparus plus attentifs aux spécificités, accordant leur préférence aux pays dont la politique économique et les perspectives structurelles étaient saines. Cela en a incité bon nombre à redoubler d'efforts pour resserrer leur politique macroéconomique; de leur réussite dépendra la restauration d'une détente durable sur les marchés des capitaux.

... et certains
pays resserrent
leur politique

Il n'en demeure pas moins que les entrées au titre de l'investissement de portefeuille dans l'ensemble des économies émergentes se réduiront probablement cette année. Les marchés des capitaux semblent moins disposés à tolérer des déficits des paiements courants qui ne correspondent pas à des taux élevés d'investissement interne. Ce changement d'attitude peut s'avérer salutaire. Dans les pays d'Asie exposés à la surchauffe, une réduction des afflux de fonds serait d'ailleurs bienvenue. Certains pays d'Amérique latine, pour leur part, seraient plus à même de gérer ces entrées si elles étaient mieux réparties dans le temps, avec des volumes moins importants actuellement, mais l'assurance d'une plus grande régularité à l'avenir.

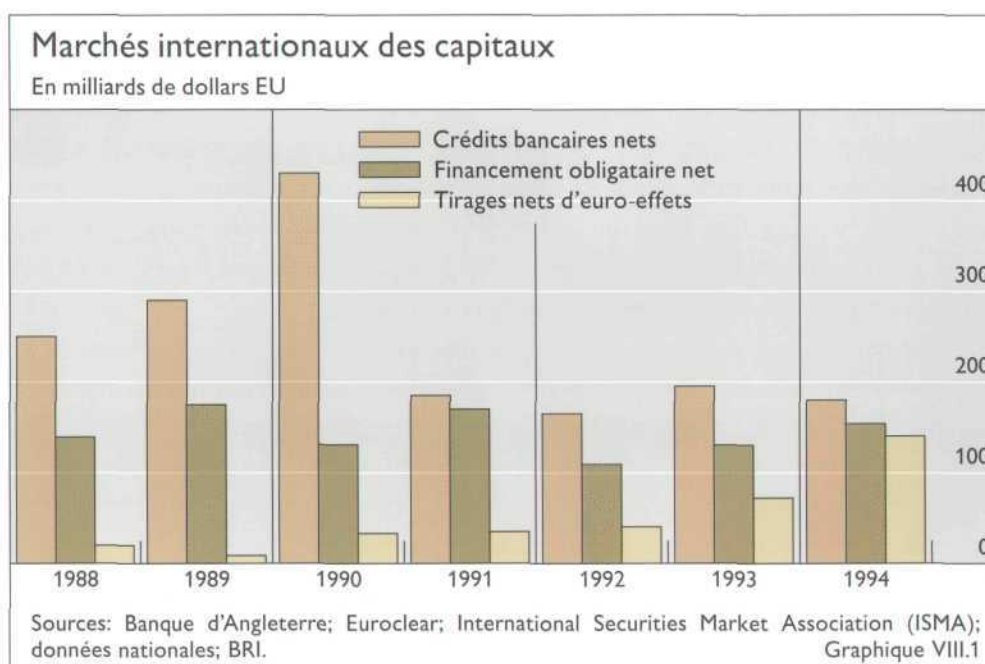
La poursuite des vastes réformes économiques amorcées dans les années 80, recentrées à la lumière d'une meilleure connaissance des dangers inhérents à une dépendance excessive envers des formes instables de financements extérieurs, devrait garantir aux pays en développement qu'ils continueront de recevoir des flux substantiels de capitaux pour stimuler leur croissance dans les années à venir.

VIII. Marchés internationaux des capitaux

Faits saillants

Les marchés internationaux des capitaux ont subi un profond réajustement à la suite du retournement des cours des obligations à travers le monde en février 1994. Le dénouement de positions spéculatives sur titres étrangers a entraîné un remboursement massif de crédits bancaires, principalement à court terme. Du côté des dépôts, les banques internationales ont bénéficié de la préférence des investisseurs pour des actifs plus liquides. Ces ressources ont été en grande partie recyclées vers les économies nationales, mais la faiblesse de la demande de prêts dans un grand nombre de pays a permis d'alimenter les crédits consortiaux ainsi que les financements interbancaires et commerciaux à destination du monde en développement. La diminution simultanée de l'offre de capitaux à long terme et de la demande d'emprunts bancaires à court terme de la clientèle peut avoir contribué à l'accentuation de la courbe des rendements observée sur les principales monnaies européennes. Parallèlement, la réduction de l'offre et de la demande pour les devises les plus touchées par le revirement obligataire a aidé, au moins jusqu'au commencement de 1995, à en atténuer le plus possible les répercussions sur les changes.

Grâce à leur capacité d'adaptation à l'évolution rapide des conditions des marchés, les titres ont connu une activité record en 1994. Cet essor apparaît encore plus marqué si l'on prend en compte le ralentissement des remboursements: le total des émissions nettes a augmenté de 45% par rapport à 1993. Les fonds collectés dans le cadre des programmes d'euro-effets,



Financements nets sur les marchés internationaux (estimations)							
Composante	Variation ¹						Montant à fin 1994
	1989	1990	1991	1992	1993	1994	
	en milliards de dollars EU						
Créances externes des banques déclarantes ²	684,7	614,7	- 48,0	186,6	317,4	268,4	7 103,2
Créances internes en devises	130,7	130,2	- 61,4	-39,9	-0,9	-5,1	1 269,9
<i>moins: dépôts interbancaires</i>	525,4	314,9	-294,4	-18,3	121,5	83,2	4 133,0
A = Prêts bancaires internationaux nets ³	290,0	430,0	185,0	165,0	195,0	180,0	4 240,0
B = Tirages nets d'euro-effets	8,0	33,0	34,9	40,4	72,1	140,2	406,1
Émissions d'obligations internationales	264,5	239,8	319,7	332,6	437,1	381,8	
<i>moins: amortissements et rachats</i>	89,7	108,9	149,9	223,5	306,8	227,9	
C = Financement obligataire net	174,9	131,0	169,9	109,0	130,3	153,9	2 047,6
D = A + B + C = Total des financements	472,9	594,0	389,8	314,4	397,5	474,1	6 693,7
<i>moins: duplications d'écritures⁴</i>	57,9	79,0	34,8	69,4	127,5	69,1	863,7
E = Financements internationaux nets	415,0	515,0	355,0	245,0	270,0	405,0	5 830,0

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.

¹ Données bancaires et, à partir de 1990, tirages d'euro-effets: variation d'encours à cours de change de fin de trimestre; financements obligataires: montant converti aux cours de change en vigueur aux dates d'annonce. ² 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. ³ Moins duplications d'écritures dues aux dépôts successifs entre banques déclarantes (estimations). ⁴ Obligations souscrites par les banques déclarantes et déjà prises en compte dans les créances bancaires sur les non-résidents.

Tableau VIII.1

Tableau VIII.1

particulièrement souples, ont quasiment doublé, mais certaines modifications dans les caractéristiques d'émission ont également soutenu le marché primaire des obligations. Cet ajustement à l'attitude plus circonspecte des investisseurs a profité aux notes à taux variable (NTV) et aux instruments à taux fixe d'échéance plus courte. Il a aussi incité à solliciter les ressources en yens, devenues abondantes à la suite du repli des investisseurs japonais vers les actifs en monnaie nationale. Si la gamme des emprunteurs s'est diversifiée, le changement de sentiment en cours d'année a donné lieu à un élargissement des marges en fonction de la qualité du crédit. Cette réaction a été particulièrement nette quand la crise mexicaine, en décembre, a eu des répercussions négatives non seulement pour les pays en développement, mais aussi pour certains pays industriels. On a également noté, vers la fin de l'année, une reprise des sorties de capitaux d'Amérique latine.

Le revirement des taux d'intérêt a marqué le début de ce qui s'avérera probablement un tournant pour les produits dérivés. Les instruments sur taux se sont fortement développés pendant le premier semestre, à la suite des turbulences sur les marchés obligataires; ils ont fait la preuve de leur utilité pour répercuter les nouvelles conditions de marché à l'ensemble des échéances et des monnaies et faciliter les ajustements de portefeuille quand la liquidité diminue dans les marchés sous-jacents. Le reste de l'année, en revanche, après les lourdes pertes subies par certains utilisateurs, sources de contre-publicité et de litiges, les conditions sur le gré à gré sont devenues

moins favorables. L'effondrement de Baring Brothers, en alertant une fois encore sur les risques qui menacent les institutions quand leurs systèmes de contrôle internes sont défectueux, souligne la nécessité d'améliorations dans ce domaine. C'est précisément dans ce sens que vont les principales initiatives officielles prises pendant la période considérée: elles tendent à renforcer la transparence et les infrastructures de marché plutôt qu'à mettre en place une législation restrictive.

Marché bancaire international

Remboursements
considérables...

Sous l'effet d'influences contradictoires, le développement des avoirs internationaux des banques déclarantes est resté modeste l'an dernier. D'une part, le dénouement de positions sur les marchés européens des changes et des obligations a donné lieu à des remboursements considérables de crédits. Comme ceux-ci avaient été financés non seulement auprès des systèmes bancaires nationaux, mais aussi par l'intermédiaire de l'euromarché, l'accroissement de ces transactions, puis leur réduction, ont eu un effet multiplicateur sur les données brutes (qui comprennent les flux interbancaires). Le revirement a surtout concerné les monnaies d'Europe continentale, ce qui laisse penser qu'elles avaient fait l'objet d'opérations massives de couverture

Principales caractéristiques de l'activité bancaire internationale					
Emplois et origines	Variation, hors effets de change				Montant à fin 1994
	1991	1992	1993	1994	
	en milliards de dollars EU				
A = Créances sur les pays hors zone	6,8	66,1	10,8	39,0	879,8
B = Créances intrazonales	-166,6	81,4	252,6	214,7	7 312,1
1) Créances sur le secteur non bancaire	100,8	89,6	126,3	-47,1	2 084,0
2) Utilisation par les banques pour prêts internes	77,0	10,1	4,8	178,6	1 095,1
3) Dépôts interbancaires	-294,4	-18,3	121,5	83,2	4 133,0
C = Non attribué	0,4	- 0,8	53,1	9,5	181,1
D = A + B + C = Avoirs bancaires internationaux des banques déclarantes	-109,4	146,7	316,5	263,2	8 373,0
E = D - B 3) = Crédit bancaire international net	185,0	165,0	195,0	180,0	4 240,0
A = Engagements envers les pays hors zone	- 11,7	13,3	-18,2	75,5	794,0
B = Engagements intrazonales	-208,8	92,4	114,7	528,3	7 049,8
1) Engagements envers le secteur non bancaire	15,2	104,4	87,1	132,2	1 536,9
2) Apport par les banques de fonds internes	117,7	41,6	78,4	-60,2	1 375,5
3) Dépôts interbancaires	-341,7	-53,6	-50,7	456,3	4 137,4
C = Non attribué	63,9	5,6	47,8	32,5	533,6
D = A + B + C = Engagements bancaires internationaux des banques déclarantes	-156,7	111,4	144,3	636,3	8 377,4
Pour mémoire: crédits consortiaux*	136,7	221,4	220,9	252,0	

* Facilités annoncées, à l'exclusion des crédits à moyen terme non spontanés et des prêts renégociés en cas uniquement de modification de marges.

Tableau VIII.2

Tableau VIII.2

Répartition par monnaie des créances externes des banques*										
Monnaie	Monnaie nationale					Devises				
	Variation, hors effets de change				Montant à fin 1994	Variation, hors effets de change				Montant à fin 1994
	1991	1992	1993	1994		1991	1992	1993	1994	
	en milliards de dollars EU									
Ensemble des monnaies	20,8	7,3	189,3	-81,8	1 828,9	-74,2	179,2	127,8	189,8	3 595,6
Dollar EU	1,6	-18,4	-13,0	- 5,1	477,4	-78,0	78,5	23,5	132,3	1 867,5
Deutsche mark	- 6,4	-16,0	75,5	-36,7	257,5	-10,5	75,6	43,5	21,5	576,0
Yen japonais	20,8	-28,5	- 4,0	24,0	569,5	-43,6	-43,9	-20,3	24,7	183,6
Franc français	5,5	49,5	42,9	-32,8	128,0	14,0	6,9	10,6	- 7,0	105,4
Livre sterling	-10,0	24,0	15,1	1,4	105,8	-18,7	12,9	- 6,9	9,7	113,4
Franc suisse	- 8,2	- 8,5	- 0,4	- 2,2	95,3	1,1	4,2	-18,4	0,9	119,1
Lire italienne	3,3	2,8	17,7	-16,0	49,4	20,1	8,5	33,3	20,7	121,1
Peseta espagnole	1,7	10,6	36,2	- 7,5	41,1	..	..	..	..	..
Écu						15,8	12,3	4,8	-20,0	152,4
Autres monnaies	12,6	- 8,1	19,4	- 6,8	105,0	25,7	24,2	57,8	7,0	356,9

* Banques des pays industriels déclarants uniquement.

Tableau VIII.3

* Banques des pays industriels déclarants uniquement.

Tableau VIII.3

et/ou de spéculation (chapitre V). D'autre part, les remboursements et la désaffection parallèle pour les instruments à taux fixe et à long terme ont fourni d'abondantes liquidités aux intermédiaires financiers, qui les ont en bonne partie recyclées localement, mais en ont également réacheminé un volume important sur le marché international, la demande étant insuffisante dans plusieurs pays. En ont bénéficié les prêts consortiaux ainsi que, dans certaines économies en développement, les crédits à court terme, de plus en plus recherchés. Au total, le crédit bancaire international, net des dépôts interbancaires, a progressé de 4%.

... fournissant
aux banques
d'abondantes
liquidités

Évolution par monnaie

Le revirement le plus marqué des agrégats bancaires bruts entre 1993 et 1994 a concerné les secteurs du deutsche mark et du franc français et affecté principalement les créances externes des deux pays. Ce phénomène a été la conséquence directe à la fois de la crise du MCE et de l'imbrication croissante, depuis quelques années, du crédit bancaire et du négoce de titres. C'est ainsi qu'on avait enregistré en 1992-93 une forte hausse des crédits secs et des prêts sur titres (pensions), aux fins soit de couverture, soit de spéculation. La demande de titres en deutsche marks et en francs français, en particulier, avait gonflé l'activité bancaire internationale dans ces monnaies en 1993; or, en 1994, ces positions ont été dans une très large mesure inversées. On a observé une tendance semblable, bien qu'atténuée, sur certaines monnaies européennes moins négociées, notamment la lire italienne et la peseta espagnole. Il faut noter, en outre, la contraction de l'Écu (-12%), la plus prononcée pour l'euro-marché bancaire.

Retournement des
positions prises
sur monnaies
européennes
en 1992-93

Le retournement des positions sur monnaies européennes en 1994 tranche avec l'expansion en dollars et en yens. Le dynamisme de l'économie des États-Unis a poussé les entreprises de ce pays à accroître leur recours au

Vive expansion des
prêts en dollars
et en yens

marché international, et le système bancaire américain a pu se financer à moindre coût auprès des banques de l'euromarché, moins sollicitées. L'augmentation des prêts en yens, qui fait suite à un repli marqué les trois années précédentes, s'explique par la demande d'actifs en cette monnaie et par des opérations circulaires entre le Japon et les places franches voisines.

Activité par centre déclarant

Dans les divers centres, la baisse des avoirs s'est souvent accompagnée d'une augmentation des engagements, ce qui a amplifié les flux nets. Dans le cas des établissements d'Allemagne et de France, par exemple, les remboursements d'emprunts en monnaie nationale par les non-résidents se sont accompagnés d'abondants dépôts. Cela a donné pour l'année des entrées nettes de \$97,5 milliards et \$46,6 milliards respectivement, qui ont largement financé le déficit du compte de capital. L'ampleur de ces mouvements (principalement à court terme) et la désaffection parallèle pour les titres à long terme concordent avec l'accentuation de la courbe des rendements et l'absence de pressions sur le deutsche mark et le franc français en 1994.

Les entrées nettes bancaires aux États-Unis ont également été fortes (\$115,1 milliards). Ce financement du déficit extérieur du pays par d'autres sources a correspondu au recyclage par l'euromarché, vers le système interne, non seulement de capitaux préalablement exportés par des résidents pour des raisons fiscales et réglementaires, mais aussi de réserves officielles étrangères en dollars (chapitre VI). Dans le cas des banques japonaises, les sorties nettes sur l'ensemble de l'année (\$19,3 milliards) masquent des mouvements contrastés: des exportations nettes au premier trimestre ont fait place ensuite à des importations nettes, en liaison avec des opérations sur titres.

Fortes entrées nettes par le biais des banques d'Allemagne et de France ...

... ainsi que des États-Unis ...

... mais sorties nettes au Japon

Activité bancaire internationale par centre déclarant										
Pays de résidence des banques déclarantes	Avoirs					Engagements				
	Variation, hors effets de change				Montant à fin 1994	Variation, hors effets de change				Montant à fin 1994
	1991	1992	1993	1994		1991	1992	1993	1994	
	en milliards de dollars EU									
Ensemble des pays	-48,0	186,6	317,4	268,4	7 103,2	-121,8	91,1	50,5	552,1	7 134,8
Royaume-Uni	-51,9	87,7	49,3	97,3	1 199,8	- 43,7	63,1	38,2	85,2	1 278,1
Japon	-35,9	-57,9	- 6,6	22,3	1 007,6	-127,9	-128,8	-38,8	3,0	723,7
États-Unis	6,8	-24,7	-17,1	-17,0	531,8	1,2	38,2	27,1	98,1	820,7
France	-14,5	75,0	70,3	-24,1	526,8	18,7	23,6	13,6	22,5	550,6
Allemagne	10,2	6,1	95,1	-12,8	469,2	12,3	50,4	43,1	84,7	411,9
Suisse	- 6,5	6,0	-12,3	22,2	404,3	0,1	3,8	- 9,7	33,7	338,3
Pays-Bas	7,3	6,0	4,7	- 8,1	176,6	3,2	17,8	5,0	1,0	169,5
Italie	4,5	4,2	13,6	-20,6	136,6	25,0	31,4	-19,8	1,1	230,2
Espagne	8,3	25,4	55,6	-11,8	110,6	9,9	14,8	9,1	10,9	103,2
Centres des Caraïbes	8,5	-23,9	-10,4	67,1	640,1	12,4	- 30,2	-25,6	66,7	638,8
Centres d'Asie	- 3,2	24,0	10,6	93,2	1 038,6	- 21,9	19,6	- 2,3	86,2	997,4
Autres pays	18,4	58,6	64,5	60,7	861,2	- 11,0	- 12,5	10,7	59,0	872,5
Tableau VIII.4										

Tableau VIII.4

Opérations internationales avec le secteur non bancaire intrazone										
Position des banques sur	Variation, hors effets de change								Montant à fin 1994	
	Avoirs				Engagements					
	1991	1992	1993	1994	1991	1992	1993	1994	Avoirs	Engage- ments
	en milliards de dollars EU									
Ensemble des pays	89,1	134,4	163,5	-21,8	4,5	59,3	56,4	90,6	1 513,5	1 164,7
États-Unis	5,6	29,7	33,3	- 1,7	-12,1	-9,1	-9,0	35,2	341,1	284,9
Japon	44,1	12,3	12,9	10,2	- 5,7	-0,3	-3,2	3,8	310,8	23,3
Allemagne	9,5	35,0	33,0	- 2,7	11,7	30,8	24,2	-6,9	158,2	200,7
Royaume-Uni	5,6	1,7	37,9	-19,0	3,9	-2,1	8,5	8,4	99,6	81,7
Italie	8,0	9,2	8,3	2,5	3,2	5,4	1,0	1,2	92,9	40,4
Pays-Bas	4,7	- 1,9	2,0	- 3,9	4,7	9,1	13,7	13,4	61,8	87,7
Canada	3,4	3,1	4,0	0,8	- 3,6	-1,7	-0,9	1,0	49,1	13,2
France	2,2	6,6	13,0	- 3,4	- 0,1	7,0	-0,4	3,6	47,0	47,8
Belgique*	0,9	- 0,4	1,9	- 0,7	0,0	5,8	6,7	4,7	33,1	50,6
Suède	1,5	15,2	- 4,3	- 4,0	0,6	-0,8	1,6	-0,2	25,7	4,8
Suisse	-1,3	1,8	- 0,3	1,0	1,3	1,6	0,4	2,2	23,5	58,5
Autres pays	4,8	22,2	21,8	- 0,7	0,4	13,8	13,8	24,3	270,9	271,1
Pour mémoire:										
Position locale en devises	11,7	-44,8	-37,2	-25,4	10,7	45,1	30,7	41,6	570,4	372,2
* Y compris le Luxembourg.										
Tableau VIII.5										

* Y compris le Luxembourg.

Tableau VIII.5

Les transactions dans les places franches déclarantes ont connu un essor considérable. Les prêts accordés par Hong-Kong ont atteint un volume record pour ce centre (\$76,5 milliards), qui n'a été dépassé qu'au Royaume-Uni (\$97,3 milliards). Si l'activité dans ce dernier pays était liée à des opérations à l'intérieur de l'Europe et avec les États-Unis, l'expansion de Hong-Kong s'explique par le dynamisme des crédits en Asie et par son rôle particulier dans les transferts des capitaux entre le Japon et la Chine. On a enregistré, en même temps, une reprise de l'intermédiation bancaire par les centres des Caraïbes, due principalement à la demande accrue de fonds dans l'économie américaine: l'importance des emprunts extérieurs des banques situées aux États-Unis a facilité le retour dans ce pays de dépôts placés dans ces centres.

Essor des opérations dans les places franches bancaires

Opérations avec le secteur non bancaire de la zone

Les agents non bancaires de la zone ont constitué une source essentielle de financement pour l'euromarché. L'augmentation de 9% de leurs dépôts représente près des trois quarts du crédit bancaire international net. L'élément déterminant a été la reprise des apports des résidents américains (\$35,2 milliards), réorientés ensuite vers les États-Unis par les centres des Caraïbes. À l'inverse, les agents non bancaires allemands ont prélevé quelque \$6,9 milliards; l'abaissement du coefficient de réserves obligatoires par la Bundesbank à partir de mars 1994 et la création d'OPCVM monétaires en Allemagne ont amoindri l'attrait des dépôts en deutsche marks hors du pays.

Dépôts massifs des agents non bancaires...

Malgré ces importants dépôts non bancaires, les établissements déclarants ont enregistré une diminution de \$47,2 milliards de leurs créances

... dont les emprunts ne progressent pas en proportion

internationales intrazonales. Dans plusieurs pays, surtout au Japon, en Suède et en Italie, les entreprises ont continué de réduire leur dette en devises envers les banques nationales et étrangères. En outre, la clientèle des grands centres de l'euromarché a remboursé ses emprunts en monnaies européennes, à mesure qu'elle dénouait ses positions sur les marchés des changes et des titres. Ce phénomène a principalement affecté les créances des banques déclarantes sur les résidents du Royaume-Uni, parmi lesquels de nombreux intermédiaires financiers internationaux non bancaires.

Opérations avec les pays hors zone

Dynamisme des prêts à l'Asie, mais atonie de ceux aux autres régions ...

Les créances des banques déclarantes sur le groupe hors zone se sont accrues de \$39 milliards, l'Asie entrant dans ce montant pour plus de la totalité. Si la forte réduction à l'égard de l'Europe orientale fait penser que les banques ont continué d'appliquer une politique sélective, les transferts de crédits garantis aux organismes officiels et l'augmentation des remboursements de principal ou d'intérêts (par la Bulgarie, la Pologne et la Hongrie – pour les deux premiers pays, dans le cadre d'accords de rééchelonnement de dette) ont accentué ce recul. En outre, les pays développés ont effectué des paiements nets, soit par suite d'une politique active de remboursement (Nouvelle-Zélande), soit parce qu'ils ont émis davantage de titres internationaux (Australie). L'annulation générale des lignes interbancaires à la Turquie, après l'accélération de la dépréciation de la livre turque en mars et avril 1994, a aussi contribué à l'atonie des prêts au groupe. Pour l'Amérique latine, la progression des créances sur trois pays est supérieure à celle de la région: Mexique (\$7,6 milliards), Argentine (\$2,9 milliards) et Chili (\$2,1 milliards); elle a été en partie compensée par l'accord sur la réduction de la dette du Brésil, en avril 1994, et le mouvement de repli au Venezuela après la crise du système bancaire. Il faut replacer cette évolution dans un double contexte: le moindre recours des pays latino-américains aux marchés internationaux des titres et le

... sauf pour quelques grands pays d'Amérique latine

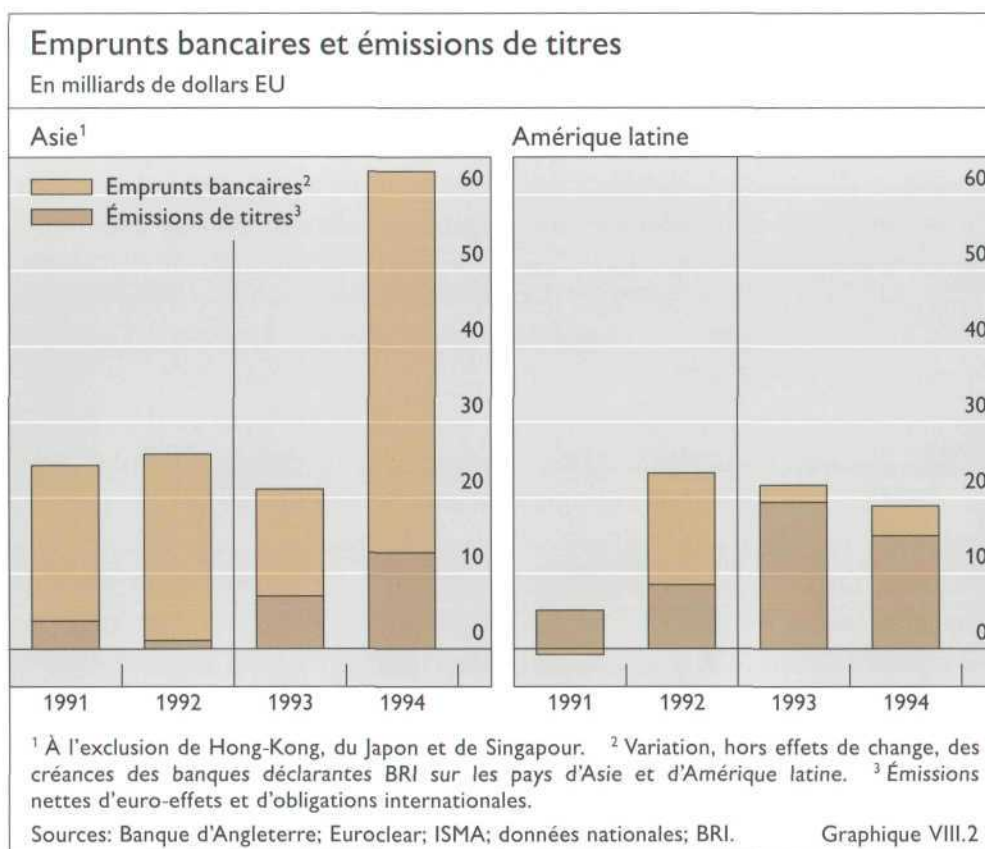
Activité des banques avec les pays hors zone								
Position des banques sur	Variation, hors effets de change						Montant à fin 1994	
	Avoirs			Engagements				
	1992	1993	1994	1992	1993	1994	Avoirs	Engagements
	en milliards de dollars EU							
Ensemble hors zone	66,1	10,8	39,0	13,3	-18,2	75,5	879,8	794,0
Pays développés	7,0	5,0	- 2,3	11,2	10,1	21,7	161,5	148,9
Europe orientale	3,9	-3,8	-13,3	9,7	2,6	2,0	80,4	35,9
dont: ex-Union soviétique	5,9	-1,9	- 5,0	5,8	2,2	-0,8	53,6	16,1
Pays en développement	55,2	9,7	54,7	-7,6	-31,0	51,8	637,9	609,2
Amérique latine*	14,8	2,3	4,0	-2,1	- 6,8	22,1	231,6	159,3
Moyen-Orient	16,0	-5,4	3,1	-6,9	-20,3	2,7	80,1	194,5
Afrique	-1,2	-2,0	- 2,0	2,6	0,4	3,2	39,6	41,3
Asie	25,7	14,8	49,6	-1,3	- 4,2	23,8	286,6	214,1
dont: Chine	6,2	5,7	7,8	1,8	0,5	10,3	57,4	60,0

* Y compris pays des Caraïbes non classés comme places franches bancaires.

Tableau VIII.6

* Y compris pays des Caraïbes non classés comme places franches bancaires.

Tableau VIII.6



non-renouvellement des créances échues dans le cas du Venezuela et, vers la fin de l'année, du Mexique.

En revanche, les banques se sont montrées particulièrement actives dans les pays en développement d'Asie, qui sollicitent pourtant de plus en plus les marchés nationaux et internationaux des titres. Les emprunts ont atteint la somme record de \$49,6 milliards, sous forme de montages consortiaux, dont le volume reste élevé, mais aussi d'abondants capitaux interbancaires à court terme. Il faut préciser que le chiffre des concours à cette région exclut les opérations avec Hong-Kong, centre déclarant que les entreprises chinoises utilisent beaucoup pour se procurer indirectement des fonds sur le marché international. Les crédits ont été très concentrés sur la Thaïlande (\$20 milliards) et la Corée (\$15,2 milliards), la Chine arrivant en troisième position, loin derrière, avec \$7,8 milliards de prêts directs. L'ampleur des flux bancaires vers les deux premiers pays s'explique dans une large mesure par des circonstances particulières: en Thaïlande, la création de l'International Banking Facility (IBF) de Bangkok en 1993 et, en Corée, le resserrement des conditions monétaires vers la fin de 1994. On n'observe pas la même situation sur les marchés des titres, où l'accroissement des emprunts de l'Asie (de \$7 milliards en 1993 à \$12,7 milliards) a été réparti plus également parmi les grandes économies de la région.

Les pays hors zone ont considérablement renforcé leurs dépôts en 1994 (\$75,5 milliards). Ce chiffre correspond en partie au placement, par un grand nombre d'entre eux, d'avoirs officiels gonflés par de fortes entrées de capitaux privés. D'un autre côté, la place notable du secteur privé non bancaire dans les

En Asie, prédominance confirmée des prêts bancaires

Reprise des sorties de capitaux d'Amérique latine

dépôts reçus d'Amérique latine (45%) montre la reprise des sorties de capitaux, après trois années de rapatriement.

Prêts consortiaux internationaux

Volume record de
prêts consortiaux ...

Le secteur des crédits bancaires consortiaux a été, l'an dernier, l'un des compartiments les plus actifs, enregistrant un nouveau record (\$252 milliards, contre \$220,9 milliards en 1993). Certes, les refinancements à des conditions plus avantageuses ont représenté environ un quart du total, mais les prêts nets s'inscrivent, eux aussi, à un maximum historique. L'ampleur des liquidités et la solidité des fonds propres de plusieurs grands groupes bancaires ont manifestement joué en faveur des emprunteurs: la marge moyenne par rapport au LIBOR pour les crédits en dollars est tombée de quelque 120 points de base au troisième trimestre de 1992 à moins de 50 au quatrième de 1994, la durée moyenne s'est légèrement allongée et les clauses contractuelles ont été assouplies. L'augmentation a été marquée pour les prêts au secteur public, souvent assortis d'une marge très faible. On peut citer parmi les autres facteurs favorables la difficulté de mettre sur pied des financements à taux fixe, dans un tel contexte d'incertitudes sur les taux d'intérêt, et le nombre grandissant de fusions et acquisitions, auxquelles les crédits consortiaux, souples et personnalisés, sont mieux adaptés. La concurrence entre prêteurs a été accentuée par l'arrivée de nouveaux intermédiaires, en particulier des banques d'affaires américaines. De plus, le développement de l'activité des teneurs de marché, les progrès de la standardisation des documents et l'adoption de clauses protégeant les prêteurs contre des remboursements anticipés ont encore encouragé l'essor du négoce des prêts, donc la participation d'investisseurs institutionnels, comme les compagnies d'assurance vie et les fonds de pension. Cette évolution a atténué davantage la distinction entre crédits et titres.

... dans un
contexte de
concurrence intense
entre prêteurs

Marchés des titres

Dynamisme
constant du
financement
par titres

Les émissions totales nettes d'euro-effets et d'obligations internationales ont bondi de 45% entre 1993 et 1994. Si la souplesse des programmes d'euro-effets a favorisé l'essor dans ce compartiment, en partie aux dépens des euro-obligations classiques, l'ajustement des caractéristiques d'émission a également stimulé l'activité primaire sur ce dernier marché. Plus prudents, les investisseurs ont préféré les titres à court terme et actifs à taux variable et se sont détournés des instruments complexes. Au fil de l'année, les marchés se sont montrés davantage sensibles à la qualité du crédit, ce qui s'est manifesté par une sélectivité à l'égard des emprunteurs.

Euro-effets à court et à moyen terme

L'expansion rapide des euro-effets s'est poursuivie en 1994. Les annonces sont montées à \$197,2 milliards, portant le total des fonds disponibles à près de \$1 000 milliards. Dans le même temps, les tirages dans le cadre des facilités existantes ont presque doublé (à \$140,2 milliards), pour un encours de \$406,1 milliards en fin d'année. Les eurobons à moyen terme négociables

Emprunts sur les marchés des titres, par catégorie et monnaie d'émission										
Catégorie et monnaie	Émissions nettes ¹								Encours à fin 1994	
	Marchés nationaux ²				Marchés internationaux ³				Natio- naux ²	Interna- tionaux ³
	1991	1992	1993	1994	1991	1992	1993	1994		
	en milliards de dollars EU									
Total des emprunts	1 351,3	1 417,1	1 590,4	1 463,3	204,8	149,4	202,5	294,1	21 974,7	2 453,7
Effets à court terme ⁴	114,1	137,0	87,5	181,8	16,5	12,1	-6,3	3,3	3 846,8	114,1
Dollar EU	27,6	23,1	42,5	84,7	10,2	14,6	-8,1	-4,2	1 643,4	81,9
Yen japonais	-63,9	14,8	29,3	-2,6	-0,3	-0,2	-0,4	2,2	646,7	2,5
Franc français	37,4	26,3	-16,6	16,7	0,0	0,2	-0,3	0,0	372,1	0,0
Livre sterling	- 4,8	-10,2	3,3	20,8	0,3	0,0	2,6	0,5	131,5	5,1
Deutsche mark	24,5	0,7	- 7,7	-2,1	1,2	2,5	-0,7	3,1	23,5	6,2
Autres monnaies ⁵	93,3	82,3	36,7	64,4	5,1	-5,0	0,6	1,6	1 029,7	18,5
Effets à moyen terme	45,0	93,4	65,8	32,6	18,4	28,3	78,4	136,9	349,5	292,0
Dollar EU	42,4	34,4	34,0	23,6	7,0	11,2	31,3	40,5	234,3	104,6
Yen japonais	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	3,6	18,3	59,3	0,0	87,2
Franc français	0,0	55,9	24,2	3,3	0,2	0,5	2,0	4,1	87,7	7,0
Livre sterling	1,2	3,4	7,0	5,4	1,4	2,8	6,2	6,9	18,0	17,8
Deutsche mark	..	..	..	..	0,3	2,1	6,0	6,8	..	16,1
Autres monnaies ⁵	1,4	- 0,3	0,6	0,3	8,8	8,1	14,6	19,3	9,5	59,3
Obligations	1 192,3	1 186,7	1 437,1	1 248,9	169,9	109,0	130,3	153,9	17 778,4	2 047,6
Dollar EU	568,0	554,9	606,9	503,1	37,9	31,0	10,8	41,5	7 891,0	728,1
Yen japonais	141,5	141,6	175,2	292,5	20,5	5,9	15,8	47,4	4 103,7	325,1
Franc français	31,6	35,8	56,1	33,4	15,9	20,7	33,1	23,5	636,7	125,8
Livre sterling	13,9	43,3	67,0	29,1	20,6	9,2	22,9	7,6	362,5	155,9
Deutsche mark	125,9	189,5	217,7	127,2	11,2	20,0	25,9	17,8	1 642,6	222,0
Autres monnaies ⁵	311,4	221,6	314,2	263,6	63,7	22,2	21,9	16,1	3 141,9	490,7

¹ Variation d'encours à cours de change constant, sauf obligations: flux. ² Émissions des résidents et (pour les effets) des non-résidents en monnaie locale sur le marché local; pays de l'OCDE uniquement, à l'exclusion de l'Islande et de la Turquie. ³ Émissions des résidents sur les marchés étrangers et en devises sur le marché local; effets: non compris les émissions en monnaie locale sur les marchés étrangers. ⁴ Marchés nationaux: certificats de dépôt, papier commercial et bons du Trésor; marchés internationaux: europapier commercial et autres euro-effets à court terme. ⁵ Y compris l'Écu.

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

Tableau VIII.7

(EBMTN) ont encore confirmé leur prépondérance, puisqu'ils représentent la quasi-totalité des émissions nettes et 72% de l'encours à la fin de 1994. Dans ce secteur, la forte demande des investisseurs japonais a stimulé les opérations en yens, qui sont arrivées en tête, avec 44%. On a aussi enregistré une expansion rapide sur plusieurs monnaies européennes, notamment le deutsche mark, la lire, la livre sterling et le franc français. Les émissions hors dollar comptent aujourd'hui pour plus de 50% de l'encours total d'euro-effets.

Pour les *euro-effets à court terme*, l'encours n'a guère augmenté. Si le secteur du dollar a diminué de 5%, à l'image des émissions étrangères sur le marché du papier commercial des États-Unis, l'expansion de 44% dans les autres monnaies – principalement deutsche mark, florin et yen – souligne la croissance rapide des marchés récemment autorisés. Dans le compartiment du deutsche mark, en particulier, la gamme limitée de papier à court terme disponible sur le marché interne a gonflé la demande émanant des OPCVM

Prépondérance
confirmée des
EBMTN...

... mais stagnation persistante de l'EPC

monétaires allemands. La stagnation de l'europapier commercial (EPC) depuis quelques années s'explique par la baisse conjoncturelle de la demande de crédits de trésorerie dans un certain nombre de pays, les efforts des entreprises pour réduire leur charge d'endettement et la possibilité d'émettre des effets à court terme dans le cadre de programmes d'EBMTN. Il faut noter également que, sauf aux États-Unis, la plupart des grands marchés nationaux de papier commercial sont en repli ou étales depuis 1992.

Les EBMTN ont continué de se développer beaucoup plus rapidement que les produits équivalents aux États-Unis, les dépassant même de 25% en volume à la fin de 1994. Les incertitudes sur les taux d'intérêt et l'extrême diversité des tirages – échéance, monnaie, montant, risque de taux d'intérêt et caractéristiques dérivées – ont soutenu cette croissance. La standardisation de la documentation dans ce cadre, en assurant le meilleur lancement au moindre coût, a encouragé l'émission d'euro-obligations aussi bien que les placements privés. La tendance à offrir une garantie de prise ferme a également contribué à estomper davantage la distinction avec les euro-obligations.

Les investisseurs deviennent plus prudents ...

On ne dispose pas d'informations détaillées par type de tirage, mais la circonspection des investisseurs, l'an dernier, semble s'être traduite par une réduction moyenne des échéances et des montants ainsi que par une proportion plus élevée d'instruments à taux variable. On a enregistré un tarissement des effets composés, qui avaient joué un grand rôle dans le développement du marché en 1993. Enfin, bien qu'un certain nombre d'emprunteurs aient annoncé des émissions planétaires, on ne peut pas vraiment parler d'une tendance claire, étant donné qu'elles se présentent en deux tranches, destinées l'une au marché américain et l'autre à l'euromarché.

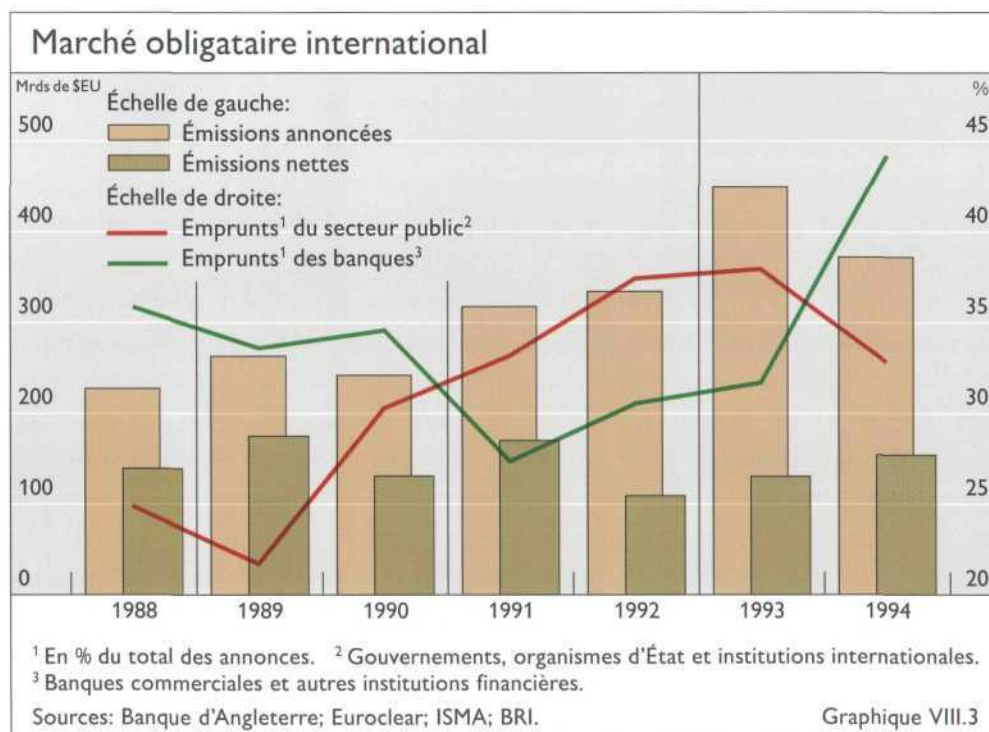
Marché obligataire

... mais cela influe plus sur la structure que sur le volume des émissions

Malgré l'instabilité des marchés et la chute des remboursements après leurs niveaux sans précédent de 1993, les annonces brutes n'ont diminué que de 17% par rapport au chiffre record de 1993, à \$371,8 milliards. Les financements nets ont même augmenté de 18%, pour atteindre \$153,9 milliards. Toutefois, la nouvelle configuration des taux d'intérêt et l'attitude circonspecte des investisseurs et emprunteurs ont déprimé les émissions à taux fixe et considérablement soutenu celles à taux variable. On a aussi enregistré une contraction de l'échéance et du montant moyens ainsi que du nombre d'instruments complexes. La forte demande d'actifs en yens par les investisseurs japonais a stimulé l'activité dans cette monnaie. En outre, la part des établissements financiers s'est accrue, alors que celle des institutions financières internationales a chuté. Les emprunts des pays en développement sont restés élevés, le ralentissement des émissions latino-américaines étant largement compensé par l'expansion des financements en faveur d'une gamme plus vaste de résidents d'autres pays en développement.

Préoccupation croissante pour la qualité du crédit

Au fil de l'année, les investisseurs internationaux se sont montrés de plus en plus préoccupés par la qualité des émetteurs des pays en développement et industriels, en particulier ceux qui enregistrent un important déficit budgétaire et/ou un niveau élevé d'endettement. Cela a naturellement joué en faveur des



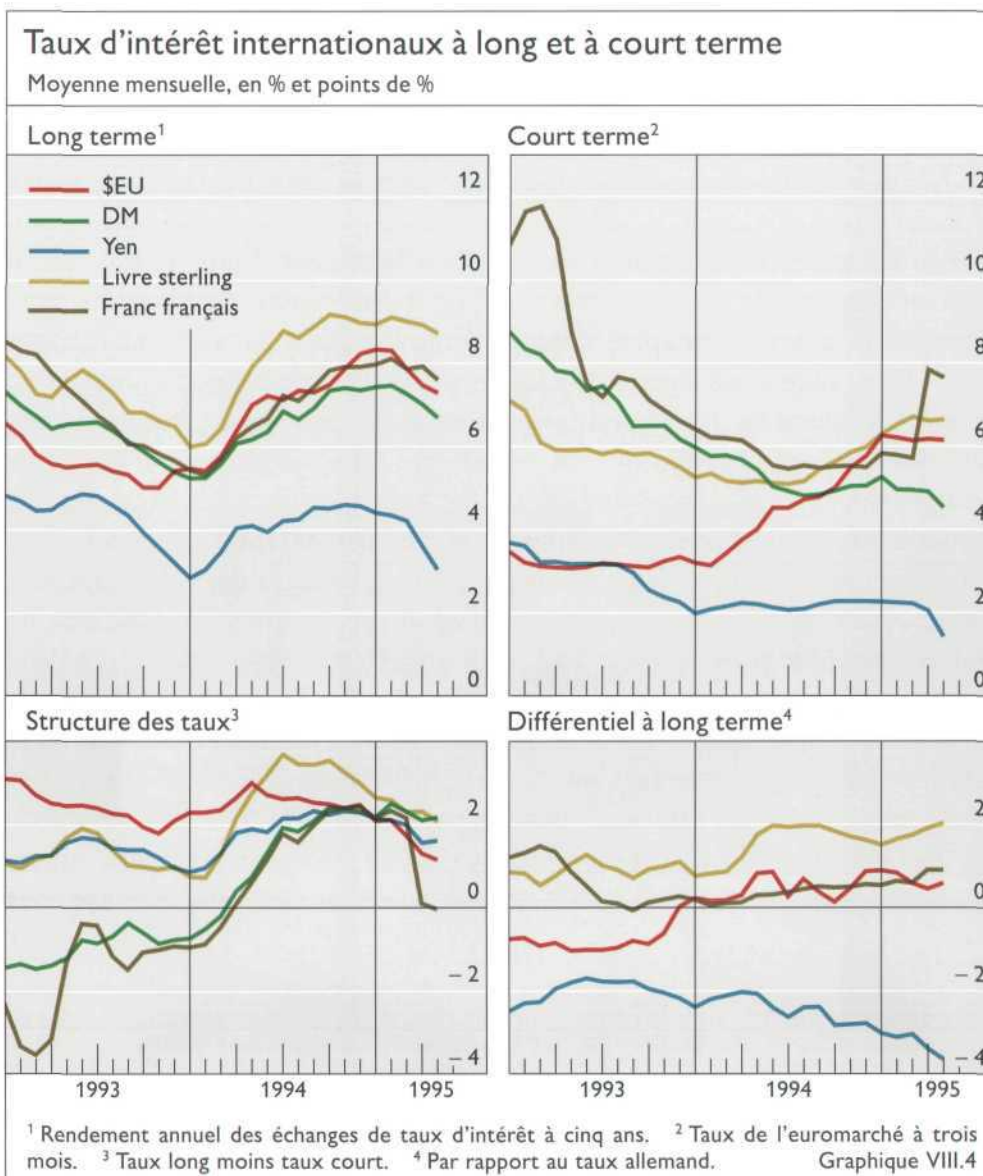
sociétés (financières ou non) de première qualité des pays bénéficiant d'une solide réputation de solvabilité. La tendance s'est renforcée en fin d'année, quand la crise mexicaine a eu des répercussions dans toute l'Amérique latine et, à un moindre degré, en Asie. Elle s'est traduite par une chute des cours sur le marché secondaire et un durcissement des conditions d'émission.

Le volume des transactions sur le marché secondaire enregistré par les organismes internationaux de compensation a augmenté de 29% par rapport à 1993, à \$24 400 milliards. L'expansion a atteint un niveau record au premier trimestre, par suite de délestages de titres; pour l'ensemble de l'année, elle a été plus marquée sur les obligations internationales (34%) que sur l'euro-obligataire (18%), où elle est principalement le fait des NTV. Le vif essor du négoce est dû à une conjugaison de facteurs, notamment l'incertitude et la volatilité sur les marchés mondiaux d'obligations, l'efficacité et l'ouverture accrues des marchés nationaux et le développement des pensions livrées. Toutefois, les moins-values de portefeuille et les conditions de négociation plus difficiles ont beaucoup entamé les bénéfices des teneurs de marché, ce qui en a incité plusieurs à se désengager sur quelques compartiments, voire à se retirer complètement. Des pressions sur les marges se sont aussi manifestées sur le marché primaire, où la concurrence a pris une telle intensité qu'il est devenu très difficile de préserver les conditions consortiales habituelles. La préférence des investisseurs pour les actifs à court terme et la réduction des stocks des teneurs de marché ont, semble-t-il, posé des problèmes de liquidité dans le plus long terme.

Obligations classiques à taux fixe. Le brusque revirement déclenché par le relèvement des taux d'intérêt à court terme, par la Réserve fédérale en février 1994, a mis fin au dynamisme qui régnait jusque-là sur le marché primaire des obligations internationales à taux fixe. La crainte d'un accroissement des

Hausse rapide des transactions sur le marché secondaire ...

... mais les pressions sur les marges des opérateurs s'intensifient



Le financement obligataire est affecté par le revirement du marché au début de 1994

rendements et de la volatilité a détourné les investisseurs, forçant beaucoup d'emprunteurs à retarder leurs émissions ou à proposer des instruments à plus court terme ou à taux variable. En conséquence, les financements classiques à taux fixe ont chuté en février et mars; malgré une certaine reprise par la suite, ils sont restés très inférieurs aux niveaux de 1993. Alors que, à cette époque, les investisseurs internationaux étaient prêts à placer leurs fonds en titres à échéance plus longue ou moins bien cotés, en échange de rendements meilleurs ou de plus-values, le climat plus frileux de 1994 a eu l'effet inverse. L'incertitude a rendu particulièrement difficile le placement d'émissions classiques de montant élevé ou à long terme, et l'on a donc noté une réduction du volume moyen des offres et de leur échéance moyenne pondérée. Les bailleurs de fonds ont aussi attaché davantage d'importance à la situation financière des emprunteurs, ce qui a freiné la tendance à une diminution des primes de risque.

Le retournement des taux d'intérêt a déclenché des liquidations de positions particulièrement importantes, constituées sur certains titres de dette

européens dans l'attente de nouvelles baisses des taux. L'accentuation de la courbe des rendements qui en est résultée, conjuguée à plusieurs facteurs spécifiques, a exercé un puissant effet négatif sur les émissions dans les monnaies concernées. Ainsi, le secteur du deutsche mark a diminué de 53%, du fait que les emprunteurs de nombreux pays se sont portés sur d'autres monnaies (en particulier le yen) à taux fixe ou vers des NTV libellées en marks. Le compartiment de la livre sterling a également chuté (43%), à cause d'un affaiblissement de cette monnaie et d'une hausse sensible des taux d'intérêt au premier semestre. Celui du franc français a, lui aussi, subi un net repli (40%), suite à des restrictions sur les émissions délocalisées. En revanche, la fin de la limitation des emprunts en eurolires, associée à une forte demande des investisseurs italiens, à des conditions d'échange favorables et à l'élargissement de la gamme des émetteurs, a contrebalancé les effets négatifs des incertitudes politiques et de l'instabilité des marchés, puisque ce secteur a progressé de 44%. Enfin, des avantages fiscaux et le succès des titres adossés à des contrats d'échange ont presque multiplié par trois les financements en francs luxembourgeois.

Chute dans de nombreuses monnaies ...

... mais certains compartiments résistent ...

Les abondantes disponibilités des investisseurs institutionnels japonais, et leur réticence apparente à l'égard des actions japonaises ou des titres en devises, dans le contexte de la libéralisation du marché de l'euro-yen (voir plus loin), ont entraîné une augmentation de 32% des émissions internationales en yens. Les principaux autres compartiments ont connu des évolutions contrastées. Dans celui du dollar EU, la demande des

... comme l'euro-yen

Structure par catégorie et monnaie des obligations internationales									
Catégorie et monnaie	Émissions annoncées				Émissions nettes				Montant à fin 1994
	1991	1992	1993	1994	1991	1992	1993	1994	
	en milliards de dollars EU								
Ensemble des émissions	317,6	334,1	449,3	371,8	169,9	109,0	130,3	153,9	2 047,6
Classiques à taux fixe	256,2	268,2	351,2	262,1	142,0	106,8	163,4	120,8	1 562,2
dont: dollar EU	75,0	86,9	105,1	66,2	27,8	37,2	51,6	27,0	465,8
yen japonais	39,1	39,6	46,3	60,9	20,7	3,6	10,4	36,6	294,3
deutsche mark	12,2	28,7	49,6	23,5	4,9	16,6	25,8	9,4	166,7
Notes à taux variable	19,0	41,7	58,5	76,5	3,4	22,4	25,2	51,3	302,9
dont: dollar EU	4,4	24,2	35,3	38,7	-5,0	13,9	15,7	28,0	167,9
yen japonais	1,4	3,9	5,4	7,4	0,0	2,1	2,6	7,8	23,2
deutsche mark	2,8	3,5	3,9	14,1	2,7	1,9	2,3	12,4	40,7
Émissions liées aux actions*	42,4	24,2	39,6	33,2	24,4	-20,1	-58,2	-18,2	182,5
dont: dollar EU	24,9	12,9	19,5	14,8	15,0	-20,0	-56,5	-13,5	94,4
yen japonais	0,1	0,2	3,3	3,5	-0,2	0,2	2,7	2,9	7,6
deutsche mark	4,7	2,1	2,3	0,7	3,7	1,5	- 2,1	- 4,0	14,6
Pour mémoire:									
Obligations annoncées dans le cadre de programmes d'EBMTN	0,0	9,6	31,6	48,9	0,0	9,6	29,6	50,1	89,9

* Obligations convertibles et à bon de souscription d'actions.

Sources: Banque d'Angleterre; ISMA; BRI.

Tableau VIII.8

* Obligations convertibles et à bon de souscription d'actions.

Sources: Banque d'Angleterre; ISMA; BRI.

Tableau VIII.8

résidents américains cherchant à se financer à des taux inférieurs à ceux du marché national n'a pas suffi à compenser le manque d'intérêt manifesté par ailleurs, ce qui a amené un recul de 37%. Dans le secteur du dollar australien, la vigueur de la monnaie a suscité l'intérêt des investisseurs institutionnels internationaux, dont les émissions ont presque doublé. Enfin, dans le cas du dollar canadien, les inquiétudes soulevées par la situation politique et budgétaire, qui ont donné lieu à une dépréciation régulière de la monnaie et à une forte hausse des taux longs, se sont traduites par une diminution de 62%.

La hausse des rendements favorise les NTV...

Notes à taux variable. Le peu d'enthousiasme du marché pour les titres à revenu fixe a favorisé les NTV, dont les annonces ont augmenté de 31%, pour atteindre le record de \$76,5 milliards. L'année a été marquée par un tournant à la fin du premier trimestre, concernant le volume des émissions et le type d'instrument. Dans les trois premiers mois, une forte demande des investisseurs et un avantage de coût (par rapport aux obligations émises à taux fixe et échangées contre des taux variables) ont suscité un montant d'emprunts sans précédent. Diverses institutions financières bien cotées, en particulier, ont proposé un grand nombre de NTV composées, dont les paiements sont modulés sur mesure par l'adjonction de caractéristiques dérivées. La plupart étaient libellées en dollars EU et offraient aux bailleurs de fonds des coupons supérieurs à ceux des NTV classiques référencées sur le LIBOR – à condition, toutefois, que les taux d'intérêt ne franchissent pas certains seuils. Par exemple, les tunnels créent des coupons planchers et plafonds, tandis que les corridors ne portent intérêt que si le LIBOR reste à l'intérieur d'une fourchette déterminée pendant une période donnée. Ces titres, conjugués aux contrats d'échange, permettent aux émetteurs de réduire notablement le coût de leur financement.

... mais nuit finalement aux notes composées

Le dynamisme est retombé pendant les trimestres suivants, notamment dans le compartiment du dollar EU, en raison d'un excès temporaire d'offre et de la réticence des emprunteurs à lancer des émissions alors que les taux à court terme continuaient de se tendre. Les montages de titres composés se sont taris, eux aussi, à la suite de lourdes pertes (les taux courts aux États-Unis approchaient des plafonds ou sortaient des corridors contractuels). Toutefois, dans certaines autres monnaies, l'activité s'est encore intensifiée après le premier trimestre. Par exemple, la demande vigoureuse des investisseurs allemands en instruments du marché monétaire et les besoins de financement des banques du pays ont presque fait quadrupler les émissions en deutsche marks entre 1993 et 1994.

Hausse du volume des émissions des PED et des titres adossés à des actifs

Plusieurs emprunteurs souverains ont lancé des émissions records – dont une opération multidevise de l'Italie (\$4,1 milliards) et une en EBMTN de la Suède (\$3 milliards) – à des marges très basses par rapport aux taux de référence. Ces conditions peu lucratives ont poussé les investisseurs à acheter des obligations des pays en développement et des titres adossés à des actifs, mieux rémunérés. Cela a permis aux emprunteurs des PED d'Asie de porter à \$3,3 milliards leur recours aux NTV. Bien que les émissions montées en leur faveur aient souvent adopté la forme juridique d'euro-obligations, la validité plus longue du montage et la gradation des commissions en fonction des

engagements de prise ferme correspondent davantage au mécanisme des prêts consortiaux. Le marché des titres adossés à des actifs, où les émetteurs ont été plus nombreux, a mis au point de nouveaux types de nantissement (sur cartes de crédit et sur comptes clients).

Obligations liées aux actions. Après une vague d'émissions au premier trimestre de 1994, l'activité s'est progressivement ralentie: les incertitudes sur les taux d'intérêt et la volatilité des cours des actions ont pesé sur le sentiment des investisseurs et compliqué la tarification des opérations. Sur l'ensemble de l'année, les annonces se sont contractées de 16% (à \$33,2 milliards). En même temps, du fait de la forte augmentation des crédits aux emprunteurs des pays en développement, ce sont les émetteurs non japonais qui ont prédominé. Au Japon, l'atonie du marché des actions et la mise en place, en avril, de nouvelles règles comptables moins favorables aux émetteurs ont beaucoup contribué à affaiblir les émissions d'obligations à bon de souscription d'actions. Le désengagement d'un certain nombre de teneurs de marché et d'investisseurs institutionnels, conjugué à l'arrivée à échéance d'un volume important de bons, a, semble-t-il, réduit la liquidité sur le marché secondaire. Il faut souligner que ces instruments constituaient, dans le passé, l'un des modes de financement délocalisé les plus prisés des emprunteurs japonais. Par ailleurs, comme les entreprises asiatiques non japonaises ont accru leur recours aux obligations convertibles, l'activité s'est portée davantage sur ces titres que sur les bons de souscription (\$22,3 milliards, contre \$10,8 milliards). Bien que le total des remboursements ait baissé de 46% par rapport à 1993, le faible volume d'émissions a amené un repli supplémentaire de l'encours (de \$191,8 milliards à \$182,5 milliards).

Conditions peu favorables aux obligations liées aux actions

Répartition des emprunteurs par catégorie et pays de résidence

Étant donné l'atonie persistante des emprunts des entreprises industrielles (sauf aux États-Unis, au Royaume-Uni et en France) – voire des remboursements nets dans le cas du Japon – et la diminution de la collecte du secteur public, ce sont les banques et autres institutions financières qui ont le plus sollicité les marchés internationaux (graphique VIII.3). En triplant presque leur volume de 1993, elles ont représenté 55% du total – \$294,1 milliards – des émissions nettes. Les principaux bénéficiaires, à hauteur des deux tiers, ont été les établissements situés en Allemagne, aux États-Unis, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni. Un montant élevé a aussi été recueilli par des organismes financiers installés aux îles Caïmans, qui ont profité des avantages fiscaux et des possibilités de placements privés offerts par ce centre. Si, aux États-Unis et au Royaume-Uni, les emprunts des institutions financières ont été associés à une remontée du crédit intérieur, les établissements d'Europe continentale ont fait preuve d'une tendance marquée à se procurer plutôt des ressources extérieures. Cela a été notamment le cas des banques allemandes qui, directement et par l'intermédiaire de leurs filiales à l'étranger (en particulier aux Pays-Bas), ont beaucoup recouru aux marchés des euro-effets et euro-obligations pour diversifier leurs monnaies et instruments de financement.

Importants emprunts des institutions financières...

Emprunts sur les marchés des titres, par secteur et pays de résidence de l'émetteur										
Secteur et pays de résidence	Émissions nettes ¹								Encours à fin 1994	
	Marchés nationaux ²				Marchés internationaux ³				Natio- naux ²	Interna- tionaux
	1991	1992	1993	1994	1991	1992	1993	1994		
	en milliards de dollars EU									
Total des emprunts	1 351,3	1 417,1	1 590,4	1 463,3	204,8	149,4	202,5	294,1	21 974,7	2 453,7
Secteur privé	450,9	431,7	447,5	321,0	126,1	67,0	69,3	184,1	7 998,6	1 573,8
États-Unis	160,1	157,1	225,7	225,0	11,5	11,3	9,6	40,6	3 587,4	245,8
Japon	40,5	55,3	46,6	11,9	36,4	-5,3	-47,4	-25,8	1 497,8	243,8
Allemagne	95,0	72,0	73,2	35,1	3,7	6,4	12,8	33,6	861,1	66,2
France	49,2	62,5	2,2	-7,7	20,6	18,7	20,8	15,4	590,0	167,9
Italie	48,9	42,9	39,8	10,7	3,0	-1,5	- 1,2	- 2,2	324,9	12,1
Royaume-Uni	-0,8	0,6	14,8	27,1	20,5	10,1	16,2	33,9	169,4	212,0
Suède	15,0	11,5	8,7	-4,4	-0,2	5,0	9,6	3,9	142,6	26,0
Pays-Bas	4,5	6,1	7,7	17,8	10,0	10,5	25,3	28,2	96,0	178,6
Canada	0,2	-1,6	3,8	3,5	-0,2	-1,6	0,1	- 1,4	47,9	41,3
Australie	2,1	1,7	-3,2	1,7	0,4	-1,3	1,5	0,5	44,4	45,7
Autres pays	36,1	23,6	28,1	0,4	20,4	14,8	22,0	57,3	637,0	334,1
Secteur public	900,5	985,4	1 142,8	1 142,3	78,7	82,4	133,2	110,0	13 976,1	879,9

¹ Variation d'encours à cours de change constant, sauf obligations: flux. ² Émissions des résidents et (pour les effets) des non-résidents en monnaie locale sur le marché local; pays de l'OCDE uniquement, à l'exclusion de l'Islande et de la Turquie. ³ Émissions des résidents sur les marchés étrangers et en devises sur le marché local; effets: non compris les émissions en monnaie locale sur les marchés étrangers.

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

Tableau VIII.9

... mais
ralentissement
du financement
du secteur public

Le ralentissement des émissions nettes du secteur public est entièrement dû à la forte réduction de la demande de capitaux des institutions internationales (tombée de \$33,7 milliards en 1993 à \$11 milliards). En revanche, les agents publics du Canada et de Suède ont maintenu un niveau élevé d'emprunts, malgré la majoration des primes de risque. Avec environ \$20 milliards dans chaque cas, ils représentent ensemble 41% des émissions nettes des organismes publics nationaux. Dans le même temps, les emprunteurs de ces deux pays ont modifié leur mode de financement, délaissant les obligations internationales pour les euro-effets, qui leur permettent de s'adapter plus rapidement aux changements de préférence des investisseurs. Ce déplacement a été particulièrement sensible pour les organismes suédois, dont le financement net par euro-obligations (\$6,2 milliards en 1993) s'est totalement tari l'an dernier, alors que leurs émissions nettes d'euro-effets sont passées de \$14,1 milliards à \$21,2 milliards.

La crise mexicaine
ne freine pas
l'activité

Au premier trimestre de 1995, l'aggravation de la crise mexicaine a pesé sur le sentiment des opérateurs à partir de février et conduit à un désengagement vis-à-vis du dollar EU et des débiteurs paraissant présenter un important risque de crédit. Les turbulences sur les marchés des changes et de la dette ont favorisé les opérations sur titres et instruments dérivés. Toutefois, contrairement aux précédentes périodes d'instabilité des monnaies et d'incertitudes sur les taux d'intérêt, les investisseurs ne se sont pas, dans l'ensemble, détournés du long terme. Les émissions nettes de titres internationaux sont restées élevées, avec un total de \$73,2 milliards, ce qui

équivalait à la moyenne trimestrielle de 1994. Bien que la recherche de la qualité ait augmenté la demande dans les monnaies européennes traditionnellement fortes, un certain nombre de facteurs ont abouti à dissocier la composition par monnaie des nouvelles émissions et l'évolution sur les changes. En particulier, les conditions favorables des contrats d'échange et la demande d'effets en euromonnaies émanant de la clientèle nationale ont gonflé l'activité dans les secteurs de l'eurolire et de l'eurofranc luxembourgeois. En revanche, les opérations en yens ont été quelque peu freinées par l'appréciation de la monnaie et un désengagement des investisseurs japonais.

Problèmes d'ordre structurel et réglementaire

En 1994, les autorités de plusieurs pays ont continué de déréglementer leur marché obligataire et de faciliter l'accès des résidents aux euro-obligations. Les mesures concernant les marchés internes avaient généralement pour but d'améliorer l'efficacité, la liquidité et le rapport coût-efficacité pour les emprunteurs nationaux et d'attirer les investisseurs étrangers. En Italie, par exemple, le droit de timbre pour les opérations réglementées sur titres d'État a été éliminé; au Portugal, la retenue à la source de 20% appliquée aux détenteurs étrangers d'obligations d'État a été abrogée et les non-résidents peuvent désormais émettre sur le marché portugais sans permission officielle; la Suisse a supprimé, en février 1995, l'assentiment préalable pour les débiteurs étrangers; enfin, au Japon, les conditions imposées aux entreprises désirant lancer des obligations nationales et étrangères non garanties ont été rendues moins strictes. Quant aux dispositions portant en particulier sur les euromarchés, elles visaient surtout à en libéraliser l'accès pour les emprunteurs et investisseurs résidents et à autoriser l'utilisation de la monnaie nationale dans les émissions délocalisées. C'est le Japon qui a pris le plus d'initiatives dans ce sens, notamment: abolition du délai de quatre-vingt-dix jours pour l'achat par les investisseurs nippons d'euro-obligations en yens émises par les gouvernements étrangers et organisations internationales; assouplissement des critères d'acceptation pour certaines catégories d'obligations d'entreprises résidentes sur les marchés étrangers; enfin, libéralisation des émissions de titres internationaux adossés à des actifs. Ces mesures auront des conséquences diamétralement opposées pour le marché obligataire international. D'une part, les conditions d'accueil plus favorables renforceront les émissions des résidents et non-résidents sur les marchés nationaux, ce qui risque de réduire l'offre d'euro-obligations. D'autre part, l'élimination des restrictions sur ces opérations soutiendra l'activité, comme cela a déjà été le cas sur le marché de l'euro-yen.

L'année a aussi été marquée par les efforts constants des autorités de plusieurs pays pour préciser ou réaffirmer les règlements sur les euro-émissions. Ces clarifications cherchaient en général à améliorer la transparence des activités délocalisées auxquelles sont associés les résidents et/ou la monnaie nationale. Elles étaient inspirées par des motifs divers, en vue notamment d'assurer le choix d'un établissement interne comme chef de file, de réduire les incertitudes fiscales liées aux achats de titres par les

Nouvelle
déréglementation
des marchés
obligataires et
euro-obligataires

Clarification
des règlements
concernant les
euro-émissions

résidents, de mieux définir la frontière institutionnelle entre activité locale et extraterritoriale, enfin de placer marchés internes et euromarchés dans une situation de concurrence équitable. La France et la Belgique, par exemple, ont précisé leur réglementation afin de veiller au caractère multinational des consortiums de garantie et au placement effectif des titres à l'étranger.

Marchés dérivés

Activité stimulée
par la volatilité

La volatilité sur les marchés des capitaux a stimulé l'utilisation des instruments dérivés négociés sur les marchés organisés en 1994. La croissance la plus soutenue (en nombre de contrats) a porté sur les taux d'intérêt et les indices boursiers, alors que les transactions sur devises sont restées dans l'ensemble léthargiques. Les marchés ont encore bénéficié de la mondialisation de l'investissement, de la multiplication des centres et des produits ainsi que de l'élargissement de la gamme des utilisateurs. Les places ont offert de nouveaux types de contrats pour mieux concurrencer le gré à gré, tout en développant des services sur ce dernier, et ont continué de tisser des liens bilatéraux. Hors marchés organisés, plusieurs pertes retentissantes et litiges connexes ont eu apparemment pour effet de réduire l'activité au second semestre, après une expansion rapide au premier. Ces pertes et la faillite de Baring Brothers au début de 1995 ont alimenté le débat, dans les cercles officiels et privés, sur les risques posés par les produits dérivés. Les autorités restent cependant d'avis que les réglementations existantes, avec l'apport de contrôles internes plus rigoureux, d'une transparence accrue et d'un meilleur fonctionnement des marchés, devraient être suffisantes pour contenir les risques systémiques.

Marchés de certains instruments financiers dérivés						
Instrument	Encours du principal notionnel					
	1989	1990	1991	1992	1993	1994
	en milliards de dollars EU					
Marchés organisés	1 766,6	2 290,2	3 518,8	4 632,5	7 760,8	8 837,8
Contrats à terme de taux d'intérêt	1 200,8	1 454,5	2 156,7	2 913,0	4 942,6	5 757,4
Options de taux d'intérêt ¹	387,9	599,5	1 072,6	1 385,4	2 362,4	2 622,8
Contrats à terme de devises	15,9	16,9	17,9	24,9	32,2	33,0
Options de change ¹	50,2	56,5	62,8	70,9	75,4	54,5
Contrats à terme sur indices boursiers	41,3	69,1	76,0	79,7	109,9	127,7
Options sur indices boursiers ¹	70,6	93,7	132,8	158,6	238,3	242,4
Marchés de gré à gré ²	..	3 450,3	4 449,4	5 345,7	8 474,6	..
Échanges de taux d'intérêt	1 502,6	2 311,5	3 065,1	3 850,8	6 177,3	..
Échanges de devises ³	449,1	577,5	807,2	860,4	899,6	..
Autres instruments connexes ⁴	..	561,3	577,2	634,5	1 397,6	..

¹ Options d'achat et de vente. ² Données collectées par l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) uniquement; les deux volets d'un contrat entre membres de l'ISDA ne sont notifiés qu'une seule fois. ³ Après correction des doubles déclarations; y compris échanges simultanés de taux d'intérêt et de devises. ⁴ Taux plafonds, tunnels, taux planchers et options d'échange.

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

Tableau VIII.10

Marchés organisés

Le nombre des contrats financiers à terme et options s'est accru de 45% en 1994. L'expansion s'est concentrée sur le premier semestre, en réponse à l'augmentation de la volatilité des titres (actions et obligations) après le relèvement des taux courts par la Réserve fédérale au début de février. Bien que l'effet de levier des dérivés ait pu parfois exacerber cette volatilité, les produits disponibles ont néanmoins permis d'accroître la liquidité des marchés sous-jacents. En dépit du ralentissement enregistré au second semestre dans un environnement plus calme, le volume des échanges a été de 29% supérieur à celui de la même période de 1993. La progression la plus vive a concerné les contrats de taux d'intérêt à court terme, permettant, par exemple, à celui sur l'eurodollar du Chicago Mercantile Exchange (CME) de dépasser le contrat sur obligation du Trésor américain du Chicago Board of Trade (CBOT) comme contrat financier le plus utilisé au monde. Le négoce à terme sur indices boursiers s'est aussi nettement élargi, ce qui traduit son utilisation croissante dans les stratégies de portefeuille tant au niveau local qu'à l'échelle internationale. La relative stabilité des monnaies en 1994 a réduit les transactions à terme et options sur devises, à l'exception des petits contrats sur le cruzeiro real brésilien, qui ont augmenté sensiblement.

Le négoce sur les marchés organisés, anciens ou naissants, d'Europe, d'Asie et d'Amérique latine a globalement conforté son avance sur celui des États-Unis, le nombre des contrats atteignant 630,7 millions et 509,5 millions respectivement. La progression a été générale en Europe, où le London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE) a conservé son premier rang et réduit son retard sur les principales places américaines, grâce à la diversité des produits locaux et internationaux disponibles. L'innovation n'a pas faibli, de nouvelles formules étant proposées dans tous les centres sur taux à court et à long terme, actions et devises. Il convient de mentionner à cet égard l'application aux devises et obligations des options de type *flex* – qui combinent certains avantages des instruments sur mesure du gré à gré avec les garanties financières et la transparence de prix des marchés organisés. Ces options ont d'abord été introduites avec succès sur actions aux États-Unis en 1993, puis ont été reprises, ou sont sur le point de l'être, ailleurs. L'offre prochaine de contrats à terme et options sur écarts de rendement entre différents titres de dette représentatifs sous-jacents constitue une autre innovation significative.

Marchés de gré à gré

Échanges et instruments connexes. Au premier semestre de 1994, dernière période pour laquelle on dispose de données de l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA), la valeur notionnelle de ces contrats s'est accrue de 46% par rapport aux six mois précédents, pour atteindre un montant record de \$3 363,9 milliards – dont \$3 182,9 milliards pour les seuls échanges de taux d'intérêt. Alors que les perturbations sur les marchés des capitaux ont réduit l'activité liée aux émissions de titres, l'ajustement des positions existantes aux dernières conditions des taux d'intérêt (qui, dans

Expansion rapide ...

... surtout pour les
contrats de taux
d'intérêt et sur
indices boursiers ...

... mais pas sur
devises

Nouveaux
marchés ...

... et produits

Accélération des
échanges ...

... mais signes de
prudence accrue

le gré à gré, implique généralement l'établissement de nouveaux contrats) a constitué un puissant stimulant. Au second semestre, cependant, les pertes substantielles de certains utilisateurs de contrats dérivés complexes semblent avoir freiné la demande pour ce genre de produits.

Résultats variables
selon les secteurs

S'agissant des échanges de taux d'intérêt, l'accroissement notable des opérations en deutsche marks, francs français et livres sterling a encore affaibli l'importance relative du dollar EU (tombée de 76% au premier semestre de 1987, date des premières statistiques de l'ISDA, à 34% pour la dernière période recensée). Les opérations entre intermédiaires occupent une part de marché accrue (51%, contre 32% en 1987), ce qui traduit l'utilisation intense de ces instruments par les institutions financières dans la gestion active des positions sur taux à court terme. Cependant, l'agitation sur les marchés des capitaux ne semble pas avoir modifié la structure par échéance des contrats. Quant au secteur peu étoffé des échanges de devises – en stagnation, voire en baisse, depuis 1991 – il a bénéficié de l'expansion sensible des transactions

Instruments financiers dérivés négociés sur les marchés organisés						
Instrument	Nombre annuel de contrats					Encours du principal notionnel à fin 1994
	1990	1991	1992	1993	1994	
	en millions					en milliards de dollars EU
Contrats à terme de taux d'intérêt	219,1	230,9	330,1	427,0	627,7	5 757,4
sur instruments à court terme	76,0	87,3	144,9	180,0	281,3	5 401,8
<i>dont: eurodollar à trois mois¹</i>	39,4	41,7	66,9	70,2	113,6	2 468,6
<i>euro-yen à trois mois²</i>	15,2	16,2	17,4	26,9	44,2	1 467,4
<i>eurodeutsche mark à trois mois³</i>	3,1	4,8	12,2	21,4	29,5	425,7
sur instruments à long terme	143,1	143,6	185,2	247,1	346,4	355,6
<i>dont: emprunt de l'État japonais⁴</i>	16,4	12,9	12,1	15,6	14,1	164,3
<i>obligation de l'État allemand⁵</i>	9,6	12,4	18,9	27,7	51,5	41,7
<i>obligation du Trésor américain⁶</i>	78,2	69,9	71,7	80,7	101,5	36,1
<i>emprunt de l'État français⁷</i>	16,0	21,1	31,1	36,8	50,2	12,7
Options de taux d'intérêt ⁸	52,0	50,8	64,8	82,9	114,5	2 622,8
Contrats à terme de devises	29,7	30,0	31,3	39,0	69,7	33,0
Options de change ⁸	18,9	22,9	23,4	23,8	21,3	54,5
Contrats à terme sur indices boursiers	39,4	54,6	52,0	71,2	109,0	127,7
Options sur indices boursiers ⁸	119,1	121,4	133,9	144,1	197,9	242,4
Total	478,3	510,5	635,6	788,0	1 140,2	8 837,8
<i>dont: aux États-Unis</i>	310,9	301,5	340,1	380,3	509,5	4 754,9
<i>en Europe</i>	83,0	110,5	185,0	263,5	398,5	1 832,0
<i>au Japon</i>	60,6	66,2	51,7	57,8	70,5	1 498,2

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

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

Tableau VIII.11

Marchés de quelques instruments dérivés négociés de gré à gré ¹						
Instrument	Nouveaux contrats					Encours à fin 1993
	1990	1991	1992	1993	1994 S I	
	principal notionnel en milliards de dollars EU					
Tous instruments	1 769,3	2 332,9	3 717,0	5 517,0	4 214,1	8 474,6
Échanges de taux d'intérêt	1 264,3	1 621,8	2 822,6	4 104,8	3 182,9	6 177,3
Échanges de devises ²	212,8	328,4	301,9	295,2	181,0	899,6
Autres instruments connexes ³	292,3	382,7	592,4	1 117,0	850,2	1 397,6

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

Source: ISDA.

Tableau VIII.12

Tableau VIII.12

comportant un volet en dollars américains ou en yens. Les contrats sur devises impliquent un transfert de principal, et donc une plus grande volatilité des positions, que les échanges de taux d'intérêt, ce qui peut expliquer qu'ils restent conditionnés par les émissions de titres plutôt que par la gestion active des bilans à court terme. Enfin, les autres produits dérivés connexes (tels que taux plafonds, planchers, tunnels et options d'échange) ont continué de se développer rapidement (+40% d'un semestre sur l'autre), sous l'influence du renversement des anticipations de taux d'intérêt.

Les données recueillies par l'ISDA ne fournissent qu'une indication partielle du gré à gré, qui inclut par ailleurs une vaste gamme d'instruments à terme et d'options sur devises, de titres à revenu fixe et indices boursiers ainsi que de montages mixtes. Afin de contribuer à améliorer l'information sur la dimension, la structure et la distribution des risques sur produits dérivés, les banques centrales et autorités monétaires de vingt-six pays ont procédé à des enquêtes nationales sur l'activité en mars et avril de cette année, parallèlement à l'étude trisannuelle des banques centrales sur les marchés des changes. Les résultats par pays devraient être publiés à l'automne et les données agrégées ultérieurement.

Enquête sur
le négoce des
produits dérivés

Autres produits de gré à gré. Innovation et dynamisme ont continué de caractériser le secteur des bons de souscription. Selon des informations de marché, le nombre d'émissions publiques de tels bons – sur titres, devises, taux d'intérêt et produits de base – a augmenté de 40% entre 1993 et 1994, avec près de 4 500 nouveaux lancements correspondant à un notionnel de quelque \$75 milliards. L'intérêt des souscripteurs a surtout porté sur les produits de base et les titres boursiers des pays en développement. En cours d'année, cependant, une préférence s'est manifestée pour les structures plus simples. Les bons de souscription sont généralement assortis d'échéances supérieures à celles des options de gré à gré classiques et permettent à leurs acheteurs, institutionnels ou entreprises, de prendre des positions sur mesure sur un marché ou un instrument au comptant spécifique ne bénéficiant pas d'une composante dérivée très étoffée.

Apparition de
nombreux bons
de souscription ...

Comme sur les marchés organisés, les opérateurs du gré à gré ont continué à développer et à offrir de nouveaux produits. On peut noter

... ainsi que
d'autres produits
de gré à gré

l'engouement pour les titres (contrats à terme, bons de souscription et effets structurés) associés aux métaux de base, que les spécialistes ont cherché à placer auprès d'investisseurs institutionnels pour améliorer le profil risque/rendement de leurs portefeuilles. C'est ainsi que plusieurs indices sur produits de base ont été adoptés pour un large éventail de transactions de gré à gré. De nombreux intermédiaires ont lancé, par ailleurs, des produits dérivés de créances permettant la vente à des tiers des attributs de la qualité de la signature. Enfin, on a vu apparaître des instruments proches de ceux des marchés organisés: ainsi, à Londres, des «contrats de différentiels», dont l'échange de flux de paiements est fonction de la performance relative d'actions sous-jacentes et qui donnent la possibilité de contourner les restrictions réglementaires sur les ventes à découvert de titres. À signaler aussi la mise sur pied, aux États-Unis, de contrats sur écart de rendement entre titres du Trésor et dépôts en eurodollars.

Évolution des structures de marché

Convergence entre
marchés organisés
et gré à gré ...

De nouveaux signes de convergence dans les pratiques ont été relevés entre marchés organisés et gré à gré, chaque secteur adoptant les particularités les plus recherchées de l'autre et les places concluant de nouvelles alliances. Elles ont ainsi cherché à renforcer leur position concurrentielle face au gré à gré ou à profiter de son extension en offrant des produits et services plus souples. Parallèlement, le gré à gré a repris à son compte des méthodes de protection courantes sur les marchés organisés. Enfin, en ce qui concerne la multiplication des liens entre centres boursiers, les arrangements de type bilatéral semblent avoir été privilégiés par rapport à ceux qui sont fondés sur un système global centralisé.

Comme exemple de cette plus grande souplesse sur les marchés organisés, on peut citer l'introduction d'une gamme d'instruments sur devises à règlement centralisé visant à concurrencer ceux du gré à gré ou de l'interbancaire, avec un large choix de paires de devises, de montants unitaires, de prix d'exercice et de dates de règlement. Outre les options *flex* déjà décrites, ces nouvelles formules incluent les contrats *forward* et «virtuels» (*dollar-denominated delivery*), où le règlement net remplace les échanges bruts de devises. Les places ont cherché, de surcroît, à tirer profit des inquiétudes suscitées par le risque de contrepartie dans le gré à gré, en proposant des facilités de nantissement et d'appel de marge pour les produits hors marché. Ainsi est apparu, aux États-Unis, un système centralisé de dépôts de nantissement pour les échanges de taux d'intérêt, avec évaluation quotidienne (aux cours du marché) et gestion des sûretés, qui facilite l'accès au marché de contreparties plus petites ou moins bien cotées. Cette initiative est sur le point d'être reprise ailleurs.

Sur le gré à gré, le souci des banques de ménager le plus possible leurs fonds propres et de réduire au minimum le risque de crédit a favorisé l'inscription de clauses de protection proches de celles des marchés organisés, prévoyant, par exemple, une compensation bilatérale multiproduits assortie de dépôts de garantie et de règlements périodiques des contrats à plus long terme. Des progrès ont aussi été accomplis dans la standardisation de la documentation réglementaire

pour les échanges et autres instruments dérivés (sur produits de base et nouveaux marchés, en particulier). Enfin, plusieurs prestataires financiers de services et de données ont continué de travailler à l'amélioration de l'infrastructure du négoce, ce qui devrait faciliter la communication des informations sur les prix et accroître la liquidité des instruments de gré à gré simples.

En dépit de signes de rapprochement des pratiques entre marchés organisés et gré à gré, leurs fonctions et caractéristiques respectives restent cependant distinctes. L'un des rôles fondamentaux des premiers est la fourniture de liquidité, grâce à des contrats standardisés, une transparence en matière de prix et l'interposition de la chambre de compensation comme contrepartie centrale, qui sont autant d'éléments générant un volume important de transactions. Sur le gré à gré, par contre, les caractéristiques des contrats sont ajustées aux besoins individuels. Il est de plus en plus reconnu que ces aspects, liquidité et individualisation, sont complémentaires et que la croissance des deux marchés exerce un effet d'entraînement mutuel, sans pour autant mener à une fusion totale. Sur les marchés organisés, les efforts en faveur d'une personnalisation des contrats comportent toujours un risque d'érosion de la liquidité, tandis qu'une standardisation excessive du gré à gré pourrait empêcher les intermédiaires de répondre à toutes les demandes de la clientèle et réduire leurs marges.

... et ses limites

Sur les marchés organisés, des places européennes, complémentaires par leurs produits et leur clientèle, ont signé de nouvelles alliances. Dans le même temps, les pressions de la concurrence et une demande grandissante d'instruments au comptant et de produits dérivés négociés sur les diverses plages horaires ont favorisé les rapprochements et conduit à l'exercice d'une activité en continu. Les centres européens et asiatiques ont annoncé une série d'accords bilatéraux, afin de tirer profit respectivement de l'accroissement des transactions sur monnaies européennes au comptant et à terme en Asie et du développement des produits en yens en Europe. Des liens entre places nord-américaines, d'une part, européennes et asiatiques, d'autre part, sont envisagés. Ces regroupements pourraient atténuer les pressions en période de tensions et faciliter ainsi le fonctionnement des marchés mondiaux. Une plus grande uniformité dans les pratiques opérationnelles et une coopération plus étroite aideraient, en outre, à réduire le risque systémique.

Liens entre places

La question de savoir lequel des deux types d'arrangements, bilatéraux ou centralisés, est le mieux en mesure de servir une activité en continu sur instruments dérivés ne cesse d'alimenter le débat. La multiplication actuelle des accords bilatéraux semble cependant donner l'avantage à ces derniers. Ainsi, le CBOT et le LIFFE ont décliné l'un et l'autre l'offre qui leur était faite de se joindre à une version modifiée de Globex, préférant accroître leur souplesse de fonctionnement en ajoutant des systèmes hors ouverture et en établissant des liens indépendants avec d'autres marchés.

Préférence pour les arrangements bilatéraux par rapport à la centralisation

Débat autour de la réglementation

Ainsi que cela a été mentionné en début de chapitre, les événements des douze derniers mois pourraient constituer un tournant décisif pour les marchés dérivés. Le renversement du climat sur les taux d'intérêt au premier

De lourdes pertes sur produits dérivés ...

... révèlent des
contrôles internes
inadéquats ...

... mais contribuent
à une plus grande
sensibilité aux
risques

Publication
de nouvelles
recommandations
prudentielles ...

semestre a pris bien des participants par surprise, entraînant des pertes substantielles autant chez les utilisateurs finals que chez les intermédiaires. En même temps, et par suite d'une mauvaise publicité, d'une baisse des marges et d'une volatilité accentuée des revenus, un certain nombre de gros intermédiaires ont été amenés à réduire les ressources affectées aux dérivés. Comme par le passé, les pertes enregistrées sont la conséquence de contrôles internes inadéquats, d'une utilisation inappropriée, voire erronée, ou d'une prise de risques excessive. Elles justifient encore plus les inquiétudes des différentes communautés – banques centrales, autorités de surveillance et marchés – quant aux risques de défaillance. Pourtant, les marchés des capitaux ont bien résisté dans l'ensemble, même s'il est difficile d'en conclure que les préoccupations initiales face aux craintes de propagation étaient exagérées ou que le marché a su répondre aux inquiétudes exprimées. Pour les établissements et leurs autorités de tutelle, l'élément positif d'une année quelque peu maussade par ailleurs réside dans la conscience accrue des risques et la place plus grande donnée aux contrôles internes; à terme, ce changement d'attitude devrait améliorer le fonctionnement des marchés et amener progressivement à voir dans les dérivés les bénéfices qu'ils procurent plutôt que les dangers qu'ils comportent. De fait, si les défaillances récentes ont intensifié les pressions en faveur d'un renforcement des contraintes réglementaires, les initiatives prudentielles ont cherché avant tout à réduire le plus possible les risques potentiels tout en préservant les avantages. Les efforts ont surtout porté sur l'amélioration des mécanismes de protection des établissements individuels, du fonctionnement et de la discipline des marchés (par une meilleure transparence) ainsi que de l'infrastructure de ces derniers. Les opérateurs eux-mêmes et leurs associations y ont activement contribué.

La faillite de Baring Brothers a amplement démontré l'importance primordiale d'une gestion des risques rigoureuse, comme premier moyen de réduire les pertes. Afin de consolider les résultats déjà obtenus, les autorités de contrôle des banques et des maisons de titres, tant au plan national qu'international, ont émis de nouvelles recommandations dans ce domaine. Cependant, même si la crainte de sanctions prudentielles peut encourager à suivre ces avis, les chefs d'entreprise n'en restent pas moins responsables du respect constant des méthodes de saine gestion. Des enquêtes récentes à ce sujet ont montré que, en dépit des progrès accomplis, de nombreux intervenants n'ont pas encore mis en œuvre les principes établis par le Groupe des Trente dans son rapport de 1993. Une meilleure divulgation publique des pratiques et résultats en matière de gestion des risques pourrait avoir des effets bénéfiques à cet égard (voir ci-après).

En cas de défaillance des contrôles internes, des fonds propres suffisants pour épouser les pertes peuvent empêcher un débordement. Les risques de crédit des banques sur instruments dérivés sont couverts depuis 1988 par les normes de fonds propres fixées par l'accord de Bâle. Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a reconnu, l'an dernier, la compensation bilatérale par liquidation des engagements de crédit aux fins de l'adéquation des fonds propres, lorsqu'une base juridique le permet, et a affiné cette année la

méthodologie permettant d'évaluer les risques de crédit potentiels liés aux produits dérivés. Pour réduire encore la possibilité de propagation d'une défaillance bancaire, le Comité a étendu, par ailleurs, le champ de l'accord de 1988 aux risques de marché. À la lumière des réactions des opérateurs à des propositions diffusées en avril 1993, il a révisé ces propositions et les a émises en avril 1995. Elles offrent aux banques la possibilité d'utiliser, sous réserve de l'observation de conditions et critères rigoureux établis par les autorités de tutelle, leur système interne de gestion des risques pour le calcul des exigences de fonds propres. Après consultation de la communauté bancaire internationale, cet amendement à l'accord devrait entrer en vigueur au sein du Groupe des Dix à la fin de 1997.

... et extension possible aux risques de marché encourus par les banques ...

Les autorités de surveillance de l'activité sur titres se sont attachées, elles aussi, à étendre et à affiner les critères d'adéquation des fonds propres pour les opérations sur dérivés et autres formes de négoce, mais la diversité des intérêts et traditions a rendu un accord global difficile. En mars de cette année, un groupe de grandes sociétés d'investissement américaines a convenu d'un cadre de contrôle des transactions de gré à gré sur dérivés, qui inclut une méthodologie de mesure des risques en fonction des fonds propres. Bien qu'applicable sur une base volontaire, cette proposition comporte des points communs avec celles du Comité de Bâle concernant l'évaluation des risques de marché encourus par les banques, ce qui renforce la probabilité d'une harmonisation ultérieure des réglementations visant les deux professions. En Europe, les principaux intervenants sur titres seront soumis dès 1996 à la directive de l'Union européenne sur l'adéquation des fonds propres.

Un deuxième volet de l'action officielle a consisté à promouvoir la discipline et améliorer le fonctionnement du marché par une plus grande transparence. Les efforts entrepris en ce sens traduisent l'opinion que les marchés des capitaux ne peuvent être vraiment efficaces que si les décisions d'investissement et de négoce sont prises en parfaite connaissance de cause. Les événements de l'an dernier ont montré que des asymétries à cet égard peuvent entraîner des réactions en chaîne, soit que les intervenants connaissent mal l'origine des variations de prix, soit qu'ils se retirent brusquement et sans raison de transactions avec des contreparties dont la solvabilité serait mise en doute. Le danger de telles surréactions, ainsi que de positions antérieures excessives, pourrait être évité par une plus grande transparence sur les marchés dérivés, en général, et une divulgation plus précise des positions, en particulier.

... dans le sens d'une plus grande transparence ...

Incontestablement, les activités de négoce et de gestion des risques se sont développées, ces dernières années, plus vite que la divulgation des informations. Malgré les efforts mis en œuvre par les organismes comptables, autorités de tutelle et opérateurs eux-mêmes, les progrès de la transparence ont été freinés par l'inadaptation des normes comptables traditionnelles et l'absence de consensus sur la quantification des risques encourus. L'an passé, cependant, plusieurs suggestions ont été faites, qui, si l'on en juge par les récents rapports annuels de grands intervenants, semblent être allées dans la bonne direction. Un organe regroupant les banques et sociétés de titres les plus importantes – l'Institute of International Finance – a publié une

... et d'une meilleure divulgation d'informations ...

... sur la mesure
interne des risques

déclaration type pour les risques de crédit liés aux produits dérivés, en reprenant sous une forme simplifiée des propositions antérieures du marché et des organismes comptables. Pour favoriser la transparence des risques de crédit et de marché attachés au négoce et, plus généralement, pour élargir le débat sur la mesure des risques et la publication de ses résultats, un groupe de travail constitué par les banques centrales du Groupe des Dix a diffusé, aux fins de consultation, un document qui encourage à cet effet l'aménagement des systèmes internes des banques et leur utilisation aux fins prudentielles. En adoptant certains de ses éléments, les plus gros opérateurs inciteront probablement à suivre leur exemple, ce qui augmentera les perspectives de consensus et d'avancée sur ces questions. À cet égard, la décision de deux grandes banques de mettre leurs systèmes de mesure des risques de marché à la disposition des autres établissements a permis d'ouvrir un débat fructueux sur les diverses méthodes possibles, au bénéfice de la transparence et du cadre réglementaire.

Les pertes des
utilisateurs finals
soulèvent des
questions
d'éthique...

Par ailleurs, les pertes subies récemment par certains utilisateurs finals ont enclenché une série d'initiatives, qui devraient aider à clarifier les relations entre intervenants. Des procédures judiciaires consécutives à de telles pertes aux États-Unis ont soulevé de légitimes questions de transparence et de conflits d'intérêts, lorsqu'un intermédiaire sur instruments dérivés est à la fois conseiller et partie prenante dans une transaction avec une contrepartie non professionnelle. Il a alors été suggéré que l'intermédiaire soit tenu de faire la preuve que les opérations qu'il propose à son client servent effectivement l'intérêt de celui-ci. Si de telles normes ne sont pas rares pour la protection des petits utilisateurs, elles comporteraient plusieurs risques au niveau du marché de gros. Les utilisateurs finals pourraient renoncer à leur devoir de vigilance. La responsabilité juridique des intermédiaires, au cas où ils ne seraient pas en mesure d'apporter la preuve demandée, pourrait les inciter à se désengager de ces marchés, privant ainsi la clientèle d'instruments utiles. Enfin, les procès se multiplieraient sans doute. Pour répondre à ces inquiétudes, des intermédiaires américains et britanniques ont établi un code clarifiant, dans le sens souhaité, la nature des relations des intermédiaires avec leurs clients et des informations qu'ils doivent publier. Des codes de conduite semblables sont actuellement en cours d'élaboration en France et au Japon.

... et favorisent
la clarification
des relations
entre opérateurs
et utilisateurs

Les initiatives visant à améliorer l'infrastructure des dérivés ont porté essentiellement sur la consolidation des systèmes de compensation, de paiement et de règlement sur lesquels s'appuie l'activité financière dans son ensemble ainsi que sur la dissipation des incertitudes juridiques entourant la validité des contrats et des procédures de compensation. Par ailleurs, les efforts se sont poursuivis pour affiner les moyens de communication et de partage d'informations entre autorités de tutelle, en vue d'accroître la solidité des marchés et des institutions et de prévenir également toute réaction en chaîne en cas de crise. À ce sujet, la faillite de Baring Brothers a soulevé de nouvelles questions et incité, en particulier, les instances réglementaires concernées à examiner les moyens de renforcer l'intégrité des marchés organisés et d'éviter que des différences entre pays dans les procédures de liquidation judiciaire ne lèsent la clientèle des établissements en difficulté.

Renforcement
de l'intégrité des
marchés organisés

Alors que les risques potentiels liés à l'expansion des marchés dérivés ont été amplement traités, la question de leurs implications pour l'activité macroéconomique et la conduite de la politique monétaire est restée au second plan. Une étude publiée l'an dernier par les banques centrales du Groupe des Dix est arrivée à la conclusion que, bien utilisés, les produits dérivés peuvent contribuer à soutenir l'investissement et à renforcer la résistance des marchés et de l'économie en cas de chocs, en permettant de transférer des risques de prix aux agents plus désireux et, en principe, mieux en mesure de les assumer. Bien que la réaction de l'économie à des variations de taux d'intérêt et de cours de change décidées par les autorités puisse être altérée par des couvertures massives de positions correspondantes, le fait que les dérivés impliquent un transfert à somme nulle et doivent être renouvelés à l'échéance aux nouvelles conditions du marché signifie que cet effet ne peut être que temporaire. L'essor de ces instruments a eu pour conséquence d'accélérer la réaction des prix aux chocs, par suite du coût plus faible des transactions par rapport au comptant. Toutefois, la question de leur rôle dans la volatilité reste à élucider. Des analyses empiriques donnent à penser qu'il est neutre dans des situations normales, mais il apparaît de plus en plus que les stratégies de couverture couramment utilisées peuvent affecter la dynamique à court terme des marchés et accentuer momentanément les fluctuations des cours. L'étude laisse entendre également que l'expansion des options sur devises peut compliquer la défense d'un objectif de change et que les dérivés, en favorisant la substitution des différentes catégories d'actifs, peuvent causer des distorsions mineures des agrégats monétaires traditionnels. En conclusion, cependant, le document souligne que le développement des marchés dérivés ne semble pas de nature à compliquer sensiblement la tâche des banques centrales dans la conduite de leur politique monétaire.

IX. Activités de la Banque

1. Coopération entre banques centrales et organisations internationales

Au cours de l'exercice écoulé, la Banque a continué de jouer son rôle traditionnel de promoteur de la coopération monétaire internationale. Elle a organisé, entre représentants des banques centrales, des rencontres périodiques sur des sujets très variés, tels que les turbulences sur les marchés des capitaux et des changes, les risques d'inflation au cours de la phase actuelle de reprise et l'influence des structures financières sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Des réunions spécifiques ont été consacrées aux problèmes qui se posent aux banques centrales des pays en transition ainsi qu'aux modifications du paysage financier dans les marchés émergents. La Banque a participé, en qualité d'observateur, aux réunions du Comité intérimaire du Conseil des gouverneurs du Fonds monétaire international de même qu'à celles des ministres des Finances et gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix. Elle a contribué aux travaux des suppléants des ministres et gouverneurs du Groupe des Dix. Comme par le passé, elle a également assuré le secrétariat de différents comités et groupes d'experts.

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a essentiellement veillé, durant l'exercice écoulé, à ce que les banques disposent de fonds propres adéquats pour couvrir leurs risques de marché et renforcent le suivi et la surveillance de leurs activités de négociation. Le principal résultat de ces travaux a été la publication, en avril 1995, d'une proposition d'extension de l'accord de Bâle sur les fonds propres de 1988 aux risques de marché encourus par les banques. Cette proposition a été soumise à consultation en vue de recueillir les commentaires de la profession d'ici la fin de juillet 1995. Elle est destinée à consolider les protections des banques contre le risque de pertes causées par des évolutions défavorables des cours de change, taux d'intérêt et autres prix du marché. Les banques auraient le choix entre deux grandes méthodologies de mesure de ces risques, sous réserve de l'approbation de leurs autorités de contrôle nationales. L'une est la méthode standardisée définie par le Comité de Bâle; l'autre autorise les banques, à condition qu'elles se conforment à des critères rigoureux, à utiliser leur modèle interne.

Depuis la mi-1994, le Comité a aussi publié plusieurs documents concernant la gestion, par les banques, des risques sur instruments dérivés. Le premier, en date de juillet 1994, expose des lignes directrices pour la surveillance prudentielle et la gestion des risques liés aux produits dérivés; il a été diffusé conjointement avec un recueil de directives similaires élaboré par l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (IOSCO) à l'intention des entreprises d'investissement. Le Comité a fait paraître, en décembre 1994, un rapport récapitulant ses travaux antérieurs et actuels

relatifs aux activités des banques sur produits dérivés puis, en mai 1995, de nouveau en collaboration avec les responsables de la surveillance des opérations sur titres de l'IOSCO, un cadre pour la déclaration à des fins prudentielles des transactions sur ces produits. Le Comité a affiné, en outre, l'accord sur les fonds propres de 1988 en ce qui concerne le traitement du risque de crédit sur dérivés, dans deux rapports datés de juillet 1994 et avril 1995. En octobre 1994 s'est tenue à Vienne la Conférence internationale des autorités de contrôle bancaire, organisée tous les deux ans. La première journée a été consacrée aux problèmes prudents dans les marchés émergents et la seconde aux travaux du Comité de Bâle sur les systèmes de gestion des risques.

Le Comité permanent des euromonnaies a continué de surveiller les développements des marchés internationaux des capitaux et d'examiner des questions concernant leur fonctionnement et leur stabilité. Il a notamment étudié les changements intervenus dans le volume et la destination des mouvements financiers vers les économies émergentes ainsi que l'évolution des marchés des obligations d'État. Le Comité a également effectué une série d'enquêtes sur les implications de l'expansion des instruments dérivés pour le système financier et monétaire. Il a noté qu'ils ont eu un effet généralement positif sur l'efficacité de l'intermédiation financière et la capacité des établissements à gérer leurs risques individuellement; il est apparu peu probable qu'ils compliquent sensiblement la conduite de la politique monétaire. Il ressort de cette analyse que les problèmes de volatilité des prix des actifs et les pertes en résultant sont liés à l'instabilité macroéconomique et au processus général de libéralisation et d'innovation plutôt qu'au développement même de ces produits. Le Comité est donc parvenu à la conclusion que réduire l'activité dans ce domaine ne supprimerait pas les sources de vulnérabilité systémique et que toute initiative prudentielle devrait être soigneusement modulée, afin de préserver les avantages offerts par ces marchés tout en réduisant le risque de perturbations en chaîne.

Sur la base de ces conclusions, le Comité a préconisé que l'action prudentielle porte sur plusieurs aspects: intensification des contrôles des risques au niveau des établissements, renforcement de la discipline de marché par l'amélioration de la transparence et de l'information du public et consolidation de l'infrastructure des marchés des capitaux d'une manière plus générale. Le Comité a diffusé trois rapports relatifs à ses discussions: *A Discussion Paper on Public Disclosure of Market and Credit Risks by Financial Intermediaries* (septembre 1994); *Macroeconomic and Monetary Policy Issues Raised by the Growth of Derivatives Markets* (novembre 1994); *Issues of Measurement Related to Market Size and Macroprudential Risks in Derivatives Markets* (février 1995). La Banque a poursuivi, par ailleurs, la collecte, l'analyse et la diffusion de données statistiques sur l'activité bancaire et financière internationale.

Le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement a examiné, dans le cadre de réunions régulières, l'évolution des systèmes nationaux et transfrontières de paiement, compensation et règlement dans les pays du Groupe des Dix. Il a mené à terme son analyse des dispositifs de règlement des opérations transfrontières sur titres. En mars 1995, la BRI a publié un

rapport intitulé *Cross-Border Securities Settlements*, qui remplit deux fonctions: il étudie les canaux empruntés par les intervenants du marché pour effectuer leurs opérations transfrontières et les risques spécifiques aux diverses procédures; il contribue à une meilleure compréhension des risques liés au règlement national des transactions sur titres. Pour poursuivre ses travaux sur les services de paiement et de règlement de banque centrale pour les opérations transfrontières multidevises, le Comité a constitué un groupe de coordination sur le risque de règlement dans les transactions de change. Ce groupe a mené une enquête sur les pratiques bancaires des pays du Groupe des Dix en matière de règlement des opérations de change et envisage diverses mesures qui pourraient être prises par le secteur privé et les banques centrales pour réduire le risque de règlement multidevises. Le Comité a accordé son attention à d'autres questions, notamment le nantissement dans les systèmes de paiement et de règlement, l'exploitation des systèmes à règlement brut en temps réel, les tendances récentes des systèmes de paiement de faible montant et les dispositifs de compensation et de règlement des instruments dérivés négociés sur les marchés organisés. La BRI a publié un certain nombre de documents de référence sur les systèmes de paiement de pays n'appartenant pas au Groupe des Dix – Australie (juillet 1994), Finlande (juillet 1994), Islande (mai 1995) et Norvège (mai 1995) – et une mise à jour des statistiques contenues dans une étude (*Livre rouge*) sur les systèmes de paiement dans les pays du Groupe des Dix (décembre 1994). Le Comité a pris des initiatives visant à élargir la coopération avec les banques centrales à des pays hors du Groupe des Dix et de l'Union européenne et se propose d'étendre la couverture géographique de ses publications sur les systèmes de paiement nationaux.

Le Service chargé des relations avec les pays d'Europe orientale et organisations internationales a continué de participer à la 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, des républiques de l'ex-Union soviétique et des économies en transition d'Asie. Le Service gère, à cette fin, une base de données concernant l'assistance technique et la formation reçues par ces pays. Ces renseignements, mis à jour tous les trimestres, permettent d'éviter des doubles emplois et un gaspillage d'efforts.

La BRI a aussi participé activement aux travaux de l'Institut commun de Vienne (ICV), qui a été créé pour fournir une formation à des responsables des pays en transition. En deux ans et demi de fonctionnement, ses cours ont été suivis par plus de 4 000 personnes. L'enseignement organisé par la BRI est concentré sur la politique monétaire et la réforme dans les domaines bancaire et financier et comprend aussi une gamme de séminaires spécialisés consacrés à des sujets de banques centrales, tels que les systèmes de paiement et de règlement, le contrôle bancaire et la gestion des réserves. En 1995, la BRI préside le Conseil d'administration de l'ICV.

L'évolution récente de l'informatique au sein des banques centrales a été le principal sujet des discussions tenues par le Groupe des experts informaticiens lors de ses réunions semestrielles. Le Groupe a noté que l'adoption de systèmes distribués constitue une tendance générale, qui se traduit souvent par le choix d'une plateforme Unix et d'une architecture

client-serveur. Cette tendance renforce, en outre, le rôle-clé que jouent les réseaux internes. Le Groupe a également relevé que les systèmes d'information des banques centrales s'ouvrent de plus en plus vers le monde extérieur, notamment pour répondre à la demande des utilisateurs qui souhaitent accéder à des bases de données hors de leurs institutions. Le groupe de travail sur les questions de sécurité a complété les travaux des experts informaticiens en étudiant les systèmes distribués sous l'angle de la sécurité et en examinant les moyens d'établir des liaisons sûres avec le réseau Internet. Il s'est aussi intéressé au rôle des utilisateurs dans le domaine de la sécurité informatique et aux approches suivies par les banques centrales membres pour la rédaction de leurs manuels de sécurité.

Le Groupe d'experts sur les questions relatives à la banque de données monétaires et économiques a continué de se consacrer aux services de la banque de données de la BRI, en ce qui concerne surtout les besoins des banques centrales des pays du Groupe des Dix. Il a examiné les efforts mis en œuvre pour renforcer les procédures garantissant la sécurité de l'information et analysé les changements intervenus dans le domaine des normes internationales de transmission de données. Le Groupe a clairement manifesté sa volonté d'étendre le champ de couverture de la base de données par des arrangements bilatéraux entre la BRI et les banques centrales de pays extérieurs au Groupe des Dix.

2. Fonctions d'Agent et de Mandataire (Trustee)

Au cours de l'exercice écoulé, la Banque a continué d'assurer diverses fonctions d'Agent et de Mandataire dans le domaine des règlements financiers internationaux.

a) Agent du Fonds européen de coopération monétaire (FECOM)

– Agent de l'Institut monétaire européen (IME)

De juin 1973 à la fin de 1993, la Banque a agi en qualité d'Agent du FECOM. Ces fonctions concernaient, d'une part, le fonctionnement du SME et, d'autre part, l'exécution des transactions financières liées aux opérations d'emprunt et de prêt communautaires destinées à soutenir les balances des paiements des pays membres de l'UE. Avec effet au 1^{er} janvier 1994, le FECOM a été dissous et, conformément au traité sur l'Union européenne, ses tâches ont été reprises par l'IME. Le Conseil de l'IME et le Conseil d'administration de la BRI sont convenus que la Banque continuerait d'assumer, en qualité d'Agent de l'IME, pendant une période transitoire et dans les mêmes conditions, les fonctions qu'elle remplissait précédemment comme Agent du FECOM. À la mi-février 1995, l'IME a notifié à la BRI la résiliation, avec effet au 15 mai 1995, de l'accord instituant la BRI comme Agent de l'IME.

Le volume des Écus émis par l'IME dans le cadre des crédits croisés à trois mois avec chacune des banques centrales de l'UE signataires de l'Accord du 13 mars 1979 ainsi qu'avec l'Institut monétaire luxembourgeois a régressé d'Écus 58,0 milliards au 31 mars 1994 à Écus 57,8 milliards au 31 mars 1995. Cette légère diminution sur l'exercice a été principalement due à une baisse du

cours de l'or en Écus et de la parité dollar EU/Écu; elle est intervenue malgré l'augmentation des apports de réserves en dollars EU des banques centrales de l'UE et les contributions de la Banque Nationale d'Autriche et de la Banque de Finlande, à hauteur de 20% de leurs avoirs en or et de leurs réserves en dollars EU au 31 décembre 1994.

En ce qui concerne les opérations d'emprunt et de prêt de la Communauté visées dans le Règlement (CEE) N° 1969/88, qui a aménagé le mécanisme d'emprunts communautaires destinés au soutien des balances des paiements des États membres, 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. Le tableau suivant montre, à la date du 31 mars 1995, l'encours des prêts accordés par la Communauté.

Encours des emprunts communautaires au 31 mars 1995		
Pays emprunteur	Deutsche marks	Écus
	en millions	
Grèce	536	740
Italie	3 900	1 975
Total	4 436	2 715

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. Les banques membres de l'ABE peuvent obtenir la qualité de banque de compensation sur la base des critères définis par cette institution. Au 31 mars 1995, le nombre des banques de compensation s'élevait à quarante-cinq.

c) Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux

La Banque a continué de remplir 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, les fonctions de la Banque et la nomination des agents d'échange/agents payeurs européens. L'Administration fédérale allemande de la dette publique (Bundesschuldenverwaltung, BSV) a informé le Trustee que la Deutsche Bank Securities Corporation, New York, avait été nommée en 1994 agent d'échange/agent payeur aux États-Unis pour les nouvelles obligations de consolidation.

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 millions aux détenteurs d'obligations pour les dates d'échéance d'intérêts du 3 avril et du 3 octobre 1994 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 la 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 et insisté sur le fait que ces réserves s'étendent également aux obligations de consolidation 1990–2010. Les agents d'échange/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

Comme indiqué dans le soixante-quatrième Rapport annuel, la Banque a endossé, le 15 avril 1994, 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 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

Dans le cadre d'un programme international de soutien financier au Mexique constitué au début de 1995, la BRI a mis sur pied une facilité de crédit à court terme d'un montant maximal de \$EU 10 milliards en faveur du Banco de México. Cette facilité, assortie de la garantie d'un groupe de banques centrales participantes, est entrée en vigueur le 15 mars 1995; elle est mise à disposition pour une durée de trois mois environ, avec possibilité de reconduction pour une période similaire.

4. Opérations du Département bancaire

Le bilan de la Banque et le compte de profits et pertes, exprimés en francs or, ont été contrôlés par les commissaires-vérificateurs; ils figurent à la fin du présent Rapport. 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.

À la clôture de l'exercice 1994/95, le 31 mars 1995, le total du bilan s'inscrit à F or 65 227 521 478

Au 31 mars 1994, il s'élevait à F or 64 975 713 443

La progression est ainsi de F or 251 808 035

ou de 0,4% environ et contraste avec celle de 8% enregistrée un an plus tôt et celle de 25% au cours de l'exercice 1992/93.

En fait, cette apparente stabilité masque une diminution des ressources reçues en monnaies, qui a été plus que compensée par l'incidence des variations de change, en termes de francs or: celles-ci portent sur les éléments du bilan qui sont constitués en devises autres que le dollar EU et se sont produites, en particulier, au cours des derniers mois de l'année financière. Elles ont entraîné, sur l'exercice, une appréciation importante de certaines monnaies comme le franc suisse (25%), le deutsche mark (21%) ou le yen japonais (17%).

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 %
1991	45 719	+ 4 428	+ 11
1992	47 961	+ 2 242	+ 5
1993	59 966	+ 12 005	+ 25
1994	64 976	+ 5 010	+ 8
1995	65 227	+ 251	—

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, qui s'élève à 1 575 millions de francs or au 31 mars 1995, contre 960 millions au 31 mars 1994.

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 libéré et réserves	Fonds empruntés	Autres passifs	Total du bilan
	en millions de francs or			
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
1995	1 951	61 091	2 185	65 227

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

Le Fonds de réserve légale reste inchangé. En revanche, il est proposé d'augmenter l'ensemble des autres réserves, comme indiqué ci-après, par affectation du bénéfice net de l'exercice 1994/95.

À la fin du présent Rapport figure un tableau qui retrace (au point 1) l'évolution des réserves de la Banque.

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 764 916 157

Au 31 mars 1994, il s'élevait à 732,2 millions de francs or; il est proposé de prélever sur le bénéfice net un montant de 32,7 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 53 530 055

Il est recommandé de porter ce fonds de 50,5 millions de francs or à 53,5 millions, par imputation de 3 millions sur le bénéfice net.

4) Fonds de réserve libre F or 806 966 872

contre 773,7 millions de francs or à la fin de l'exercice précédent, soit une hausse de 73,3 millions.

Au 31 mars 1995, le total des réserves atteint ainsi F or 1 655 483 397 contre 1 546,5 millions le 31 mars 1994, faisant apparaître une progression de 109 millions, imputés sur le bénéfice net de l'exercice 1994/95. Les réserves avaient été renforcées de 97 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
	1994	1995	
	en millions de francs or		
Dépôts des banques centrales	59 211	58 012	- 1 199
Dépôts des autres déposants	2 015	3 079	+ 1 064
Total	61 226	61 091	- 135

Les fonds empruntés accusent un léger recul, par suite d'une baisse des dépôts qui proviennent des banques centrales, presque entièrement compensée par ceux reçus d'autres déposants; l'expansion de ce dernier poste reflète de nouveaux apports émanant de plusieurs organisations internationales. Il en résulte, par rapport à l'ensemble des fonds empruntés, une réduction de la part des dépôts des banques centrales: ceux-ci représentaient 96,7% du total au 31 mars 1994; un an plus tard, ils ont reculé à 95%. Inversement, la part des autres déposants affiche une progression sensible de 3,3% à 5%.

L'exercice sous revue a surtout été marqué par un repli important des fonds déposés en dollars EU, alors que les ressources dans la plupart des autres monnaies ont augmenté. Il faut toutefois rappeler que l'incidence des fluctuations de change, en termes de francs or, sur les monnaies autres que le dollar EU a contribué au relèvement notable de certains postes. Par ailleurs, au niveau de la composition des passifs empruntés, la part en dollars EU reste prédominante (avec 61,1%), suivie de celle en deutsche marks (22,2%).

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		Différence	Exercice clos le 31 mars		Différence	Exercice clos le 31 mars		Différence
	1994	1995		1994	1995		1994	1995	
	en millions de francs or								
À vue	3 927	4 042	+ 115	1 233	1 471	+ 238	5 160	5 513	+ 353
À 3 mois									
au maximum	44	63	+ 19	53 951	54 565	+ 614	53 995	54 628	+ 633
À plus de 3 mois	90	52	- 38	1 981	898	- 1 083	2 071	950	- 1 121
Total	4 061	4 157	+ 96	57 165	56 934	- 231	61 226	61 091	- 135

Comme l'indique le tableau ci-dessus, le total des passifs en or progresse (de 2,4%), tandis que l'encours des dépôts en monnaies est en léger retrait (de 0,4%). Par suite, la part de l'or, comparée à l'ensemble des fonds empruntés, s'inscrit à 6,8% (contre 6,6% au 31 mars 1994) et celle des monnaies à 93,2% (contre 93,4%). L'examen des dépôts en monnaies fait ressortir une augmentation des fonds reçus à vue (en hausse de 19,3%) et de ceux à trois mois au maximum (en augmentation de 1,1%), alors que ceux à plus longue échéance ont fléchi de plus de moitié (54,7%).

En fonction de la durée, les ressources à vue constituent 9% du total, celles à trois mois au maximum 89,4% et celles à plus de trois mois 1,6%, contre 8,4%, 88,2% et 3,4% au 31 mars 1994.

a) Dépôts en or

F or 4 156 970 218

contre 4 061 millions de francs or au 31 mars 1994. Ce poste est en augmentation, après avoir accusé un recul continu pendant les deux exercices précédents.

La progression de ces ressources, de 96 millions de francs or, résulte d'une hausse des passifs en or, tant de ceux à vue que de ceux à trois mois au maximum, compensée partiellement par une baisse des passifs à terme à plus de trois mois.

b) Dépôts en monnaies

F or 56 934 458 058

Le total de ces ressources s'inscrivait à 57 165 millions de francs or au 31 mars 1994. Le recul est donc de 231 millions et résulte de la baisse des dépôts reçus à plus de trois mois.

C. Autres passifs

Leur total s'inscrit à

F or 2 184 906 680

contre 1 908 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^{er} juillet 1995».

a) Le «Système de prévoyance du personnel» s'établit à

F or 271 008 944

contre 200 millions de francs or au 31 mars 1994. Ce poste, qui est régulièrement alimenté en cours d'exercice, correspond à l'engagement de la Banque au titre des pensions du personnel; il est libellé en francs suisses et sa progression reflète en grande partie l'appréciation de cette devise en termes de francs or.

b) Le poste «Divers» atteint

F or 1 860 489 020

Il s'inscrivait à 1 666 millions de francs or au 31 mars 1994.

c) Le «Dividende payable le 1^{er} juillet 1995» se chiffre à

F or 53 408 716

Ce montant correspond au dividende de FS 250 par action – contre FS 240 en 1993 et en 1994 – qu'il est proposé de prélever sur le bénéfice net de l'exercice 1994/95. En 1994, une somme de 41,1 millions de francs or avait été retenue à cet effet. La différence de 12,3 millions de francs or résulte de l'accroissement du dividende par action et, plus encore, de l'appréciation du franc suisse en termes de francs or.

L'excédent net de l'exercice 1994/95, avant prélèvement du dividende susmentionné, s'élève à 162,4 millions de francs or, contre 138,1 millions pour l'année financière antérieure. Il est proposé de répartir le solde, soit 109 millions de francs or, conformément aux dispositions de l'article 51 des Statuts: les détails en sont donnés à la section 5 ci-après.

Actif (utilisation des ressources)

Les postes de l'actif du bilan, répartis d'après leur nature, figurent dans le tableau suivant.

BRI: évolution des placements et des autres actifs d'après leur nature						
Nature	Exercice clos le 31 mars				Différence	
	1994		1995			
	en millions de francs or					
Avoirs à vue						
Or	4 338		4 373		+	35
Monnaies	12	4 350	10	4 383	-	2 + 33
Bons du Trésor		3 511		5 520		+ 2 009
Dépôts à terme et avances						
Or	580		542		-	38
Monnaies	41 370	41 950	42 479	43 021	+	1 109 + 1 071
Titres du secteur public et autres titres à terme		15 088		12 284		- 2 804
Divers		77		19		- 58
Total						
Or	4 918		4 915		-	3
Monnaies	60 058	64 976	60 312	65 227	+	254 + 251

L'examen du tableau ci-dessus fait apparaître une légère diminution des actifs en or et une augmentation de ceux en monnaies.

a) *Avoirs à vue en or* F or 4 373 392 132
contre 4 338 millions de francs or au 31 mars 1994. La progression de ce poste, de 35 millions, s'explique par la baisse des placements effectués sur le marché (voir sous d).

b) *Espèces en caisse et avoirs à vue en monnaies* F or 9 758 370
Au 31 mars 1994, ce poste s'élevait à 12 millions de francs or.

c) *Bons du Trésor* F or 5 520 274 016
contre 3 511 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 43 020 540 883
Au 31 mars 1994, l'encours de ce poste, qui comprend les transactions sur or et sur monnaies, s'inscrivait à 41 950 millions de francs or, ce qui représente une progression de 1 071 millions:

– placements en or F or 541 851 346
contre 580 millions de francs or au 31 mars 1994;

– placements en monnaies F or 42 478 689 537
contre 41 370 millions de francs or au 31 mars 1994.

e) Titres du secteur public et autres titres à terme

F or 12 284 320 336

La valeur de ce portefeuille, qui s'inscrivait à 15 088 millions de francs or au 31 mars 1994, a sensiblement varié en cours d'exercice. Il est composé principalement d'obligations du Trésor achetées sur divers marchés.

Il convient de mentionner que, parallèlement à l'évolution des ressources, les disponibilités en dollars EU ont régressé de manière sensible, tout en continuant, cependant, de représenter le poste le plus important des actifs de la Banque. Ces investissements sont suivis de ceux réalisés en deutsche marks, puis, pour des montants nettement plus faibles, de ceux en yens japonais, dollars canadiens, Écus, livres sterling et francs suisses.

Pour leur part, les actifs en or ont régressé de 3 millions de francs or, alors que les passifs ont connu un accroissement de 96 millions. La différence de 99 millions de francs or correspond au recul 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
	1994	1995	
	en millions de francs or		
À 3 mois au maximum	43 704	42 357	– 1 347
À plus de 3 mois	13 334	12 948	– 386
Total	57 038	55 305	– 1 733

L'ensemble des placements à terme accuse une baisse de 1 733 millions ou de 3%.

En part relative, les dépôts à trois mois au maximum représentent 76,6% du total des placements et ceux à plus de trois mois 23,4%. De ce point de vue, la ventilation des placements est restée identique à celle affichée à la fin de l'exercice précédent.

f) Divers

F or 19 235 741

Ce poste s'établissait à 76,6 millions de francs or au 31 mars 1994.

Opérations à terme sur or

Elles sont mentionnées dans la note 2 complémentaire au bilan avec un solde négatif de

F or 96 391 648

Ces transactions s'inscrivent en recul marqué. À la fin de l'exercice précédent, leur encours indiquait un solde négatif de 195 millions de francs or.

5. Bénéfice net et répartition

Les comptes du soixante-cinquième exercice clos le 31 mars 1995 font ressortir un excédent net d'exploitation de 170 539 274 francs or, contre 145 227 801 francs or pour l'exercice précédent. Cette progression reflète essentiellement l'augmentation du bilan durant une grande partie de l'exercice. En outre, la hausse des taux d'intérêt sur les principales monnaies en 1994/95 a entraîné une majoration des revenus pour les transactions sur les fonds propres de la Banque détenus en monnaies ainsi qu'un élargissement des marges pour ses opérations en fonds empruntés.

Le résultat du présent exercice est indiqué après déduction de 58 739 784 francs or au titre des frais d'administration, ce qui représente une progression de 16,4% par rapport au montant de 50 450 402 francs or de l'exercice précédent. Cette augmentation aurait été beaucoup moins marquée sans l'incidence des fluctuations de change, en particulier la hausse importante de la valeur en franc or du franc suisse en cours d'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 3%.

Le Conseil d'administration a décidé d'affecter 3 389 388 francs or à la Provision pour frais d'administration exceptionnels et 4 741 170 francs or à la Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement, qui a été créée pour couvrir les frais d'entretien des locaux de la Banque et financer les projets techniques comportant des dépenses d'investissement. Après déduction de ces deux transferts aux provisions, le bénéfice net s'élève à 162 408 716 francs or, contre 138 085 797 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 162 408 716 francs or de la façon suivante:

- i) une somme de 53 408 716 francs or est affectée au paiement d'un dividende de 250 francs suisses par action;
- ii) un montant de 32 700 000 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; enfin
- iv) un montant de 73 300 000 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^{er} juillet 1995 aux actionnaires inscrits sur le registre de la Banque à la date du 20 juin 1995.

On trouvera à la fin du présent Rapport le bilan, le compte de profits et pertes et un état résumé 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 1995 ainsi que de son bénéfice pour l'exercice clos à cette date. Le rapport de Price Waterhouse est apposé au bas du bilan.

6. Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction

Lamberto Dini a renoncé à son siège au Conseil d'administration le 31 mai 1994 et, de ce fait, à ses fonctions de Vice-Président du Conseil. Lors de sa séance du 12 juillet 1994, le Conseil a élu Vice-Président pour une période de trois ans Carlo Azeglio Ciampi, qui avait été nommé membre du Conseil par Antonio Fazio le 1^{er} juillet 1994.

Lors de sa séance du 12 juillet 1994, le Conseil a pris note avec satisfaction de l'intention du Système de Réserve fédérale des États-Unis d'occuper les deux sièges au Conseil d'administration de la BRI auxquels la banque centrale des États-Unis a droit depuis 1930. Une Assemblée générale extraordinaire tenue le 13 septembre 1994 a approuvé une modification mineure des Statuts de la Banque, destinée à tenir compte de l'évolution structurelle du Système de Réserve fédérale. Alan Greenspan, Président du Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale, est devenu administrateur d'office le 13 septembre 1994 et a nommé membre du Conseil pour une période de trois ans commençant le même jour William J. McDonough, Président de la Banque de Réserve fédérale de New York. Il a été également décidé d'élire membres du Conseil pour trois ans, avec effet au 13 septembre 1994, Gordon G. Thiessen, Gouverneur de la Banque du Canada, et Yasushi Mieno, Gouverneur de la Banque du Japon. Lors de la séance du Conseil du 13 mars 1995, Markus Lusser, Président de la Direction générale de la Banque Nationale Suisse, a été réélu membre du Conseil d'administration pour une nouvelle période de trois ans prenant fin le 31 mars 1998.

Bernard Clappier a cessé d'être membre du Conseil le 27 novembre 1994, à l'expiration de son mandat. Pour pourvoir à cette vacance, Jean-Claude Trichet, Gouverneur de la Banque de France, a nommé Hervé Hannoun pour une période de trois ans commençant le 28 novembre 1994.

Lors de sa séance du 12 décembre 1994, le Conseil a élu Yasuo Matsushita membre du Conseil à compter du 17 décembre 1994 pour remplacer Yasushi Mieno, qui a quitté ses fonctions de Gouverneur de la Banque du Japon.

En juillet 1994, Edward A.J. George, Gouverneur de la Banque d'Angleterre, a nommé T.R. Smeeton pour être son Suppléant en l'absence de Alastair Clark et, en novembre 1994, Ian Plenderleith en remplacement de Alastair Clark. En septembre 1994, Hans Tietmeyer, Président de la Deutsche Bundesbank, a nommé Bernd Goos en qualité de Suppléant en l'absence de Helmut Schieber. Alan Greenspan a nommé Alan S. Blinder Suppléant, remplacé en cas d'absence par Edwin M. Truman. Enfin, en décembre 1994, Jean-Claude Trichet a nommé André Robert pour être son Suppléant, remplacé en cas d'absence par Armand Pujal.

En ce qui concerne la Direction de la Banque, Giampietro Morelli a quitté ses fonctions de Secrétaire Général à la fin d'août 1994. Il a été remplacé à ce poste par Gunter D. Baer. Malcolm Gill a été nommé Chef du Département bancaire à compter du 1^{er} avril 1995. Horst Bockelmann a pris sa retraite de la Banque à la fin d'avril 1995 et William R. White lui a succédé comme Conseiller économique et Chef du Département monétaire et économique. André Icard a été nommé Directeur à partir d'août 1995. Jean Vallet, Secrétaire Général Adjoint et Directeur Suppléant, a pris sa retraite en janvier 1995. Günter Pleines a été promu au rang de Directeur Suppléant en avril 1995 et Zenta Nakajima a été nommé Directeur Suppléant à compter de juin 1995.

La Banque a appris avec un profond regret les décès de Per Åsbrink, le 17 juin 1994, et de Walter Schwegler, le 17 novembre 1994. L'un et l'autre avaient été membres du Conseil, Per Åsbrink en tant que Gouverneur de la Banque de Suède, de décembre 1955 à octobre 1973, et Walter Schwegler en qualité de Président de la Direction générale de la Banque Nationale Suisse, de juin 1956 à août 1966. La Banque a également appris avec une grande tristesse les décès de Henri Guisan, le 7 juillet 1994, qui avait occupé les fonctions de Conseiller juridique de 1955 à 1974, date de son départ en retraite, et d'Alberto Ferrari, le 12 septembre 1994, Secrétaire Général de 1951 à 1961.

Conclusion

Si des doutes subsistaient encore au sujet de la portée et de l'influence omniprésente des marchés internationaux des capitaux, les événements de l'année écoulée devraient les avoir dissipés. Les amples fluctuations des cours des obligations et des changes dans les pays industriels, la crise mexicaine et les pertes retentissantes de certains opérateurs ont eu des répercussions sur les marchés financiers du monde entier. Deux éléments sont à la base de ces développements: l'importance accrue que les marchés ont attachée aux tendances fondamentales et, par voie de conséquence, la nécessité de différencier les emprunteurs en fonction de ces considérations à plus long terme. Tout cela ne peut être que positif, à condition, bien sûr, que les jugements des marchés soient eux-mêmes corrects. Malheureusement, si c'est généralement le cas, les événements récents ont démontré que ce ne l'est pas nécessairement.

Les taux d'intérêt à long terme ont augmenté en 1994, en partie parce que le marché avait correctement prévu que l'activité économique allait continuer à se renforcer dans les pays industriels. Plus récemment, ils sont retombés lorsque les indicateurs économiques ont commencé à fléchir. De même, les cours de change ont varié, au moins en partie par suite de l'accumulation de créances et de dettes extérieures par le Japon et les États-Unis respectivement. Si le Mexique s'est finalement trouvé aux prises avec des difficultés, c'est à cause d'un endettement extérieur croissant accompagné d'une perte de compétitivité internationale. Enfin, le marché a appliqué, par prudence, des primes de risque plus élevées aux emprunteurs privés et souverains paraissant bénéficier d'une moins bonne cote de crédit.

Cependant, l'examen de la période sous revue montre également que les marchés réagissent parfois trop lentement aux données fondamentales et qu'ils peuvent ensuite procéder à des corrections brutales, avec les dangers que cela comporte. La vive ascension des rendements obligataires en 1994 s'est produite après une année où les taux réels *ex post* étaient tombés à des niveaux exceptionnellement bas, surtout en Europe. De même, la rapidité et la soudaineté des variations du cours bilatéral du dollar EU vis-à-vis du yen et du deutsche mark durant les premiers mois de 1995 s'expliquent difficilement. S'agissant du Mexique, longtemps les marchés n'ont guère tenu compte de la détérioration des statistiques extérieures, avant d'amorcer brusquement un retrait qui a eu des retombées non seulement pour ce pays, mais aussi pour de nombreuses économies en développement. Le fait qu'il ait fallu plusieurs semaines pour que les autres places recouvrent leur calme et que le peso et les cours des titres mexicains remontent quelque peu par rapport à leurs

niveaux les plus bas prouve encore que les marchés des capitaux peuvent mettre du temps à converger vers les valeurs appropriées.

Quoi que l'on pense du pouvoir qu'exercent les marchés des capitaux, il n'est pas prêt de s'affaiblir. Tout indique, au contraire, que l'influence des marchés continuera de grandir, les progrès de la technologie permettant à un nombre croissant d'intervenants d'accéder sans cesse à de nouvelles places financières et d'opérer sur des instruments de plus en plus diversifiés. Il sera également malaisé de réglementer ces marchés, étant donné la facilité avec laquelle il est possible de passer d'une juridiction à une autre, sans compter qu'une réglementation plus rigoureuse pourrait, comme on le redoute généralement, s'avérer plus coûteuse que bénéfique. Concrètement, le véritable défi qui se pose aux responsables de la politique économique est d'utiliser toute l'influence dont ils disposent pour raffermir au maximum le pouvoir de discipline du marché tout en réduisant au minimum ses excès. Divers enseignements doivent être retenus à cet égard concernant la conduite de la politique macroéconomique, la maîtrise du risque systémique dans un environnement de marchés mondialisés et le renforcement de la coopération financière internationale.

Conduite de la politique macroéconomique

Les événements récents montrent que les marchés finissent toujours par réagir aux données économiques fondamentales affectant le risque et la rentabilité, mais qu'ils peuvent le faire de manière brutale et douloureuse. Mieux vaudrait que les responsables de la politique économique déterminent eux-mêmes les ajustements qui leur paraissent inévitables et en prennent l'initiative de façon préventive. Si l'accent mis récemment par les autorités sur les objectifs à moyen terme – réduction de l'inflation et maîtrise des déficits publics – a été bien accueilli, le marché ressent clairement, toutefois, la nécessité d'une action encore plus efficace et plus opportune. Il importe, en particulier, qu'elles accordent une plus grande attention aux divers déséquilibres qui s'accumulent, les plus sensibles étant ceux des finances publiques et du service de la dette qui s'y rattache. En présence d'un endettement élevé, les paiements d'intérêts peuvent être considérablement alourdis par un relèvement de taux, remettant en cause la crédibilité de l'autorité monétaire, aussi stricte soit-elle. À terme, les craintes d'une monétisation de la dette pourraient conduire à l'apparition d'une spirale enchaînant de plus en plus rapidement augmentation des primes de risque, renchérissement du service de la dette, nouvelle majoration des primes de risque et alourdissement des contraintes, allant jusqu'à peser sur des catégories de dépenses budgétaires pourtant indispensables. À l'évidence, il serait préférable de s'attaquer au problème de l'accumulation de dettes avant d'en arriver à de telles extrémités.

De même que l'action de politiques monétaires saines peut être entravée par des déficits budgétaires excessifs, les effets stabilisateurs de positions budgétaires équilibrées peuvent être compromis, eux aussi, par une épargne privée insuffisante. L'expérience du Mexique prouve que, même s'ils prennent naissance dans le secteur privé, les déficits des paiements courants peuvent

engendrer de graves problèmes; ce risque sera d'autant plus grand qu'ils seront associés à une consommation relativement élevée par rapport à l'investissement. Cette crise montre également comment la déréglementation du système financier interne, conjuguée à un renforcement de la confiance, au niveau national et international, dû à l'incidence positive des réformes, peut contribuer à un tel résultat en stimulant les entrées de capitaux et en provoquant une vive expansion du crédit à la consommation. À l'inverse du Mexique et de plusieurs autres pays d'Amérique latine, le Chili et la plupart des économies émergentes d'Asie du Sud-Est n'ont pas été confrontés à des problèmes de cet ordre, tout au moins ces dernières années; ils le doivent essentiellement au fait qu'ils ont maintenu, grâce à leur propension naturelle ou à des mesures d'incitation, un taux d'épargne intérieure correspondant plus ou moins à leur haut niveau d'investissement.

Les mouvements du cours de change bilatéral entre les États-Unis et le Japon pendant les seize derniers mois semblent également refléter leur accumulation respective de dettes et de créances extérieures. La raison fondamentale de ces variations ne réside pas tant dans la situation du budget de l'État, même si le déficit des finances publiques américaines demeure trop lourd, mais plutôt dans le fait que le taux global d'épargne est très élevé (selon les normes des pays industriels) au Japon et très bas aux États-Unis. Dans le premier cas, il semblerait impératif de poursuivre une déréglementation qui stimulerait la dépense, en particulier dans le logement et certaines infrastructures, ce qui aurait une incidence positive durable. Dans le second, de nouvelles mesures de rigueur budgétaire apparaîtraient nécessaires, ainsi qu'un réexamen des autres volets de la politique économique affectant l'épargne privée. Une réorientation de la politique interne aiderait à éviter des pressions de marché destinées à résorber les déséquilibres par le seul jeu de modifications brutales du cours de change. La persistance d'amples déficits budgétaires, conjuguée à une accumulation d'endettement, a également pesé sur la monnaie de certains pays européens, à l'exception notable de l'Allemagne, où l'adoption de mesures de correction substantielles a probablement contribué à la vigueur du deutsche mark.

Les événements récents fournissent, en outre, des enseignements dans le domaine de la transparence et de la crédibilité des politiques monétaires. Pour que le marché puisse réellement juger de la solidité de l'action des autorités, sans effets de surprise ni réactions brutales, il doit disposer d'informations adéquates non seulement sur les développements en cours, mais aussi sur les buts ultimes, les variables intermédiaires et les instruments de la politique suivie. Associée à une structure de décision donnant à l'autorité monétaire le pouvoir de poursuivre les objectifs annoncés, une telle transparence peut apporter beaucoup à la cause de la stabilité et de la crédibilité. Cette transparence permettra également au marché de mieux évaluer le cours des événements et améliorera, en retour, la qualité des données qu'il fournit (comme le taux d'inflation attendu incorporé dans les rendements obligataires), ce qui peut être utile à l'élaboration de la politique. Dans beaucoup de pays industriels et dans un nombre croissant d'économies émergentes, les autorités monétaires s'efforcent de mieux faire connaître

l'orientation de leur politique, précisant les raisons des modifications des taux d'intérêt officiels et l'usage qu'elles font des autres instruments. Plus il y aura de pays à s'engager dans cette voie, plus leur exemple en persuadera d'autres de les suivre. Ce serait, là encore, une évolution dont on ne pourrait que se réjouir.

Il est bien évident que de telles initiatives ne sauraient se substituer à la crédibilité que confèrent une orientation budgétaire appropriée et une tradition bien établie de bons résultats dans la lutte contre l'inflation. Lorsque les taux des obligations se sont tendus en 1994 en prévision d'une accélération mondiale de la reprise, les évolutions des écarts de rendement entre pays ont bien montré l'importance que le marché attache à ces facteurs. Les pays industriels qui ont enregistré les plus fortes hausses présentaient tous de médiocres antécédents dans ces deux domaines. En outre, nombre d'entre eux étaient confrontés à des incertitudes politiques, rendant peut-être les changements de cap requis difficiles à opérer. Les économies émergentes qui ne peuvent se prévaloir que d'un passé très récent de politiques de libéralisation et de stabilisation sont aussi extrêmement vulnérables à cet égard. Les marchés peuvent être tentés, en effet, de ne leur accorder qu'une faible marge de manœuvre pour les prochaines années, ce dont leurs responsables feraient bien de tenir compte pour la conduite de la politique économique.

Les événements récents soulèvent également un certain nombre de questions concernant la gestion des mouvements de change. Le rythme et l'ampleur des fluctuations des cours bilatéraux entre le dollar EU, le yen et le deutsche mark, en particulier, ont suscité des appels à des ajustements coordonnés des taux d'intérêt pour aider à stabiliser les marchés. Il convient de ne pas surestimer l'apport possible de telles politiques, si l'on en juge par le peu d'effets qu'ont eus apparemment les modifications des écarts des taux courts, dans un sens pourtant toujours plus favorable au dollar EU, en 1993 et 1994. D'une manière plus fondamentale, aller dans cette voie ne devrait pas se faire au détriment d'un objectif clair de stabilité des prix intérieurs. Évidemment, dans la mesure où ceux-ci sont fortement affectés par le cours de change, ce dernier devrait être l'un des paramètres de référence des responsables de la politique économique au moment de décider s'il y a lieu de modifier les taux d'intérêt pour assurer cette stabilité.

Prendre en compte le rôle du cours de change dans un dispositif monétaire interne pourrait contribuer, en outre, à renforcer l'efficacité des interventions officielles sur les changes. Il est à présent largement reconnu que celles-ci n'opèrent pas seulement à travers des modifications de l'offre relative d'actifs libellés en différentes monnaies. Leur efficacité dépend encore plus du signal qu'elles envoient aux marchés, en montrant que les autorités sont prêtes à prendre des mesures additionnelles pour corriger la valeur de leur monnaie. Admettre cette fonction de signal revient à dire que le comportement des responsables des autres instruments de la politique économique affecte également l'efficacité des interventions et que celles-ci peuvent donner de meilleurs résultats si elles sont pratiquées avec retenue, dans le cadre de politiques macroéconomiques clairement conçues.

Les tensions sur les changes ne se sont certes pas limitées aux relations entre les principales devises, et celles qui se sont fait sentir à plusieurs reprises au sein du mécanisme de change européen ont entraîné des réactions diverses. Certains pays ont accepté une dépréciation de leur monnaie, alors que d'autres ont résisté avec succès en dosant de manière judicieuse interventions et modifications des taux à court terme. Dans le second cas, le temps devrait jouer en faveur de la stabilité si les politiques macroéconomiques vont dans le bon sens; défendre avec persévérance et efficacité la valeur d'une monnaie devrait asseoir la crédibilité et dissuader la spéculation. Toutefois, le temps peut aussi creuser les écarts dans les structures de coûts des pays reliés par un système de parités fixes. La stabilité des cours de change se trouvera confortée à moyen terme si l'on parvient à conférer plus de flexibilité au marché du travail. Une plus grande détermination dans les politiques destinées à en accroître l'efficacité aiderait également à affronter le problème crucial du chômage élevé en Europe, qui demeure un grave sujet de préoccupation sur le plan économique et social.

L'évolution du cours de change a également revêtu une grande signification dans un certain nombre d'économies émergentes. L'enseignement peut-être le plus important de l'expérience de plusieurs pays d'Amérique latine est que l'utilisation du cours nominal comme point d'ancrage de la lutte contre l'inflation offre, certes, des avantages mais comporte aussi des limites et des dangers. L'appréciation du cours réel qui en résulte peut rendre à terme le rattachement nominal insoutenable s'il n'est pas suffisamment étayé par les autres politiques internes. En plus, ce danger peut être accru en cas d'entrées de capitaux à court terme, essentiellement spéculatives et facilement réversibles. Sur la base de ces considérations, les économies émergentes devraient peut-être se montrer plus circonspectes vis-à-vis des déficits extérieurs et plus prudentes dans la suppression des contrôles sur les apports de fonds à court terme. Il est intéressant de noter que les résultats obtenus par la plupart des économies d'Asie du Sud-Est, où la déréglementation s'est faite plus lentement et où l'investissement direct étranger s'est vu conférer un rôle plus important, offrent davantage de motifs de satisfaction que ceux de certains pays d'Amérique latine. Là encore, on retrouve en filigrane les différences plus fondamentales évoquées précédemment.

Maîtrise des risques sur les marchés des capitaux

Étant donné la dimension, la complexité et l'interdépendance des marchés des capitaux à travers le monde, il n'est guère surprenant que certains observateurs se soient montrés préoccupés par le fait que des événements de caractère essentiellement local puissent avoir aujourd'hui des répercussions néfastes sur l'ensemble du système financier international. Une très forte volatilité des prix, la défaillance d'un gros établissement, l'illiquidité d'un marché important ou bien le dysfonctionnement du cadre juridique ou des systèmes de paiement qui constituent l'ossature des marchés des capitaux sont autant de sources potentielles de problèmes systémiques. Même si les chocs financiers qui ont caractérisé la période sous revue n'ont pas eu de plus vastes

conséquences, ils ont aidé à identifier l'origine de ces préoccupations et à déterminer l'orientation à donner à une action préventive.

Sur de nombreux marchés des capitaux, la volatilité des cours s'est fortement accrue au début de 1994 et est demeurée exceptionnellement élevée pendant quelque temps, tout particulièrement en Europe. L'un des dangers que présentent des variations d'une telle ampleur est qu'elles peuvent en déclencher de plus importantes encore, à travers les programmes de ventes automatiques et les stratégies de couverture dynamique. Dans des marchés nerveux, déjà orientés dans une seule direction, la liquidité assurée par les opérateurs peut se tarir, au moins temporairement, sous l'effet de ces ventes de couverture. Certains signes donnent à penser que ce phénomène pourrait être en partie à l'origine de la chute des cours des obligations en Europe au printemps de 1994 ainsi que des variations de change prononcées et parfois désordonnées en 1995. Des épisodes de ce genre pourraient affaiblir la capacité des teneurs de marché et donc, à terme, la résistance des marchés. Ces accès de forte variabilité suscitent d'autres préoccupations au sujet des stratégies de gestion du risque fondées sur la stabilité perçue des covariances des cours des actifs: elles pourraient sous-estimer la possibilité qu'en période de tensions ces cours réagissent de concert sur différents marchés, exposant ainsi les intervenants à des risques allant au-delà de leurs intentions. Les solutions possibles comportent une composante macroéconomique et microéconomique. Au niveau macroéconomique, des politiques crédibles orientées sur le moyen terme contribueraient à stabiliser les anticipations et pourraient réduire l'éventualité de mouvements prononcés des cours. Au niveau microéconomique, les intervenants doivent se montrer plus vigilants en ce qui concerne leur capacité d'adaptation à des variations de cours d'ampleur inhabituelle, pouvant même évoluer de façon solidaire, sur différents marchés.

La défaillance de Baring Brothers et l'annonce, par ailleurs, de lourdes pertes de marché ont ravivé d'anciennes questions et en ont soulevé de nouvelles. Ces événements ont clairement souligné l'importance de contrôles internes et procédures de gestion du risque bien conçus. Ils ont également conduit à s'interroger sur les systèmes de rémunération des opérateurs et gestionnaires de fonds, qui souvent récompensent généreusement et immédiatement l'intermédiaire lorsque la prise de risque est fructueuse, mais laissent l'établissement endosser les pertes potentielles. Certes, la motivation est indispensable à la réalisation de bénéfices, mais on peut s'interroger sur la qualité de ces bénéfices si, pour les obtenir, on met en péril la survie de l'établissement, et à plus forte raison celle de sociétés financières intégrées. Les pertes subies ont de nouveau rappelé la nécessité, pour les autorités prudentielles, de veiller à l'adéquation des fonds propres en regard des risques de marché encourus dans l'activité de négociation. À cet effet, les initiatives annoncées par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire en avril 1995 devraient, après une période de consultation, s'avérer très salutaires.

Avec le développement continu des marchés des capitaux et l'apparition d'instruments toujours plus complexes, la discipline de marché deviendra un complément de plus en plus important de celle qui est imposée par les organes de contrôle. Conscientes que cette discipline doit se fonder sur des

informations adéquates, les autorités ont récemment incité les établissements à faire connaître à la fois le degré de risque qu'ils sont prêts à assumer et les résultats de leur gestion dans ce domaine. Si l'acquiescement de certains à divulguer de telles informations est perçu comme un signe de solidité, la discipline de marché aura comme première conséquence de contraindre les autres à faire de même. Et si cela amène ceux qui ne disposent pas de systèmes appropriés d'évaluation du risque à s'en doter, ce sera, là aussi, un pas en avant.

Enfin, certains événements récents ont mis en évidence la nécessité d'améliorer la communication entre banques centrales et autres autorités de contrôle dans le monde, en montrant également qu'il était souhaitable d'éviter des lacunes dans les réglementations et des inégalités d'ordre concurrentiel. L'intensification de la concurrence internationale dans l'offre de services financiers et l'évolution constante des structures des marchés des capitaux conduiront obligatoirement à adapter l'appareil réglementaire à ces développements. La convergence croissante des fonctions assurées par les banques, sociétés d'investissement et compagnies d'assurances est, à cet égard, particulièrement significative.

Renforcement de la coopération financière internationale

La mondialisation de l'activité économique étant de plus en plus marquée à tous les niveaux, les autorités doivent sans relâche procéder à des échanges de vues réguliers et rechercher un consensus, là où c'est possible, sur les questions concernant le bien-être commun de leurs pays respectifs. Cette coopération s'opère essentiellement à travers des décisions collégiales prises par les représentants des pays sur l'action à mener, en misant sur la force morale de ces accords pour encourager toute modification nécessaire, sur le plan national, des politiques, de la législation et de la réglementation. Une telle approche concertée peut paraître parfois lente et laborieuse, mais l'expérience a montré qu'elle porte ses fruits et que les avantages qu'elle procure justifient les efforts consentis.

Le dialogue entre responsables des politiques sur les questions macroéconomiques est souhaitable, même lorsque les politiques monétaires sont uniquement axées sur des objectifs internes. Compte tenu du degré élevé d'intégration des marchés financiers, les modifications des orientations monétaires nationales peuvent affecter les cours de change, ceux-ci pouvant à leur tour agir sur le niveau des prix dans les autres pays. Le fait que les changes puissent parfois surréagir ou ne pas répondre à des variations des données économiques fondamentales devrait également constituer un sujet de préoccupation sur le plan international; on peut se demander, en effet, comment il serait possible, en infléchissant les politiques budgétaires et structurelles sous-jacentes, d'atténuer les tensions potentielles sur les changes. Enfin, compte tenu de la possibilité d'un dysfonctionnement occasionnel du marché, il pourrait s'avérer utile de convenir, à l'échelle internationale, de «normes de prudence» concernant l'accumulation de dettes et le réglage d'autres variables macroéconomiques, afin d'aider par avance certains pays à ne pas se retrouver devant des situations trop lourdes à gérer.

Les événements récents ont montré la nécessité pour toutes les parties concernées, tant dans les économies émergentes que dans celles qui sont arrivées à maturité, d'œuvrer en commun au renforcement de la capacité de résistance des marchés internationaux des capitaux. Si les banques centrales ne peuvent elles-mêmes garantir une telle évolution, elles participent étroitement, dans de nombreux pays, à la surveillance et à l'analyse de l'activité des marchés et font de plus en plus appel aux instruments de marché pour mettre en œuvre leur politique. Les efforts visant à assurer une égalité concurrentielle entre les institutions financières nationales opérant à l'échelle internationale et l'existence d'interfaces permettant des liens harmonieux entre les systèmes de paiement des différents pays impliqueront également une interaction dans les domaines qui sont traditionnellement du ressort des banques centrales. Du fait même de cette coopération, la communauté des banques centrales est bien placée pour veiller en permanence à ce que le fonctionnement des marchés et des infrastructures financières favorise la stabilité monétaire et systémique internationale. Il s'agit là, faut-il le rappeler, de l'une des considérations présentes à l'esprit de ceux qui ont défini le mandat de notre institution, il y a de cela soixante-cinq ans.

Bâle, le 24 mai 1995

ANDREW CROCKETT
Directeur Général

Bilan et compte de profits et pertes

au 31 mars 1995

Bilan au 31 mars 1995

(en francs or – voir note 1)

Actif		
Or		4 373 392 132
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue		9 758 370
Bons du Trésor		5 520 274 016
Dépôts à terme et avances		
Or		
À 3 mois au maximum	282 781 538	
À plus de 3 mois	259 069 808	
Monnaies		
À 3 mois au maximum	36 127 056 275	
À plus de 3 mois	<u>6 351 633 262</u>	
		43 020 540 883
Titres du secteur public et autres titres à terme		
À 3 mois au maximum	5 947 524 799	
À plus de 3 mois	<u>6 336 795 537</u>	
		12 284 320 336
Divers		19 235 740
Terrain, immeubles et installations		<u>1</u>
		<u>65 227 521 478</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 1,94149...) et tous les autres éléments en monnaies sur la base des cours du marché par rapport au dollar EU.

Note 2:

Au 31 mars 1995, l'or à livrer contre monnaies au titre des opérations à terme s'élevait à 96 391 648 francs or.

		Avant répartition du bénéfice net de l'exercice	Après
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		30 070 313
Fonds de réserve générale	732 216 157		764 916 157
Fonds spécial de réserve de dividendes	50 530 055		53 530 055
Fonds de réserve libre	733 666 872		806 966 872
		1 546 483 397	1 655 483 397
Dépôts (or)			
Banques centrales			
À vue	4 042 312 303		
À 3 mois au maximum	63 254 613		
À plus de 3 mois	51 403 302		
		4 156 970 218	4 156 970 218
Dépôts (monnaies)			
Banques centrales			
À vue	1 401 930 963		
À 3 mois au maximum	51 969 341 951		
À plus de 3 mois	484 017 087		
Autres déposants			
À vue	69 270 690		
À 3 mois au maximum	2 595 772 768		
À plus de 3 mois	414 124 599		
		56 934 458 058	56 934 458 058
Système de prévoyance du personnel		271 008 944	271 008 944
Divers		1 860 489 020	1 860 489 020
Compte de profits et pertes		162 408 716	—
Dividende payable le 1 ^{er} juillet 1995		—	53 408 716
		65 227 521 478	65 227 521 478

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 1995 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 27 avril 1995

PRICE WATERHOUSE

Compte de profits et pertes

pour l'exercice social clos le 31 mars 1995
(en francs or)

Intérêt net et autres produits d'exploitation	229 279 058
---	-------------

Moins: Frais d'administration

Conseil d'administration	1 167 611	
Direction et personnel	40 207 740	
Frais de bureau et divers	<u>17 364 433</u>	<u>58 739 784</u>

Excédent net d'exploitation	170 539 274
-----------------------------------	-------------

Moins: Montants transférés à la

Provision pour frais d'administration exceptionnels	3 389 388	
Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement	<u>4 741 170</u>	<u>8 130 558</u>

Bénéfice net de l'exercice social clos le 31 mars 1995	162 408 716
--	-------------

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: 250 francs suisses par action sur 473 125 actions	<u>53 408 716</u>
	109 000 000

Transfert au Fonds de réserve générale	<u>32 700 000</u>
	76 300 000

Transfert au Fonds spécial de réserve de dividendes	<u>3 000 000</u>
	73 300 000

Transfert au Fonds de réserve libre	<u>73 300 000</u>
	<u>—</u>

Évolution des réserves de la Banque

au cours de l'exercice social clos le 31 mars 1995
(en francs or)

I. Évolution des Fonds de réserve par suite des affectations au titre de l'exercice 1994/95

	Fonds de réserve légale	Fonds de réserve générale	Fonds spécial de réserve de dividendes	Fonds de réserve libre
Soldes au 1 ^{er} avril 1994, après répartition du bénéfice net de l'exercice 1993/94	30 070 313	732 216 157	50 530 055	733 666 872
À ajouter: Affectations au titre de l'exercice 1994/95	—	32 700 000	3 000 000	73 300 000
Soldes au 31 mars 1995 tels qu'ils apparaissent au bilan	30 070 313	764 916 157	53 530 055	806 966 872

II. Capital libéré et Fonds de réserve au 31 mars 1995 (après répartition) représentés par des

	Capital libéré	Réserves	Total
Avoirs nets en			
Or	295 703 125	366 178 487	661 881 612
Monnaies	—	1 289 304 910	1 289 304 910
	295 703 125	1 655 483 397	1 951 186 522

Conseil d'administration

W.F. Duisenberg, Amsterdam
Président du Conseil d'administration,
Président de la Banque

Carlo Azeglio Ciampi, Rome
Vice-Président

Urban Bäckström, Stockholm
Antonio Fazio, Rome
Edward A.J. George, Londres
Alan Greenspan, Washington
Hervé Hannoun, Paris
Lord Kingsdown, Londres
Markus Lusser, Zurich
William J. McDonough, New York
Yasuo Matsushita, Tokyo
Helmut Schlesinger, Francfort-sur-le-Main
Gordon G. Thiessen, Ottawa
Hans Tietmeyer, Francfort-sur-le-Main
Jean-Claude Trichet, Paris
Alfons Verplaetse, Bruxelles
Philippe Wilmès, Bruxelles

Suppléants

Alan S. Blinder ou
Edwin M. Truman, Washington
Ian Plenderleith ou
T.R. Smeeton, Londres
Jean-Jacques Rey, Bruxelles
André Robert ou
Armand Pujal, Paris
Carlo Santini ou
Stefano Lo Faso, Rome
Helmut Schieber ou
Bernd Goos, Francfort-sur-le-Main

Direction

Andrew Crockett	Directeur Général
Rémi Gros	Directeur Général Adjoint
Gunter D. Baer	Secrétaire Général, Chef de Département
Malcolm Gill	Chef du Département bancaire, Directeur
William R. White	Conseiller économique, Chef du Département monétaire et économique
Marten de Boer	Directeur, Audit interne, Comptabilité, Contrôle budgétaire
Renato Filosa	Directeur, Département monétaire et économique
Mario Giovanoli	Conseiller juridique, Directeur
Guy Noppen	Directeur, Secrétariat général
André Bascoul	Directeur Suppléant, Secrétariat général
Joseph R. Bisignano	Directeur Suppléant, Département monétaire et économique
Zenta Nakajima	Directeur Suppléant, Département monétaire et économique (à partir du 1 ^{er} juin 1995)
Günter Pleines	Directeur Suppléant, Département bancaire
Jean-Marc Andreoli	Directeur Adjoint, Secrétariat général
John A. Bispham	Directeur Adjoint, Département monétaire et économique
Paul C. Bridge	Directeur Adjoint, Département bancaire
Jean-Claude Dagassan	Directeur Adjoint, Agent de compensation de l'Écu
Yukio Iura	Directeur Adjoint, Département bancaire
Daniel Lefort	Directeur Adjoint, Service juridique
Alexander Radzyner	Directeur Adjoint, Secrétariat général
Claude Sivy	Directeur Adjoint, Audit interne
Frederik C. Musch	Secrétaire Général du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, Département monétaire et économique

