
BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

67^e RAPPORT ANNUEL

1^{er} AVRIL 1996–31 MARS 1997

BÂLE, 9 JUIN 1997

Banque des Règlements Internationaux

67^e Rapport annuel

1^{er} avril 1996–31 mars 1997

Bâle, 9 juin 1997

© Banque des Règlements Internationaux, 1997
CH-4002 Bâle, Suisse

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

ISSN 1021-2493

ISBN 92-9131-297-5

Également publié en allemand, anglais et italien.

Table des matières

	Page
Lettre introductive	1
I. Introduction: des objectifs clairs mais des indicateurs ambigus	3
Évolution économique: signaux contradictoires pour l'orientation des politiques ..	5
Évolution financière: mesures de renforcement du système financier	8
II. Évolution dans les pays industriels	10
Faits saillants	10
Les trois principales économies	11
Autres grandes économies européennes	13
Économies européennes de moindre dimension	14
Autres pays industriels	16
Politiques macroéconomiques et autres facteurs affectant la demande	17
<i>Politiques macroéconomiques</i>	17
<i>Autres facteurs affectant la demande</i>	19
Tendances récentes des salaires et des prix	22
Évolution des marchés du travail	23
<i>Évolution de l'emploi et du chômage</i>	24
<i>Emploi, commerce extérieur et investissement direct à l'étranger</i>	26
<i>Emploi et flexibilité des salaires relatifs</i>	29
<i>Conclusions</i>	30
Commerce international, paiements courants et investissement direct étranger ...	30
<i>Échanges et prix internationaux</i>	30
<i>Positions des paiements courants</i>	32
<i>Investissement direct étranger (IDE)</i>	34
III. Politiques et évolutions économiques dans le reste du monde	39
Faits saillants	39
Amérique latine	40
Asie	44
<i>Ralentissement de l'expansion des exportations</i>	44
<i>Chine et Inde</i>	47
<i>Autres économies d'Asie</i>	49
Moyen-Orient et Afrique	51
Stabilité des prix et compétitivité dans les économies émergentes	51
Économies en transition	57
<i>Systèmes de caisse d'émission</i>	59
IV. Politique monétaire et prix des actifs dans les pays industriels	62
Faits saillants	62
Politique monétaire dans les trois grandes économies	62
<i>États-Unis</i>	63
<i>Japon</i>	65
<i>Allemagne</i>	66

	Page
Autres pays de l'Union européenne	67
<i>France et autres pays du MCE</i>	69
<i>Italie, Espagne, Suède et Portugal</i>	69
Pays à objectif d'inflation explicite	70
<i>Cours de change et réaction de la politique monétaire</i>	72
Assainissement budgétaire et réaction de la politique monétaire	73
Évolution des prix des actifs	75
<i>Découplage des rendements obligataires</i>	75
<i>Étroite convergence des rendements obligataires en Europe</i>	76
<i>Actions</i>	78
Prix des actifs et politique monétaire	81
 V. Changes et mouvements de capitaux dans les pays industriels	 83
Faits saillants	83
Dollar EU, mark et yen	83
<i>Dollar et évolution conjoncturelle</i>	84
<i>Volatilité et cycle du dollar</i>	87
<i>Évolution des réserves et financement des paiements courants</i>	90
Monnaies européennes et dollar canadien	91
<i>Relations de change</i>	91
<i>Monnaies européennes</i>	95
Introduction de l'euro	96
<i>Sentiment du marché concernant l'union monétaire européenne</i>	96
<i>Effets de l'euro sur le marché des changes</i>	97
<i>Euro et recomposition des portefeuilles</i>	100
<i>Euro, dollar et yen comme monnaie d'ancrage</i>	103
Or	104
 VI. Tendances sur les marchés des capitaux dans les économies émergentes	 107
Faits saillants	107
Reprise des mouvements de capitaux après la crise mexicaine	107
Entrées de capitaux dans les économies de marché émergentes depuis 1990	111
Marchés des actions et de l'immobilier	115
Fragilité financière en Asie	117
<i>Cycle des prix des actifs</i>	120
<i>Mobilité des capitaux</i>	122
<i>Prêts dirigés</i>	124
<i>Concurrence et ajustement structurel</i>	124
Amélioration de la diffusion d'informations par les banques	125
Rôle des agences de notation	126
 VII. Marchés internationaux des capitaux	 130
Faits saillants	130
Marché bancaire	131
<i>Évolution par secteur, monnaie et pays d'origine des banques déclarantes</i>	133
<i>Opérations avec les pays hors zone</i>	135
Marchés des titres	136
<i>Catégorie et pays de résidence des émetteurs</i>	139
<i>Catégories d'instruments</i>	139
Marchés dérivés	142
<i>Marchés organisés</i>	142
<i>Gré à gré</i>	147
Évolution de l'infrastructure de marché	149

VIII. Évolution de l'activité de banque centrale	152
Faits saillants	152
Historique, objectifs et contraintes	152
Conception et exécution des missions	155
<i>Points d'ancrage et arbitrages</i>	155
<i>Information, incitations et crédibilité</i>	164
Interdépendance des différentes missions	168
Les défis pour l'avenir	172
<i>Stabilité monétaire</i>	172
<i>Stabilité financière</i>	173
 IX. Conclusion: des prix stables mais des structures financières changeantes	 175
Recherche et maintien de la stabilité des prix	177
Recherche et maintien de la stabilité financière	181
<hr/>	
Activités de la Banque	187
Coopération monétaire et financière internationale	187
<i>Comité de Bâle sur le contrôle bancaire</i>	188
<i>Comité permanent des euromonnaies</i>	191
<i>Comité sur les systèmes de paiement et de règlement</i>	192
<i>Service de coordination banques centrales et organisations internationales</i>	194
<i>Groupe des experts informaticiens</i>	194
<i>Groupe d'experts sur les questions relatives à la banque de données monétaires et économiques</i>	195
Fonctions d'Agent et de Mandataire (Trustee)	195
<i>Agent du Système de compensation et de règlement de l'Écu privé</i>	195
<i>Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux</i>	196
<i>Agent détenteur des sûretés garantissant les obligations brésiliennes</i>	196
<i>Agent détenteur et de séquestre des sûretés garantissant les obligations péruviennes</i>	196
Assistance financière aux banques centrales	196
Coopération avec des commissions officielles en matière de recherche sur les activités durant la guerre	197
Opérations du Département bancaire	197
<i>Passif</i>	197
<i>Actif</i>	198
Bénéfice net et répartition	198
Augmentation du nombre des banques centrales actionnaires	200
Modifications dans la composition du Conseil d'administration	200
 Bilan et compte de profits et pertes au 31 mars 1997	 203
 Conseil d'administration	 218
 Direction	 219

Les chapitres du présent Rapport ont été mis sous presse successivement entre le 15 mai et le 23 mai 1997.

Liste des graphiques (*) et tableaux

	Page
Évolution dans les pays industriels	
Croissance du PIB et écart de PIB*	11
Contributions aux variations du PIB réel en 1996	15
Soldes financiers et endettement des administrations publiques	18
Rendement des actions et obligations, taux d'épargne et consommation	20
Immobilier: prix nominaux et corrigés de l'inflation	21
Prix à la consommation et coûts unitaires de main-d'œuvre	22
Taux de chômage*	24
Emploi et investissement direct à l'étranger	27
Flexibilité des salaires relatifs, pénétration des importations et chômage*	28
Indicateurs des échanges internationaux*	31
Pays industriels: soldes des paiements courants	32
Compétitivité, position conjoncturelle et solde des paiements courants*	33
Diversification des transactions internationales	35
Investissement direct étranger et écart de PIB dans les pays de l'OCDE*	35
Investissement direct à l'étranger	36
Établissements à l'étranger des entreprises américaines et japonaises: lieu d'implantation et ventes	37
Politiques et évolutions économiques dans le reste du monde	
Croissance et inflation	40
Amérique latine: solde commercial et production industrielle*	41
Amérique latine: inflation, taux d'intérêt et cours de change*	42
Paiements courants et commerce extérieur	45
Stabilité des cours de change du dollar EU, janvier 1990–février 1997	46
Asie: inflation, taux d'intérêt et cours de change*	48
Mexique: inflation et compétitivité*	52
Inflation et cours de change effectif réel*	53
Sensibilité de l'inflation dans trois grands groupes de pays*	54
Sensibilité de l'inflation et antécédents d'inflation*	56
Fédération de Russie: économie réelle et situation financière*	57
Pays dotés d'une caisse d'émission*	60
Politique monétaire et prix des actifs dans les pays industriels	
États-Unis*	63
Taux d'intérêt au jour le jour et à terme*	64
Japon*	65
Allemagne*	67
Convergence dans certains pays de l'UE*	68
Inflation: évolution, prévisions et objectif dans certains pays*	70
Conditions monétaires dans certains pays*	71
Corrélation des taux longs et courts	76
Rendement obligataire, inflation et déficit public dans les pays de l'UE*	77
Cours des actions*	78
Ratio cours/bénéfices	79

Écart de PIB et ratio cours/bénéfices*	80
Bénéfice réel par action aux États-Unis	81

Changes et mouvements de capitaux dans les pays industriels

Dollar EU: cours de change bilatéral par rapport à certaines monnaies et cours effectif nominal*	84
Taux d'intérêt futur à six mois*	85
Flux d'investissements de portefeuille du Japon vers les États-Unis*	86
Opérations transfrontières sur obligations et actions	86
Pouvoir d'achat et valeur d'équilibre fondamental du dollar EU (estimations)	87
Cours de change du dollar, volatilité implicite et risque de retournement*	88
Distribution des probabilités de fluctuation du dollar*	89
Réserves officielles en devises	90
Monnaies européennes: cours de change bilatéral par rapport au mark*	92
Sensibilité aux fluctuations du mark par rapport au dollar*	93
Explication de la sensibilité des cours de change	94
Écart de rendement à dix ans et cours de change européens*	95
Cours de change à terme par rapport au mark*	97
Union monétaire européenne et volume des transactions de change	99
Volume des transactions de change via Electronic Broking Service*	100
Volume des transactions de change en monnaies émergentes	101
Rôle international de l'euro, du dollar et du yen*	102
Sensibilité du cours de change selon la région*	103
Transactions sur le marché de l'or en 1996	105
Or: sensibilité du cours et taux de prêt*	105

Tendances sur les marchés des capitaux dans les économies émergentes

Taux d'intérêt dans les pays industriels et prix des actifs financiers sur les marchés émergents*	108
Entrées nettes de capitaux et réserves en Asie et Amérique latine	109
Taux courts, en termes réels et en dollars EU	110
Marges: titres de dette des marchés émergents et obligations à risque des États-Unis*	112
Marchés émergents: échéance et notation*	113
Marges et notation des obligations: marchés émergents et entreprises américaines*	114
Marchés des actions: capitalisation, volatilité et évolution récente	116
Cycles des prix de l'immobilier en Asie	117
Prêts improductifs, en % du total	118
Expansion du crédit bancaire au secteur privé par rapport à la croissance du PIB	119
Rigidité du cours de change et taux d'intérêt réel: 1995-96*	123
Notation de crédit dans le système bancaire	127

Marchés internationaux des capitaux

Marchés internationaux des capitaux*	130
Financements nets sur les marchés internationaux (estimations)	131
Principales caractéristiques de l'activité bancaire internationale	132
Prêts bancaires internationaux*	133
Prêts bancaires internationaux: structure par monnaie et pays d'origine*	134
Activité des banques avec les pays hors zone	135
Financements internationaux en Asie et Amérique latine: emprunts bancaires et émissions de titres*	136
Principales caractéristiques des émissions de titres internationaux	137
Taux d'intérêt internationaux*	138

	Page
Principales caractéristiques du marché obligataire international*	141
Marchés de certains instruments financiers dérivés	143
Instruments financiers dérivés négociés sur les marchés organisés	144
Instruments financiers à terme et options négociés sur les marchés organisés*	145
Contrats d'échange négociés*	148

Évolution de l'activité de banque centrale

Pays du Groupe des Dix: principaux indicateurs macroéconomiques*	153
Inflation et chômage: situations comparées*	153
Indicateurs de tendance de la valeur des paiements*	154
Cours de change et paiements courants*	156
Ancrage nominal*	158
Principales initiatives conjointes des banques centrales: niveau microprudentiel	161
Principales initiatives conjointes des banques centrales: niveau macroprudentiel	163
Rendement obligataire et inflation*	165
Autonomie de la banque centrale: principaux développements	166
Crédit et prix des actifs*	170

67^e Rapport annuel

*soumis à l'Assemblée générale ordinaire
de la Banque des Règlements Internationaux
tenue à Bâle le 9 juin 1997*

Mesdames, Messieurs,

J'ai le plaisir de vous soumettre le soixante-septième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice commencé le 1^{er} avril 1996 et clos le 31 mars 1997.

Après transfert de 3 000 000 de francs or à la Provision pour frais d'administration exceptionnels et de 6 000 000 de 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 194 289 449 francs or, contre 181 333 300 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 48 780 923 francs or au paiement d'un dividende de 280 francs suisses par action. Il convient de noter que le dividende payable au titre des 44 000 actions nouvelles émises au cours de la seconde moitié de l'exercice sera réglé au prorata en fonction de la date de souscription.

Le Conseil recommande, en outre, de transférer 41 018 778 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 101 489 748 francs or, au Fonds de réserve libre.

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 1996/97 sera payable aux actionnaires le 1^{er} juillet 1997.

Bâle, 23 mai 1997

ANDREW CROCKETT
Directeur Général

I. Introduction: des objectifs clairs mais des indicateurs ambigus

Si des explications plausibles peuvent être avancées pour plusieurs développements économiques et financiers enregistrés en 1996, ceux-ci ont néanmoins été surprenants à plus d'un titre. Les cours des actions ont fortement monté dans beaucoup de pays, face souvent à une stagnation de l'activité économique et à une inflation demeurée faible. En Europe, les écarts de rendements obligataires se sont réduits alors que les taux des obligations se sont tendus aux États-Unis, contrairement à ce qui s'était passé en 1994 et 1995. L'appréciation du dollar est allée de pair avec le dynamisme continu de l'économie américaine, malgré la persistance d'un déficit commercial croissant. Au Japon et dans les principaux pays d'Europe continentale, l'investissement n'a pas progressé autant qu'on pouvait s'y attendre à la suite de l'expansion des exportations. Dans certaines régions d'Amérique latine et d'Afrique, les perspectives de croissance soutenue se sont améliorées, tandis que, çà et là en Asie, les déséquilibres se sont accentués. Les flux de capitaux privés vers les marchés émergents ont largement dépassé leurs records antérieurs, les émissions d'obligations internationales ayant joué à cet égard un rôle prépondérant. Ces développements surprenants sont-ils le résultat de l'action de forces économiques fondamentales ou bien ne vont-ils pas s'inverser par la suite sous l'effet de telles forces?

Pour être honnête, il faut bien avouer que nous ne le savons pas. L'évolution rapide de la technologie et la déréglementation, qui touchent aujourd'hui profondément tous les aspects de l'économie mondiale, obscurcissent de plus en plus notre perception de ce qui est possible et raisonnable. D'une part, ces mutations comportent la perspective positive d'augmentation des gains de productivité, d'amélioration des niveaux de vie et d'accroissement des profits. De l'autre, elles peuvent provoquer des difficultés transitoires et des effets pervers inattendus résultant de l'interaction des nombreuses forces en mouvement qui affectent l'économie réelle, le secteur financier et la société elle-même. L'alternance de phases d'optimisme et de pessimisme excessif est une caractéristique de la nature humaine qui peut également avoir joué un rôle, l'an passé. En outre, la capacité d'expliquer et de prévoir se heurte aux limites de notre connaissance; il existe de nombreux processus économiques que nous ne comprenons pas complètement, en particulier dans la sphère financière.

Il est une chose, cependant, dont nous sommes sûrs. L'inflation, l'expansion monétaire excessive et le laxisme budgétaire contribuent à entretenir des idées fausses et des jugements erronés sous diverses formes, en particulier des distorsions dans l'allocation des ressources, qui ne manquent pas de se produire dans un monde où l'étalon de valeur et les prix relatifs fluctuent exagérément. Toutefois, c'est seulement lorsque l'inflation recule que les autres dommages plus profonds causés à l'économie ressortent avec plus d'évidence. En fait, certains des

développements évoqués précédemment sont dus sans aucun doute aux excès de périodes bien antérieures, à l'accumulation de dette qui en est résultée et au processus engagé de restauration de l'équilibre macroéconomique. Les gouvernements, les banques et les marchés financiers continuent tous d'en ressentir les puissants effets.

Dans les pays industriels, la nature même du rôle de l'État doit à présent être réexaminée à la lumière de références monétaires saines et des limites manifestes de la dette publique. Les gouvernements de nombreux pays, aux prises avec un endettement contracté à une époque où tout semblait gérable, ont été contraints de réduire encore leur déficit budgétaire en 1996, en dépit de l'atonie générale de l'économie et du faible niveau de l'inflation. Dans ce contexte historique, il faut convenir que les exigences des critères de Maastricht peuvent être considérées comme n'ayant joué qu'un rôle secondaire, bien qu'il soit certainement important en termes de calendrier. D'une manière plus fondamentale, divers gouvernements de pays industriels commençaient à s'interroger sérieusement sur la possibilité de conserver toutes les réglementations et d'honorer toutes les promesses antérieures destinées à protéger les travailleurs, les retraités et les autres bénéficiaires des systèmes de sécurité sociale. Les incertitudes qui en découlent tant pour les consommateurs que pour les investisseurs font durer ce processus d'assainissement budgétaire en freinant les dépenses, en diminuant les rentrées fiscales et en renforçant ainsi la nécessité de la rigueur budgétaire pour réaliser les objectifs en matière de déficit.

Il est également devenu plus évident en 1996 que certains systèmes bancaires ne se sont pas complètement remis des excès antérieurs d'expansion du crédit. C'est tout particulièrement vrai au Japon, où, plus de sept ans après l'éclatement de la bulle spéculative des prix des actifs, plusieurs institutions financières ont été mises en liquidation judiciaire, où le nombre et l'ampleur des faillites d'entreprises ont atteint des niveaux records et où la baisse des actions bancaires a accentué le recul général des cours. Si l'économie japonaise a montré des signes encourageants de reprise en 1996, des vents contraires venus de la sphère financière, conjugués à la nécessaire rigueur budgétaire, peuvent néanmoins faire redouter que la croissance ne soit encore freinée quelque temps. Des considérations analogues ont également avivé les craintes que suscitent les développements récents dans certaines économies émergentes: ces dernières années, le rythme d'expansion du crédit destiné à l'acquisition de titres et de biens immobiliers y a été très élevé, dans un contexte souvent caractérisé par des tensions inflationnistes et un déficit commercial croissant.

Il se peut aussi que les marchés financiers soient encore marqués par les années de forte inflation. L'une des conséquences possibles est que cela crée une «illusion monétaire», qui conduit à confondre rendement nominal élevé de l'investissement et rendement réel; ainsi, lorsque les taux nominaux baissent par suite du recul de l'inflation, comme ce fut le cas en 1995 et 1996, on s'imagine, à tort, que les taux «réels» ont également diminué. Une seconde possibilité, complémentaire, est que les acteurs du marché finissent par s'habituer aux hauts niveaux de rendement réel, typiques des premiers stades de désinflation. Par comparaison, la faiblesse des taux, que l'on peut observer quand les banques centrales essayent de relancer une économie languissante, risque de paraître inacceptable.

Quelle qu'en soit la raison, il semble qu'en 1996 les intervenants aient cherché résolument à retrouver une meilleure rentabilité, en encourageant des risques de crédit et de marché plus élevés. Comme on l'a noté précédemment, les marchés émergents ont enregistré des afflux records de capitaux, avec des marges de risque généralement plus faibles. Les écarts de rendements obligataires entre la dette souveraine de premier rang et celle de qualité inférieure ont diminué de façon spectaculaire tant en Europe qu'en Amérique du Nord, bien que, dans ces régions, les emprunteurs n'aient fourni que depuis peu des preuves de probité budgétaire. Enfin, sur les marchés des titres internationaux, les investisseurs ont accepté des marges plus étroites, consenti des fonds à des emprunteurs jusque-là inconnus, allongé les échéances et testé de nouvelles monnaies ainsi que des instruments de plus en plus complexes.

Deux grands enseignements peuvent être tirés de ces évolutions. L'un est déjà communément accepté: l'instauration de la stabilité des prix et d'une situation budgétaire soutenable doit figurer au premier rang des priorités. Les politiques macroéconomiques inadéquates causent non seulement des dommages dans l'immédiat mais ont aussi des répercussions durables. Le second enseignement est que la santé de l'économie et celle du système financier sont intimement liées. L'instabilité macroéconomique, sous la forme, par exemple, d'un excès de crédit et d'une inflation trop forte, peut fragiliser le système financier. Inversement, une déficience du système financier, quelle qu'en soit l'origine, peut avoir aussi des implications macroéconomiques.

Ce dernier point a toujours été bien compris des autorités monétaires et de contrôle. D'ailleurs, le chapitre VIII du présent Rapport annuel analyse les efforts entrepris par les instances officielles, au cours des vingt-cinq dernières années, pour définir les points d'ancrage des politiques et les dispositions institutionnelles qui garantissent la stabilité des prix et celle du secteur financier. Le fait que le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, le Comité permanent des euromonnaies et le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement ont été institués par les gouverneurs des banques centrales du Groupe des Dix et restent placés sous leur autorité atteste également de la conviction que la fragilité du secteur financier comporte des implications importantes pour la conduite de la politique monétaire. Il est tout aussi vrai que, à la lumière d'une réflexion plus sereine sur la crise mexicaine, les liens entre la stabilité des prix et celle du secteur financier ont été plus largement reconnus en 1996, tout comme les interdépendances entre pays industriels et économies émergentes. Cette prise de conscience constitue un grand pas en avant pour la conduite de la politique économique. Ainsi que le précise toutefois la Conclusion de ce Rapport, de nombreuses autres étapes restent à franchir avant que tous les problèmes résultant de ces interdépendances ne soient traités de manière appropriée.

Évolution économique: signaux contradictoires pour l'orientation des politiques

Le niveau moyen de l'inflation a encore diminué en 1996 dans le monde industriel. Ce résultat était certes prévisible dans les pays où subsistent d'importants écarts de PIB, mais les tensions inflationnistes ont également été moins sensibles qu'on

aurait pu s'y attendre aux États-Unis et dans d'autres économies proches des limites de leurs capacités de production. Dans un tel environnement, et compte tenu de la difficulté de trouver la meilleure réponse possible à la rigueur budgétaire, à l'envolée des prix des actifs financiers et à des mouvements de change parfois prononcés, la politique monétaire n'a guère été modifiée durant l'année dans les grands pays industriels.

Aux États-Unis, la nécessité de bien évaluer la signification d'indicateurs contradictoires s'est fait particulièrement sentir. En outre, le problème d'interprétation a été rendu plus complexe par une évolution cyclique très marquée des stocks et un profil de croissance trimestriel permettant difficilement de discerner les tendances sous-jacentes. Le taux de chômage très bas, orienté à la baisse plutôt qu'à la hausse, plaiderait pour un relèvement des taux officiels en vue de déjouer les tensions naissantes sur les prix. D'un autre côté, comme des arguments semblables étaient avancés depuis au moins deux ans sans qu'on observe de signes manifestes d'accélération de l'inflation, on pouvait se demander si le processus inflationniste ne s'était pas modifié de manière fondamentale.

Divers développements enregistrés sur les marchés financiers ont également eu des implications contradictoires pour la politique monétaire aux États-Unis. L'appréciation continue du dollar, avec son incidence désinflationniste, a rendu moins opportun un relèvement des taux, même si la détérioration du solde commercial qui en est résultée exclut de compter éternellement sur un tel soutien. En revanche, la poursuite de la progression du marché des actions aux États-Unis, censée stimuler à la fois la consommation et l'investissement, a suscité des appels à un durcissement de la politique, alors que l'ascension des taux obligataires au début de 1996 donnait parfois à penser que le travail de la Réserve fédérale avait déjà été fait à sa place. En réalité, ce n'est qu'après avoir constaté l'accélération de la croissance économique et l'intensification des tensions sur les coûts de main-d'œuvre vers la fin de l'année que la banque centrale américaine a décidé, en mars 1997, de relever le taux des fonds fédéraux.

Des problèmes analogues ont été observés au Royaume-Uni en ce qui concerne l'interprétation des signaux et la valeur à leur accorder. La croissance s'est accélérée, le chômage a fléchi, le crédit s'est développé et les prix des actifs ont monté; pourtant, l'inflation est demeurée relativement stable. Une complication supplémentaire pour la formulation de la politique a été la vive appréciation de la livre sterling par rapport au mark et même au dollar. Si ses implications désinflationnistes immédiates ont été accueillies avec satisfaction, les autorités britanniques en ont néanmoins relativisé l'importance en tant qu'indicateur pour la politique monétaire: la revalorisation de la monnaie pouvait n'être que temporaire et n'atténuait en rien les effets de l'intensification des tensions inflationnistes dans le secteur abrité de l'économie. À l'inverse, le redressement du dollar canadien durant la majeure partie de 1996, dans le contexte pourtant d'un sous-emploi des capacités nettement plus marqué qu'au Royaume-Uni, a été interprété par la Banque du Canada comme un resserrement potentiel des conditions monétaires qui justifiait une réponse de la politique.

Sur le continent européen, les interrogations des autorités en 1996 concernant la conduite de la politique ont été d'ordre à la fois structurel et macroéconomique. Seules certaines économies de moindre dimension ont été

soumises à des tensions inflationnistes. D'une manière plus générale, la faiblesse de la demande, l'an passé, a été exacerbée par l'impératif de rigueur budgétaire ainsi que par les incertitudes liées aux changements attendus des politiques et aux perspectives d'union économique et monétaire. Alors que les commandes de l'étranger étaient relativement soutenues, l'investissement n'a pas progressé en conséquence. Dans le même temps, les économies européennes ont également subi des chocs notables au niveau de l'offre. Le processus de restructuration industrielle entrepris pour faire face à la mondialisation et au progrès technologique s'est intensifié, ce qui a contribué, en raison des rigidités des marchés du travail, à faire monter le chômage, en Allemagne et en France, à ses niveaux les plus élevés de l'après-guerre.

Compte tenu de toutes ces influences, et alors que les taux directeurs étaient déjà bas, la politique monétaire en Allemagne n'a été que légèrement assouplie au milieu de 1996. L'idée sous-jacente était que les problèmes rencontrés provenaient davantage de questions essentiellement structurelles que de la demande et que, par conséquent, une faible réduction des taux courts ne pourrait guère les atténuer. Néanmoins, l'expansion de la demande s'est trouvée quelque peu soutenue en Europe continentale par l'appréciation du dollar, la hausse des cours des actions, la baisse des taux longs dans les principaux pays, et même par des réductions encore plus marquées des taux à court et à long terme dans les autres pays.

En Asie, le renforcement substantiel du dollar a constitué un aspect important des difficultés auxquelles cette région est confrontée en ce qui concerne le choix des politiques. L'incidence de la dépréciation du yen sur les exportations japonaises a contribué à soutenir la production, en présence de forces aussi négatives que le faible niveau de la confiance, la perspective d'un durcissement budgétaire notable sur les douze ou vingt-quatre prochains mois et le fait que les taux directeurs pouvaient difficilement être encore abaissés. Elle a toutefois enrayé la diminution tendancielle de l'excédent des paiements courants et ravivé les craintes de tensions commerciales avec les États-Unis. Ailleurs dans cette région, la valeur effective de nombreuses monnaies s'est accrue en même temps que celle du dollar ainsi que sous l'effet de la poursuite des entrées de capitaux. La compétitivité s'en est trouvée affectée, à un moment où le volume et les prix des exportations des biens électroniques régressaient fortement. Si ces développements ont permis dans une certaine mesure d'atténuer la surchauffe dans plusieurs de ces pays, ils ont également conduit, parfois, à s'interroger sur le caractère supportable du déficit extérieur.

Le risque de conflits entre équilibre interne et externe est relativement nouveau pour de nombreux pays d'Asie, ceux en particulier qui ont misé sur les exportations comme principal moteur de la croissance. En revanche, ce problème revêt un caractère endémique en Amérique latine. Depuis le début de l'actuelle décennie, les politiques de lutte contre l'inflation ont souvent utilisé le cours de change comme point d'ancrage nominal, orientation qui s'est généralement traduite par une appréciation marquée en termes réels, l'inflation interne n'ayant réagi qu'avec un certain retard. Cette politique a eu des implications négatives pour l'équilibre externe, en exposant ces pays au risque d'une perte de confiance tant sur le plan national qu'à l'étranger. Diverses économies d'Europe orientale

sont confrontées à un dilemme identique. La Conclusion du Rapport examine différentes solutions de nature à atténuer ce genre de conflits.

Évolution financière: mesures de renforcement du système financier

Une attention plus soutenue a été accordée, l'an passé, aux implications de l'intensification de la concurrence pour les institutions financières du monde entier. En particulier, les fortes hausses des prix des actifs et la recherche généralisée de meilleurs rendements sur les marchés internationaux des titres ont conduit à redouter les conséquences de revirements soudains d'opinion. En outre, les préoccupations lancinantes concernant la solidité des banques dans certains pays industriels se sont accompagnées d'une prise de conscience accrue des problèmes encore plus sérieux auxquels ce secteur est confronté dans les économies émergentes et en transition.

Ces développements récents se sont inscrits dans le cadre d'une mutation technologique rapide et d'une déréglementation continue, deux éléments qui ont permis aux nouveaux arrivants (non bancaires en particulier) de poser un sérieux défi aux institutions financières en place. Pour des raisons analogues, la ligne de démarcation entre prêts et titres s'est encore estompée, de même que la distinction entre banques et autres catégories d'agents financiers. L'annonce, en novembre 1996, d'un «Big Bang» japonais en préparation, le nouvel assouplissement des restrictions imposées par la loi Glass-Steagall aux États-Unis et les efforts des institutions financières en Europe pour se préparer au passage à l'euro sont autant d'éléments qui vont dans le sens d'une intensification de la concurrence et indiquent que les restructurations financières sont loin d'être terminées.

Dans ces conditions, il a été beaucoup question, l'an dernier, des moyens d'améliorer la capacité de résistance de chacune des grandes composantes structurelles du système financier international – participants institutionnels, marchés et infrastructures de marché – en vue de limiter les conséquences néfastes de chocs éventuels. Comme les années précédentes, une contribution significative à ces efforts a été apportée par les comités d'experts nationaux qui se réunissent à la BRI et concentrent chacun leur attention sur l'une de ces composantes. Les recommandations qu'ils formulent ont une autorité morale (plus que juridique), par le fait que leurs participants sont l'émanation nationale des secteurs qui risquent le plus d'être touchés. À cet égard, un fait nouveau et positif en 1996 a été la place de plus en plus grande des représentants des marchés émergents dans ces délibérations et dans les décisions auxquelles elles ont abouti.

Des institutions financières saines constituent la pierre angulaire d'un système financier sain. Dans cette optique, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a lancé, l'an dernier, diverses initiatives visant à affiner les instruments réglementaires et prudentiels traditionnels. En outre, les institutions financières ont été encouragées à diffuser plus largement des informations sur leurs activités dans les domaines de la négociation des titres et des produits dérivés. Le principe fondamental est qu'un marché mieux informé imposera à ses participants la discipline appropriée. En encourageant ainsi des comportements prudents, on

peut espérer que les forces du marché compléteront de plus en plus l'action des méthodes de contrôle traditionnelles.

Une autre réalisation importante au cours de la période sous revue a été la diffusion aux fins de consultation, en avril 1997, d'un document contenant un ensemble de vingt-cinq Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace, complété par un Recueil en trois volumes de toutes les grandes publications du Comité de Bâle à ce jour. Ces principes constituent une évolution marquante, au moins à quatre égards: ils ont une portée globale et recouvrent tous les aspects du contrôle; ils sont destinés à toutes les banques, et non uniquement celles qui opèrent à l'échelle internationale; ils ont été établis en consultation étroite avec les autorités de contrôle de pays hors du Groupe des Dix; ils visent à servir de liste de références prudentielles à l'usage des autorités de contrôle nationales et des autres parties intéressées.

Il est aussi admis depuis quelque temps que les défaillances dans les systèmes de paiement et de règlement pour les transactions de gros montant constituent une source potentielle de fragilité systémique. En 1996, le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement a attiré l'attention sur le fait que les institutions financières encourent des risques de change beaucoup plus élevés qu'on ne le supposait antérieurement et a proposé une stratégie à ce sujet. Le Comité a également publié des documents sur la sécurité des mécanismes de compensation pour instruments dérivés, les systèmes à règlement brut en temps réel et les pratiques actuelles de diffusion d'informations dans les systèmes de règlement sur titres. Enfin, en association avec d'autres comités ayant leur siège à Bâle, il a réalisé une étude sur les implications systémiques et autres de l'utilisation de la monnaie électronique et entrepris de suivre étroitement l'évolution mondiale dans ce domaine.

Le Comité permanent des euromonnaies concentre traditionnellement son attention sur le développement de nouveaux marchés et leurs implications pour la stabilité macroprudentielle. Il a non seulement apporté certaines améliorations aux données qu'il recueille sur l'activité bancaire internationale mais a aussi établi, en 1996, un cadre pour la collecte régulière de statistiques sur les marchés dérivés de gré à gré. Ce dispositif a été approuvé en janvier 1997 par les gouverneurs du G 10 et devrait entrer en vigueur d'ici fin juin 1998. Enfin, deux groupes d'étude constitués par le Comité ont entrepris d'examiner les conséquences, pour le risque systémique, des récentes modifications structurelles sur les marchés des capitaux du G 10 et des changements intervenus dans les méthodes de gestion de portefeuilles. De telles questions s'inscrivent, à l'évidence, dans le droit fil des travaux antérieurs du Comité, qui continuera, comme par le passé, à identifier les problèmes mais aussi à proposer des solutions.

II. Évolution dans les pays industriels

Faits saillants

Selon les prévisions faites vers la fin de 1995, la croissance et l'inflation auraient dû converger l'année suivante vers un taux moyen de 2½% dans les pays traditionnellement considérés comme industriels. En réalité, la croissance a été plus faible, surtout dans les pays du Groupe des Sept, où elle s'est située en moyenne à moins de 2%. Le taux d'inflation a également été inférieur aux anticipations, ce qui indique que les forces désinflationnistes ont été généralement plus puissantes qu'escompté. Cette évolution a été particulièrement sensible sur les marchés mondiaux des produits, tandis que, dans plusieurs pays, le tassement antérieur des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est en partie inversé.

L'écart moyen entre les taux de croissance anticipés et effectifs pour 1996 peut sembler mince, mais il convient de le replacer dans le contexte de politiques et conditions financières souvent moins restrictives que prévu. De nombreuses économies ont profité de la baisse des taux d'intérêt à court et à long terme, et l'appréciation du dollar EU vis-à-vis de la plupart des autres monnaies a généralement contribué à déplacer la demande mondiale vers des régions et pays à capacités excédentaires. Cette réorientation s'est avérée bénéfique pour les États-Unis et le Royaume-Uni, où les pressions inflationnistes étaient plus vives.

Les politiques macroéconomiques ont également influencé la physionomie de la croissance, l'an passé. Étant donné que les politiques budgétaire et monétaire affectent la demande avec des délais différents, les efforts de réduction des déséquilibres budgétaires ont généralement freiné l'expansion au premier semestre, tandis que l'amélioration des conditions financières qui en est résultée ne s'est fait sentir sur la demande que dans les derniers mois. Par conséquent, un mouvement de déstockage a été enregistré un peu partout en début d'année, mais, à la fin de celle-ci, la formation de capital fixe continuait à progresser à un rythme décevant dans la plupart des pays. L'apathie de la croissance et la persistance de rigidités structurelles se sont traduites, en outre, par un taux de chômage supérieur à 12% dans les pays continentaux de l'Union européenne.

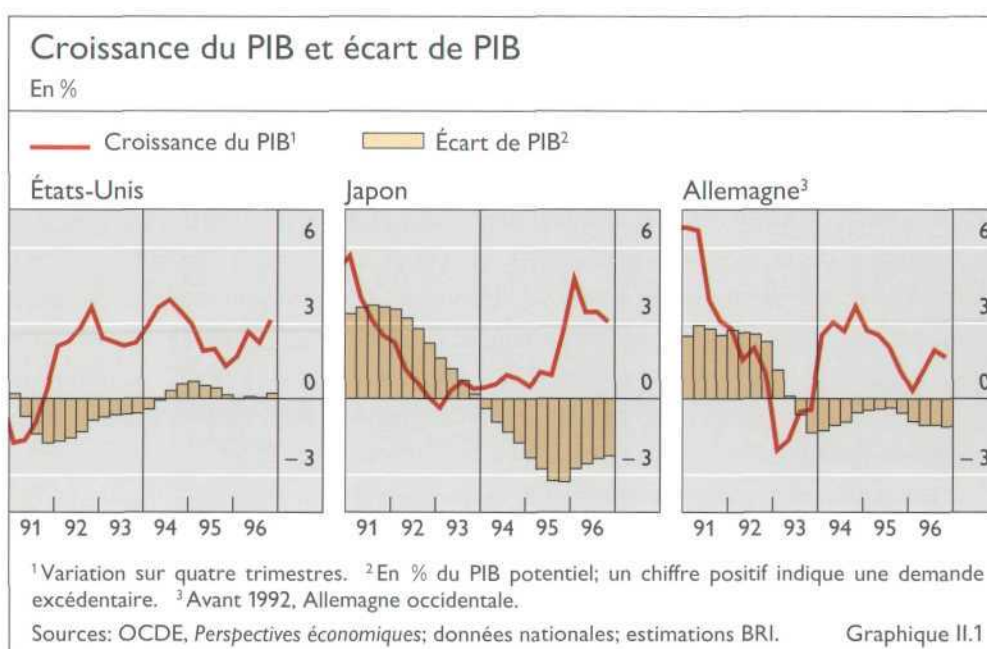
En raison de la situation conjoncturelle généralement moins favorable, les échanges entre pays industriels se sont nettement ralentis; comme, par ailleurs, les politiques sont devenues plus restrictives dans plusieurs pays d'Asie, la progression d'une année sur l'autre du commerce mondial de biens et services s'est trouvée réduite de moitié. Malgré tout, la tendance à la mondialisation de la production et de l'emploi par le canal de l'investissement direct semble s'être poursuivie au même rythme: les ventes à l'étranger des sociétés internationales réalisées par le biais de leurs filiales délocalisées dépassent aujourd'hui les exportations directes de biens et services, et les créations de postes sont très souvent beaucoup plus nombreuses hors du pays d'origine.

Les trois principales économies

Poursuite de
l'expansion non
inflationniste aux
États-Unis ...

... s'appuyant sur
plusieurs facteurs
stabilisateurs

Les États-Unis sont entrés, au début de 1997, dans leur septième année d'expansion. Celle-ci a fait preuve d'une résistance remarquable, si l'on considère que la reprise a démarré avec un écart de PIB relativement faible. La croissance de la production en 1996 a même été plus forte que l'année précédente, tout en demeurant globalement conforme à celle du potentiel (graphique II.1); l'inflation ne s'est vraiment faite menaçante qu'au début de 1997. Il semble que divers facteurs se complétant et se renforçant mutuellement aient empêché l'accumulation de déséquilibres inflationnistes, assez courants lors de reprises d'une telle durée. Premièrement, le déficit budgétaire a été réduit, essentiellement dans sa composante structurelle, et se situe aujourd'hui à son plus bas niveau depuis 1981. Deuxièmement, le marché obligataire, de plus en plus convaincu que la Réserve fédérale s'opposerait aux pressions inflationnistes, a constitué un important stabilisateur automatique: les taux se sont généralement tendus aux premiers signes de pressions excessives sur la demande, puis ils se sont repliés lorsque ces préoccupations se sont atténuées; cette réaction a notamment rendu moins nécessaire le réglage discrétionnaire des instruments monétaires. Troisièmement, malgré un resserrement des conditions du marché du travail ayant entraîné une baisse du taux de chômage à un niveau (5¼% en fin d'année) traditionnellement synonyme d'accélération de l'inflation, les prix n'ont été soumis qu'à des tensions occasionnelles. Les coûts de main-d'œuvre ont pu être contenus durant l'année par suite de l'accroissement moindre, voire de la diminution, des avantages non salariaux ainsi que des préoccupations des travailleurs au sujet des perspectives d'emploi. Quatrièmement, l'intensité de la concurrence sur les marchés nationaux et mondiaux, conjuguée à la résistance croissante des consommateurs aux hausses de prix, a contraint les entreprises à réduire leurs coûts. Cinquièmement, étant donné la position avancée des États-Unis dans le cycle conjoncturel, les importations en provenance des pays à capacités de production excédentaires ont contribué à limiter le risque



d'engorgement de l'économie américaine. Enfin, au cours des douze derniers mois, l'appréciation du dollar a consolidé les forces désinflationnistes déjà existantes.

L'accroissement des dépenses des ménages s'est accéléré, l'an passé, sous l'effet d'une hausse du revenu réel, et l'investissement en capital fixe des entreprises a eu toute l'année une action stimulante. En fait, la caractéristique la plus inhabituelle de cette expansion vient de ce qu'elle a été liée à l'augmentation de la production de biens à haute technologie, dont la contribution à la croissance globale est estimée à plus de 25% sur les trois dernières années, contre 4% seulement, par exemple, pour l'automobile. En outre, la baisse des prix de ces biens et les gains de productivité plus rapides résultant de l'informatisation ont permis de contenir l'inflation à un niveau peu élevé. Toutefois, comme le secteur de pointe est fortement tributaire de l'évolution constante des techniques, il n'est pas à l'abri des aléas de la conjoncture ni de l'accumulation de déséquilibres. L'expérience montre que les fluctuations de la production dans ce secteur sont aussi irrégulières que dans la plupart des industries de biens durables et peuvent s'accompagner d'effets multiplicateurs encore plus importants sur le reste de l'économie.

Influence du
secteur à haute
technologie

Au Japon, le paysage économique semble s'être éclairci en 1996, grâce à la vive accélération de la croissance. Les chiffres globaux ne sont toutefois pas révélateurs de la vigueur de la reprise. La croissance a été très irrégulière durant l'année et la contribution des principales composantes de la demande fort variable, ce qui traduit l'absence de tendances fondamentales évidentes. Malgré l'effet dynamisant exercé par les exportations en fin d'année, c'est l'évolution au premier semestre qui a constitué le principal levier de la reprise. En outre, près d'un tiers de l'expansion de la production durant cette période peut être attribué à des mesures budgétaires, qui semblent n'avoir généré que de faibles effets multiplicateurs: la demande intérieure finale a baissé au second semestre lorsqu'elles ont cessé d'être appliquées. En revanche, la dépréciation de la monnaie a stimulé de plus en plus les exportations nettes.

Reprise hésitante
et irrégulière au
Japon ...

Le rôle joué par la politique monétaire et l'évolution du marché des capitaux au Japon est difficile à évaluer. D'une part, l'expansion du crédit bancaire est restée faible, non seulement parce que les grandes entreprises se sont financées par émissions d'obligations, mais aussi à cause de la réticence des banques à prêter aux petites et moyennes entreprises contre des garanties immobilières. D'autre part, le niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt, conjugué à la dépréciation de la monnaie, a dopé les bénéfices des grosses sociétés, qui ont alors affecté une partie de ces fonds additionnels à des remboursements de dette bancaire ou à de modestes investissements en capital fixe. La vigueur de l'investissement résidentiel et le fait que les ménages ont soutenu la consommation au détriment de l'épargne confirment les effets stimulants des facteurs monétaires.

... et rôle incertain
des conditions
financières

La croissance a également été très irrégulière en Allemagne, surtout au premier semestre, où des facteurs liés aux conditions climatiques ont fortement perturbé l'activité dans le secteur de la construction. Comme au Japon, mais dans une moindre mesure, la conjoncture a été soutenue par un assouplissement monétaire et budgétaire ainsi que par une dépréciation de la monnaie. En

Reprise hésitante
en Allemagne
également

revanche, à l'inverse du Japon, l'expansion du PIB s'est ralentie sous l'effet d'un important mouvement de déstockage et du recul des dépenses d'équipement dans les secteurs public et privé. En outre, le tassement global de l'expansion de la production et les objectifs de réduction des coûts poursuivis par les entreprises ont fait régresser l'emploi et porté le chômage, au début de 1997, à son maximum de l'après-guerre. Le revenu des ménages et la confiance des consommateurs s'en sont trouvés affectés et l'accroissement de la consommation privée a été nettement inférieur aux prévisions. Dans le même temps, comme la baisse des coûts unitaires de main-d'œuvre a renforcé l'incidence de la dépréciation nominale du change, les exportations nettes se sont développées et ont contribué pour moitié environ à la croissance.

Autres grandes économies européennes

La croissance s'est également ralentie en France ...

Le ralentissement de la croissance de la production en *France* n'est pas sans rappeler ce qui s'est passé en *Allemagne*, avec des causes immédiates analogues, notamment la nécessité de corriger un important excédent de stocks et la contraction de l'investissement public. La progression des exportations nettes s'est accélérée, mais ce surtout grâce à la faiblesse de la demande d'importations, l'expansion des exportations étant tombée à un niveau un peu inférieur à celui des marchés extérieurs. L'investissement en capital fixe des entreprises a également manqué de dynamisme, malgré une capacité d'autofinancement satisfaisante, ce qui peut s'expliquer par le fléchissement général de la demande, mais aussi par le fait que les banques et les sociétés non financières ont dû prendre en compte des pertes antérieures sur investissements immobiliers.

... mais l'emploi s'est stabilisé

L'évolution dans ces deux pays a toutefois différé sur d'autres points. En *France*, les dépenses des ménages, stimulées par des mesures budgétaires mais aussi par un rebond après le quatrième trimestre de 1995 affecté par des grèves, ont constitué l'un des principaux moteurs de la croissance au début de l'année suivante. Les marchés du travail, également, ont connu des évolutions différentes, bien que le chômage se soit accru presque autant qu'en *Allemagne*. L'emploi s'est stabilisé en *France*, sous l'effet d'encouragements à l'embauche de travailleurs peu qualifiés et de chômeurs de longue durée. Toutefois, les entreprises paraissent avoir été moins incitées à réduire leurs coûts du fait des mesures pour l'emploi et de la modération salariale, l'accroissement de la productivité s'est ralenti et les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté davantage qu'en *Allemagne*.

Le ralentissement conjoncturel en *Italie* ...

Après une baisse progressive de la demande d'exportations, l'*Italie* a enregistré, l'année dernière, un ralentissement conjoncturel, un important mouvement de déstockage dans l'industrie ayant entraîné une diminution effective de la production. Le resserrement des conditions monétaires et l'assainissement budgétaire entrepris se sont traduits par un tassement de la consommation publique et du revenu réel des ménages, ce qui a accentué le ralentissement de la conjoncture, même si l'effet sur la consommation a été «amorti» par un recul d'un point du taux d'épargne des ménages. L'investissement en équipements productifs s'est également contracté, à cause notamment de l'érosion des marges bénéficiaires, car l'appréciation de la lire n'a guère permis aux entreprises de

répercuter la hausse des coûts sur les prix. En revanche, les dépenses de construction à usage d'habitation ou autre semblent avoir augmenté en cours d'année, en raison peut-être du net repli des taux obligataires. En outre, comme la contraction de la demande intérieure a fortement réduit la demande d'importations, la contribution des exportations nettes est demeurée positive malgré l'appréciation de la monnaie.

La croissance lente qui avait caractérisé l'économie du *Royaume-Uni* pendant la majeure partie de 1995 a perduré au premier semestre de 1996 pour plusieurs raisons: baisse des exportations nettes; déstockage important; poursuite des compressions dans l'investissement du secteur public; recul de la construction à usage d'habitation. Au second semestre, toutefois, les dépenses des entreprises en équipements productifs ont largement augmenté et contribué, avec d'autres forces expansionnistes, à relancer l'activité. Les exportations nettes sont alors devenues positives et la construction résidentielle a redémarré lorsque l'excédent du parc de logements s'est trouvé résorbé. La consommation des ménages, à elle seule, est entrée pour près de 2½% dans l'accroissement de la production, en dépit d'une progression toujours faible de l'emploi. Celui-ci ne s'est accru que de ¾ de point l'année dernière, bien que le travail à temps partiel se soit considérablement développé en réaction à un déplacement de la demande globale vers les services, et le nombre total d'heures ouvrées est probablement demeuré inchangé. En revanche, cette quasi-stagnation de l'emploi, conjuguée à une accélération de la production plus marquée que dans la plupart des autres grandes économies, s'est traduite par des gains de productivité relativement élevés.

... contraste avec l'accélération de la croissance au Royaume-Uni

Économies européennes de moindre dimension

Les économies européennes de moindre dimension ont enregistré, l'an dernier, une croissance moyenne de 3%, soit plus que les pays du G 7. Ce chiffre recouvre toutefois des différences, qui semblent dues principalement aux facteurs et politiques internes. La contribution de la demande intérieure a été nettement plus élevée dans les pays où la progression du PIB a dépassé 2½% que dans la plupart des autres (tableau II.1). En outre, des signes clairs ou avant-coureurs de déséquilibres inflationnistes sont apparus dans ceux où l'expansion a été supérieure à celle du PIB potentiel.

Ce dernier phénomène a été particulièrement marqué en *Turquie*, où la demande intérieure a crû à un rythme insoutenable et où le financement monétaire du déficit du secteur public (qui semble avoir atteint 10% du PIB l'année passée), conjugué à des anticipations inflationnistes bien ancrées, a maintenu l'inflation autour de 80%. Sous l'effet des incertitudes grandissantes des marchés financiers, les taux d'intérêt internes sont montés à quelque 30% en termes réels, forçant le gouvernement à émettre des obligations libellées en dollars EU. Dans les autres pays à croissance rapide, les autorités monétaires ont pris des mesures préventives devant les risques de déséquilibres. En *Irlande*, elles ont relevé les taux courts et laissé la monnaie s'apprécier, en raison des préoccupations suscitées par l'expansion rapide du crédit et le renchérissement des logements. De même, en *Norvège* et en *Islande*, les conditions monétaires ont

Déséquilibres inflationnistes en Turquie ...

... et mesures préventives dans d'autres pays

Contributions aux variations du PIB réel en 1996								
En %								
	Croissance > 2½%							
	Turquie	Irlande	Islande	Norvège	Finlande	Portugal	Pays-Bas	Moyenne
Demande intérieure	12,1	5,2	7,6	2,0	3,2	3,5	3,4	6,3
Exportations nettes	-4,6	1,5	-2,1	2,8	0,1	-0,5	-0,7	-1,5
PIB	7,5	6,7	5,5	4,8	3,3	3,0	2,7	4,8
	Croissance ≤ 2½%							
	Grèce	Danemark	Espagne	Belgique	Suède	Autriche	Suisse	Moyenne
Demande intérieure	4,5	2,1	1,6	1,4	0,0	1,2	-1,0	1,2
Exportations nettes	-2,0	0,3	0,6	0,0	1,1	-0,1	0,3	0,3
PIB	2,5	2,4	2,2	1,4	1,1	1,1	-0,7	1,5
Sources: OCDE, <i>Perspectives économiques</i> ; données nationales.								
Tableau II.1								

été durcies à cause des signes de relâchement de la discipline salariale et, dans le premier cas, d'une politique budgétaire moins stricte que prévu.

Reprise aux
Pays-Bas et au
Portugal;
ralentissement
en Finlande

Aux *Pays-Bas*, l'activité a redémarré au début de 1996, après un fléchissement relativement modéré en 1995, de sorte qu'en fin d'année l'écart de PIB était pratiquement éliminé. Bien que la poursuite de l'assainissement budgétaire ait ralenti la progression du revenu réel disponible, la consommation privée a constitué le principal élément du redressement. Avec le retour de la confiance, sous l'effet peut-être des efforts entrepris de longue date pour restructurer l'économie et de la hausse des prix des logements, les ménages paraissent avoir financé leur consommation en prenant de nouvelles hypothèques. L'emploi a également progressé, la part du travail à temps partiel (déjà la plus élevée d'Europe) s'étant encore accrue. Au *Portugal*, la reprise n'a commencé qu'au second semestre, en raison d'un excédent de stocks et de l'orientation modérément rigoureuse des politiques, qui a toutefois permis de ramener l'inflation à 3%. En *Finlande*, la baisse des exportations de produits forestiers a entraîné une nette décélération de la croissance. L'investissement des entreprises s'est toutefois développé à un rythme soutenu et les dépenses des ménages ont été aussi dynamiques qu'en 1995, malgré un taux de chômage qui demeure élevé (16–17%).

La poursuite de la
modération salariale
en Espagne ...

Ailleurs, l'évolution de la production et de l'emploi a été encore moins satisfaisante, même si les pressions inflationnistes ont été généralement moindres. À la faveur du redémarrage des exportations et du regain de vigueur de la consommation des ménages, l'*Espagne* a amorcé un modeste redressement au premier semestre. L'investissement privé en capital fixe s'est toutefois ralenti, malgré la modération de l'accroissement des salaires réels, et l'investissement public a été réduit ou différé; dans le contexte d'une politique monétaire restrictive, cette situation s'est traduite par un taux de chômage toujours situé aux environs de 22%, même si la progression de l'emploi a été nettement supérieure à la moyenne de l'UE. Le chômage est également resté élevé en *Grèce*, mais, à la différence de l'*Espagne*, les salaires réels ont augmenté. Si la consommation et la construction à usage d'habitation s'en sont trouvées temporairement stimulées, la compétitivité des entreprises, déjà entamée par les tensions sur le cours de change nominal, en a été affectée. Le *Danemark* est

... contraste
avec des tensions
en Grèce, au
Danemark et
en Suède

demeuré légèrement en avance dans le cycle conjoncturel européen, en raison notamment de l'essor des exportations vers les autres pays nordiques et d'un retour rapide à l'équilibre budgétaire. Les dépenses des ménages se sont aussi intensifiées, dopées par la progression relativement importante des salaires réels et de l'emploi, le bas niveau des taux d'intérêt et les effets de richesse réelle induits par la reprise dans l'immobilier. L'investissement des entreprises s'est cependant ralenti, en réaction peut-être à une diminution de la part des profits. En *Suède*, en revanche, la vigueur de l'investissement et le redémarrage des exportations ont contribué à inverser le recul de la croissance globale du PIB vers la fin de 1995, malgré une forte appréciation de la monnaie en termes nominaux et une détérioration, à hauteur de 15%, de la position concurrentielle des entreprises. La consommation est toutefois restée déprimée, bien que les ménages aient réduit leur taux d'épargne devant la faiblesse persistante de l'accroissement du revenu réel disponible.

La réduction de l'épargne des ménages, destinée à compenser partiellement l'absence de progression du revenu réel, a également été une caractéristique commune à la Belgique, l'Autriche et la Suisse. De plus, les exportations ont marqué le pas, par suite de l'évolution du change et du ralentissement général de l'activité en Europe continentale. En *Belgique*, où les exportations représentent 75% du PIB, cette dernière influence a été particulièrement sensible et l'écart de PIB a atteint 3%. En *Autriche*, la croissance n'a redémarré que lentement après la phase de basse conjoncture de fin 1995, le resserrement budgétaire ayant renforcé les effets défavorables sur la demande globale d'une appréciation antérieure de la monnaie. En *Suisse*, la stagnation qui dure depuis 1990 s'est poursuivie et la sous-utilisation du potentiel de production est passée à près de 4%, record pour la zone OCDE. Plusieurs facteurs semblent avoir contribué à cette situation sans précédent: compression budgétaire; appréciation de change de 20% en termes effectifs entre 1992 et 1995; restructurations et réductions de personnel destinées à accroître la compétitivité des entreprises; effets différés (à la fois réels et financiers) du boum antérieur de la construction. Comme les années précédentes, les efforts de restructuration des sociétés ont entraîné une augmentation marquée des investissements de productivité, qui a toutefois été couverte en grande partie par les importations.

Croissance modérée en Belgique ainsi qu'en Autriche et stagnation en Suisse

Autres pays industriels

Au *Canada*, la croissance lente de 1995 s'est poursuivie au premier semestre, en raison d'une diminution de la consommation publique et de la réduction par les entreprises de leurs importants excédents de stocks. Sous l'effet d'un assouplissement sensible des conditions financières, l'expansion de la production s'est toutefois accélérée par la suite. L'augmentation du chômage, due principalement à de nouvelles compressions d'effectifs dans le secteur public (où l'emploi a reculé de près de 10% par rapport à 1993), a aidé à contenir l'inflation et à améliorer la position concurrentielle du pays. Grâce à une progression modérée des importations et à l'allègement du service de la dette extérieure dû à la baisse des taux d'intérêt internationaux, le Canada a enregistré son plus faible déficit des paiements courants depuis plus de dix ans.

Reprise différée au Canada ...

... et expansion
en Australie

L'*Australie* est l'un des rares pays où l'expansion, l'an dernier, a été supérieure aux prévisions. Cela s'explique en partie par une reprise de la production et des exportations agricoles, après la sécheresse de 1994–95, mais aussi par la progression exceptionnelle des dépenses d'équipements productifs et par l'accroissement des exportations de produits manufacturés. La vigueur de la consommation a constitué un autre stimulant, tandis que l'investissement résidentiel a diminué malgré la baisse des taux hypothécaires. Contrairement au Canada, l'activité s'est nettement ralentie au second semestre, avec des différences marquées cependant selon les secteurs et les composantes de la demande. Si plusieurs projets d'investissement ont stimulé le secteur primaire et la formation de capital fixe des entreprises, les dépenses des ménages semblent déjà affectées par les mesures de resserrement budgétaire mises en œuvre à partir du milieu de l'année. En *Nouvelle-Zélande*, le ralentissement de 1995 s'est encore accentué; cette détérioration s'explique essentiellement par l'incidence de la hausse des taux d'intérêt sur l'investissement et les prix des logements ainsi que par la poursuite de l'appréciation de la monnaie (quelque 30% en termes effectifs réels en quatre ans seulement), qui s'est traduite par une diminution de l'expansion des exportations nettes.

Politiques macroéconomiques et autres facteurs affectant la demande

La modification
du dosage des
politiques affecte
l'évolution de la
demande

Plusieurs facteurs ont influé sur le ralentissement de la demande en 1996. De nombreux pays ont modifié le dosage de leurs politiques dans le sens d'une accentuation du resserrement budgétaire et de l'assouplissement monétaire; comme ces politiques affectent la demande globale avec des délais différents, il est probable que la croissance ait ainsi été freinée au début de 1996 mais qu'elle ait ensuite bénéficié d'un stimulant net en fin d'année et au début de 1997. Le mouvement de déstockage semble également avoir ralenti l'expansion au premier semestre, alors que l'investissement en capital fixe des entreprises demeurait particulièrement faible en Europe continentale, malgré le repli des taux d'intérêt et l'accroissement général des bénéfices. Par ailleurs, les incertitudes entourant l'évolution future de la demande et l'action des autorités ont pu aussi jouer un rôle. L'investissement résidentiel a été apathique en Europe continentale, mais il a soutenu la croissance en Amérique du Nord et au Royaume-Uni. Il est très difficile d'évaluer l'impact sur les dépenses des effets de richesse réelle résultant de la hausse récente des cours des actifs financiers. Dans plusieurs pays, la baisse du taux d'épargne des ménages laisse penser qu'ils ont permis d'atténuer l'incidence de la diminution des revenus réels. Toutefois, il apparaît aussi que ménages et entreprises ont réagi à ces effets de richesse plus prudemment que dans les années 80.

Politiques macroéconomiques

Resserrement
budgétaire en
1996 ...

Comme le montre le chapitre IV, les politiques monétaires ont été légèrement assouplies dans certains pays en 1996. En outre, dans plusieurs économies européennes ainsi qu'au Japon, le renversement partiel de l'appréciation antérieure de la monnaie a constitué un facteur d'expansion supplémentaire. En

revanche, à l'exception notable du Japon et de l'Allemagne, les politiques budgétaires ont exercé un effet de freinage, les déficits structurels ayant été nettement réduits au cours des deux dernières années (tableau II.2). Même si l'on a laissé, le plus souvent, les stabilisateurs automatiques atténuer en partie le ralentissement de la croissance, le fait que le déficit budgétaire effectif ne s'est creusé que dans trois pays (Japon, Allemagne et Suisse) est un indicateur supplémentaire de l'effort d'assainissement. En 1996 sont également apparus les premiers signes d'inversion de la hausse constante des ratios d'endettement du secteur public; il est à noter, cependant, que jusqu'à présent seuls les pays les plus endettés sont parvenus à alléger cette charge de façon sensible. Compte tenu des engagements au titre des retraites par répartition, la plupart des pays sont encore loin de l'objectif à moyen terme de viabilité de la position budgétaire.

Dans une perspective plus lointaine, il apparaît nécessaire de réduire à moyen terme les déficits structurels, en raison du vieillissement des populations ainsi que de l'alourdissement de la charge des retraites par répartition et des autres formes de prestations sociales. Poursuivre dans la voie du resserrement, surtout s'il est mené dans plusieurs pays simultanément, risque, à l'évidence, d'entraîner un ralentissement de la demande et une aggravation des déficits effectifs, par opposition aux déficits structurels, même si certaines influences

... mais nécessité
de poursuivre
l'assainissement

Soldes financiers et endettement des administrations publiques

En % du PIB effectif ou potentiel

Pays	Solde financier net				Solde structurel				Endettement brut			
	1990	1994	1995	1996 ¹	1990	1994	1995	1996 ¹	1990	1994	1995	1996 ¹
États-Unis	- 2,7	- 2,3	- 2,0	- 1,6	- 3,3	- 2,5	- 2,0	- 1,7	55,6	63,7	64,3	65,0
Japon	2,9	- 2,3	- 3,7	- 4,4	1,7	- 1,3	- 1,8	- 2,9	65,1	73,2	80,7	88,0
Allemagne	- 2,0	- 2,4	- 3,5	- 3,9	- 3,1	- 2,2	- 3,3	- 3,5	43,8	50,4	58,1	60,5
France	- 1,6	- 5,6	- 4,8	- 4,1	- 2,3	- 4,1	- 3,5	- 2,4	35,4	48,4	52,8	56,5
Italie	- 11,0	- 9,0	- 7,0	- 6,8	- 11,7	- 8,3	- 6,8	- 6,1	98,0	125,5	124,9	124,5
Royaume-Uni	- 1,2	- 6,8	- 5,5	- 4,8	- 3,1	- 5,7	- 4,7	- 3,9	35,3	50,3	53,9	56,0
Canada	- 4,1	- 5,3	- 4,1	- 1,8	- 4,8	- 4,1	- 2,9	- 1,1	72,5	97,2	99,6	100,0
Australie ²	0,6	- 4,0	- 2,0	- 0,7	0,5	- 3,7	- 2,1	- 0,7	21,3	42,7	43,5	43,5
Autriche	- 2,2	- 4,4	- 5,3	- 3,9	- 3,2	- 4,2	- 5,8	- 3,7	58,3	65,1	69,3	70,0
Belgique	- 5,6	- 5,1	- 4,1	- 3,4	- 6,7	- 3,7	- 2,8	- 1,5	129,7	134,8	133,5	130,0
Danemark	- 1,5	- 3,5	- 1,9	- 1,7	- 1,2	- 2,4	- 0,9	- 0,3	59,6	76,0	71,9	70,5
Espagne	- 4,1	- 6,3	- 6,6	- 4,5	- 6,8	- 4,7	- 5,2	- 3,2	45,1	63,0	65,8	70,0
Finlande	5,4	- 6,2	- 5,1	- 2,5	2,7	- 2,6	- 3,5	- 1,5	14,5	59,5	59,2	59,0
Grèce	- 16,1	- 12,1	- 9,1	- 7,5	- 16,2	- 11,0	- 8,0	- 7,1	90,2	110,4	111,8	112,0
Irlande	- 2,3	- 2,0	- 2,3	- 1,0	- 2,4	0,3	- 2,1	- 1,8	95,2	87,9	81,6	73,0
Norvège ³	2,6	0,3	3,3	6,3	- 0,7	- 4,8	- 2,0	0,8	31,6	43,7	42,8	40,0
Nouvelle-Zélande ²	- 2,3	2,2	3,7	3,2	- 6,7	2,2	3,2	3,2	62,4	56,7	50,8	46,5
Pays-Bas	- 5,1	- 3,4	- 4,0	- 2,4	- 6,5	- 3,4	- 3,9	- 2,4	78,8	77,6	80,0	78,5
Portugal	- 5,5	- 5,7	- 4,9	- 3,8	- 7,3	- 4,6	- 3,7	- 2,6	65,5	71,5	74,0	72,5
Suède	4,2	- 10,3	- 7,7	- 3,6	1,5	- 8,3	- 7,2	- 3,1	43,5	79,0	78,5	76,5
Suisse	0,0	- 2,9	- 1,8	- 2,2	- 1,0	- 2,3	- 0,7	- 1,4	31,2	45,7	47,0	48,5

¹ Chiffres provisoires. ² Pour les chiffres concernant l'endettement, exercice clos le 30 juin. ³ Solde structurel hors production et recettes du secteur pétrolier.

Sources: Commission européenne, *Économie européenne*; OCDE, *Perspectives économiques*; données nationales. Tableau II.2

peuvent jouer dans un sens favorable (chapitre IV). Comme le soulignait le Rapport annuel de 1996, les mesures de compression du chômage structurel, qui consistent à supprimer divers obstacles empêchant les entreprises d'augmenter leur demande de main-d'œuvre, pourraient utilement compléter la rigueur budgétaire. Si les chômeurs recevant des indemnités de l'État trouvent un emploi et accroissent leurs dépenses, la situation budgétaire en sera manifestement améliorée. En outre, la hausse connexe de la production potentielle permettra de limiter le freinage de la demande sans remettre en cause le faible niveau de l'inflation. Cette combinaison de réformes structurelles et budgétaires devrait figurer au premier rang des priorités en Europe, où le chômage structurel dépasse aujourd'hui 9% de la population active dans huit pays de l'UE et où le passage à la monnaie unique fera disparaître une possibilité d'ajustement aux chocs économiques.

Autres facteurs affectant la demande

Le mouvement
de déstockage
freine la demande

Les variations des stocks ont fortement influencé à la fois la physionomie et le niveau de la croissance l'an passé, malgré un recours accru à l'informatique pour ajuster ces derniers aux fluctuations de la demande effective et prévue. Au premier semestre, les déstockages ont réduit la production de ½% dans les pays du G 7, la baisse ayant été particulièrement marquée en France et au Canada. Au second, par contre, les stocks ont eu un effet positif, même si, dans certains cas, le mouvement de reconstitution a pu être involontaire. L'accroissement moindre qu'escompté de l'investissement en capital fixe des entreprises explique également le résultat décevant de la production en Europe continentale, tandis qu'aux États-Unis, au Japon, au Royaume-Uni et au Canada, les dépenses en équipements productifs ont constitué – ou sont peu à peu devenues – une source de dynamisme. La construction de logements offre une évolution tout aussi contrastée, avec une progression relativement soutenue dans ces quatre pays mais plutôt faible, voire négative, en Europe continentale.

Importants effets
de richesse réelle
aux répercussions
incertaines sur les
dépenses

Une caractéristique notable de ces dernières années a été la forte hausse des cours des obligations et des actions dans de nombreux pays (chapitre IV). Il reste à savoir si l'augmentation de patrimoine dont a bénéficié le secteur privé, telle qu'elle est mesurée par le rendement total des actions et des obligations (tableau II.3), a joué un rôle sur les dépenses. Le taux d'épargne a nettement diminué l'an passé en France, au Danemark, en Irlande et aux Pays-Bas, de même qu'en Italie, au Canada, en Autriche, en Suède et en Suisse. Dans ces cinq derniers pays, en particulier, il est clair que cet apport a permis aux ménages d'atténuer les conséquences de la progression faible ou négative de leur revenu réel disponible. En France, le recul de l'épargne semblerait plutôt dû surtout à des mesures budgétaires ponctuelles destinées à relancer la consommation, alors qu'aux Pays-Bas il paraît traduire l'ascension parallèle des cours des actions et des prix du logement ainsi que le recours à de nouveaux emprunts hypothécaires pour financer la consommation courante. Des raisons analogues peuvent être avancées pour le Danemark et l'Irlande.

Réaction plus
prudente au
Royaume-Uni ...

Dans le cas des États-Unis et du Royaume-Uni, il est plus difficile d'évaluer l'incidence de ces effets de richesse sur les dépenses. La propension à épargner n'y a, en fait, que peu augmenté, bien que les ménages détiennent l'essentiel de

leurs actifs financiers en actions. Au Royaume-Uni, l'accélération de la consommation pourrait constituer une réaction à la forte amélioration de la situation financière nette ou à une série de versements inattendus émanant de sociétés de crédit immobilier. Toutefois, la hausse parallèle du taux d'épargne indique que cette réaction a été plus prudente qu'au cours des années 80, où l'immobilier était aussi en plein essor.

Aux États-Unis, un changement de comportement s'est également produit. L'analyse statistique sur longue période montre que la hausse des dépenses correspond à environ 5% de l'augmentation du patrimoine financier des ménages pendant l'année. Cette conclusion paraît toutefois surestimer l'influence des gains récents, car elle voudrait dire que l'accroissement effectif de la consommation, en 1995–96, serait dû, pour les trois quarts, au renchérissement des actions. Le fait que la consommation n'a pas progressé davantage pourrait indiquer que des ménages ont préféré réduire leur endettement ou que, de plus en plus, les gains en patrimoine sont affectés à des fonds de pension. En même temps, l'évolution globale de la consommation peut également masquer des comportements divergents selon le revenu. Les groupes les plus aisés, qui ont été les principaux bénéficiaires de la hausse des actions, présentent des ratios d'endettement assez bas et n'ont donc guère de raisons de les abaisser. En revanche, les catégories à revenu faible ou moyen, qui ont généralement des ratios plus élevés, peuvent avoir utilisé ces plus-values pour des remboursements. En outre, il est possible que ce groupe ait été plus touché par le récent durcissement des critères de prêt aux ménages.

... et aux
États-Unis

Rendement des actions et obligations, taux d'épargne et consommation				
En % ou points de %				
Pays	Actions ¹	Obligations ¹	Taux d'épargne ²	Consommation ²
	1995–96			
Suède	65,2	49,3	–1,5	0,8
États-Unis	60,1	23,8	0,2	0,1
Pays-Bas	57,5	29,9	–1,0	0,8
Suisse	47,7	20,7	–0,8	–0,5
Irlande	47,3	22,0	–1,7	2,3
Canada	46,0	36,4	–2,3	1,0
Royaume-Uni	40,4	25,4	0,7	1,1
Danemark	38,0	35,4	–2,3	0,4
Allemagne	34,9	26,0	0,1	–0,8
France	34,6	32,3	–1,8	0,5
Australie	34,1	38,4	0,8	–0,9
Autriche	8,6	28,1	–1,4	–0,5
Italie	8,4	53,0	–1,2	–1,1
Japon	–2,6	23,0	–1,2	0,9

¹ Rendement cumulatif. ² Variation, respectivement, du taux d'épargne des ménages et de l'accroissement en volume de la consommation privée.

Sources: Goldman Sachs, *The International Economics Analyst*; OCDE, *Perspectives économiques*; données nationales.

Tableau II.3

Immobilier: prix nominaux et corrigés de l'inflation								
Pays et ville	Prix nominaux				Prix corrigés de l'inflation			
	1993	1994	1995	1996	1993	1994	1995	1996
	indices, 1992 = 100							
États-Unis Japon ¹ Allemagne ² France Royaume-Uni Canada Pays-Bas Australie Suisse Belgique Suède Danemark Norvège Finlande Irlande New York Tokyo ¹ Francfort Paris Milan Londres Toronto ³ Madrid Amsterdam Sydney Zurich Bruxelles Stockholm Copenhague Oslo Helsinki	Immobilier d'habitation							
	102	104	106	110	99	99	98	99
	95	94	91	90	94	92	90	88
	99	101	100	100	95	94	92	90
	98	97	97	98	96	93	91	91
	97	99	99	102	96	95	92	93
	102	105	100	100	100	103	96	94
	103	106	110	111	101	100	102	101
	102	110	113	118	100	106	104	106
	98	97	94	83	95	93	88	78
	107	115	120	125	104	109	113	114
	89	93	93	94	85	87	85	85
	99	109	118	130	97	106	112	121
	101	111	120	130	99	107	113	120
	93	99	95	101	91	96	91	96
	101	105	113	126	99	101	106	116
	Immobilier d'entreprise: grandes villes							
	110	120	120	130	107	114	110	116
	82	69	57	50	81	68	56	49
88	77	75	75	85	72	69	68	
88	83	74	69	86	79	70	64	
85	72	72	66	81	67	63	56	
106	133	141	150	104	127	131	136	
81	72	65	63	80	70	63	60	
63	64	67	73	61	59	58	62	
93	101	111	118	90	96	103	107	
90	109	117	119	89	105	108	106	
85	82	78	72	82	78	73	67	
86	81	81	86	84	77	76	79	
81	106	137	145	77	99	125	131	
91	91	97	106	90	88	92	98	
102	110	119	127	99	106	112	118	
97	109	114	116	95	105	109	111	

¹ Prix des terrains.

² Quatre grandes villes.

³ Indice des prix des bureaux dans l'Ontario.

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

Tableau II.4

Variations
modérées des prix
de l'immobilier

Il convient de noter également que, à l'exception de l'Australie et de certains pays européens de moindre dimension, l'envolée récente des cours des actions et des obligations ne s'est généralement pas accompagnée d'une amélioration dans l'immobilier (tableau II.4). D'autre part, en termes réels, l'immobilier d'entreprise demeure bien souvent au-dessous des niveaux de 1985–86, même si, dans quelques pays, des signes indiquent que l'excédent d'offre est résorbé et que le mouvement de baisse des prix est terminé.

Tendances récentes des salaires et des prix

L'inflation moyenne a continué de fléchir légèrement, l'an dernier, dans les pays industriels, malgré une inversion partielle du mouvement de baisse, observé depuis deux ans, des coûts unitaires de main-d'œuvre dans l'industrie manufacturière et l'accélération de la hausse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires. L'amélioration a été particulièrement sensible en Italie, en Australie, en Suède, en Nouvelle-Zélande et en Espagne, même si, dans quelques cas, elle reflète dans une certaine mesure des facteurs spécifiques ou un retour à des taux plus faibles, après des tensions sur les prix (tableau II.5). En Italie, la réduction de l'inflation peut être attribuée principalement à l'action de la politique monétaire et à l'appréciation de la monnaie qui en est résultée, puisque les salaires nominaux ont augmenté, en fait, plus rapidement en réaction à la montée antérieure des prix. De même, en Suède, la valorisation du change a compensé pour une bonne part la poussée des salaires et des coûts unitaires de main-d'œuvre. Si le repli des prix des produits manufacturés sur le marché international a grandement contribué à contenir l'inflation, il apparaît également que dans certains pays, notamment les États-Unis, les entreprises ont eu de plus en plus de difficultés à

Poursuite du recul de l'inflation ...

... grâce à un tassement sur les marchés des produits ...

Prix à la consommation et coûts unitaires de main-d'œuvre										
Pays	Prix à la consommation					Coûts unitaires de main-d'œuvre ¹				
	1980-89	1993	1994	1995	1996	1980-89	1993	1994	1995	1996
	variation annuelle, en %									
États-Unis	5,5	3,0	2,6	2,8	2,9	2,9	0,3	-1,2	0,3	-0,4
Japon	2,5	1,2	0,7	-0,1	0,1	1,0	5,4	-0,2	-2,3	-2,0
Allemagne ²	2,9	4,5	2,7	1,8	1,5	2,4	3,4	-6,1	-1,1	-0,9
France	7,3	2,1	1,7	1,8	2,0	4,6	3,6	-4,8	-0,2	1,3
Italie	11,2	4,2	3,9	5,4	3,8	8,4	3,3	-3,5	-0,5	5,0
Royaume-Uni	7,4	1,6	2,5	3,4	2,4	6,0	-0,4	0,0	3,1	4,1
Canada	6,5	1,8	0,2	2,2	1,6	4,9	-2,5	-2,4	0,2	3,4
Belgique	4,9	2,8	2,4	1,5	2,1	1,7	0,7	-1,5	-0,2	-0,2
Pays-Bas	2,8	2,6	2,8	1,9	2,1	0,5	1,6	-4,4	-1,2	-0,2
Suède	7,9	4,6	2,2	2,5	0,5	6,6	-6,3	-2,2	-0,4	5,2
Suisse	3,3	3,3	0,9	1,8	0,8	1,8	1,2	-2,3	-1,6	-0,7
Groupe des Dix ³	5,4	2,7	2,2	2,3	2,2	3,3	1,7	-2,0	-0,3	0,4
Australie	8,4	1,8	1,9	4,6	2,6	6,7	0,0	-0,3	5,1	0,6
Autriche	3,8	3,6	3,0	2,2	1,9	1,6	0,4	-3,6	-1,7	0,3
Danemark	6,8	1,3	2,0	2,1	2,1	5,5	-4,1	2,1	4,5	2,5
Espagne	10,2	4,6	4,7	4,7	3,6	7,9	1,2	-4,9	1,0	6,7
Finlande	7,2	2,2	1,1	1,0	0,6	4,8	-6,3	-4,9	4,3	0,5
Norvège	8,3	2,3	1,4	2,5	1,3	6,7	1,3	1,6	3,6	3,8
Nouvelle-Zélande	11,8	1,3	1,8	3,8	2,3	8,1	0,1	0,7	3,0	3,2
Portugal	17,5	6,5	5,2	4,1	3,1	16,8	7,3	3,6	3,3	3,1
Total ³	5,7	2,8	2,3	2,4	2,2	3,6	1,6	-2,0	-0,1	0,6

¹ Dans l'industrie manufacturière; la définition des séries varie selon les pays. ² Avant 1993, Allemagne occidentale. ³ Moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 1990.

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

Tableau II.5

répercuter l'alourdissement de leurs coûts sur les prix en raison de l'intensification de la concurrence. En revanche, dans ceux où les marchés des produits sont moins concurrentiels et le secteur des services plus réglementé, l'adjonction d'une marge aux coûts de production est demeurée le mode habituel de détermination des prix, mais il semble que les marges maximales aient été quelque peu minorées.

Les marges bénéficiaires et la part des profits ont généralement continué d'augmenter l'année dernière, par exemple aux États-Unis, malgré la position avancée de ce pays dans le cycle conjoncturel, et au Japon, où le faible niveau des taux d'intérêt et la forte dépréciation du yen ont contribué à inverser une érosion qui durait depuis trois ans. Dans certains cas, toutefois, comme l'Italie, le Canada, le Danemark et la Suède, la part des profits semble avoir diminué, ce qui peut augurer de tensions sur les prix si les entreprises cherchent à restaurer leurs marges.

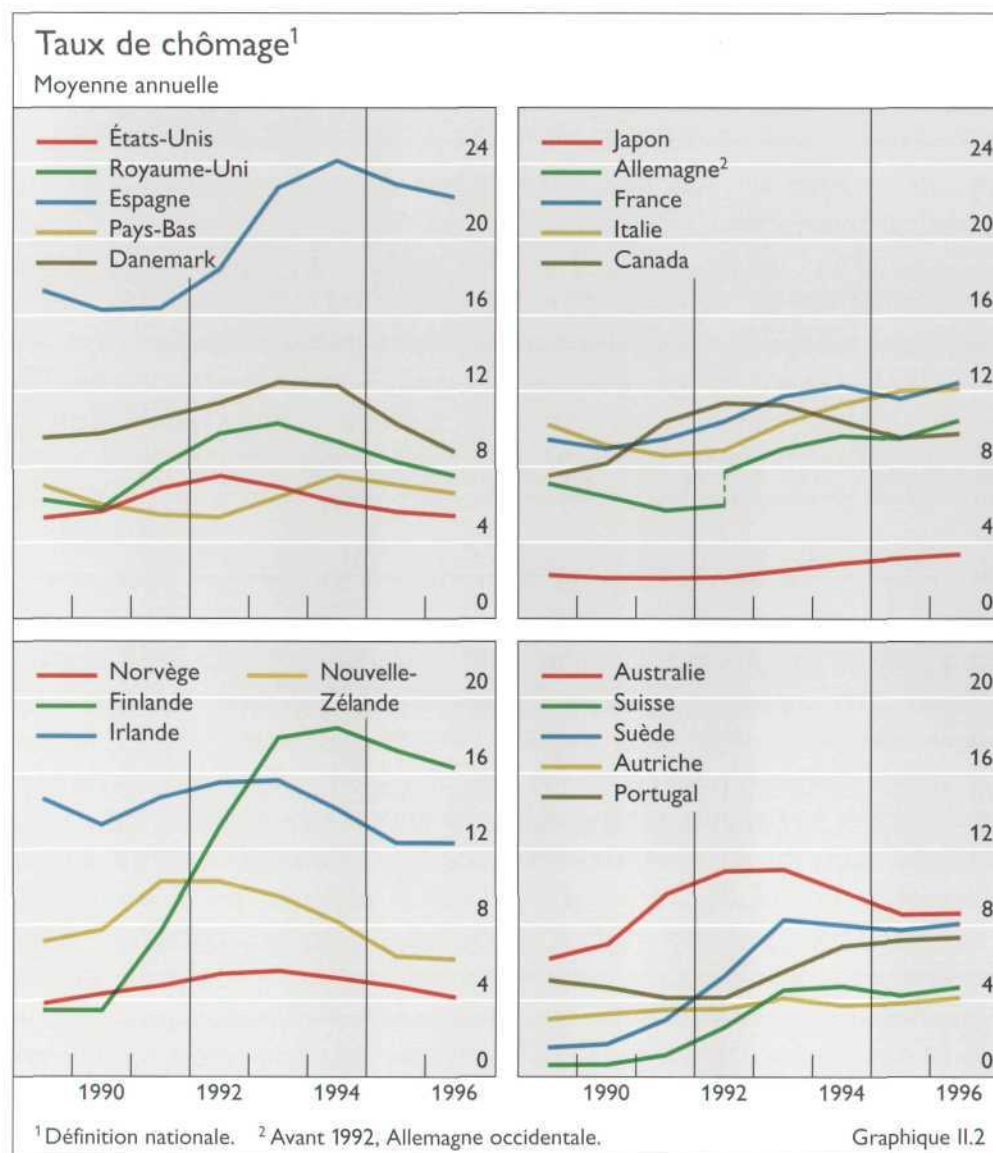
... et au maintien de la modération salariale dans la plupart des pays

Même si les coûts unitaires de main-d'œuvre ont cessé de diminuer l'an passé, la modération salariale a encore été l'une des raisons essentielles des bons résultats en matière d'inflation. Elle s'explique différemment d'un pays à l'autre, avec cependant une caractéristique commune: l'atonie persistante du marché du travail. Aux États-Unis, où tel n'est pas le cas, elle est le fait d'une série de baisses non récurrentes des coûts de main-d'œuvre non salariaux ainsi que des incertitudes éprouvées par les salariés au sujet des perspectives d'emploi. Aux Pays-Bas, un consensus social a conduit à admettre que la modération des salaires réels est la principale condition de l'expansion de l'emploi. Dans plusieurs autres pays, des accords tripartites entre gouvernement, employeurs et employés continuent de jouer un rôle dans la détermination des salaires. Ainsi, dans certains pays nordiques, la promesse de modération salariale a nécessité, selon les cas, des concessions fiscales ou l'engagement des autorités monétaires de maintenir un change stable. En Belgique, le gouvernement a imposé un gel des salaires réels lorsque leur progression menaçait de dépasser le rythme observé chez les principaux partenaires commerciaux, tandis qu'en Australie l'accélération des salaires nominaux, l'an dernier, a fait suite à l'expiration d'un accord sur la politique des revenus.

Évolution des marchés du travail

Évolution contrastée des marchés du travail ...

Comme la croissance de la production a été, en 1996, inférieure au potentiel, le nombre de chômeurs dans les pays industriels a atteint 35 millions (l'UE en regroupant environ la moitié), ce qui représente 7¼% des actifs. Malgré des différences notables selon les régions et pays, le taux de chômage élevé reste un sujet de préoccupation majeur pour les autorités. S'il est revenu à quelque 5½% aux États-Unis, il est monté à 11½% dans l'UE. Il a également augmenté au Canada et en Suisse, mais a fléchi en Nouvelle-Zélande et en Norvège. Au sein de l'Union européenne, plusieurs pays comme le Royaume-Uni, le Danemark, les Pays-Bas et l'Irlande sont parvenus, eux aussi, à réduire le chômage; dans les grands pays d'Europe continentale, au contraire, il a dépassé 12%, son plus haut niveau depuis les années 30 (graphique II.2).



Comment expliquer ces divergences? La réponse la plus évidente est fournie par la position dans le cycle conjoncturel et l'expansion de la production. En effet, la plupart des pays où le chômage a augmenté sont en retard dans le cycle actuel et leur reprise est de toute façon hésitante, avec une croissance de seulement 1¼% en moyenne au cours des deux dernières années. Au contraire, ceux où le chômage a baissé se trouvent généralement dans une position bien avancée, avec un résultat moyen de près de 3% en 1995–96; en Norvège, en Irlande, aux États-Unis et au Royaume-Uni, l'amélioration du marché du travail a été essentiellement tirée par la demande.

Évolution de l'emploi et du chômage

Il est généralement admis que l'augmentation tendancielle du chômage en Europe continentale, ainsi qu'au Canada et en Australie, traduit principalement des problèmes structurels. Si les mesures spécifiques à mettre en œuvre apparaissent moins clairement, l'expérience de certains pays peut cependant s'avérer utile. Ainsi, le Royaume-Uni, les Pays-Bas, le Danemark et le Portugal semblent avoir

... résultant
de facteurs
conjoncturels ...

... mais surtout
de réformes
structurelles ...

bénéficié de réformes structurelles, même si leurs stratégies ont été différentes et si les résultats ne se sont fait sentir qu'au bout de plusieurs années.

... au
Royaume-Uni ...

Les mesures qui facilitent le jeu des forces du marché et éliminent les contre-incitations au travail sont considérées, à juste titre, comme un moyen de lutter contre le chômage. Au cours des quelque dix dernières années, le Royaume-Uni a pris une série d'initiatives allant plus loin dans cette voie que la plupart des autres pays européens: limitation du pouvoir des syndicats; décentralisation du processus de négociation salariale; durcissement des conditions d'accès aux prestations sociales et réduction de leur montant; quasi-suppression du salaire minimum. Tout cela explique notamment que le chômage a baissé beaucoup plus rapidement que durant la précédente phase de reprise, où il avait continué d'augmenter. En outre, les gains horaires réels ont moins progressé que dans les années 80, bien que le taux de chômage actuel soit relativement faible. Pour compléter l'analyse du cas britannique, il convient toutefois d'ajouter que le recul du chômage semble dû en totalité à l'accroissement de la proportion des inactifs (personnes qui quittent ou n'intègrent pas la population active); or, l'emploi, en pourcentage de la population totale, stagne depuis le début de la décennie. Une répartition plus uniforme du chômage par région a sans doute contribué à contenir les tensions salariales.

Le recul du chômage au Royaume-Uni résulte également de l'augmentation continue de la proportion des travailleurs à temps partiel, sous l'effet de la déréglementation et d'un transfert de la demande de l'industrie vers les services. Les Pays-Bas sont allés encore plus loin dans ce sens (voir ci-après) et la part du temps partiel dans l'emploi total y est passée à plus de 37%, contre 24% au Royaume-Uni. Dans ces deux pays, la diminution de la durée du travail fondée sur le temps choisi semble avoir été plus efficace que des réductions autoritaires du nombre d'heures hebdomadaires. Ainsi, en Allemagne, l'abaissement du nombre moyen des heures ouvrées par an à un niveau inférieur de 10% à celui du Royaume-Uni paraît n'avoir eu qu'un effet marginal sur le total des personnes employées; cela tient en partie au fait que les salaires n'ont pas baissé en proportion et que les employeurs ont pris des mesures compensatoires pour augmenter la production horaire. Il convient d'ajouter qu'en Allemagne plus de 40% des postes restent concentrés sur l'industrie, secteur moins favorable au temps partiel que celui des services.

... au Danemark et
aux Pays-Bas ...

Les politiques mises en œuvre au Danemark et aux Pays-Bas ont également valeur d'exemple. Le fait d'accorder une place plus importante à la modération des salaires réels, au début des années 80, a constitué un changement de cap stratégique. Au Danemark, l'indexation des salaires a été supprimée, tandis qu'aux Pays-Bas des initiatives ont été lancées pour favoriser la modération des salaires réels dans les négociations par branche. Plus récemment, les mesures encourageant le travail à temps partiel et/ou temporaire ont été complétées par d'autres dispositions: diminution marquée des cotisations patronales de sécurité sociale; renforcement de la concurrence sur le marché des produits; programmes permettant aux travailleurs âgés ou handicapés de se retirer de la population active, avec des prestations qui ont toutefois été réduites dernièrement. Au Danemark, la baisse du chômage a été favorisée, en outre, par deux grands

facteurs: le niveau de compétitivité relativement élevé du marché des produits, dominé par les petites et moyennes entreprises, et la charge traditionnellement faible des coûts de main-d'œuvre non salariaux. À cela se sont ajoutées des mesures actives sur le marché du travail et la décentralisation du système de négociation salariale. Les indemnités de licenciement sont, d'autre part, très basses, mais, en compensation, les chômeurs bénéficient d'allocations assez importantes sur une période maximale de cinq ans. Il convient toutefois de préciser que, comme aux Pays-Bas et au Royaume-Uni, le nombre croissant des non-actifs a joué un rôle majeur dans le recul du chômage.

Avec un taux de chômage d'un peu plus de 7%, le Portugal soutient avantageusement la comparaison avec la plupart des autres pays de l'UE et, en particulier, l'Espagne. Les principales réformes y datent également des années 80: les autorités, confrontées alors à une forte augmentation de la population active, ont adopté diverses mesures d'inspiration libérale qui ont contribué à ramener le chômage à 4¼% seulement au début des années 90, tandis que l'inflation était réduite de 20% à 7%. La charge de l'ajustement a sans doute été atténuée par l'application graduelle de l'orientation désinflationniste, mais aussi par le degré élevé de flexibilité des salaires réels et relatifs et le niveau comparativement bas des indemnités de chômage. En outre, le Portugal détient toujours la moyenne la plus haute d'heures ouvrées par an au sein de l'UE, et une série d'accords tripartites s'appuyant sur un large consensus semble avoir contenu les tensions sur les salaires nominaux, ces dernières années.

... ainsi qu'au Portugal

Emploi, commerce extérieur et investissement direct à l'étranger

Beaucoup craignent que les échanges commerciaux n'entraînent un «drainage» d'emplois hors des pays industriels et que les salaires des travailleurs les moins qualifiés ne soient poussés à la baisse, du fait de la part croissante des économies de marché émergentes dans les exportations mondiales de produits manufacturés. Le capital étant plus mobile que la main-d'œuvre, ces tendances pourraient être exacerbées par la délocalisation de production vers ces économies, par le biais de l'investissement direct. Si ces craintes se révélaient fondées, les conséquences seraient probablement différentes selon les pays, en fonction de facteurs institutionnels et autres, en particulier la flexibilité des salaires relatifs. Là où ils sont rigides, il en résulterait surtout une aggravation du chômage, notamment pour les travailleurs les moins qualifiés. À l'inverse, lorsqu'ils sont flexibles, l'emploi resterait constant et la dispersion des rémunérations s'accroîtrait. Cette question est examinée plus loin.

Les craintes de pertes d'emplois liées aux échanges commerciaux ...

Si l'on a pu constater que le développement des échanges avec les économies de marché émergentes pénalisait la main-d'œuvre non qualifiée dans certains secteurs (principalement le textile, l'habillement et la chaussure), les économistes reconnaissent généralement que son effet global sur l'emploi et les salaires relatifs a été faible (graphique II.3, cadre de droite). Même aux États-Unis, où l'ALENA, conclu avec le Canada et le Mexique, avait laissé redouter des pertes d'emplois, une étude récente fait état d'un léger gain net au bout de trois ans. D'ailleurs, après ajustement pour tenir compte des répercussions de la récession mexicaine de 1995 sur les exportations américaines, il apparaît que l'ALENA a entraîné aux États-Unis deux fois plus de créations que de pertes d'emplois.

... s'avèrent injustifiées ...

... pour des raisons évidentes

Cette concordance de vues n'est guère surprenante pour plusieurs raisons. Premièrement, bien que les importations en provenance des économies de marché émergentes se soient développées rapidement, elles ne représentent encore qu'une faible part de la production totale des pays industriels (le plus souvent moins de 4%) et les salaires relatifs sont toujours largement déterminés par des facteurs nationaux plutôt que par l'évolution du marché mondial. Deuxièmement, si ces économies ont nettement accru leurs exportations vers les pays industriels, leurs importations ont encore augmenté davantage, de sorte que ces derniers enregistrent un important excédent commercial à leur égard. Troisièmement, la plupart des travailleurs non qualifiés se trouvent dans les secteurs du commerce de gros et de détail, qui, jusqu'à présent, n'ont guère été exposés à la concurrence internationale. Autre argument de taille: le commerce n'est pas affaire de pertes et de créations d'emplois, mais plutôt d'allocation des ressources et de croissance du revenu réel à long terme.

Répercussions sur l'emploi des mutations technologiques ...

Cela étant, il semblerait que les mutations technologiques favorisant les travailleurs qualifiés aient constitué la principale cause de l'évolution de l'emploi et des salaires relatifs. Une étude faite aux États-Unis montre que l'accroissement de la demande de main-d'œuvre qualifiée peut être attribué, à hauteur de 30 à 50%, à l'extension de l'informatique. En outre, une enquête concernant le Canada donne à penser que, si la diffusion de ces technologies a gonflé l'emploi global, elle a réduit les besoins des entreprises en effectifs sans qualifications. Ces conclusions n'excluent pas cependant l'action de facteurs internationaux. Des mutations technologiques à fort contenu de main-d'œuvre qualifiée pourraient être en partie induites par les pressions présentes ou à venir de la concurrence internationale; celle-ci, en outre, ne fait pas sentir ses effets uniquement à travers les échanges directs mais également par le canal, tout aussi important, de l'investissement direct étranger (IDE) et de la délocalisation de la production et des tâches essentiellement effectuées par la main-d'œuvre non qualifiée.

... et de l'investissement direct à l'étranger

Une thèse fréquemment soutenue, notamment en Europe, est que les sorties d'IDE des pays industriels s'accompagnent généralement de pertes d'emplois. En ce qui concerne l'Allemagne, le Royaume-Uni et la Suède, des études économétriques semblent indiquer qu'un niveau relativement élevé des

Emploi et investissement direct à l'étranger							
Pays	1985		1985 – 95		1995		
	IDE/PIB	EE/ED	dIDE/dFBCF	dEE	IDE/PIB	EE/ED	IDE/EE
États-Unis	5,5	6,0	7,5	8,4 ¹	9,8	5,7 ¹	89 250 ¹
Allemagne ²	8,1	6,8	14,6	49,4	11,5	9,4	92 700
Suisse	23,0	21,1 ³	12,8	98,2 ³	45,4	38,0	99 300

IDE = encours d'investissement direct à l'étranger; EE = emploi à l'étranger; ED = emploi domestique total; dIDE = sorties cumulées d'IDE; dFBCF = formation brute cumulée de capital fixe domestique non résidentiel (États-Unis: hors investissement public; Suisse: y compris investissement résidentiel); dEE = accroissement cumulé de l'EE, en %; IDE/EE: en dollars EU.

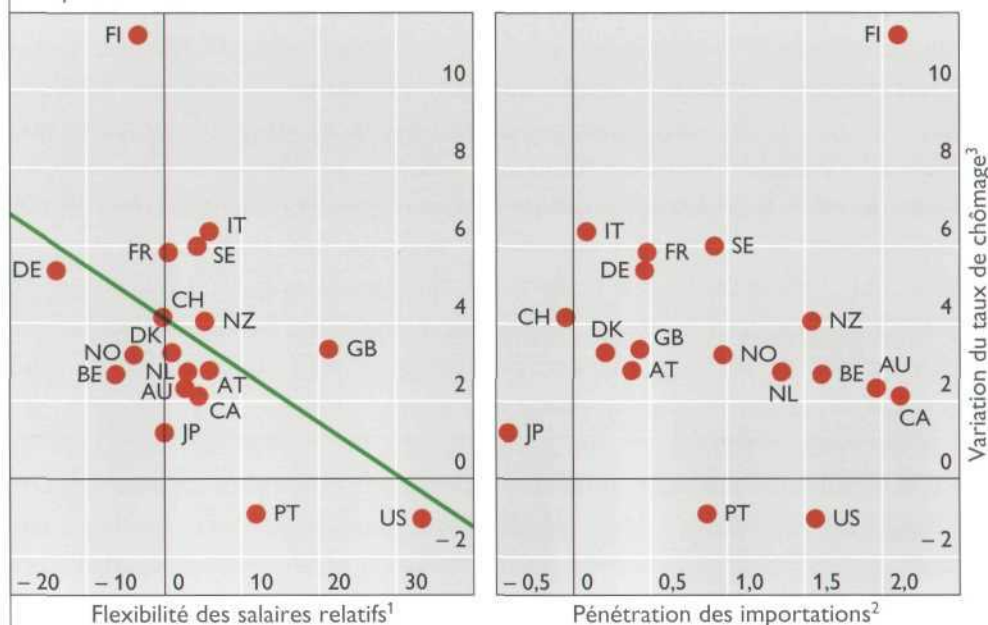
¹ 1985–94 et 1994 respectivement. ² Allemagne occidentale. ³ 1986 et 1986–95 respectivement.

Sources: OCDE, *Statistiques d'investissement direct international*; US Department of Commerce, *Survey of Current Business*; Deutsche Bundesbank; Banque nationale suisse.

Tableau II.6

Flexibilité des salaires relatifs, pénétration des importations et chômage

En points de %



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

¹ Variation de la dispersion des rémunérations (définie comme le ratio décile supérieur/décile inférieur) entre les années 80 et 90. ² Variation des importations de produits non pétroliers en provenance d'économies de marché émergentes (en % du PIB) entre 1979 et 1995. ³ Entre 1979-80 et 1995-96.

Sources: OCDE, *Perspectives de l'emploi*, *Comptes nationaux*, *Statistiques mensuelles du commerce extérieur*; Série A; données nationales. Graphique II.3

coûts de main-d'œuvre domestiques a tendance à intensifier ces sorties et la croissance de l'emploi à l'étranger, tout en réduisant la demande de main-d'œuvre dans le pays d'origine. À titre d'exemple, les sociétés suédoises ont développé de 19% l'emploi à l'étranger depuis 1990 alors que, sur le territoire national, la situation s'est fortement détériorée; pour la Suisse, au cours des dix dernières années, les multinationales ont doublé les postes hors de la Confédération, où l'emploi total a légèrement régressé (tableau II.6). De même, les sociétés allemandes implantées à l'étranger ont accru leurs effectifs de plus de 50% depuis 1985, tandis que l'emploi total a progressé de 4½% seulement en Allemagne. De plus, l'investissement des constructeurs automobiles allemands vers les nouveaux Länder et l'Europe orientale a souvent donné lieu à des compressions de personnel dans la partie occidentale du pays. Diverses raisons ont été évoquées pour justifier ces flux d'IDE, notamment des coûts salariaux inférieurs ainsi que la possibilité de faire intervenir de nouvelles méthodes de production plus efficaces, sans se heurter à des contraintes résultant d'accords en vigueur sur le marché du travail.

Toutefois, il n'y a pas lieu de se préoccuper outre mesure, et ce pour plusieurs raisons. Il ressort en effet, comme on l'a vu, que l'IDE est constitué essentiellement de flux entre pays industriels, justifiés, dans la plupart des cas, par

La prudence
s'impose dans
l'interprétation
des observations

des considérations autres que les écarts des coûts de main-d'œuvre. Ils se dirigent de plus en plus vers le secteur des services, souvent pour faciliter la vente et la distribution des exportations du pays d'origine. De surcroît, les fonds investis à l'étranger ne sont pas nécessairement «perdus» pour l'économie d'origine, car il est fréquent que les projets d'investissement à l'étranger soient financés sur des ressources locales, ou à partir de bénéfices non distribués, et non par des capitaux provenant de la société mère. Enfin, les biens produits par les établissements à l'étranger sont principalement destinés aux marchés locaux ou tiers et, dans de nombreux cas, constituent un complément plutôt qu'un substitut aux exportations du pays d'origine. Ainsi, l'implantation d'usines automobiles allemandes en Europe orientale a été motivée par les droits à l'importation élevés sur les véhicules dans ces pays et par les anticipations d'une expansion rapide de la demande sur les nouveaux marchés.

Emploi et flexibilité des salaires relatifs

La flexibilité des
salaires relatifs
contribue à réduire
le chômage ...

Un autre facteur, souvent avancé, du chômage élevé et persistant en Europe continentale est le manque de flexibilité des salaires relatifs, laquelle est nécessaire pour s'adapter aux mutations technologiques et autres. Le graphique II.3 (cadre de gauche) montre assez clairement, en effet, qu'il existe une relation inverse entre l'inégalité des salaires et le chômage. L'exemple des États-Unis, où la dispersion des salaires augmente alors que le chômage diminue, contraste nettement avec les cas contraires de l'Allemagne et de la France.

... mais elle n'est
pas partout aussi
nécessaire

Pour en tirer des conclusions concernant les stratégies à suivre, il convient, toutefois, de considérer les développements spécifiques aux divers pays. Dans ceux, par exemple, qui ont recours à l'apprentissage et à d'autres dispositifs facilitant la transition entre l'école et le monde du travail, la répartition des compétences est généralement plus homogène; par suite, l'adaptation des travailleurs aux nouvelles technologies nécessite moins de modifications des salaires relatifs qu'ailleurs. L'expérience du Danemark et des Pays-Bas démontre, en outre, qu'il est possible de décentraliser les systèmes de négociation salariale et de réduire le chômage, tout en ayant des salaires relatifs assez stables. Il est intéressant de noter également que le taux de chômage des non-qualifiés n'est pas particulièrement faible dans les pays, tels les États-Unis et le Royaume-Uni, où les écarts de salaires augmentent. En résumé, l'accroissement de la flexibilité des salaires constitue certes une condition importante, mais pas nécessairement suffisante, pour assurer une baisse du chômage en procurant davantage d'emplois à la main-d'œuvre non qualifiée.

Dispersion des
salaires et équité
sociale

Soutenir, par contre, qu'une plus grande flexibilité des salaires relatifs est incompatible avec le maintien de l'équité sociale semble être une vision trop simpliste. Si l'on considère le revenu par ménage et non la rémunération par personne employée, on est frappé de voir, dans l'évolution récente, que, pour les pays où la dispersion des salaires s'est le plus accrue, l'inégalité en matière de revenus des ménages s'est, en fait, légèrement atténuée; cela s'explique principalement par le fait que le chômage y a été plus faible que dans les pays qui ont empêché l'adaptation du marché du travail à l'évolution de la demande de main-d'œuvre.

Conclusions

Des progrès importants ont été accomplis sur la voie de la libéralisation des marchés du travail et de l'élimination des contre-incitations, mais beaucoup reste à faire. Ainsi, compte tenu des indemnités et prestations sociales liées au chômage, les chômeurs acceptant un emploi peuvent se voir frapper de taux d'imposition marginaux allant jusqu'à 80–90%. D'autre part, la réforme des systèmes d'indemnisation sociale visant à réduire les coûts de main-d'œuvre non salariaux progresse lentement, les employés semblant accepter plus facilement une modération des salaires relatifs qu'une remise en cause de leurs avantages sociaux. En fait, l'objet des grèves, aujourd'hui, est plus souvent la préservation des acquis que l'augmentation des salaires.

Il est généralement admis que les réformes de grande envergure sont plus efficaces que des mesures au coup par coup et que, dans un cas comme dans l'autre, des politiques macroéconomiques d'accompagnement sont nécessaires pour obtenir des résultats. On oublie souvent, cependant, que l'efficacité des réformes du marché du travail passe par la libéralisation et la déréglementation des marchés des produits. La déréglementation du secteur des services, en particulier, est primordiale pour empêcher une chute de l'emploi, vu que la mondialisation requiert fréquemment une réorientation des ressources du secteur exposé vers le secteur protégé. Dans plusieurs cas, toutefois, le niveau élevé du salaire minimum par rapport à la productivité du travail ou des considérations d'équité empêchent le secteur tertiaire d'absorber les ressources excédentaires. À cet égard, de nombreux pays semblent aussi négliger le fait que, si une plus grande disparité des rémunérations peut accentuer les inégalités entre individus et ménages, l'accélération de la croissance de l'emploi est, en général, le moyen le plus équitable et le plus efficace d'améliorer les perspectives des catégories à faible revenu.

Il convient de noter enfin que, dans certains pays, la réduction du chômage structurel a été en partie obtenue en encourageant les chômeurs (voire les personnes occupées) à sortir de la population active. Ces mesures, susceptibles d'accroître le bien-être des individus à court terme, comportent cependant un risque important d'aggravation des problèmes futurs, compte tenu du vieillissement de la population et de la nécessité qui en résulte de financer les retraites.

Commerce international, paiements courants et investissement direct étranger

Échanges et prix internationaux

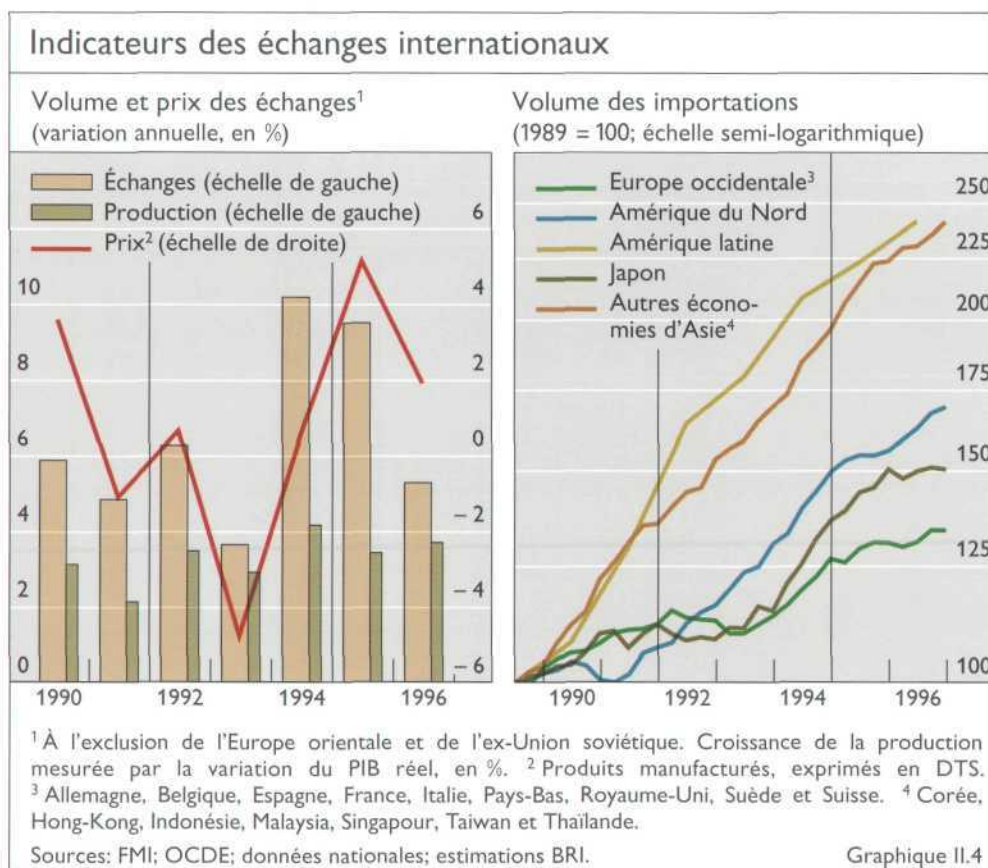
L'expansion du commerce international s'est ralentie l'an dernier, malgré un léger redressement de la croissance du PIB mondial (graphique II.4). Cette décélération s'explique en partie par la progression deux fois moins rapide qu'en 1995 des échanges entre pays industriels. En outre, dans certaines économies dynamiques d'Asie, le resserrement des politiques macroéconomiques a réduit les importations en provenance du monde industriel, tandis que les exportations étaient sévèrement affectées par une série de facteurs, notamment des problèmes de surcapacité à l'échelle mondiale dans l'électronique (chapitre III). À l'opposé,

Ralentissement de l'expansion du commerce international ...

l'accélération de la demande intérieure dans les pays d'Amérique latine a entraîné un gonflement de la demande d'importations, qui a particulièrement avantagé les exportateurs des États-Unis et du Canada. De plus, les effets sur le commerce du ralentissement en Europe occidentale ont été compensés dans une certaine mesure par la forte poussée de la demande d'importations dans les pays d'Europe orientale. C'est l'Allemagne qui semble en avoir le plus profité, ses échanges avec ces derniers représentant aujourd'hui près de 10% de son commerce total. Ces modifications dans la composition régionale de l'expansion des échanges, conjuguées aux fluctuations de change et aux décalages conjoncturels, sont également à l'origine de variations mineures de la place des grands pays dans le commerce mondial. Les États-Unis ont conforté leur position dominante, tandis que la part du Japon, de l'Allemagne et de la France a légèrement fléchi.

... mais légère
accélération de la
hausse des prix

Les prix du commerce mondial (en DTS) ont progressé un peu plus rapidement l'an dernier, en raison surtout du renchérissement du pétrole ainsi que des matières premières et autres éléments entrant dans la production agricole. Les prix des produits manufacturés ont augmenté à un rythme plus faible qu'en 1995 et même baissé en dollars EU, ce qui peut s'expliquer dans une certaine mesure par la concurrence accrue entre marchés, mais semble dû essentiellement au ralentissement inattendu de l'expansion de la demande en 1995 et 1996. La hausse des cours des matières premières non pétrolières a été légèrement plus vive qu'en 1995; malgré cela, les termes de l'échange des pays en développement non producteurs de pétrole se sont détériorés, tandis qu'ils se sont modérément améliorés dans les pays industriels.



Positions des paiements courants

Ainsi que les années précédentes, les décalages conjoncturels et les effets différés des fluctuations de change ont eu un impact important sur les positions des paiements courants, non seulement aux États-Unis et au Japon, mais aussi en Europe occidentale (graphique II.5). En raison du stade relativement avancé du cycle économique américain et de l'appréciation du dollar, le déficit courant des États-Unis s'est accentué, atteignant presque son record de 1987 (tableau II.7), même si, en proportion du PIB, il est à peine supérieur au chiffre de 1995. Cette détérioration s'explique principalement par la progression toujours vive des importations et le creusement du déficit commercial à un niveau sans précédent. Comme la production a pratiquement tourné au maximum de ses capacités en 1996 et que l'augmentation de la demande d'exportations américaines ne pouvait être satisfaite sans une poussée de l'inflation ou un resserrement de la politique macroéconomique, la cause fondamentale de la dégradation de la position extérieure semble résider dans une absorption intérieure élevée.

Si la modification de la position extérieure des États-Unis peut être associée essentiellement à des facteurs conjoncturels, le recul de l'excédent des paiements

La position
extérieure des
États-Unis s'est
dégradée ...

Pays industriels: soldes des paiements courants									
Groupe et pays	Solde des paiements courants			dont					
				Solde commercial			Solde des revenus d'investissements		
	1992	1994	1996	1992	1994	1996	1992	1994	1996
en milliards de dollars EU									
Pays industriels	-46,0	- 7,8	- 1,8	26,9	83,8	79,7	-15,7	-22,9	-11,4
États-Unis	-62,6	-148,4	-165,1	-96,1	-166,1	-187,7	11,2	- 4,2	- 8,4
Japon	112,6	130,2	65,9	124,7	144,2	83,6	36,4	40,9	53,6
Europe occidentale	-62,9	46,0	115,8	-10,1	96,8	158,4	-34,3	-23,9	-17,1
dont:									
Allemagne	-19,7	- 21,7	- 14,6	28,7	51,7	72,6	16,8	6,7	- 3,8
France	4,9	5,9	19,8	2,4	6,6	14,3	- 7,4	- 9,9	- 6,5
Italie	-28,7	15,2	42,0	3,0	35,6	60,7	-21,9	-16,6	-15,6
Royaume-Uni	-18,4	- 3,5	0,0	-23,0	- 16,6	- 19,0	5,5	13,3	16,1
Belgique-Luxembourg	6,5	12,6	15,4	4,9	7,7	10,0	1,0	3,4	7,8
Espagne	-21,5	- 6,9	2,9	-30,4	- 14,8	- 13,8	- 6,0	- 8,2	- 5,9
Finlande	- 4,9	1,3	4,4	3,8	7,5	11,1	- 5,5	- 4,3	- 4,0
Norvège	4,8	3,0	10,9	8,3	6,8	13,8	- 3,4	- 1,7	- 1,7
Pays-Bas	7,3	18,0	20,3	12,3	18,8	21,8	- 0,4	3,3	4,1
Suède	- 8,8	0,7	5,7	5,9	8,7	17,4	- 9,9	- 5,8	- 8,0
Suisse	15,1	17,8	20,3	- 1,0	1,6	0,8	13,7	12,9	16,9
Turquie	- 1,0	2,6	- 5,0	- 8,2	- 4,2	- 19,2	- 2,6	- 3,3	0,5
Autres pays industriels	-33,1	- 35,5	- 18,3	8,4	9,0	25,4	-29,0	-35,8	-39,5
Australie	-10,1	- 16,9	- 14,7	1,7	- 3,3	- 0,5	-10,2	-12,2	-14,7
Canada	-21,6	- 16,3	- 1,2	5,1	10,9	25,3	-16,6	-20,1	-20,5
Nouvelle-Zélande	- 1,4	- 2,4	- 2,4	1,6	1,3	0,6	- 2,2	- 3,5	- 4,3

Sources: FMI, *Balance of Payments Statistics*; OCDE, *Perspectives économiques*; données nationales; estimations BRI.

Tableau II.7

Compétitivité, position conjoncturelle et solde des paiements courants

Échelle de gauche (1991 = 100):

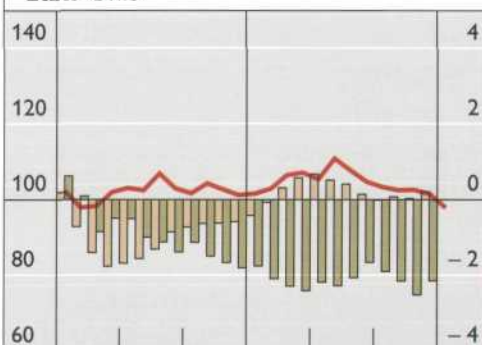
— Compétitivité*

Échelle de droite (en % du PIB):

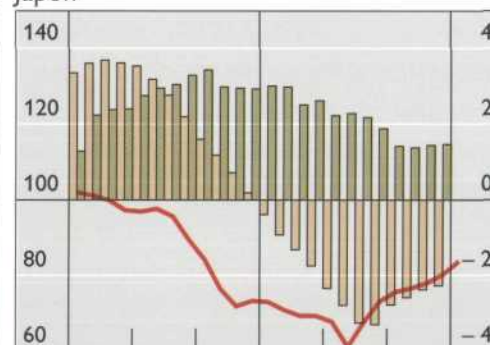
■ Écart de PIB

■ Solde des paiements courants

États-Unis



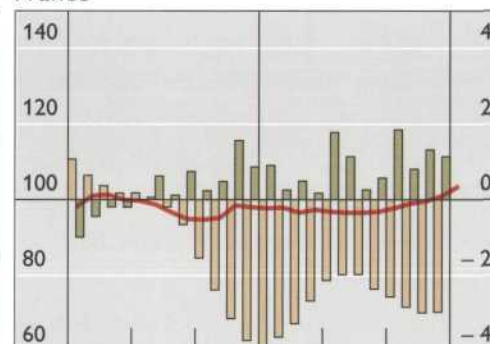
Japon



Allemagne



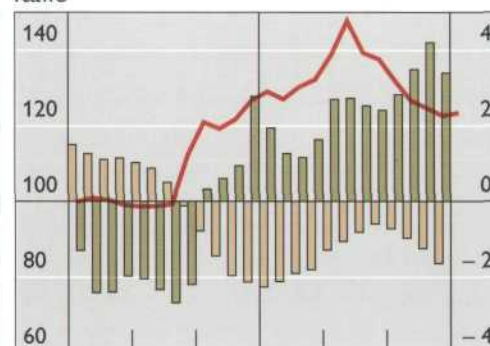
France



Royaume-Uni



Italie



* Mesurée par le cours de change effectif réel (en termes de coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre); une augmentation correspond à une amélioration.

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

Graphique II.5

... tandis que
l'excédent japonais
s'est stabilisé ...

courants japonais, revenu à son plus bas niveau depuis 1990, reflète plusieurs influences, dont des effets de courbe en J. Les variations du volume des échanges ne peuvent être en cause, puisque la progression des importations en 1996 s'est ralenti beaucoup plus que celle des exportations. En revanche, les termes de l'échange s'étant détériorés de plus de 9%, en raison de la hausse des prix du pétrole et de la dépréciation du yen, l'excédent commercial a diminué, en fait, de \$50 milliards. Simultanément, le solde des revenus d'investissements s'est amélioré, du fait notamment de la forte proportion de titres américains dans les

actifs étrangers, ce qui a limité la baisse de l'excédent courant. Celle-ci ne semble pas devoir se poursuivre, compte tenu de l'accélération du rythme des exportations, provoquée par la dépréciation du yen, et du resserrement budgétaire prévu.

Contrairement aux États-Unis et au Japon, l'Europe occidentale a enregistré, l'an dernier, une nouvelle amélioration de sa position courante globale: son excédent, qui dépasse \$100 milliards, constitue un record, même si l'Allemagne accuse toujours un déficit. Cette région a supplanté le Japon comme principale contrepartie du déficit américain. En ce qui concerne la contribution de chaque pays, la palme revient à la France et à l'Italie, qui, globalement, sont à l'origine de plus de 70% de la progression depuis 1994. L'Espagne et la Suède ont également renforcé leur position, tandis que celle de la Turquie s'est fortement affaiblie; à près de 4% du PIB, le déficit turc est proche du niveau qui avait déclenché des problèmes en 1993.

Plusieurs facteurs sous-jacents permettent d'expliquer ce dynamisme de la situation extérieure de l'Europe occidentale, le principal étant sa position conjoncturelle relativement basse. La réduction des déséquilibres budgétaires, conjuguée à l'augmentation de l'épargne nette du secteur privé, a ralenti la progression de la demande intérieure tout en renforçant la position extérieure. L'accroissement de l'excédent des exportations vis-à-vis de l'Europe orientale a également joué dans ce sens, tandis que la récente dépréciation de la plupart des monnaies européennes n'a commencé d'affecter les soldes commerciaux que vers la fin de 1996.

Dans les autres pays industriels, la principale modification enregistrée l'an dernier a été l'important recul du déficit courant du Canada, tombé à son plus bas niveau depuis 1984; il est dû essentiellement à la balance commerciale, qui a bénéficié du resserrement budgétaire, d'un ralentissement de l'expansion des importations lié à des facteurs conjoncturels et d'une légère amélioration des termes de l'échange consécutive au renchérissement des produits de base. La position extérieure plus favorable du Canada n'est toutefois pas entièrement de nature conjoncturelle, la modération salariale et les gains de productivité relativement élevés ayant contribué à renforcer la compétitivité des entreprises nationales. En Nouvelle-Zélande, le durcissement de la politique budgétaire a également évité un accroissement du déficit des paiements courants, malgré la vive appréciation de la monnaie (30% depuis 1992). En Australie, le déficit a un peu diminué, grâce surtout à la vigoureuse reprise des exportations après la sécheresse de 1995 et à la progression des termes de l'échange. Parallèlement, l'épargne des administrations publiques et des ménages a augmenté; malgré tout, le taux d'épargne des ménages, à peine supérieur à 3%, demeure l'un des plus faibles au sein des pays industriels.

Investissement direct étranger (IDE)

Les échanges internationaux, dont le rythme d'expansion dépasse généralement celui de la production, ne constituent plus la seule forme d'interaction entre pays. En fait, les dix dernières années ont été notamment caractérisées par le rôle croissant des multinationales. Les transactions intragroupes représentent aujourd'hui un tiers des échanges mondiaux de biens et services, et le produit

... et que celui d'Europe occidentale atteint un niveau record...

... grâce à la baisse de l'absorption intérieure

Le resserrement budgétaire a porté ses fruits au Canada ...

... et en Nouvelle-Zélande

Forte hausse de l'investissement direct étranger ...

Diversification des transactions internationales				
	Total mondial	États-Unis	Japon	Allemagne
Encours d'IDE (a)	2 500	712	298	248
Ventes des établissements à l'étranger (b)	5 355	1 636	626	532
Exportations intragroupes (c)	1 646	163	86	208
Exportations totales (d)	4 940	448	374	623
b/(d-c)	1,6	5,7	2,2	1,3
c/d	0,33	0,36	0,23	0,33

Encours d'IDE: fin 1995; autres transactions: 1992; ventes et exportations: en milliards de dollars EU.

Sources: OCDE, *Statistiques d'investissement direct international*; Nations Unies, *World Investment Report*.

Tableau II.8

des ventes des établissements à l'étranger est plus important que le total des exportations directes (tableau II.8). De plus, suite à une reprise des flux, l'augmentation des encours d'IDE est beaucoup plus rapide que la progression du stock de capital domestique et même que celle du commerce extérieur. Cette diversification accrue des transactions internationales, qui n'est pas cependant sans présenter certains inconvénients, a sans doute contribué à réduire la vulnérabilité des pays et des entreprises à des chocs spécifiques.

Dans une perspective à plus long terme, l'expansion de l'IDE, si elle n'a pas toujours été régulière, a du moins évolué en hausse (graphique II.6). Elle suit un

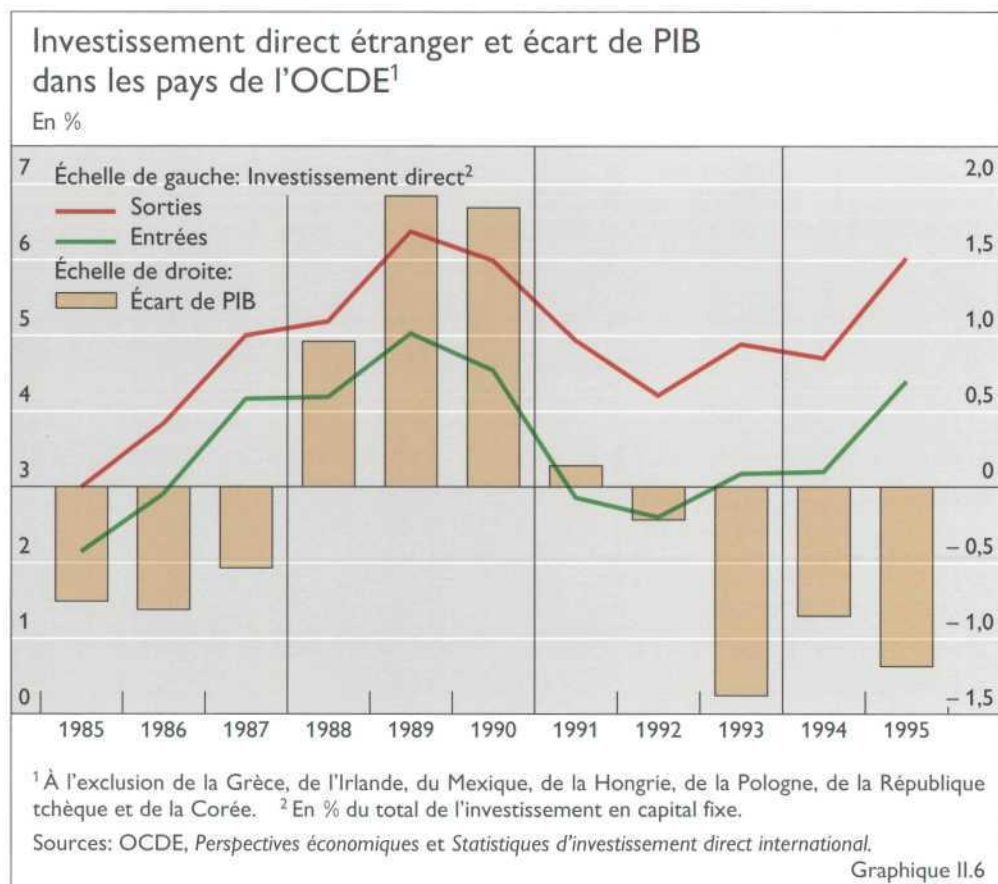


schéma conjoncturel distinct et double, déterminé à la fois par l'évolution dans le pays d'origine et dans le pays d'accueil. Une forte croissance dans le pays investisseur procure des ressources pour financer l'IDE, tandis que, dans le pays d'accueil, elle attire l'investissement. À certaines périodes, cette double influence peut donner lieu à des asymétries. Ainsi, les États-Unis, du fait de leur position avancée dans le cycle conjoncturel au sein du monde industriel durant les années 90, ont été, une nouvelle fois, le principal investisseur à l'étranger. Au contraire, les sorties de capitaux du Japon, qui vient de traverser une récession, n'atteignent encore que la moitié de leur maximum de 1990. L'Europe continentale n'a également guère investi à l'étranger, en général, au cours de ces dix années de croissance apathique, malgré une progression notable en 1994–95 liée au dynamisme des États-Unis et des économies de marché émergentes. En Europe continentale, les entrées sont toutefois restées basses, du fait de la persistance d'une croissance lente.

... reflétant
des facteurs
conjoncturels ...

La forte hausse tendancielle de l'IDE qui est à la base de ces variations conjoncturelles a résulté de quatre facteurs principaux: le progrès technologique, qui a abaissé les coûts des communications et transports internationaux; l'intensification de la concurrence sur les marchés mondiaux des biens et services; la suppression partielle ou totale des réglementations sur les mouvements de capitaux, en général, et l'IDE, en particulier; la tendance à la privatisation des entreprises publiques dans de nombreux pays. Malgré ces variations, la structure par région de l'encours d'IDE est demeurée étonnamment stable. Ainsi, même si les économies émergentes (en Amérique latine, Asie et Europe orientale) reçoivent une part croissante des flux, l'essentiel concerne les pays industriels, tout spécialement ceux de l'UE. Leur prépondérance est d'autant plus évidente après la longue période de déprime des apports aux économies émergentes – Amérique latine notamment – durant les années 80 (tableau II.9).

... mais surtout
diverses tendances
sous-jacentes

Investissement direct à l'étranger							
En %							
	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Allemagne	Pays-Bas	Suisse	OCDE
Encours à fin 1995							
En % de l'IDE OCDE	29,4	12,5	12,3	10,3	6,4	5,9	100,0
En % du PIB	9,8	27,9	6,3	10,3	39,3	45,4	10,9
Répartition par région (1994)							
Amérique du Nord ¹	12,1	34,3	43,7	23,0	28,2	24,5	24,6
Union européenne	42,0	34,7	18,1	50,5	45,9	45,4	40,0
Amérique latine et Asie ²	23,2	15,6	27,7	10,1	12,5	17,8	17,8
Répartition par secteur (1994)							
Primaire	11,8	19,9	5,0	1,2	1,7	..	9,0
Secondaire	35,0	38,9	27,8	32,9	49,8	47,8	37,0
Tertiaire	53,2	41,2	65,5	65,8	48,4	52,2	53,8
dont: secteur financier ³	36,5	27,5	18,9	23,8	36,0	22,0	29,2

¹ États-Unis et Canada. ² Hors Japon. ³ Services bancaires et financiers et prestations aux entreprises.

Sources: OCDE, *Statistiques d'investissement direct international*; données nationales.

Tableau II.9

Établissements à l'étranger des entreprises américaines et japonaises: lieu d'implantation et ventes

En %

Destination des ventes	Implantation des établissements américains		Implantation des établissements japonais	
	UE et Asie	autres pays de l'ALENA	UE et États-Unis	autres pays d'Asie
Pays d'origine	6	26	4	16
Marché local	64	71	79	66
Marchés tiers	30	3	17	18

Source: OCDE, *Perspectives économiques*, décembre 1996.

Tableau II.10

Implications pour la répartition par secteur

En revanche, la répartition par secteur de l'IDE a sensiblement varié au cours des vingt-cinq dernières années, sous l'effet non seulement de redéploiements sectoriels dans les pays d'origine, mais aussi de l'évolution des motivations profondes. À l'origine, l'IDE était le moyen de s'assurer l'accès aux matières premières. Depuis les années 70, sa part dans le secteur primaire a diminué de moitié. Les efforts entrepris pour surmonter les restrictions aux échanges directs ont également joué un rôle important, générant des flux substantiels vers le secteur secondaire. Plus récemment, les motivations ont encore changé, suivant la tendance générale à la globalisation, ce qui a de nouveau modifié la répartition par secteur de l'IDE au profit du tertiaire, souvent dominé par les services financiers au sens large.

Des motivations différentes ...

Parmi ces tendances globales, des différences notables sont également apparues entre pays au niveau des forces et des motivations régissant les sorties d'IDE. Ces facteurs spécifiques ont influencé de plusieurs façons la physionomie des échanges, selon que les structures de production du pays d'accueil et du pays investisseur sont complémentaires ou concurrentielles. Comme le montre le tableau II.10, la majeure partie des ventes engendrées par l'IDE américain a été destinée aux marchés locaux ou tiers. La principale exception à ce schéma est constituée par l'investissement étranger au Canada et au Mexique, où les liens entre branches d'activité et entre groupes ont permis une certaine complémentarité des structures de production et d'importantes ventes en retour aux États-Unis. Dans le cas du Mexique, la forte proportion des ventes au marché américain s'explique aussi par des coûts de production plus faibles. Les établissements japonais à l'étranger effectuent encore, dans l'ensemble, plus de ventes sur les marchés locaux et tiers. Toutefois, depuis 1990, la part des flux d'IDE vers l'Asie est passée d'environ 10% à plus de 23% et les implantations japonaises à l'étranger exportent de plus en plus vers leur propre pays. Selon des estimations préliminaires, ce changement dans la physionomie de l'IDE, conjugué à la déréglementation, a commencé à se faire sentir sur les échanges de produits manufacturés avec l'extérieur. Ainsi, l'élasticité par rapport au revenu des exportations japonaises a baissé depuis les années 80, la demande pouvant être satisfaite par les établissements à l'étranger. En revanche, les sorties d'IDE semblent avoir nettement accru la propension du Japon à importer, comme en atteste le développement rapide des importations de produits manufacturés en

... ont influencé la physionomie des échanges

provenance des sociétés affiliées en Asie. Globalement, ces estimations laissent penser que la tendance du Japon à accumuler d'importants excédents commerciaux, en période de reprise de l'activité mondiale, a sans doute fortement diminué. En outre, même si l'effet net des variations récentes sur l'élasticité par rapport aux prix est difficile à évaluer, des mouvements de change plus faibles pourraient suffire à présent pour maintenir un équilibre global de la balance commerciale japonaise.

III. Politiques et évolutions économiques dans le reste du monde

Faits saillants

La croissance économique est restée vigoureuse et l'inflation a encore diminué, l'an dernier, dans les économies émergentes. En Amérique latine, le taux de croissance moyen a augmenté, grâce à la reprise en Argentine et au Mexique. L'Afrique a connu sa plus forte expansion depuis deux décennies, sous l'effet des efforts de stabilisation et de réforme. En Asie, plusieurs pays ont adopté des politiques restrictives pour faire face à un début de surchauffe. L'atonie des marchés d'exportation a contribué au ralentissement de l'activité dans cette région par rapport à son dynamisme antérieur et a empêché de réduire sensiblement les importants déséquilibres extérieurs. Dans un certain nombre de pays d'Europe orientale où le processus de transition est avancé, la croissance est restée soutenue. En Russie, toutefois, le redémarrage de la production doit encore se confirmer, mais la baisse tendancielle de l'inflation s'est poursuivie.

Dans les économies émergentes, comme dans de nombreux pays industriels, la mondialisation et la libéralisation financières modifient la tâche des responsables dans leur recherche simultanée de l'équilibre intérieur et extérieur. À l'époque où la mobilité des capitaux était limitée, il était relativement aisé de recourir à la politique monétaire pour lutter contre l'inflation, tout en fixant un cours de change qui préserve la compétitivité. Aujourd'hui, la grande mobilité des capitaux fait qu'il est beaucoup plus difficile de découpler politique monétaire et politique de change. Relever les taux d'intérêt pour contenir l'inflation encourage les entrées de capitaux, ce qui entraîne une appréciation de la monnaie, une perte de compétitivité et une dégradation du solde extérieur. Inversement, défendre un cours de change très compétitif peut accroître le coût des importations, stimuler la demande de produits nationaux et accentuer les tensions inflationnistes. Certes, le cours de change réel ne peut pas être maintenu durablement au-dessus ou au-dessous de son niveau d'équilibre mais, comme l'a montré l'expérience du Mexique en 1994–95, les marchés financiers peuvent réagir vigoureusement et brutalement à une détérioration marquée de la compétitivité et du solde extérieur à court et moyen terme.

Le conflit entre objectifs internes et externes a été plus ou moins marqué selon les régions. En Amérique latine, l'application d'une politique monétaire restrictive et/ou d'un régime de change fixe a permis de freiner sensiblement l'inflation dans de nombreux pays depuis le début de la décennie, en contrepartie cependant d'une revalorisation en termes réels de la monnaie et d'une aggravation du déficit courant. En Asie, en revanche, plusieurs économies ont réussi à maintenir un cours de change compétitif sans alimenter outre mesure l'inflation. Récemment, toutefois, la surchauffe dans une grande partie de la région a imposé un resserrement monétaire et une appréciation en valeur réelle s'est

amorcée. Il reste à savoir si les pays d'Europe orientale parviendront à réduire davantage l'inflation sans sacrifier l'équilibre extérieur.

Amérique latine

Au cours des dernières années, des efforts très visibles ont été entrepris dans cette région vers une plus grande stabilité des prix. Différentes stratégies ont été adoptées à cet effet; certaines étaient fondées sur un ancrage explicite ou implicite du cours de change, tandis que d'autres reposaient plus généralement sur des politiques internes restrictives. Dans presque tous les cas, l'inflation a reculé, au prix parfois d'une forte hausse du cours de change réel et d'une

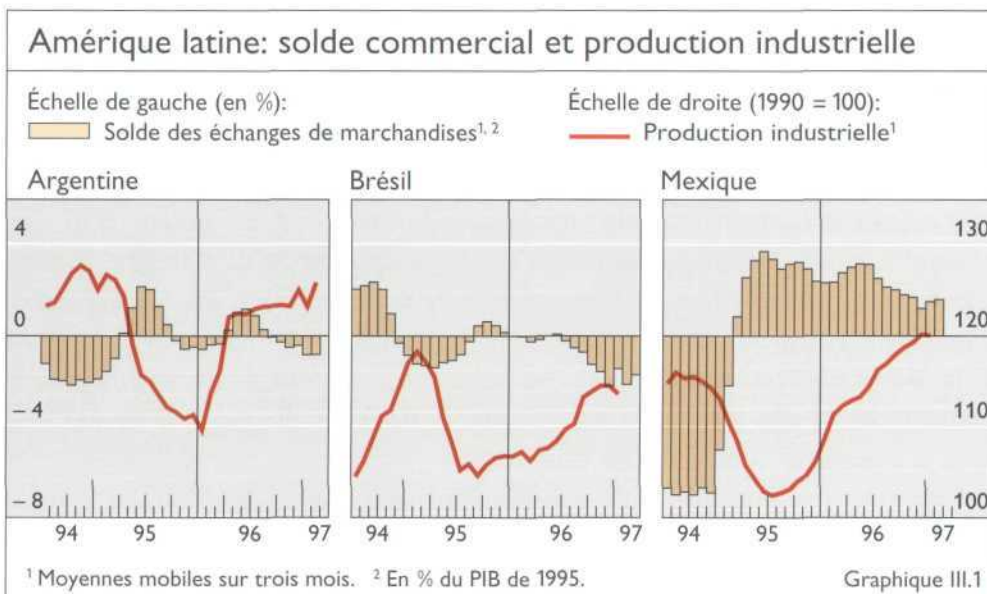
Différentes stratégies de lutte contre l'inflation en Amérique latine ces dernières années:

Croissance et inflation								
	PIB réel				Prix à la consommation			
	1980–89	1990–94	1995	1996	1980–89	1990–94	1995	1996
	variation annuelle, en %							
Chine	9,5	10,5	10,2	9,7	7,9	11,6	16,8	8,3
Inde	5,9	4,6	7,1	6,8	8,1 ¹	10,5 ¹	9,3 ¹	5,9 ¹
Autres pays d'Asie ²	6,5	7,0	7,8	6,8	7,8	6,9	6,4	5,9
Corée	8,0	7,6	8,9	7,1	8,1	7,0	4,5	5,0
Hong-Kong	7,5	5,2	4,7	4,7	8,6	9,5	9,2	6,3
Singapour	7,4	8,6	8,8	7,0	2,7	2,9	1,7	1,4
Taiwan	8,1	6,5	6,1	5,7	4,4	3,8	3,7	3,1
Indonésie	5,8	6,9	8,5	7,5	9,6	8,6	9,4	7,9
Malaysia	5,7	8,7	9,5	8,2	3,6	3,8	3,4	3,5
Philippines	1,8	1,9	4,8	5,5	14,4	11,6	8,1	8,4
Thaïlande	7,2	9,0	8,6	6,7	5,7	4,8	5,8	5,8
Amérique latine ²	2,3	3,1	0,5	3,5	120,5	256,8	42,5	24,7
Argentine	–0,8	6,8	–4,6	4,4	319,2	148,3	3,4	0,2
Brésil	2,9	0,9	4,2	2,9	226,0	1 425,9	66,0	15,5
Chili	3,4	6,4	8,5	7,2	21,2	17,4	8,2	7,4
Colombie	3,4	4,3	5,2	2,1	23,4	26,3	20,9	20,9
Mexique	2,2	3,9	–6,2	5,1	65,1	16,1	35,0	34,4
Venezuela	0,1	3,9	3,4	–1,6	21,4	40,7	59,9	99,9
Europe orientale ²	0,9	–2,5	5,5	4,7	29,7 ³	62,1	23,2	17,8
Hongrie	1,5	–3,3	1,5	1,0	8,9	25,4	28,3	23,6
Pologne	0,2	–1,6	7,0	6,0	43,0	97,6	27,7	19,9
République tchèque ⁴	2,1	–4,2	4,8	4,4	1,3 ³	20,5	9,1	8,8
Fédération de Russie ⁵	3,3	–8,7	–4,2	–6,0	1,4 ⁶	347,0	197,5	47,7
Arabie Saoudite	0,3	4,1	1,6	2,4	0,0	1,7	4,9	1,2
Israël	3,2	5,8	7,1	4,4	104,7	14,2	10,0	11,3
Afrique	2,6	1,4	2,7	5,1	17,5	37,2	38,4	25,0
Afrique du Sud	2,2	0,1	3,3	3,1	14,6	12,4	8,6	7,4

Les données pour 1996 sont en partie estimées.

¹ Prix de gros. ² Moyennes pondérées des pays cités, sur la base des PIB et PPA de 1990. ³ Moyenne 1982–89. ⁴ Avant 1985: Tchécoslovaquie. ⁵ Avant 1986: Union soviétique. ⁶ Moyenne 1986–89.

Tableau III.1



nette aggravation du déséquilibre extérieur. La question du compromis entre les objectifs internes et externes est examinée ultérieurement.

caisse d'émission
en Argentine...

En Argentine, le plan de convertibilité adopté en 1991 a été mis à rude épreuve en 1995, lors du mouvement spéculatif contre les actifs en monnaie nationale, suite à la crise du peso mexicain. Dans le cadre de la caisse d'émission mise en place, les autorités n'avaient guère eu d'autre possibilité, étant donné le contexte conjoncturel, que de laisser flamber les taux d'intérêt, tout en poursuivant une politique budgétaire restrictive. Une forte contraction de l'activité économique s'était alors produite, contribuant ainsi au redressement du solde commercial (graphique III.1). Conjugué à d'importants emprunts du secteur public à l'étranger, ce facteur a enrayé la diminution des réserves internationales. La réaction rapide à la crise a permis de rétablir la confiance et favorisé la reprise ultérieure. L'an dernier, la croissance du PIB s'est progressivement raffermie, atteignant plus de 4% au second semestre.

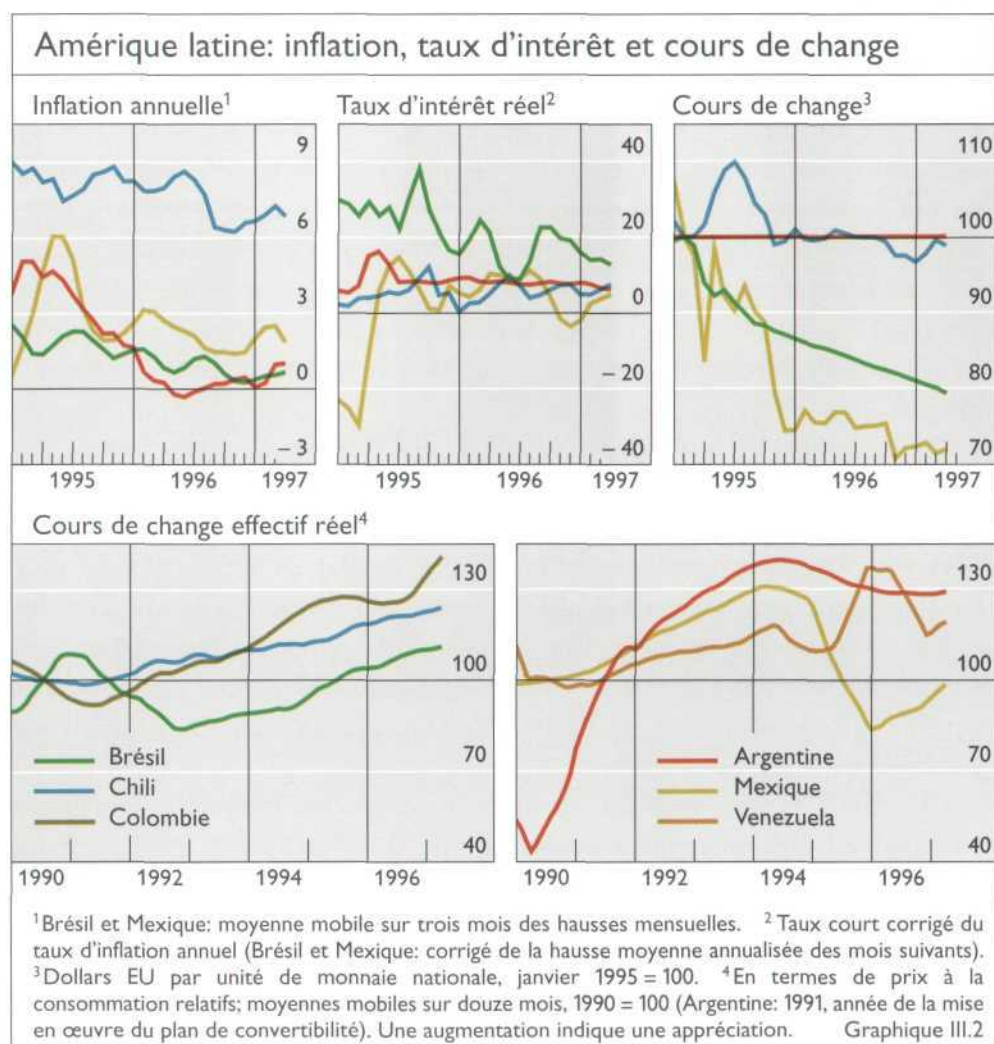
La poursuite de la politique de change de l'Argentine a été facilitée par l'annulation partielle de la perte de compétitivité subie au stade initial de la lutte contre l'inflation. Pendant les deux premières années d'exécution du plan de convertibilité, le taux d'inflation annuel a chuté, de plus de 500% à 10% environ, alors que la monnaie gagnait quelque 33% en valeur réelle. Par la suite, il a été ramené à un niveau bien inférieur à celui des principaux concurrents de l'Argentine, comme le Brésil et le Chili, et la compétitivité perdue a été en partie regagnée, de sorte que l'appréciation s'est limitée à 25% en termes réels sur l'ensemble de la période.

... plan real
au Brésil pour
stabiliser le cours
de change...

Au Brésil, le plan real mis en place au milieu de 1994 visait également à combattre l'inflation par une stabilisation du cours de change s'appuyant sur une politique monétaire restrictive. Le real a d'abord eu tendance à se revaloriser; depuis le début de 1995, cependant, il se déprécie à un rythme lent et progressif, légèrement inférieur à celui de la hausse des prix à la consommation, de sorte que son appréciation est de 20% en termes réels depuis le milieu de 1994.

L'inflation s'est graduellement ralentie: le taux mensuel est revenu de plus de 40%, juste avant la mise en œuvre du plan real, à nettement moins de 1% à la fin de 1996 et au début de 1997. L'activité économique et les résultats commerciaux ont toutefois connu de fortes fluctuations, liées en grande partie aux inflexions de la politique monétaire (graphique III.1). L'économie ayant réagi rapidement au resserrement imposé au premier semestre de 1995, un assouplissement monétaire avait été opéré (graphique III.2). L'activité a alors rebondi vigoureusement et la croissance annuelle du PIB s'est accélérée, passant à plus de 6% au second semestre de 1996. La reprise de la croissance, conjuguée à la perte de compétitivité, a vite conduit à un élargissement du déficit commercial, la vive augmentation des importations à la fin de 1996 contrastant avec la mauvaise tenue des exportations.

La politique budgétaire n'a que peu contribué à la stabilisation. En 1996, le déficit d'exploitation du secteur public a représenté 4% du PIB, soit un peu moins que l'année précédente (5%), mais beaucoup plus que l'objectif initial (2½%). En outre, l'amélioration a été due à la baisse des taux d'intérêt et non à une réforme soutenue de la sécurité sociale, de la fiscalité et de la gestion du secteur public. À la fin de 1996, les autorités ont cependant annoncé une série de mesures visant



à accroître les recettes et réduire l'emploi dans le secteur public ainsi qu'à comprimer les prestations sociales.

... et, depuis 1995,
fixation d'objectifs
de croissance
monétaire au
Mexique

Depuis la crise du peso, fin 1994, le *Mexique* poursuit une politique monétaire radicalement différente de celle de l'Argentine ou du Brésil et de celle qu'il appliquait auparavant. Au lieu de recourir à un ancrage de change, les autorités ont cherché à freiner l'inflation en fixant des objectifs de croissance monétaire et en laissant le cours de change fluctuer en fonction des conditions fondamentales du marché. La politique budgétaire est restée restrictive.

Au second semestre de 1995, l'économie a redémarré, grâce à l'action résolue des autorités et à l'octroi d'une aide publique internationale importante, qui ont fait renaître la confiance tant dans le pays qu'à l'étranger. Le taux d'inflation annuel, qui culminait à 52% à la fin de 1995, était tombé à 25% au début de 1997. La progression des exportations s'est poursuivie à un rythme soutenu, sous l'effet à la fois de la hausse des prix du pétrole et de la bonne tenue des ventes de produits manufacturés, ce qui a permis de contrebalancer la forte augmentation des importations et de préserver l'équilibre extérieur.

Hormis un léger accès de faiblesse en octobre, le peso est resté relativement stable par rapport au dollar EU pendant la majeure partie de 1996, perdant seulement 3% en valeur nominale durant l'année. Cette relative stabilité a résulté en partie des efforts mis en œuvre par les autorités pour prévenir des pressions spéculatives excessives, d'abord sous forme de reprises de liquidités sur le marché monétaire puis, depuis février 1997, par le biais d'interventions à la vente de montants fixes de dollars en cas de baisse de plus de 2% du peso sur une seule journée. En outre, des options de change ont été utilisées pour reconstituer les réserves au moment où la monnaie était bien orientée, évitant ainsi l'annonce d'un objectif de change officiel. Comme les écarts d'inflation vis-à-vis des partenaires commerciaux demeuraient importants, la stabilité nominale a engendré une appréciation en termes réels qui a effacé la moitié environ de la dépréciation en valeur réelle observée à la fin de 1994 et au début de 1995.

Dilemme de
politique monétaire
en Colombie

En *Colombie*, les autorités ont été confrontées à une tâche plus complexe qu'en 1995. Face à l'aggravation du déficit de l'administration centrale, passé à environ 4% du PIB, et aux sorties de capitaux en début d'année, provoquées par une crise politique, l'orientation monétaire est demeurée restrictive, malgré le net ralentissement de l'activité. Cette rigueur a de nouveau attiré les capitaux, de sorte que le cours de change a atteint le sommet de la bande de fluctuation glissante préétablie, limitant de fait le resserrement monétaire. Comme l'inflation n'a pas diminué, le cours réel a augmenté de près de 20%. Pour freiner l'afflux de capitaux, assainir les finances publiques et atténuer le dilemme de politique monétaire, les autorités ont proposé, au début de 1997, une série de mesures spéciales comportant une réduction des dépenses et l'imposition d'une taxe sur les emprunts à l'étranger.

Stratégie du Chili

La stratégie adoptée par le *Chili* pour combattre l'inflation et préserver la compétitivité est sans doute celle qui a le mieux réussi. Au cours des dernières années, les autorités appliquaient une politique monétaire assez stricte en fixant les taux d'intérêt réels (la plupart des instruments étant encore indexés, les rendements sont exprimés en ces termes) par rapport à un objectif de réduction graduelle de l'inflation, poursuivi de manière rigoureuse. Face au risque de

surchauffe au début de 1996, les taux d'intérêt réels ont été relevés. La rigueur monétaire, conjuguée à la forte baisse des cours du cuivre, a eu pour effet de modérer l'activité et de ramener l'inflation à 6½% en fin d'année. Le cours de change a été régulé, pour éviter une trop grande volatilité ainsi qu'une appréciation ou une dépréciation excessive en termes réels. Toutefois, la politique monétaire et la politique de change n'auraient pas pu concourir aussi harmonieusement à ce double objectif si elles n'avaient pas été soutenues par deux autres éléments: la solidité des finances publiques, dont l'excédent représentait entre 1% et 3% du PIB ces dernières années, et le contrôle sélectif des entrées de fonds à court terme attirés par une rémunération élevée, parallèlement à l'encouragement des sorties de capitaux.

Au Venezuela, le programme d'ajustement mis en œuvre en avril 1996 pour corriger les graves déséquilibres extérieur et intérieur a marqué l'abandon des politiques interventionnistes. La forte hausse des prix du pétrole, l'an passé, a largement contribué à son succès. Malgré une diminution de 1½% du PIB, les finances de l'administration centrale se sont nettement redressées, redevenant excédentaires après un déficit de 5% du PIB en 1995. Le taux d'inflation mensuel, qui culminait à plus de 12% en mai 1996, était retombé à moins de 2% au début de 1997. Le contrôle du cours de change et les taux administrés ont été remplacés, en juillet 1996, par un régime de parité glissante avec bande de fluctuation. Bien qu'il ait été envisagé de déprécier le cours pivot pour compenser partiellement les écarts d'inflation, le cours de change, soutenu par d'importantes entrées de capitaux à court terme, n'avait pratiquement pas varié à la fin de 1996. En janvier 1997, le cours pivot a été ramené non loin de son niveau du milieu de 1996.

Programme
d'ajustement
au Venezuela

Asie

Deux éléments communs ont concerné une grande partie de cette région. Premièrement, la progression des exportations s'est nettement ralentie sous l'effet de divers facteurs. Deuxièmement, la plupart des pays se sont appuyés sur une politique monétaire restrictive pour mener un processus d'ajustement visant à remédier aux déséquilibres provoqués par des années de croissance très rapide, qui se sont manifestés sous forme de pénuries de capacités, de tensions inflationnistes ou de déficit extérieur croissant.

Ralentissement de l'expansion des exportations

Depuis le milieu des années 80, de nombreuses économies émergentes d'Asie sont parvenues à développer leurs exportations, à la faveur de la mondialisation, selon un rythme nettement supérieur à celui du commerce mondial. Cette vigoureuse expansion s'est accompagnée d'une vive augmentation de leurs parts de marché dans les pays industriels et d'une évolution marquée vers l'élaboration de produits à plus forte valeur ajoutée – dont les échanges sont traditionnellement dominés par les pays avancés. Ces progrès ont suscité assez souvent des attitudes protectionnistes dans les pays industriels, alors qu'en fait le dynamisme des exportations asiatiques a entraîné une hausse rapide des revenus dans la région et, partant, un accroissement des importations, qui a considérablement stimulé l'activité dans le reste du monde.

Vigoureuse
expansion des
exportations dans
le passé...

... mais manque
de dynamisme
l'an dernier

Trois causes:
affaiblissement
du commerce
intrarégional ...

Alors qu'elles n'avaient pratiquement pas été affectées par la récession dans les grands pays industriels en 1990–93, les exportations asiatiques semblent avoir particulièrement souffert du ralentissement, pourtant bien moins prononcé, du commerce mondial l'an passé (tableau III.2). Leur recul a fait craindre que les déficits courants importants apparus dans la région ces dernières années ne soient moins maîtrisables qu'on ne l'avait pensé.

Trois facteurs ont grandement contribué au net ralentissement des exportations. Premièrement, le commerce intrarégional, qui représente maintenant bien plus du tiers du commerce total des économies émergentes d'Asie et leur avait permis de bien résister, par le passé, à la faiblesse de la demande dans le monde industriel, a marqué le pas l'an dernier, par suite du

Paiements courants et commerce extérieur									
	Solde des paiements courants			Expansion des exportations en volume ¹			Expansion des importations en volume ¹		
	Moyenne 1990–94	1995	1996	Moyenne 1990–94	1995	1996	Moyenne 1990–94	1995	1996
	en % du PIB			en %					
Chine	1,1	0,2	0,2	17,2	15,3	8,3	13,6	15,1	16,4
Inde	– 1,2	– 1,4	– 1,4	12,9	22,4	16,9	5,8	23,6	18,9
Autres pays d'Asie	0,2	– 1,6	– 3,4	7,6	11,5	3,0	12,9	15,2	6,7
Corée	– 1,1	– 1,9	– 4,4	8,8	24,0	19,1	11,7	21,2	11,9
Hong-Kong ²	5,3	– 3,5	– 1,0	– 1,4	1,9	– 8,6	15,8	13,6	4,0
Singapour	11,2	16,9	15,0	15,2	15,7	6,3	12,4	13,0	6,4
Taiwan	4,3	1,9	3,8	5,2	5,8	– 4,8	7,8	8,6	0,8
Indonésie	– 2,2	– 3,5	– 4,0	11,1	10,3	4,8	13,8	17,4	10,7
Malaysia	– 5,0	– 8,4	– 7,5	13,9	15,6	13,6	17,9	23,4	17,7
Philippines	– 4,1	– 2,7	– 4,3	9,1	17,0	18,8	13,4	14,6	24,2
Thaïlande	– 6,2	– 8,1	– 8,0	14,8	14,2	– 0,7	13,5	15,9	– 3,6
Amérique latine	– 2,0	– 1,5	– 1,4	6,6	9,5	8,4	13,9	9,5	10,4
Argentine	– 1,7	– 0,9	– 1,4	9,9	17,8	3,2	35,4	– 17,5	25,2
Brésil	0,0	– 2,5	– 3,3	6,0	– 5,5	2,5	14,4	36,7	4,5
Chili	– 1,9	0,2	– 4,1	9,0	7,6	17,4	8,8	24,7	11,1
Colombie	– 0,6	– 5,4	– 5,5	8,1	11,4	11,3	23,7	12,5	2,5
Mexique	– 5,9	– 0,2	– 0,6	5,4	24,5	14,7	13,3	– 14,9	20,8
Venezuela	2,4	2,9	10,9	6,6	5,7	3,5	0,5	36,4	– 5,1
Europe orientale	– 1,3	– 3,0	– 6,4	18,8	15,7	4,3	22,3	16,3	15,0
Hongrie	– 3,6	– 5,6	– 3,9	7,9	8,4	5,8	17,3	– 4,0	2,1
Pologne	– 1,1	– 1,9	– 6,3	19,9	30,8	6,9	18,7	24,5	28,9
République tchèque	0,8	– 3,4	– 8,6	25,9	5,4	0,6	30,2	23,7	10,1
Fédération de Russie	1,1	3,2	2,7	21,2 ³	7,4	2,2	11,9 ³	– 4,5	3,1
Afrique du Sud	1,3	– 2,1	– 1,6	1,9	2,4	7,8	2,4	10,6	10,5
Arabie Saoudite	– 13,2	– 4,2	0,1	9,2	1,7	1,8	2,9	12,0	4,8
Israël	– 2,4	– 6,1	– 5,1	7,5	7,6	6,5	12,0	8,9	9,3
Les données pour 1996 sont en partie estimées.									
¹ Marchandises. Pour les régions, moyenne pondérée des pays cités, sur la base de la valeur en dollars de leurs échanges en 1990. ² Solde des paiements courants: solde des échanges de biens et services hors revenus des facteurs; expansion des exportations en volume: uniquement ventes de biens produits localement. ³ Moyenne 1991–94.									

Tableau III.2

fléchissement de l'activité dans presque toute la région. De plus, cet impact n'a guère été compensé par ailleurs, car la demande d'importations diminuait aussi aux États-Unis et en Europe.

Deuxièmement, le marché de l'électronique, en particulier des semi-conducteurs, a connu une crise grave en 1996, l'offre continuant de croître rapidement malgré la faiblesse de la demande et le fléchissement des prix. Selon les estimations, les prix en dollars EU des semi-conducteurs ont perdu jusqu'à 80%, faisant baisser ceux des autres produits électroniques. Or, de nombreux pays d'Asie se sont fortement spécialisés dans ces fabrications, qui constituent maintenant entre le quart (Hong-Kong, Taiwan et Thaïlande) et la moitié (Singapour) de leurs ventes à l'étranger. Les semi-conducteurs représentent, à eux seuls, plus de 10% des exportations de la Corée, de la Malaysia et de Singapour. Bien qu'il se soit traduit, l'an passé, par un excédent de l'offre, le dynamisme de l'Asie sur le marché mondial de l'électronique (dont elle détient à présent près de 30%) a généralement contribué à l'accroissement des capacités, à l'intensification de la concurrence et à la baisse des prix, au bénéfice des consommateurs du monde entier.

Enfin, les économies émergentes d'Asie sont devenues des concurrents directs du Japon sur les marchés d'exportation et/ou des pôles d'attraction pour les investissements japonais, grâce à leurs coûts plus bas. Comme les monnaies de la zone sont, pour la plupart, ancrées sur le dollar EU, la forte remontée de ce dernier vis-à-vis du yen depuis le milieu de 1995 les a fait nettement s'apprécier, en valeur réelle, au détriment de la compétitivité des exportations. Depuis 1990 (tableau III.3), plusieurs d'entre elles, en particulier celles de Hong-Kong, des Philippines, de Taiwan et de Thaïlande, ont moins varié à long terme, par rapport au dollar, que celles de nombreux pays industriels, tout en ayant une volatilité inférieure sur courte période.

L'influence de bon nombre des facteurs qui ont contribué au ralentissement des exportations, l'an dernier, semble devoir s'atténuer. En effet, la marge d'appréciation du dollar n'est pas illimitée; le recul du marché de l'électronique paraît s'être inversé à la fin de 1996 et le processus d'ajustement face à la surchauffe est bien avancé dans plusieurs économies. Néanmoins, l'évolution observée, l'an passé, donne à penser que l'industrialisation rapide de l'Asie et son effort d'exportation – mené dans certains cas sous la conduite de l'État –

... crise du marché de l'électronique ...

... et remontée du dollar EU vis-à-vis du yen

Incertitudes

Stabilité des cours de change du dollar EU ¹ , janvier 1990–février 1997													
	HK	ID	KR	MY	PH	SG	TH	TW	AU	CA	DE	GB	JP
Variation mensuelle de la tendance ²	-0,01	0,32	0,16	-0,11	0,04	-0,35	-0,02	0,03	0,02	0,27	-0,12	0,20	-0,50
Coefficient de variation ³	0,2	0,7	3,2	2,5	5,4	2,3	1,0	2,9	5,4	3,2	5,7	6,5	8,7
AU = Australie; CA = Canada; DE = Allemagne; GB = Royaume-Uni; HK = Hong-Kong; ID = Indonésie; JP = Japon; KR = Corée; MY = Malaysia; PH = Philippines; SG = Singapour; TH = Thaïlande; TW = Taiwan.													
¹ Calculés sur la base des cours de change mensuels moyens (unité de monnaie nationale par dollar EU). ² Obtenue par régression du cours de change sur une constante, avec le temps comme variable explicative. Un signe moins indique une appréciation. ³ Autour de la tendance.													

Tableau III.3

peuvent avoir engendré, dans quelques secteurs et branches, une surcapacité qui contraste parfois vivement avec les goulets d'étranglement existant par ailleurs. Ils ont peut-être aussi fragilisé les institutions financières très engagées sur les secteurs en question (chapitre VI).

Chine et Inde

Inflation modérée
et croissance
notable en Chine...

En Chine, l'inflation est tombée à 7% à la fin de 1996 tandis que la croissance économique est restée de l'ordre de 10%. Dans ce contexte de désinflation, les taux d'intérêt administrés ont été abaissés en mai, puis de nouveau en août. Les autorités monétaires sont cependant demeurées vigilantes, maintenant des taux d'intérêt réels positifs. Des progrès notables ont aussi été réalisés, l'an dernier, dans la modernisation du cadre de la politique monétaire. Les autorités, en particulier, ont créé un marché interbancaire où les taux d'intérêt ne sont plus plafonnés; elles ont introduit davantage de concurrence dans les ventes de titres du Trésor et sont intervenues, à titre expérimental, sur le marché. Les possibilités de réescompte ont été élargies au début de 1997.

... mais la
compétitivité
diminue...

Le yuan est resté pratiquement inchangé vis-à-vis du dollar, les autorités étant intervenues pour drainer vers les réserves les entrées massives de capitaux. Vu la persistance d'amples écarts d'inflation par rapport aux partenaires commerciaux de la Chine, la monnaie s'est appréciée de 8% en valeur réelle, après une progression de 11½% en 1995. L'érosion continue des gains de compétitivité réalisés au début de 1994 (par suite de l'abandon du double régime de change) explique en grande partie la réduction de près de moitié de l'accroissement des exportations, ramené à 8½% seulement, et l'augmentation soutenue des importations.

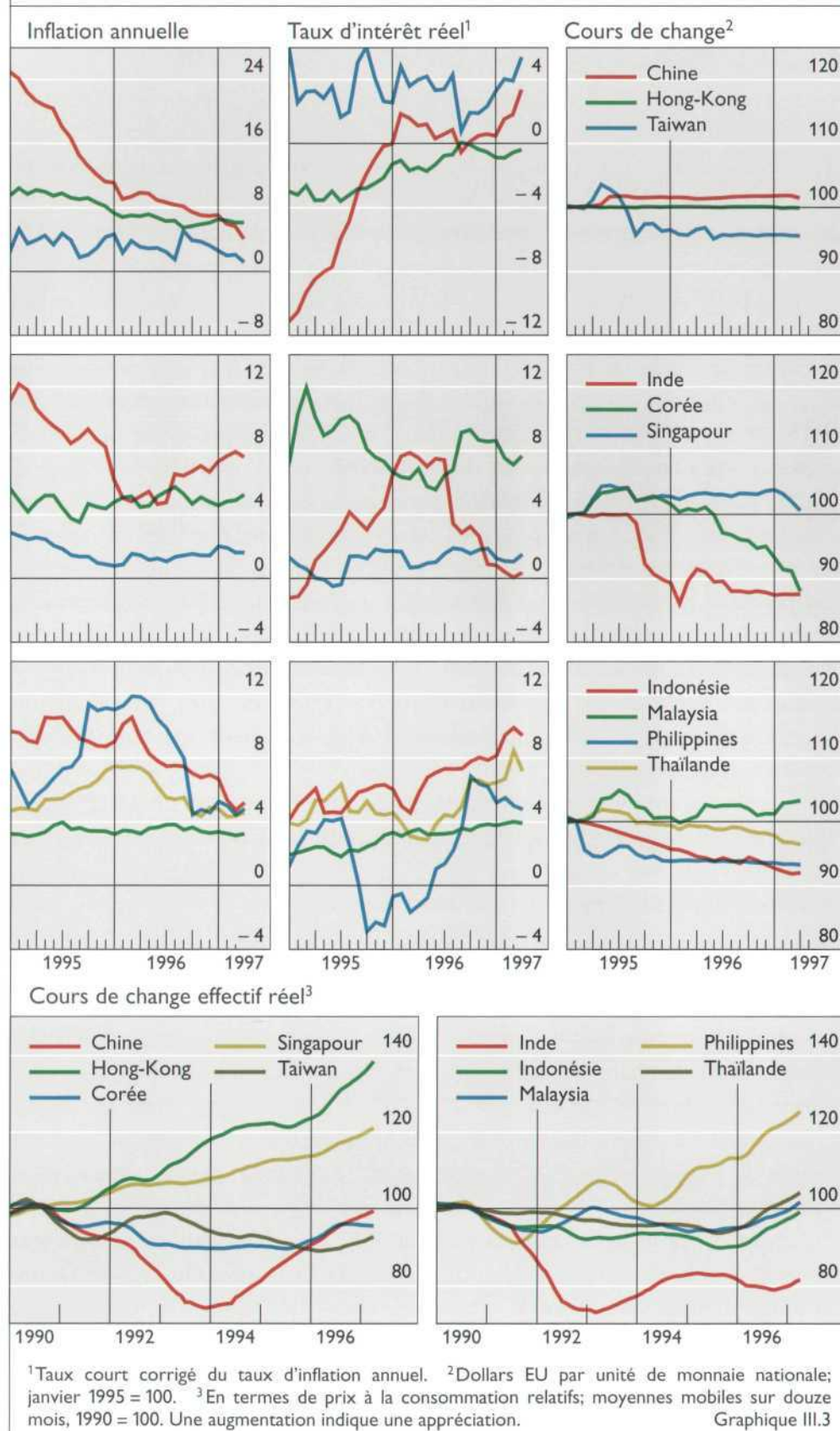
... et une réforme
s'impose dans
le secteur des
entreprises d'État

Les succès ultérieurs des efforts de régulation de la demande dépendront de la réforme du secteur des entreprises d'État. La réduction du déficit de ces entreprises (qui représentait près de 7% du PIB en 1995) est une condition préalable de l'assainissement des finances publiques. Selon des estimations, leurs pertes auraient augmenté de plus de 40% l'an dernier, en raison de mauvais résultats à l'exportation qui ont conduit à un gonflement des stocks. En outre, la fragilité de leurs finances risque de compliquer la conduite de la politique monétaire. Non seulement le rationnement du crédit qui leur est imposé entraîne presque inévitablement un accroissement des dettes interentreprises, mais encore l'effet de la hausse des taux d'intérêt sur leur situation financière et sur la qualité des portefeuilles de prêts des banques d'État créancières pourrait limiter la contribution de la politique monétaire à la stabilisation macroéconomique.

La poursuite de
l'ajustement
structurel et
d'une croissance
équilibrée en
Inde...

En Inde, les progrès accomplis depuis 1991 dans l'ouverture des échanges commerciaux, la libéralisation du secteur financier et la réforme budgétaire ont contribué à l'accélération de la croissance, qui a atteint 6% l'an en moyenne au cours des cinq dernières années. Dans le même temps, l'inflation a été réduite et un déséquilibre extérieur substantiel évité. Le ralentissement de l'expansion du crédit et le bon comportement des prix, l'an passé, ont permis un assouplissement de la politique monétaire et une forte baisse des taux d'intérêt réels. L'allègement des restrictions sur les emprunts à l'étranger et le maintien des incitations aux investissements directs dans le pays ont attiré des entrées de

Asie: inflation, taux d'intérêt et cours de change



capitaux qui ont servi à financer le faible déficit du compte courant, à renforcer les réserves et à assurer la relative stabilité du cours de la roupie vis-à-vis du dollar.

...dépend de la
réforme du secteur
public

Malgré la consolidation de l'économie, ces dernières années, l'écart par rapport aux autres pays d'Asie ne pourra être comblé que grâce à une augmentation de l'épargne intérieure, notamment par la réduction de la désépargne du secteur public. Bien qu'il ait légèrement diminué pendant le dernier exercice, le déficit de l'administration centrale est resté important, à 5% du PIB. D'autres segments du secteur public, en particulier les entreprises d'État, ont contribué à alourdir le besoin de financement. Les propositions budgétaires actuelles visent, certes, à comprimer ce déficit, mais il faudrait surtout, pour y parvenir, soutenir la croissance au moyen d'une action durable dans plusieurs domaines: réforme de la fiscalité, de l'administration publique et de la législation du travail, rationalisation du système de subventions, renforcement de la concurrence, développement et utilisation plus efficiente de l'infrastructure économique.

Autres économies d'Asie

Ralentissement de
la croissance en
Corée...

L'an passé, la République de Corée a poursuivi des politiques internes prudentes, face au ralentissement de la croissance (à 7%) et à la nouvelle détérioration du déficit courant (qui a atteint 4½% du PIB). Le budget de l'administration centrale est resté équilibré, l'augmentation des dépenses ayant été compensée par un élargissement de la base de recettes. L'inflation s'est stabilisée à environ 5% sur l'ensemble de l'année, mais il n'y a pas eu de détente notable de la politique monétaire. L'atonie de l'économie et la vulnérabilité du secteur bancaire qui en découlait ont exercé une pression à la baisse sur le change: le won s'est ainsi déprécié de 7% vis-à-vis du dollar au second semestre de 1996, puis de 5% dans les trois premiers mois de 1997. Le retour à une croissance forte et soutenue dépendra de la mise en œuvre efficace d'une réforme structurelle visant principalement à ouvrir les marchés des biens à la concurrence – après des décennies d'interventionnisme – et à réformer le marché du travail. Il importe aussi de poursuivre la déréglementation du système financier et l'assouplissement des restrictions sur les mouvements de capitaux et les échanges de services financiers.

...appelant aussi
une réforme
structurelle

Taiwan

À Taiwan, la situation a également été caractérisée, l'an dernier, par la modeste progression des exportations et la faiblesse de l'investissement privé. Comme la croissance est tombée à moins de 6%, l'inflation est restée modérée et l'excédent du compte courant a augmenté. Au fil des mois, cependant, l'assouplissement des politiques monétaire et budgétaire a favorisé une reprise graduelle de l'industrie manufacturière et une montée du cours des actions. En fin d'année, les conditions financières ont été un peu resserrées.

Hong-Kong

À Hong-Kong, l'activité a redémarré au premier semestre, par suite de la reprise des exportations de services, de la consommation privée et de l'investissement immobilier. Le raffermissement de la demande intérieure et l'accroissement des liquidités résultant de l'afflux continu de capitaux ont entraîné une remontée des prix à la consommation, dont la hausse frôlait 7% à la fin de 1996, et une flambée de ceux de l'immobilier (chapitre VI).

Singapour

À Singapour, l'activité s'est nettement ralentie. Les tensions inflationnistes sont restées modérées et la demande d'importations a fléchi, de sorte que le compte courant est demeuré largement excédentaire. L'appréciation régulière de

la monnaie depuis 1990 s'est interrompue à partir du milieu de 1995, et le cours du dollar de Singapour vis-à-vis de celui des États-Unis s'est stabilisé aux alentours de 1,40.

L'Indonésie et la Malaysia ont adopté une orientation plus restrictive au cours des dix-huit derniers mois pour faire face à une amorce de surchauffe. Dans le premier cas, l'accélération de la croissance, qui dépassait 8% en 1995, s'est accompagnée d'une montée de l'inflation, aux alentours de 10%; le déficit courant s'est creusé, à 3½% du PIB. En Malaysia, l'expansion, encore plus rapide, s'est traduite par de très fortes tensions sur le marché du travail et l'un des déficits courants les plus élevés de la région (8½% du PIB). Dans ces deux pays, l'application de politiques monétaires rigoureuses depuis la fin de 1995 a provoqué une hausse des taux d'intérêt réels. Devant les entrées massives de capitaux qui en ont résulté, l'Indonésie a progressivement élargi, en 1996, sa bande de fluctuation de change, si bien que la rupiah a connu une plus grande volatilité vis-à-vis du dollar, autour d'une tendance plus étale, et s'est fortement appréciée en valeur réelle (7% sur l'ensemble de l'année). Les deux pays ont pris des mesures limitées pour préserver le léger excédent de financement de l'administration centrale. En définitive, la croissance s'est ralentie, mais les déséquilibres extérieurs sont demeurés importants.

Ajustement en
Indonésie et en
Malaysia

En Thaïlande, l'ajustement entrepris pour faire face à la surchauffe de l'économie depuis 1990 a été entravé par l'atonie des exportations et par la fragilité du secteur financier. Le resserrement monétaire a permis de freiner la demande intérieure et l'expansion des importations en 1996, mais le déficit courant n'a pas diminué, en raison de la stagnation des ventes à l'étranger. Le marasme de l'immobilier, le brusque repli du marché des actions et le ralentissement de l'activité ont aussi provoqué des difficultés dans le secteur financier (examinées plus en détail au chapitre VI). La régulation des taux d'intérêt a ainsi été rendue plus difficile: un niveau élevé accentuait la vulnérabilité des institutions financières mais était nécessaire pour que les investisseurs étrangers restent disposés à financer l'important déficit courant. Le baht a d'ailleurs été soumis à des pressions, à plusieurs reprises, au second semestre puis au début de 1997. Pour conserver la confiance des bailleurs de fonds et protéger une économie lourdement endettée vis-à-vis de l'extérieur, les autorités ont réaffirmé leur volonté de maintenir l'ancrage de la monnaie sur un panier dominé par le dollar, politique soutenue par des écarts de taux d'intérêt positifs et par des interventions officielles.

Ralentissement
de la croissance ...

... et difficultés
du secteur financier
en Thaïlande

Les Philippines sont l'un des rares pays d'Asie à avoir bénéficié, l'an passé, d'une croissance plus rapide. La libéralisation économique, la déréglementation financière et les réformes budgétaires opérées ces dernières années ont stimulé l'expansion, qui a atteint près de 6%. L'augmentation des exportations, quoique toujours soutenue, a été moins forte que celle des importations, de sorte que le déficit courant s'est creusé, à 4% du PIB. La progression très vive du crédit, alimentée dans une large mesure par des entrées massives de capitaux, a été freinée par une hausse des taux d'intérêt réels à court terme. Comme l'objectif est d'atténuer les variations du peso vis-à-vis du dollar, une politique monétaire restrictive ne peut toutefois produire, à elle seule, que des effets limités.

Philippines

Moyen-Orient et Afrique

Arabie Saoudite

En Arabie Saoudite, la politique d'austérité budgétaire poursuivie ces deux dernières années et le renchérissement du pétrole ont contribué à la reprise de la croissance, avec un taux d'inflation modéré et un compte courant équilibré. En

Israël

Israël, à l'inverse, les résultats économiques se sont détériorés l'an passé. L'augmentation du déficit budgétaire (interne), qui a atteint 5% du PIB, a entraîné une expansion excessive de la demande et une accélération de la hausse des prix au début de 1996. Les autorités monétaires ont alors été amenées à adopter une orientation très restrictive, en portant les taux d'intérêt en milieu d'année à des niveaux qui ont engendré de profondes turbulences sur le marché boursier. En outre, l'afflux de capitaux suscité par les taux élevés a compliqué la conduite de la politique de change, axée sur une bande de fluctuation glissante. Le cours qui en est résulté, supérieur à l'objectif, a non seulement accentué la perte de compétitivité causée par l'augmentation rapide des salaires mais a aussi nécessité des interventions massives au début de 1997.

Accélération
de la croissance
en Afrique

En Afrique, l'accélération de la croissance, à 5% l'an dernier, a résulté des efforts d'ajustement structurel entrepris, avec un succès grandissant, dans de plus en plus de pays. Son rythme a été de nouveau soutenu dans les pays de la zone franc, où la dévaluation de 1994 a joué un rôle majeur dans les réformes économiques. Par ailleurs, des taux d'expansion prometteurs ont été enregistrés dans des pays comme le Kenya, le Malawi, l'Ouganda et le Zimbabwe, qui ont adopté des mesures destinées à ouvrir l'économie, à assainir les finances publiques et à moderniser les marchés des capitaux.

Afrique du Sud

En Afrique du Sud, les turbulences sur le marché des changes expliquent en partie la relative faiblesse de la croissance et la remontée de l'inflation. La contraction soudaine des entrées de capitaux au début de 1996, l'aggravation du déficit courant et le niveau très bas des réserves internationales ont entraîné une forte dépréciation du rand et un resserrement significatif de la politique monétaire. Par ailleurs, des progrès ont été réalisés dans la discipline budgétaire. À la fin de 1996, ces ajustements avaient permis d'enrayer la détérioration du compte courant et de regagner la confiance des investisseurs.

Stabilité des prix et compétitivité dans les économies émergentes

La recherche
simultanée de
l'équilibre interne
et externe...

Dans leur recherche d'une croissance élevée et soutenue, les économies émergentes sont soumises à certaines contraintes. D'une part, elles doivent maintenir l'équilibre interne pour que la demande intérieure ne progresse pas plus vite que l'offre, ce qui provoquerait une montée de l'inflation, une instabilité macroéconomique et une augmentation des incertitudes au détriment du potentiel d'investissement et de croissance. D'autre part, leurs résultats sur les marchés extérieurs doivent être durables, à la fois pour éviter des problèmes de balance des paiements aux effets déstabilisateurs et pour que les exportations continuent à soutenir le processus d'expansion et de développement.

Comme on l'a vu précédemment, la politique monétaire peut jouer un rôle-clé dans la régulation de la demande globale. Dans de nombreux pays émergents, toutefois, son mécanisme de transmission a été grandement influencé

par les progrès de la libéralisation financière et la déréglementation des mouvements de capitaux avec l'étranger. Ces progrès sont de nature à favoriser l'efficacité et la croissance, mais ils pourraient avoir amoindri la capacité de la politique monétaire à atteindre simultanément les objectifs d'équilibre interne et externe. Dans un environnement de grande mobilité des capitaux, en particulier, relever les taux pour lutter contre l'inflation encourage les entrées de fonds et provoque ainsi une hausse temporaire du cours de change. Cela renforce, certes, les pressions à la baisse sur l'inflation mais peut aussi entraîner une perte de compétitivité néfaste et une détérioration du solde extérieur, malgré l'influence modératrice de la contraction de la demande intérieure sur les importations.

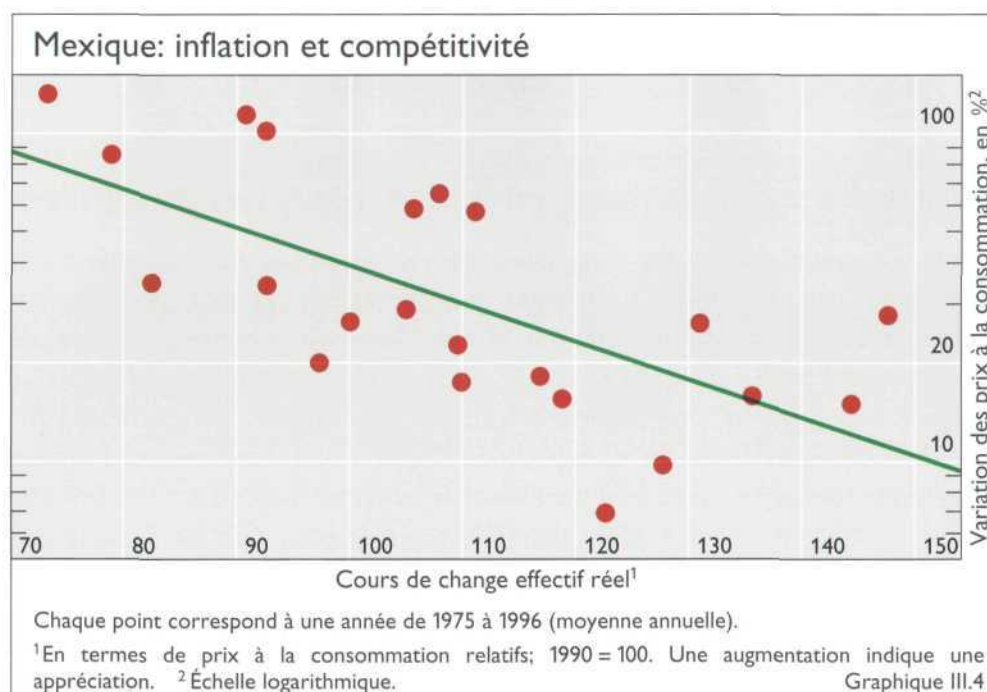
... avec une efficacité amoindrie de la politique monétaire dans le cadre de la libéralisation financière ...

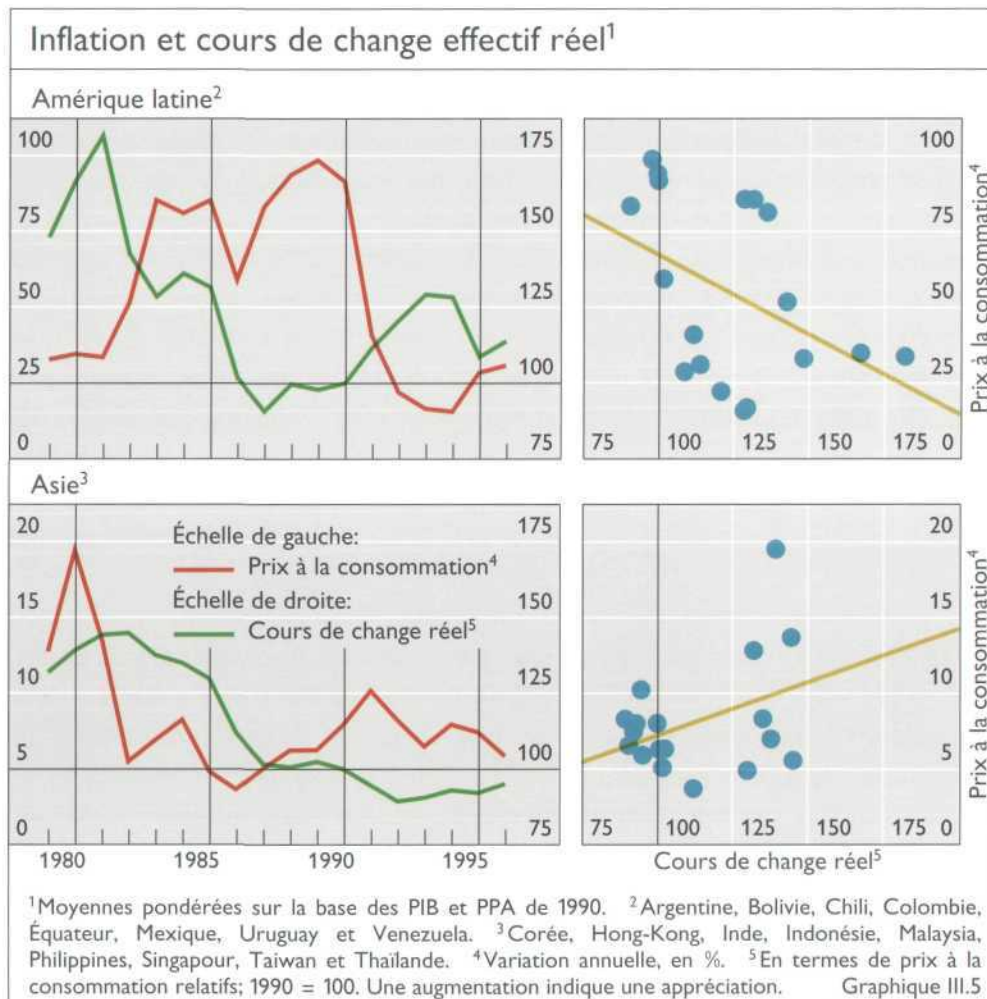
Ces considérations amènent à penser qu'il peut y avoir contradiction, du moins à court et moyen terme, entre la maîtrise de l'inflation et le dynamisme des exportations. Une politique monétaire plus stricte peut aider à freiner l'inflation, mais au détriment d'une hausse du cours de change et d'une aggravation du déséquilibre extérieur. Inversement, un change très compétitif peut provoquer une poussée d'inflation.

... peut entraîner des conflits entre objectifs

Il est établi qu'une dévaluation ponctuelle en termes *nominaux* peut entraîner une hausse *temporaire* de l'inflation. Mais il est tout aussi vrai que le maintien prolongé du cours de change *réel* à un niveau déprécié risque de provoquer une accentuation *durable* de l'inflation. Une dévaluation nominale fait monter les prix intérieurs, à la fois en augmentant le coût des importations en monnaie nationale et en réorientant la demande vers les produits domestiques. En l'absence de dévaluations nominales ultérieures, le renchérissement des prix intérieurs a pour effet d'inverser la sous-évaluation initiale, en valeur réelle, et de ramener le cours réel à son niveau d'origine. Il se peut donc que son maintien à un niveau déprécié oblige à des dévaluations nominales répétées. Ce processus qui se renforce et se perpétue risque, à son tour, de s'accompagner d'un emballement durable des prix intérieurs. Le graphique III.4 illustre cet enchaînement en mettant en évidence

Lien entre inflation et compétitivité à moyen terme ...





une étroite corrélation négative entre *taux d'inflation* et *niveau* du cours de change réel, au Mexique, pendant les deux dernières décennies.

... et à long terme

À long terme, il est vrai, l'arbitrage entre maîtrise de l'inflation et compétitivité sera moins tranché. L'évolution des prix intérieurs et des paiements extérieurs contribuera à ramener le cours de change réel à son niveau d'équilibre, tandis que la répercussion de l'inflation antérieure sur les anticipations atténuera le lien entre prix et change. À court et moyen terme, toutefois, les variations de l'inflation et de la compétitivité peuvent avoir une incidence prononcée sur l'équilibre extérieur et les performances globales de l'économie, comme l'a montré l'expérience récente du Mexique, où la désinflation, l'appréciation en termes réels et la détérioration du compte courant ont débouché sur une crise financière.

Arbitrages serrés entre inflation et compétitivité en Amérique latine...

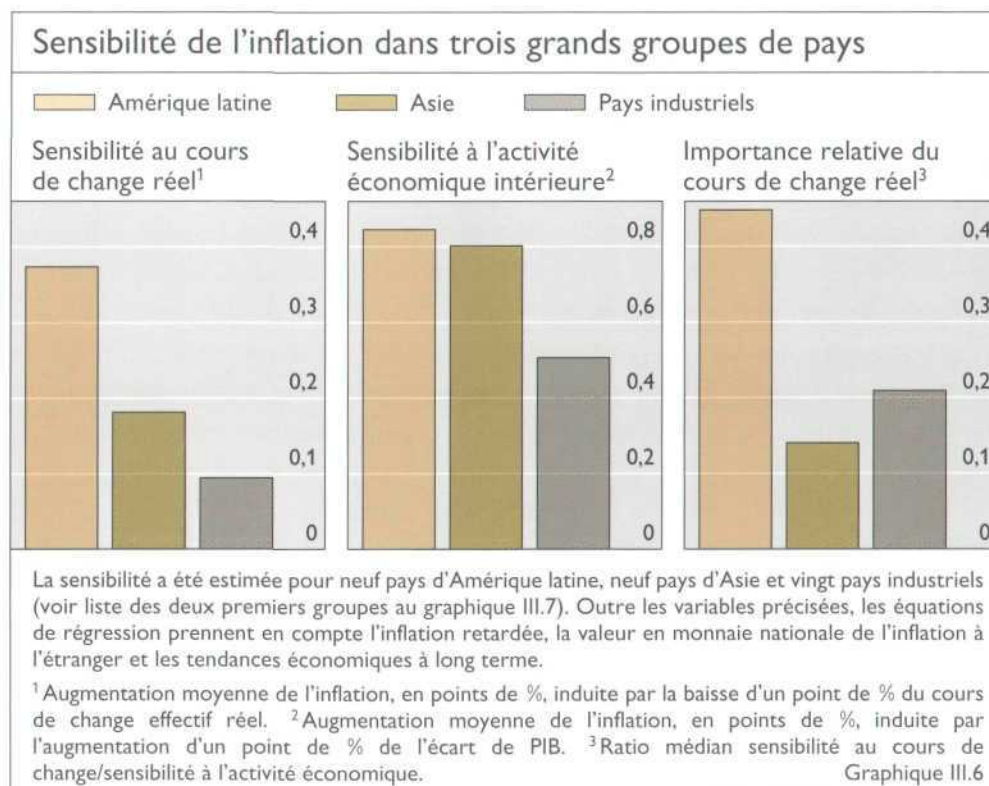
La relation entre inflation et compétitivité semble aussi avoir été plus étroite dans certaines économies que dans d'autres (graphique III.5). En Amérique latine, leur incompatibilité à court terme a été particulièrement évidente. Lorsque la crise de la dette a éclaté, au début des années 80, de nombreux pays de cette région ont nettement dévalué leur monnaie afin de réduire leur important déficit courant, ce qui a alimenté une flambée des prix. Pour y remédier, plusieurs ont décidé de fixer leur cours de change nominal; il s'en est suivi une baisse marquée de l'inflation, insuffisante cependant, du moins au début, pour la ramener aux

niveaux internationaux, si bien que les monnaies se sont nettement appréciées en termes réels. Au Mexique, cette revalorisation s'est révélée insoutenable et une forte dévaluation, en 1994, a relancé l'inflation les deux années suivantes.

En somme, l'objectif de la politique macroéconomique a eu tendance à osciller en Amérique latine, en fonction des impératifs du moment, entre désinflation, au prix d'une perte de compétitivité extérieure, et réduction du déséquilibre extérieur, au détriment de la stabilité des prix intérieurs. En Asie, à l'inverse, les politiques macroéconomiques ont été plus cohérentes et les répercussions défavorables des orientations suivies moins sensibles. Comme en Amérique latine, les cours de change réels ont chuté dans les années 80. Certains pays, tels que la Corée, la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande, ont dû dévaluer pour abaisser leur énorme déficit courant. La poursuite de la dépréciation en termes réels après 1985 a reflété en partie la baisse du dollar EU – auquel la plupart de leurs monnaies sont rattachées – par rapport aux autres grandes devises.

Contrairement toutefois à ce qui s'est passé en Amérique latine, la dévaluation a eu relativement peu d'effet sur les prix en Asie. L'inflation a, certes, légèrement augmenté entre 1986 et 1991, comme le montre le graphique III.5, mais elle est restée bien inférieure à ses niveaux moyens du début des années 80. De surcroît, à la différence, là encore, de l'Amérique latine, la dépréciation en valeur réelle des monnaies dans les années 80 ne s'est pas brusquement inversée la décennie suivante, même s'il y a eu une faible appréciation, en termes réels, après 1992. Pour préserver la vitalité de leur secteur d'exportation, de nombreux pays asiatiques ont lutté contre toute revalorisation marquée de leur monnaie, malgré les fortes tensions exercées par les entrées massives de capitaux. En fait,

... mais relation moins marquée en Asie



c'est peut-être précisément l'absence de réaction inflationniste manifeste à l'évolution du cours de change qui a permis cette orientation de la politique monétaire.

Sensibilité estimée
de l'inflation au
cours de change
réel ...

Alors que le graphique III.5 suggère simplement que la relation fondamentale entre compétitivité et inflation diffère d'une région à l'autre, le graphique III.6 (cadre de gauche) détermine plus précisément la sensibilité des prix aux variations du cours de change réel, sur la base d'estimations de la relation entre ces deux paramètres pour trente-huit pays. Il en ressort qu'en moyenne l'inflation a effectivement été, à court terme, plus sensible au niveau de change réel en Amérique latine qu'en Asie, mais que, là aussi, elle a réagi de manière plus marquée que dans le monde industriel.

... plus forte en
Amérique latine

On observe également, dans le cadre central du graphique III.6, que l'inflation serait plus sensible aux variations conjoncturelles internes en Amérique latine qu'en Asie ou dans les pays industriels. Cette observation et celles qui précèdent donnent à penser que l'inflation a généralement davantage réagi aux chocs, d'origine interne ou externe, en Amérique latine que dans les autres régions. (Il est probable, en outre, que les chocs eux-mêmes – d'ordre budgétaire ou monétaire ou liés aux termes de l'échange – ont été plus marqués en Amérique latine.) La comparaison montre, par ailleurs, que les modifications de la compétitivité extérieure y ont affecté de manière disproportionnée l'évolution des prix. Le cadre de droite représente la sensibilité estimée de l'inflation au cours de change réel, divisée par sa sensibilité estimée à la production. Ce ratio, qui mesure l'influence relative, sur l'inflation, du change réel par rapport à celle de l'activité, a également été plus élevé en Amérique latine; on aurait plutôt envisagé ce cas pour les pays asiatiques, davantage ouverts au commerce international.

Influence des
antécédents
d'inflation ...

On ne sait pas encore très bien pourquoi la sensibilité de l'inflation au cours de change réel est plus vive dans une région que dans une autre. Cela tient peut-être surtout au fait que la persistance d'une forte inflation, quand elle s'incruste dans les esprits et les mécanismes de détermination des salaires et des prix, peut en soi accroître la sensibilité aux chocs inflationnistes. Lorsque l'inflation est élevée et variable, la durée des contrats de travail a tendance à diminuer, les prix sont ajustés plus fréquemment et les anticipations inflationnistes jouent un rôle accru dans la formation des salaires et des prix courants. Dans ces conditions, les signes annonciateurs d'une hausse des prix sont susceptibles de la provoquer plus rapidement que dans un environnement modérément inflationniste. Le change joue à cet égard un rôle particulièrement important, car c'est l'indicateur avancé le plus visible et le plus fréquemment ajusté du mouvement général des prix. D'ailleurs, comme l'indique le graphique III.7, plus le taux d'inflation moyen est élevé, plus l'inflation réagit au cours de change réel. À la fin des années 70, l'inflation était déjà plus vive et plus enracinée en Amérique latine qu'en Asie, sans qu'on en connaisse exactement la raison. Cela explique peut-être en grande partie l'évolution différente du rapport entre inflation et compétitivité dans les deux régions depuis le début des années 80.

... sur la sensibilité
aux chocs ...

L'influence des antécédents d'inflation met aussi en évidence un facteur d'instabilité dans le mouvement général des prix: puisque les précédentes flambées des prix augmentent la sensibilité aux perturbations futures, une

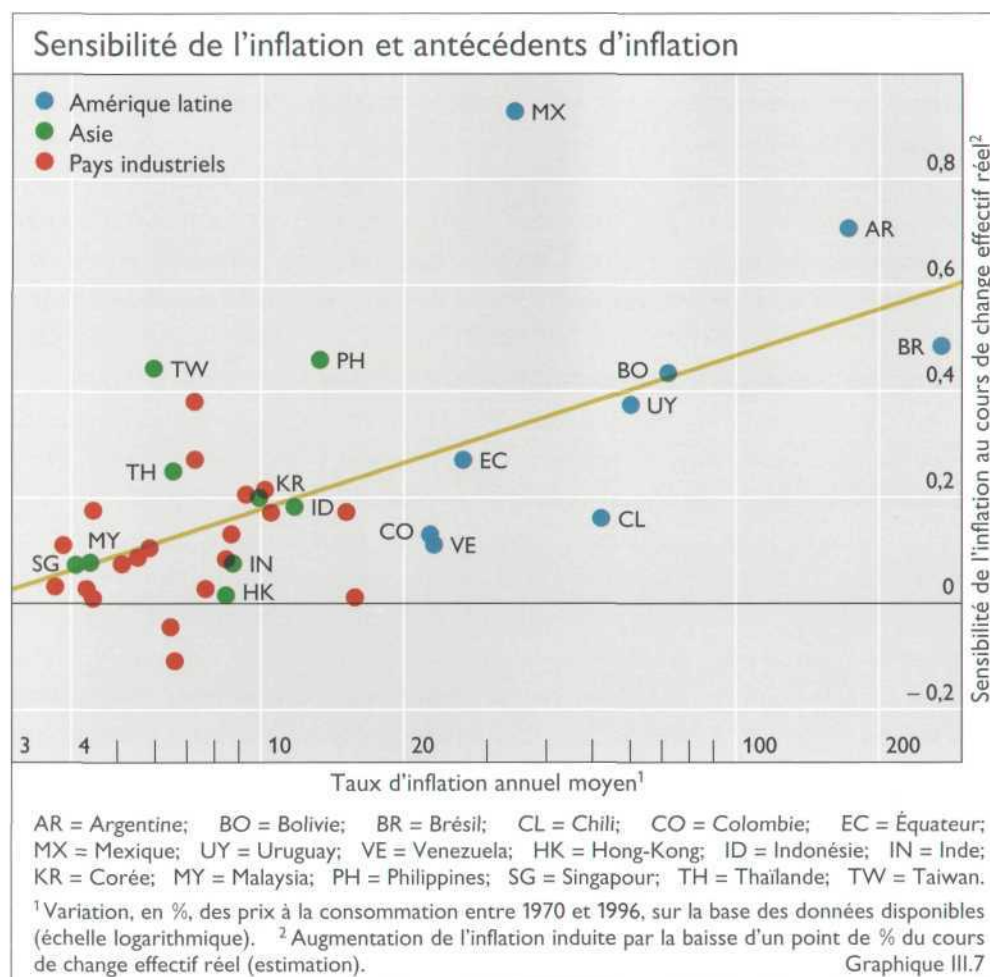
succession de chocs peut déclencher une spirale inflationniste. C'est précisément ce risque qui conduit à attacher autant d'importance à l'abaissement de l'inflation à des niveaux durablement bas.

Or, plus le lien entre inflation et compétitivité est étroit, plus il est difficile de réduire notablement l'inflation sans risquer de provoquer une sérieuse détérioration des résultats à l'exportation. Au Mexique, entre 1988 et 1994, la désinflation a engendré une forte appréciation en termes réels et un alourdissement du déficit courant, pour déboucher finalement sur une crise financière. En Argentine, au début des années 90, elle a également entraîné une appréciation en valeur réelle et une aggravation du déséquilibre extérieur; suite à la crise mexicaine, seule une politique budgétaire très restrictive a permis de réduire ce déséquilibre, de rétablir la confiance et de poursuivre le programme de stabilisation fondé sur le cours de change.

Ces observations montrent que des réformes structurelles sont indispensables pour atténuer le conflit à court terme entre les objectifs de stabilisation des prix et de compétitivité. Des mesures destinées à stimuler la concurrence, libéraliser le commerce, assouplir le marché du travail et renforcer la discipline budgétaire, par exemple, peuvent aider à réduire l'inflation pour un cours de change réel donné. De même, l'adoption de dispositions pour accroître l'efficacité et développer l'épargne privée — privatisation et libéralisation

... et sur le processus de désinflation

Nécessité de réformes structurelles pour atténuer le conflit à court terme entre objectifs



financière notamment – peut concourir à améliorer les résultats à l'exportation et à freiner la demande d'importations, permettant une appréciation en termes réels sans préjudice pour les paiements courants ni la dette extérieure. Enfin, certains pays ont préféré supprimer progressivement le contrôle des mouvements de capitaux, afin de se ménager une marge de manœuvre, mais le maintien d'un tel dispositif peut se révéler d'une efficacité limitée en l'absence de réformes structurelles fondamentales.

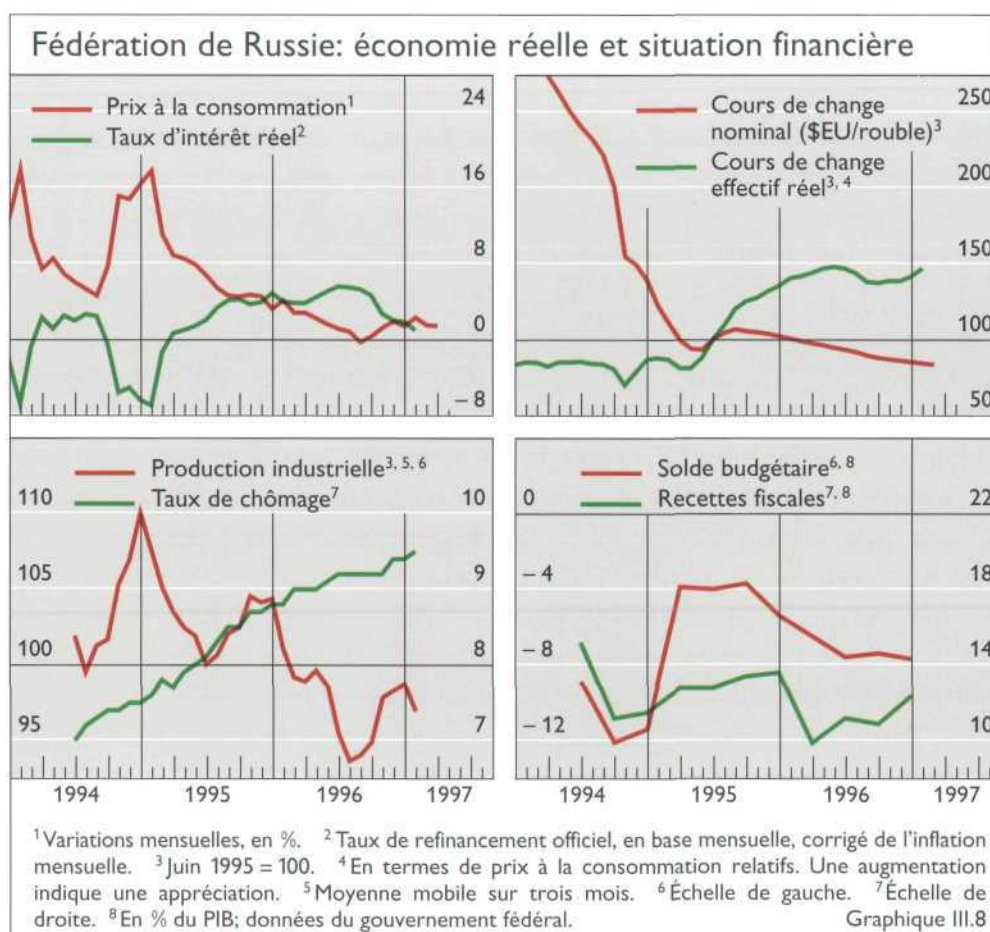
Économies en transition

Malgré le recul de l'inflation, faiblesse de l'activité en Russie due ...

En *Russie*, la croissance n'a pas redémarré comme beaucoup l'avaient espéré au début de 1996; en fait, selon les statistiques officielles, la production a encore diminué, avec un recul de 6% l'an dernier. Le pays a cependant consolidé ses acquis dans certains domaines, surtout sur le front de l'inflation, dont le taux annuel a été ramené à moins de 20% au début de 1997. L'amélioration de la stabilité des prix tient, dans une large mesure, à l'adoption, en 1995, d'un corridor de fluctuation pour le cours de change du rouble, ce qui a permis d'ancrer les anticipations inflationnistes à un niveau inférieur.

... à la mauvaise gestion des entreprises ...

L'atonie de l'activité peut s'expliquer par les progrès encore limités des réformes structurelles. Certes, les privatisations se sont poursuivies: 75% des grands groupes d'État et 50% des entreprises plus modestes sont désormais aux mains d'intérêts privés, mais la nouvelle structure d'entreprise progressivement



mise en place a rarement offert les incitations nécessaires (notamment sous forme de contraintes budgétaires strictes et crédibles) pour améliorer la gestion et accroître le dynamisme de ce secteur. Ce dernier a continué d'accumuler des arriérés de salaires et d'impôts, et l'accroissement involontaire des dettes interentreprises a encore été très marqué. Le détournement d'actifs est toujours largement pratiqué.

Dans le secteur bancaire, en l'absence d'un cadre réglementaire approprié et d'incitations suffisantes à une gestion efficiente, les portefeuilles de créances douteuses sont restés volumineux. Pour endiguer la vague de défaillances, la banque centrale a continué d'accorder des avances sur titres peu coûteuses aux établissements jugés encore solvables et de consolider leurs bilans par la vente de bons du Trésor à rendement élevé. Les agréments des banques insolubles ont été progressivement retirés.

L'an dernier, le déficit fédéral s'est creusé, passant à 7½% du PIB, en dépit du maintien du gel automatique des dépenses: quelque 75% seulement des crédits budgétisés pour 1996 ont été effectivement engagés. De nombreux services publics essentiels n'ont pu être fournis ou l'ont été sans financement. L'insuffisance de la collecte des impôts est au cœur du problème. L'inefficacité du recouvrement a encouragé la fraude fiscale: seuls 17% des agents économiques ont acquitté intégralement et ponctuellement leurs impôts. Ce mauvais résultat est dû aussi à la réorientation de l'activité et des ressources du secteur soumis à l'impôt vers l'économie souterraine. Ce sont en partie des préoccupations concernant la gestion des impôts qui ont amené à différer à plusieurs reprises, en 1996 et au début de 1997, le décaissement de tranches du crédit de \$10 milliards consenti par le FMI en mars 1996.

Dans la plupart des grandes économies d'*Europe orientale*, la croissance est restée voisine des niveaux de 1995. La demande intérieure, stimulée par l'augmentation des salaires réels et la vigueur de l'investissement, a progressé de 8% en République tchèque et de 10% en Pologne, et davantage encore en République slovaque. En Hongrie, cependant, elle a faibli, en partie à cause de la baisse des salaires réels. La croissance s'est ralentie en Roumanie et, en Bulgarie, la production a chuté de 11%.

La vigueur de la demande intérieure dans la plupart des pays de la région a contrasté avec l'atonie de leurs marchés d'exportation, surtout dans l'Union européenne. Les pressions résultant de l'évolution différenciée de la demande ont été amplifiées par une perte de compétitivité dans les Républiques slovaque et tchèque ainsi qu'en Pologne. De ce fait, la progression des exportations s'est nettement ralentie et, comme les importations ont continué de croître à un rythme soutenu, le déficit courant s'est sensiblement creusé. Celui de la Hongrie, en revanche, est revenu à quelque 4% du PIB, la mollesse de la demande intérieure freinant la croissance des achats à l'étranger.

L'Europe orientale doit relever deux défis majeurs. Premièrement, malgré l'amélioration de sa rentabilité et le renforcement de ses fonds propres, le secteur financier reste vulnérable dans de nombreux pays, parce que les banques sont généralement contrôlées par l'État, qu'elles détiennent un volume important de créances douteuses et que la gestion laisse à désirer, en particulier dans les petits établissements. Deuxièmement, à mesure que les pays progressent vers

... à la fragilité du
secteur financier ...

... et à la situation
des finances
publiques

Évolution en
Europe orientale

Défis à relever
dans la région

une économie de marché, les conflits entre objectifs macroéconomiques peuvent se faire fortement sentir (comme on l'a vu dans la section précédente). En Hongrie et en Pologne, l'inflation est revenue à moins de 20%; pour qu'elle diminue encore, il pourrait être nécessaire soit de ralentir la baisse du cours de change, au détriment de la compétitivité à moyen terme des exportations, soit de freiner l'expansion de la demande globale et de la production. Dans les Républiques slovaque et tchèque, l'inflation est relativement faible, mais le déséquilibre extérieur est devenu préoccupant. Cela pourrait imposer un nouveau resserrement budgétaire pour contenir la demande (ce qu'a fait la République tchèque en avril 1997), une modération notable des salaires ou une dépréciation du change qui risque de raviver quelque peu l'inflation dans un avenir proche.

Systèmes de caisse d'émission

Face à l'ampleur des retraits bancaires, à l'effondrement du cours de change, à la flambée de l'inflation et à la chute de l'activité, la Bulgarie a décidé d'instituer, au milieu de 1997, un système de caisse d'émission, comme l'Estonie et la Lituanie l'avaient fait ces dernières années. La Bosnie-Herzégovine envisage, elle aussi, de se doter d'un tel dispositif et la Lettonie a mis en place un cadre monétaire qui fonctionne de façon analogue. En dehors des économies en transition, l'Argentine est le seul pays à avoir établi récemment un système semblable, dans le cadre du plan de convertibilité adopté en 1991.

Principes de
fonctionnement

La stricte observation des principes régissant une caisse d'émission suppose le rattachement rigide du cours de change à une monnaie de réserve, l'émission de monnaie centrale uniquement en contrepartie d'un montant équivalent de devises et l'interdiction d'octroi de crédits par la banque centrale. En pratique, cependant, une souplesse limitée est permise dans la plupart des cas. C'est ainsi que, bien souvent, un système de réserves obligatoires laisse une certaine marge discrétionnaire dans la gestion de la liquidité.

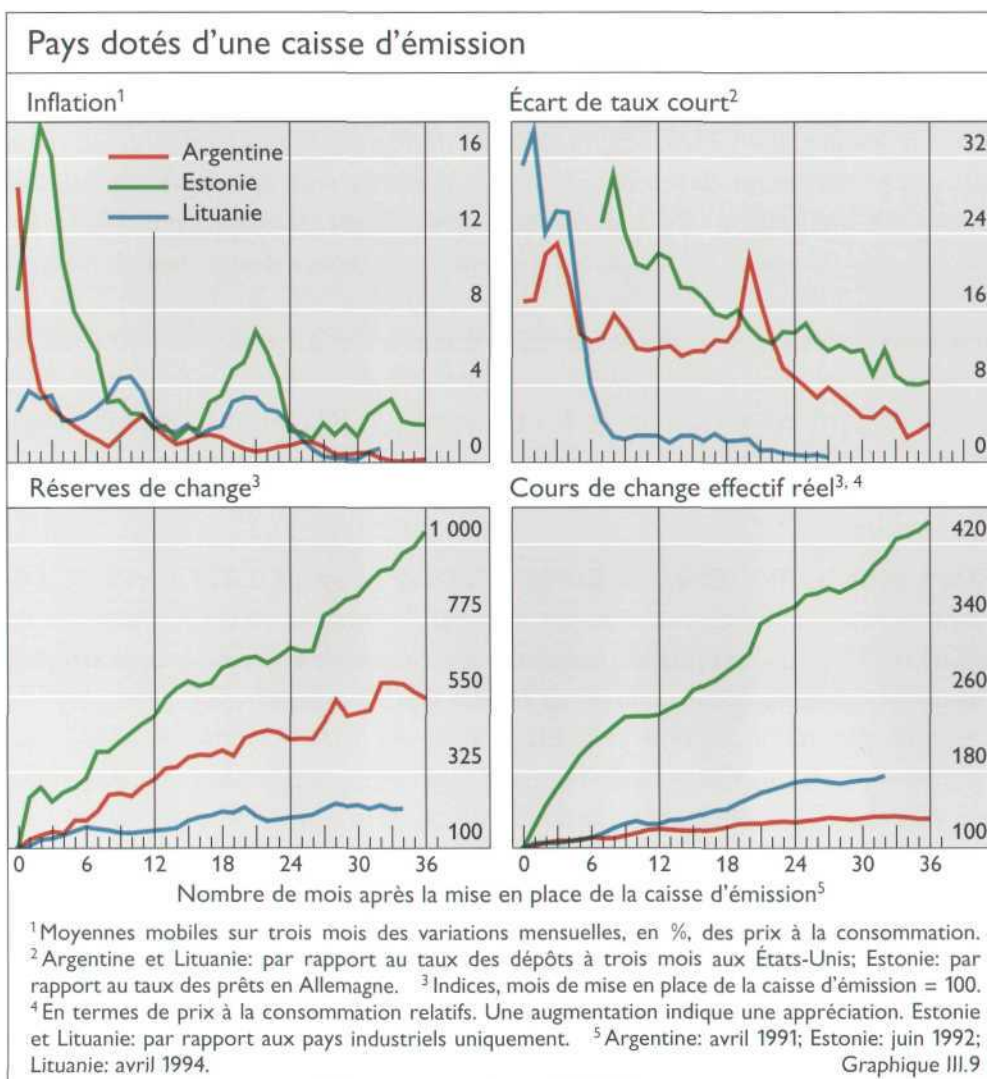
Avantages:
transparence et
simplicité...

Le dispositif de caisse d'émission comporte plusieurs avantages. L'établissement d'un lien étroit et fixe entre l'émission de monnaie nationale et les variations des réserves internationales assure transparence et simplicité, atouts importants pour un marché des capitaux peu développé ou des institutions financières manquant d'expérience. De plus, en imposant des contraintes rigoureuses aux autorités monétaires, le dispositif restreint considérablement leur pouvoir discrétionnaire et réduit le risque de pressions politiques, ce qui peut renforcer la crédibilité de la lutte contre l'inflation, rendre les anticipations de prix plus malléables et accélérer la désinflation. Cela atténue ainsi l'antagonisme entre les objectifs de maîtrise de l'inflation et de compétitivité observé dans les systèmes monétaires qui accordent aux autorités une plus grande marge de manœuvre. Enfin, comme l'engagement à l'égard du dispositif peut inspirer davantage confiance dans la rigidité du cours de change qu'un régime de change fixe classique, l'accès aux marchés internationaux des capitaux peut être facilité, à des coûts plus favorables.

... crédibilité ...

... et confiance
dans le cours
de change

Les caisses d'émission en place dans les pays en transition ainsi qu'en Argentine ont nettement contribué à la réduction de l'inflation et au renforcement de la crédibilité (graphique III.9). En Argentine comme en Estonie,



l'inflation a chuté dans l'année qui a suivi l'instauration du système, pour rester faible ensuite. Les écarts de taux d'intérêt vis-à-vis du pays de la monnaie de réserve ont diminué de façon continue et la vive expansion des réserves de change (souvent induite par les emprunts du secteur public à l'étranger, puis renforcée par les rapatriements de capitaux à mesure que le dispositif gagnait en crédibilité) a prouvé que le public était disposé à accroître le stock d'actifs financiers libellés en monnaie nationale.

Une caisse d'émission est toutefois exposée à trois sources de fragilité, qui peuvent nécessiter un assouplissement, comme en Lituanie au début de 1997. Premièrement, cette forme extrême d'ancrage du change accroît le risque de distorsion du cours de change réel. L'inflation ne pouvant être réduite instantanément, une perte de compétitivité est inévitable au début; c'est ce qui s'est produit en Argentine, en Estonie et en Lituanie, où la monnaie s'est fortement appréciée en valeur réelle. De surcroît, il peut être plus difficile de faire face aux chocs modifiant le cours de change réel d'équilibre.

Deuxièmement, la crédibilité d'une caisse d'émission dépend dans une large mesure de l'orientation de la politique budgétaire. Seuls des besoins de financement limités garantissent que la banque centrale ne soit pas sollicitée et

Risques:

distorsion du
change...

... manque de
soutien
de la politique
budgétaire...

... et difficultés
dans la gestion des
problèmes du
secteur bancaire

que le rattachement du cours de change inspire une grande confiance. Depuis 1991, l'Argentine a soutenu la réforme monétaire par une gestion budgétaire stricte, même au plus fort de la crise financière mexicaine. L'Estonie a, elle aussi, poursuivi une politique budgétaire prudente.

Enfin, en l'absence de prêteur en dernier ressort, il peut être malaisé de gérer un système financier fragile. Tant l'Argentine que l'Estonie et la Lituanie ont été confrontées, ces années passées, à des difficultés dans le secteur bancaire. En Argentine, les autorités ont pu, sans perte apparente de crédibilité, utiliser la marge de manœuvre limitée dont elles disposaient dans le cadre du système en vigueur (notamment par l'abaissement des réserves obligatoires et l'émission, pour de faibles montants, d'obligations du secteur public libellées en dollars) pour faire face à la brusque contraction de la liquidité intérieure provoquée par la crise mexicaine au début de 1995. En revanche, il semble qu'en Estonie, à la fin de 1992, les autorités n'aient pas disposé d'une latitude suffisante, ou aient renoncé à en faire usage, quand elles se sont abstenues d'intervenir lors de la faillite d'une grande banque, qui a coûté très cher aux déposants et aux actionnaires. Cet exemple montre à quel point il importe de s'assurer que le système financier repose sur des bases solides.

IV. Politique monétaire et prix des actifs dans les pays industriels

Faits saillants

L'an passé, l'environnement de la politique monétaire dans le monde industriel a été caractérisé par la persistance d'une faible inflation et par de fortes hausses des prix des actifs financiers. L'indice général d'inflation est demeuré inférieur à 2% dans de nombreux pays, mais a approché 3% au Royaume-Uni et dépassé momentanément ce chiffre aux États-Unis, où l'activité a été vigoureuse. Ce dynamisme et la crainte d'une accumulation de tensions sur les prix ont conduit à un relèvement de 25 points de base du taux des fonds fédéraux, fin mars 1997. Au Japon, dans un contexte de reprise modérée, le niveau général des prix a augmenté pour la première fois depuis le début de 1995. Des progrès remarquables ont été accomplis vers la stabilité des prix en Italie et en Espagne, l'inflation étant tombée, en 1996, au-dessous des objectifs annoncés.

La faiblesse de l'inflation et, dans la plupart des pays, la langueur de la croissance tout au long de l'année ont été à l'origine du redémarrage du marché obligataire mondial, après une brève interruption au premier trimestre de 1996. Simultanément, l'écart de taux entre les obligations à rendement traditionnellement élevé et celles des États-Unis et d'Allemagne s'est réduit de manière spectaculaire. À l'exception notable du Japon, les marchés des actions ont également enregistré des gains très substantiels, encore que l'adoption d'une orientation monétaire plus restrictive aux États-Unis, fin mars 1997, se soit accompagnée d'une baisse des cours dans de nombreux pays.

Bien que les données fondamentales aient été favorables au printemps de 1997, le renchérissement des actions sur certains marchés pourrait comporter un élément de précarité, faisant redouter une dévalorisation ultérieure, qui aurait une influence négative sur les conditions économiques. En termes plus généraux, la question se pose de savoir comment la politique monétaire devrait réagir aux variations des prix des actifs. Il s'agit là d'un problème complexe, surtout dans la situation présente, car le mouvement de hausse s'est limité aux actifs financiers et n'a guère concerné, dans l'ensemble, l'immobilier.

Politique monétaire dans les trois grandes économies

L'environnement macroéconomique dans lequel les banques centrales ont opéré, depuis le début de 1996, a été différent dans les trois grandes économies. Aux États-Unis, devant la multiplication des signes de vigueur de l'activité et l'accumulation de tensions inflationnistes, l'orientation a été modérément resserrée en mars 1997. Au Japon, où existe encore une marge substantielle de capacités non utilisées, la politique n'a pas été infléchie et a conservé son caractère très accommodant, bien que le mouvement récent de baisse des prix se soit achevé. À la différence des États-Unis, un léger assouplissement est

Diversité des
situations

intervenir en Allemagne, où la croissance économique est demeurée inférieure au potentiel et où l'inflation, déjà passée au-dessous de 2%, a continué de diminuer.

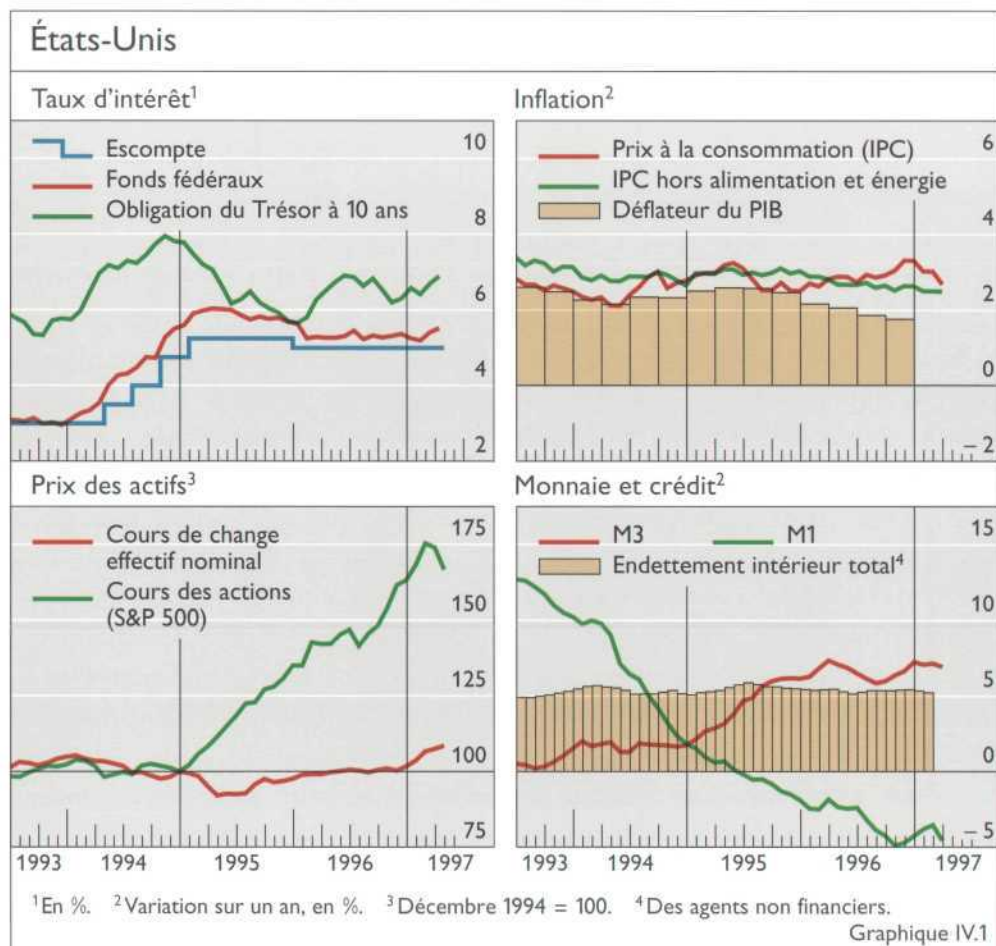
États-Unis

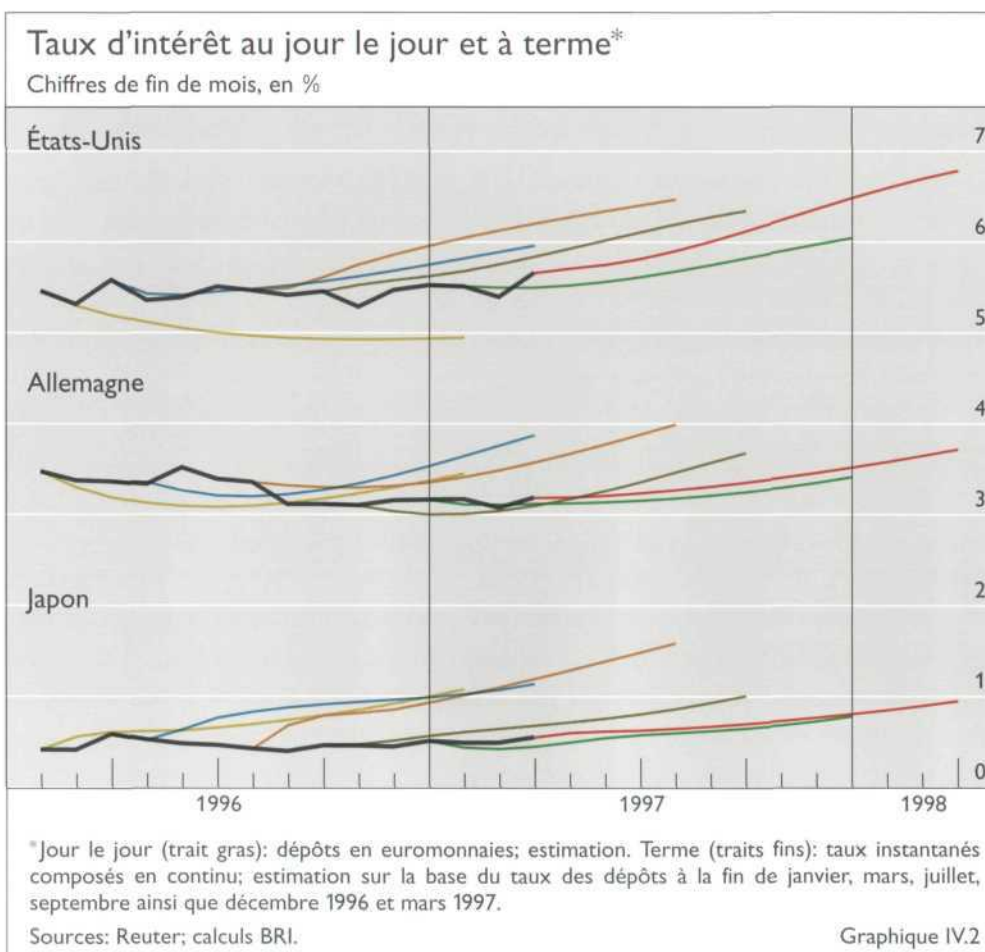
Incertitude sur
l'évolution de
l'inflation

La question essentielle qui se posait à la Réserve fédérale, l'an dernier, pour définir son action était de savoir si elle devait resserrer sa politique afin de prévenir une montée de l'inflation. L'année a été caractérisée par une grande incertitude concernant l'évolution des prix, les indices montrant parfois une accentuation des tensions sur les marchés des biens et du travail, ainsi que par une forte hausse des cours des actions.

Alors que les marchés des capitaux tablaient sur une poursuite, au début de 1996, de la détente monétaire amorcée en décembre 1995, les conditions économiques qui prévalaient au printemps, en particulier le rebond de l'activité et une élévation de l'indice général d'inflation, donnaient de plus en plus à penser que la hausse des prix pouvait être sur le point de s'accélérer. En conséquence, les opérateurs de marché en étaient venus à envisager avec une probabilité croissante un durcissement de la politique, comme en attestait l'augmentation du rendement de l'obligation à dix ans, passé de 5,6% à 6,9% entre fin janvier et mai, et celle des taux à terme. Cette correction des anticipations s'était également accompagnée d'une appréciation du dollar en termes effectifs.

Durant l'été, cependant, les dernières statistiques semblaient indiquer que l'activité revenait à des niveaux plus soutenables, et la hausse des prix paraissait





se modérer. Dans ces conditions, et comme la Réserve fédérale renonçait à resserrer sa politique, les opérateurs ont révisé à la baisse leurs anticipations sur les taux à court terme. Leur attitude a été confortée, à l'automne, par la multiplication des signes de ralentissement économique au troisième trimestre. Pour l'inflation, en outre, si le taux publié continuait de monter, la tendance sous-jacente, mesurée par l'indice des prix à la consommation hors alimentation et énergie, poursuivait son repli, s'inscrivant à 2,5% en octobre. Vers la fin de l'année, toutefois, le rythme de croissance était manifestement rapide, ce qui a fait resurgir les attentes d'un resserrement monétaire.

Au vu de ce dynamisme persistant de l'activité, la Réserve fédérale a légèrement durci sa politique en mars 1997, relevant de 0,25 point, à 5,5%, le taux des fonds fédéraux. Cet ajustement est révélateur de la préférence accordée par de nombreuses banques centrales à un durcissement préventif de leur politique; il illustre le sentiment de plus en plus partagé qu'il est plus facile d'empêcher le taux d'inflation de dépasser la fourchette jugée souhaitable par les autorités que de le faire baisser s'il est allé au-delà.

Pour déterminer leur politique, beaucoup de banques centrales se fondent sur l'estimation du taux de chômage non accélérateur de l'inflation (NAIRU) ou de l'écart de PIB comme indicateur général des tensions inflationnistes sous-jacentes. Bien que le chômage aux États-Unis soit revenu à un niveau inférieur à plusieurs estimations précédentes du NAIRU et que certains signes aient dénoté

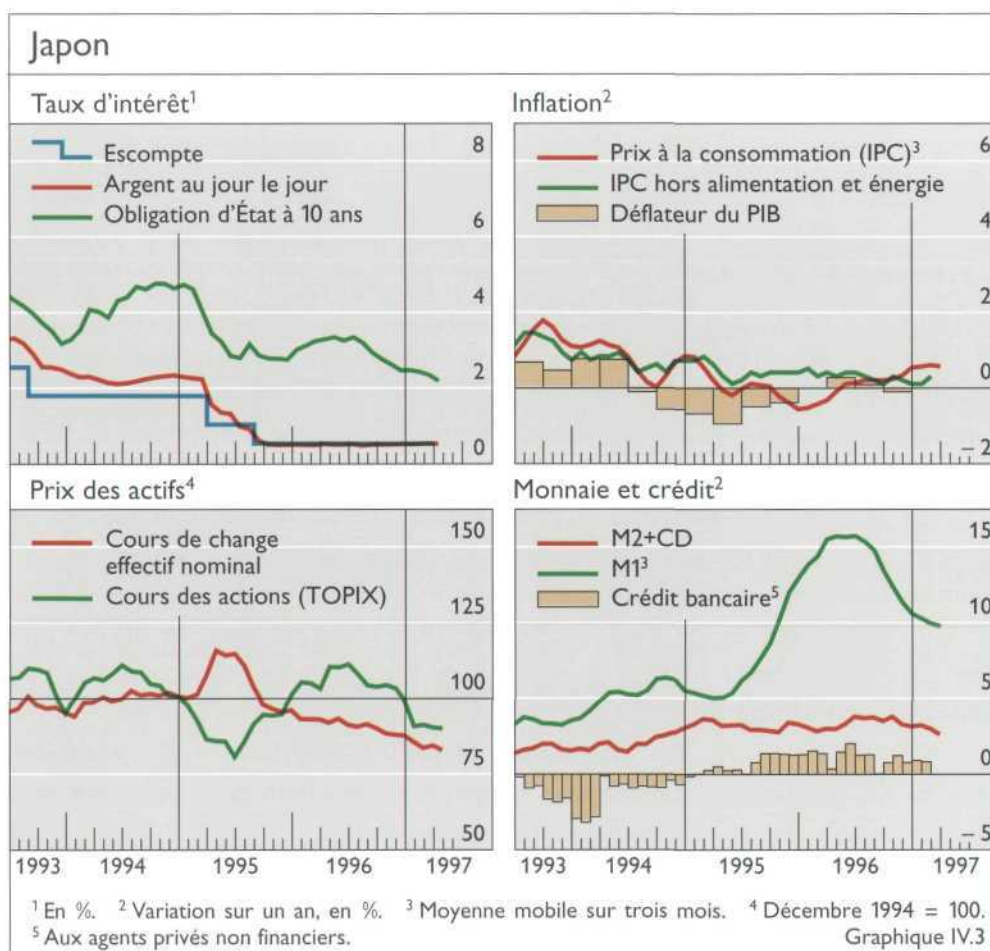
Durcissement en mars 1997 pour prévenir une poussée d'inflation

une production supérieure au potentiel, l'inflation n'a augmenté que très modérément. Si cette constatation peut faire supposer que le NAIRU a diminué, il n'en reste pas moins que l'utilité de ces deux concepts comme guides pratiques de la politique monétaire est limitée, compte tenu de la difficulté de les mesurer avec précision.

Japon

Politique inchangée
mais conditions
monétaires plus
souples

Au Japon, les autorités ont adopté une position attentiste, afin de vérifier si l'abaissement du taux d'escompte à 0,5%, en septembre 1995, parvenait à favoriser la reprise. Alors que le réglage des instruments de la politique est demeuré inchangé, les conditions monétaires – telles qu'elles apparaissent à travers le cours de change effectif réel et les taux d'intérêt réels – ont continué de s'assouplir l'an passé. Avec des taux d'intérêt très bas à l'échelle internationale, le yen a poursuivi sa dépréciation amorcée à l'été de 1995, qui a progressivement renchéri les prix des importations. Cela a mis un terme au mouvement de baisse des prix, mesurée par l'indice des prix à la consommation et le déflateur du PIB. Ces deux indicateurs se sont faiblement orientés à la hausse au deuxième trimestre de 1996, et ce pour la première fois depuis le début de l'année précédente. En l'absence de modification en valeur nominale, les taux courts ont encore diminué en termes réels, ce qui a favorisé le redémarrage de l'activité.



Contrairement aux taux officiels, ceux du marché ont varié pendant l'année. La nette accélération de la croissance du PIB à la fin de 1995 et au début de 1996 s'est traduite, au premier semestre, par une hausse de 0,3 point du rendement de l'obligation d'État à dix ans, passé à 3,2% fin juin. Fin mai 1996, les taux à terme indiquaient, eux aussi, que les opérateurs prévoyaient un durcissement monétaire et un niveau de quelque 1,3% pour l'argent au jour le jour en fin d'année (graphique IV.2).

Alors que les marchés continuaient d'anticiper un durcissement monétaire, la Banque du Japon a conservé l'orientation expansionniste de sa politique en automne, constatant que la reprise ne se confirmait pas et que les problèmes de bilans n'avaient pas disparu. En conséquence, le rendement de l'obligation à dix ans a progressivement décliné, pour s'inscrire à 2,6% en fin d'année et même un peu au-dessous dans les premiers mois de 1997.

Des progrès ont été accomplis en 1996 dans la révision de la loi relative à la Banque du Japon, qui date de 1942 et apparaît de plus en plus dépassée. Les propositions soumises au Premier ministre en novembre par le groupe de travail créé à cet effet préconisent essentiellement que les textes soient modifiés pour préciser clairement que la stabilité des prix constitue l'objectif primordial de la politique, renforcer l'indépendance de la banque centrale et garantir transparence et responsabilité dans la conduite de son action. Le projet de loi, dont le Parlement a commencé l'examen en mars dernier, devrait être voté d'ici juin. Le texte a été favorablement accueilli par la Banque du Japon, qui a pris, depuis 1995, une série de mesures destinées à accroître la transparence de sa politique, en fournissant, en particulier, des informations plus complètes sur son analyse des perspectives économiques et les considérations sur lesquelles elle fonde ses décisions.

Proposition
d'amendement de
la loi sur la Banque
du Japon ...

... afin de renforcer
l'indépendance,
la transparence et
la responsabilité

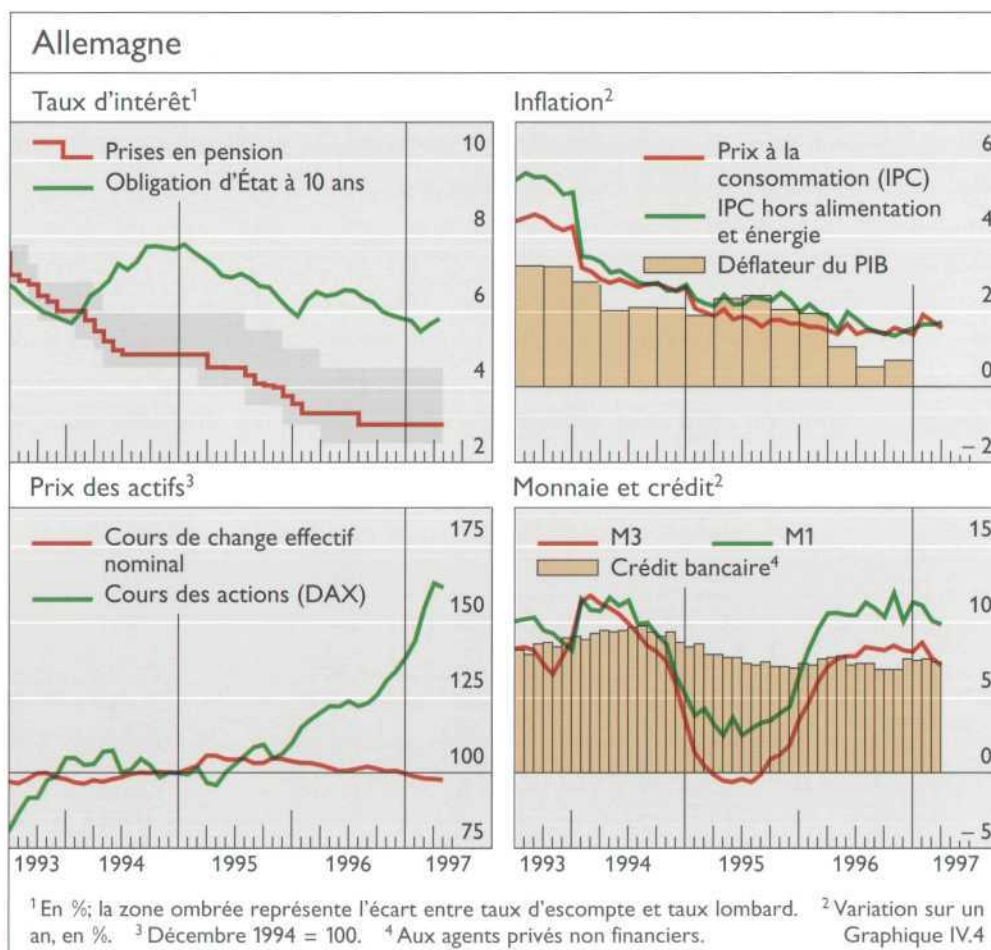
Allemagne

Les autorités monétaires ont dû faire face, l'an passé, à une pause dans la reprise, qui a amplifié les incertitudes entourant les perspectives de la politique budgétaire. Il est difficile, dans de telles circonstances, de déterminer le rythme et l'ampleur appropriés de l'ajustement monétaire, car tout assouplissement excessif peut engendrer des tensions inflationnistes si le redémarrage de l'activité s'avère plus puissant que prévu ou si la consolidation annoncée des finances publiques n'est pas mise en œuvre. À l'inverse, laisser l'orientation inchangée peut retarder la reprise, restreindre les perspectives d'assainissement budgétaire et compliquer ainsi la conduite future de la politique monétaire. En définitive, un léger desserrement a été opéré en août, avec un abaissement de 0,3 point, à 3,0%, du taux des prises en pension, justifié par le fait que l'expansion de M3, qui dépassait sa fourchette-objectif de 4–7% depuis le début de l'année, tendait à se ralentir et que l'inflation restait contenue à près de 1,5%.

Incertitudes sur la
politique budgétaire

Le comportement des taux longs allemands, l'an passé, illustre l'utilité relative de ces taux et des taux à terme comme indicateurs des inflexions monétaires attendues dans le futur immédiat. Ainsi, les taux à dix ans se sont élevés de 5,9% à 6,6% entre fin janvier et fin juin, signe d'anticipations d'un durcissement de la politique (graphique IV.4). À l'inverse, les taux à terme (graphique IV.2) montraient qu'un assouplissement était escompté au printemps

Taux d'intérêt
et orientation
anticipée



et qu'une hausse des taux courts n'était prévue qu'à partir du début de 1997. Ce dernier graphique révèle également que la détente du mois d'août a entraîné un revirement du sentiment des opérateurs et que, en mars 1997, les marchés des capitaux estimaient improbable une modification de l'orientation monétaire avant la fin de l'année.

Si l'expansion de M3 en 1996 (8,1%) a légèrement dépassé sa fourchette-objectif, elle a été due en grande partie à des dépôts sur plans d'épargne à régime spécial et n'a donc pas paru augurer d'une augmentation excessive des dépenses. La Bundesbank a fixé un nouvel objectif monétaire pour 1997 mais, rompant avec la pratique antérieure, lui a assigné un horizon étendu à deux ans, dans le but de clarifier l'orientation de son action dans la perspective de l'union économique et monétaire (UEM). En outre, la banque centrale a souligné que cet objectif pouvait servir de variable de référence pour coordonner, au besoin, les politiques monétaires durant la période précédant le passage à la monnaie unique. Cet objectif sur deux ans prescrit pour M3 une expansion de 5% l'an, avec une bande de 3,5–6,5% en 1997. Le dispositif exact pour 1998 sera annoncé à la fin de l'année en cours.

Autres pays de l'Union européenne

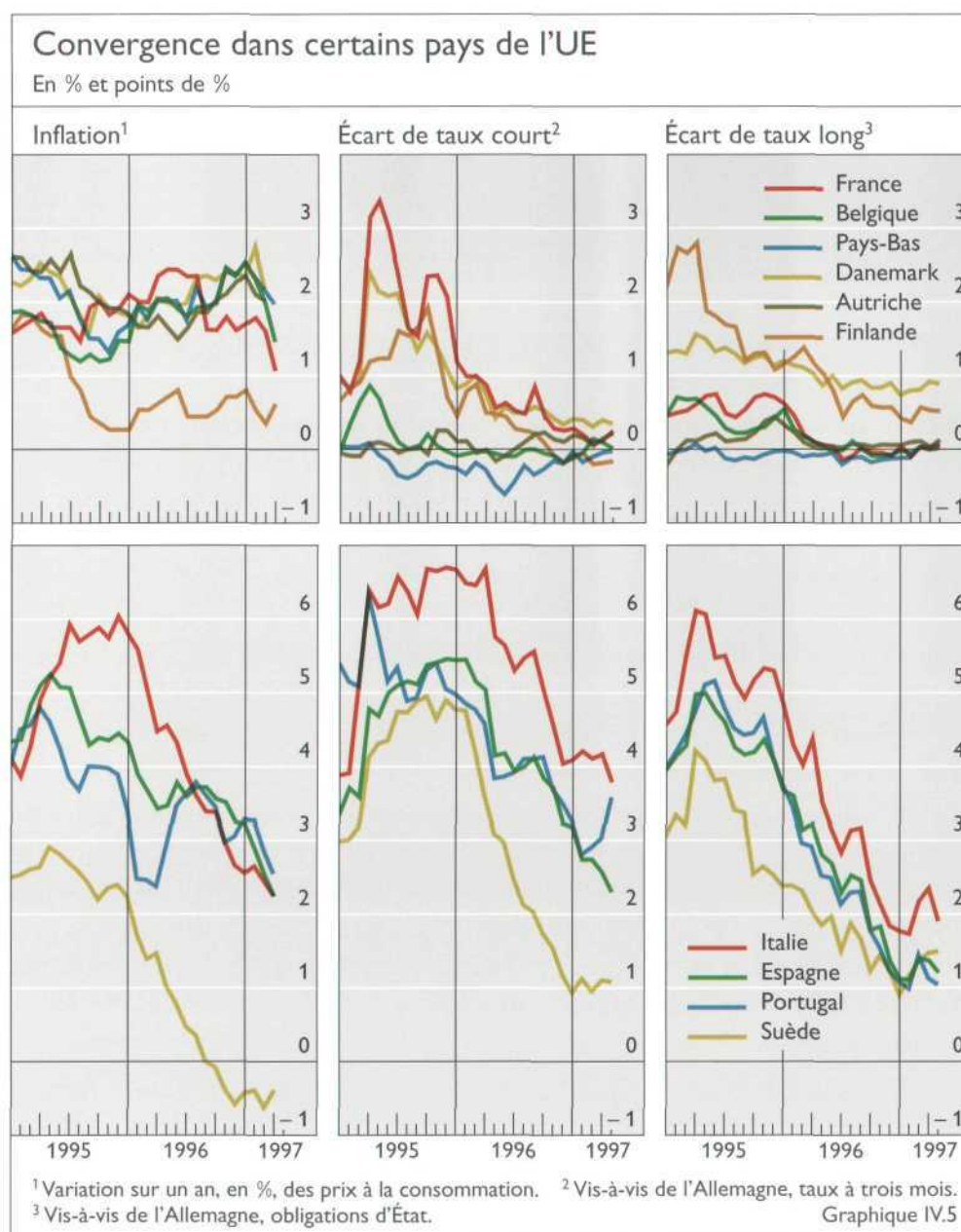
La politique monétaire et l'évolution des marchés des capitaux dans les pays de l'UE sont de plus en plus déterminées par l'échéance du 1^{er} janvier 1999, début

Expansion de M3 légèrement supérieure à l'objectif

Adoption d'un objectif sur deux ans

de la troisième phase de l'UEM. On peut classer ces pays en deux groupes, selon leur degré de convergence financière. Comme l'analyse le chapitre V, les marchés anticipent que, pour la France, les Pays-Bas, la Belgique et l'Autriche, le cours de change vis-à-vis du mark restera à sa valeur actuelle. Dans ces pays – ainsi que, plus récemment, en Finlande – la monnaie est demeurée très proche de son cours pivot en 1996 et les taux à court terme ont convergé vers les niveaux allemands.

Pour d'autres monnaies participant au MCE, dont la lire italienne et la peseta espagnole, une prime de risque est encore exigée, même si l'écart des taux d'intérêt courts et longs par rapport à leurs homologues allemands s'est fortement réduit en 1996. Une convergence semblable a été observée pour la couronne suédoise, mais non pour la livre sterling; ces deux dernières monnaies, ainsi que la drachme grecque, ne font pas actuellement partie du MCE.



France et autres pays du MCE

... très forte
en Allemagne, en
France et dans
d'autres pays du
MCE ...

En France, l'objectif d'une hausse des prix à la consommation ne dépassant pas 2% en 1996 a été respecté, après la disparition, en août, des effets de l'augmentation de la TVA en 1995. La crédibilité de l'engagement de longue date en faveur de la stabilité de la valeur externe de la monnaie a permis à la Banque de France de ramener son taux des pensions sur appels d'offres de quelque 4,5% en janvier 1996 à 3,1% au début de l'année suivante. L'écart, positif, de taux d'intérêt à trois mois avec l'Allemagne s'est ainsi trouvé pratiquement éliminé. Les taux longs se sont également contractés de plus de 100 points de base en 1996 et sont restés légèrement inférieurs à leurs homologues allemands durant l'année.

Dans d'autres pays du MCE, les taux d'intérêt à court et à long terme ont également convergé. En Autriche, en Belgique et aux Pays-Bas, les taux directeurs ont été abaissés parallèlement à ceux de l'Allemagne, et les taux à trois mois se sont même temporairement situés, en plusieurs occasions, au-dessous des taux allemands comparables. En Finlande, qui a adhéré au MCE en octobre 1996, et au Danemark, l'écart de taux court était devenu quasiment nul vers la fin de l'année. À l'exception de la Finlande, le taux d'inflation publié a été proche de 2% en 1996 dans ces pays, avec parfois, cependant, une légère orientation en hausse.

Italie, Espagne, Suède et Portugal

... mais très
marquée aussi en
Italie, en Espagne,
en Suède et
au Portugal

Une convergence très marquée de l'inflation et des taux d'intérêt a également été enregistrée, durant l'année écoulée, en Italie, en Espagne, en Suède et au Portugal (graphique IV.5). En raison de l'accélération de la hausse des prix au premier semestre de 1995, les banques centrales de ces pays avaient maintenu leurs taux directeurs à un niveau élevé le reste de l'année. En 1996, en revanche, la politique monétaire a été progressivement assouplie, en réponse surtout au ralentissement de l'inflation consécutif à l'appréciation substantielle de la monnaie, à l'intensification de l'assainissement budgétaire et à la diminution rapide des rendements obligataires à long terme.

En Italie, la hausse des prix est revenue de son maximum de 6% environ, au second semestre de 1995, à 2,6% en décembre 1996, soit bien au-dessous de l'objectif de 4%. En fin d'année, les autorités monétaires ont fixé à moins de 3% le nouvel objectif pour 1997. Malgré l'abaissement de 75 points de base à trois reprises (juillet et octobre 1996 puis janvier 1997) pour les taux directeurs et de près de 300 points pour celui des prises en pension, les taux courts sont demeurés très élevés en termes réels. Suite au raffermissement du cours de change, l'écart de rendement obligataire avec l'Allemagne était revenu d'un maximum de quelque 6 points de pourcentage en 1995 à moins de 2 points fin 1996. Ces résultats ont permis à la lire de rejoindre le MCE à la fin de novembre.

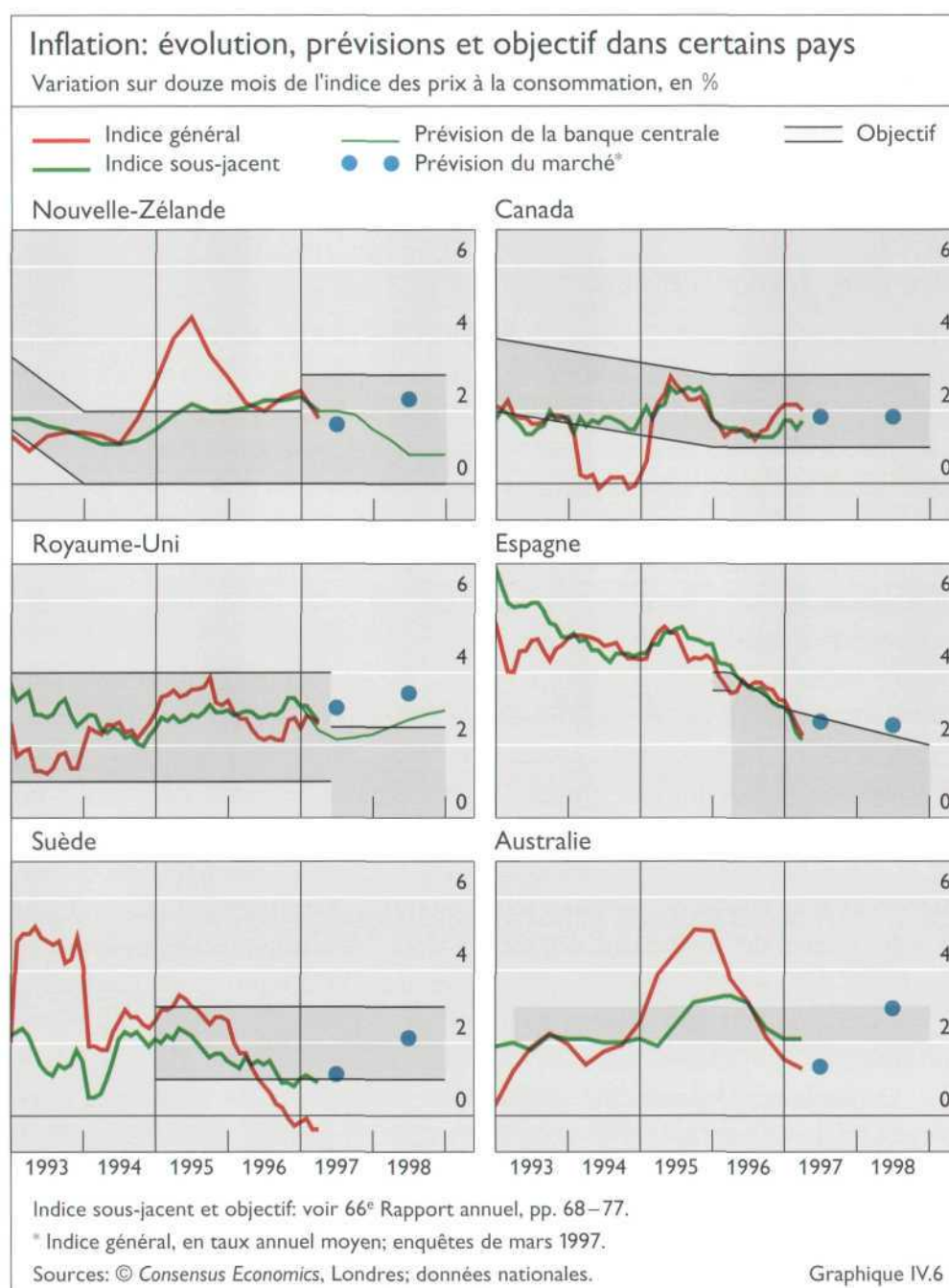
En Espagne, l'inflation est graduellement retombée de plus de 5%, en glissement annuel, en juin 1995 à moins de 2,5% au premier trimestre de 1997, s'inscrivant au-dessous de l'objectif à moyen terme défini par la Banque d'Espagne; en conséquence, le taux des prises en pension a été abaissé à quelque 6% à la fin de 1996. La plus forte réduction des taux officiels est intervenue en Suède, où l'inflation sous-jacente est passée au-dessous de la bande-objectif de 1-3% et où

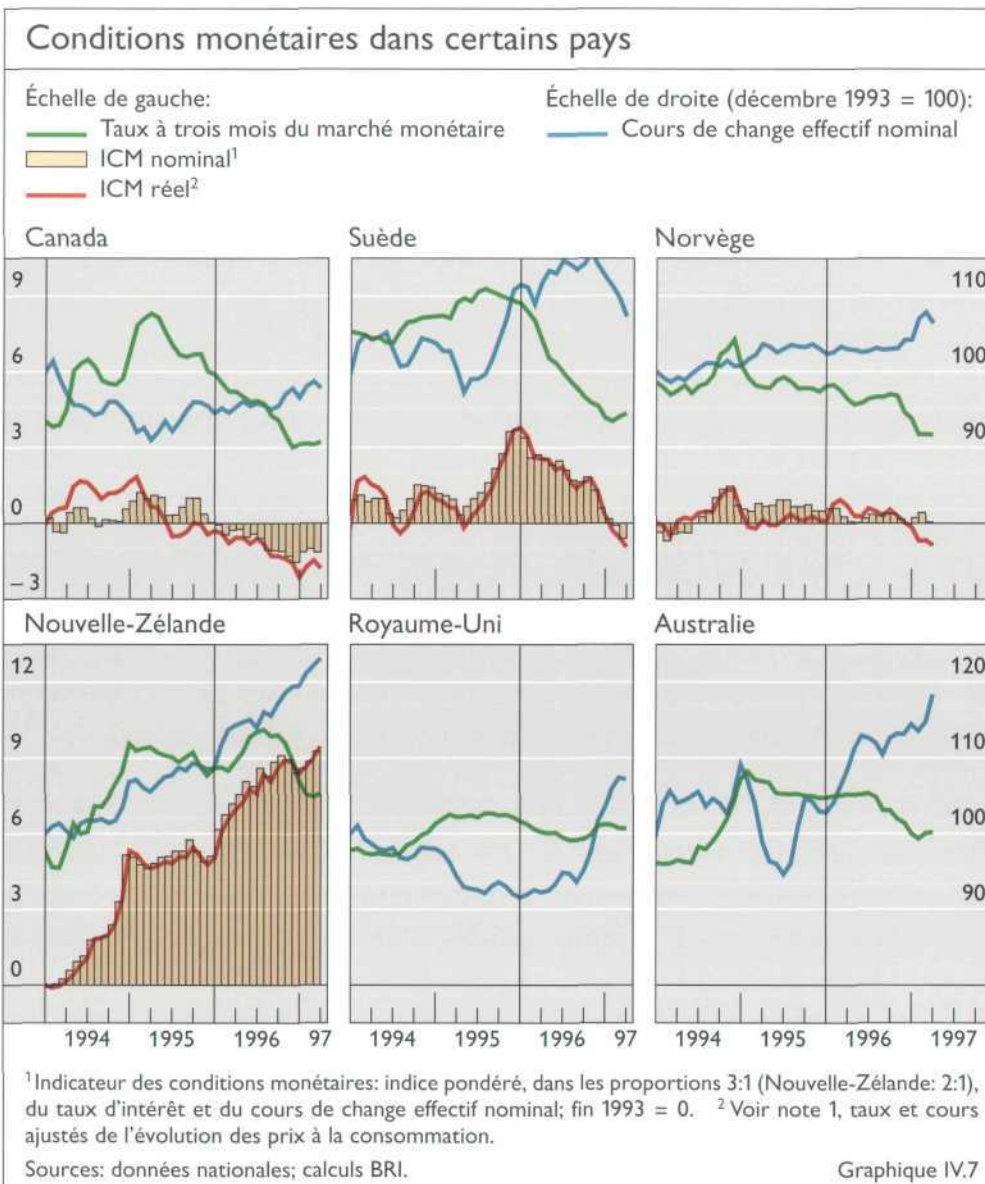
le taux d'inflation publié est même devenu négatif à la fin de 1996, en raison de la chute des prix des produits importés et des intérêts hypothécaires.

Pays à objectif d'inflation explicite

L'inflation sous-jacente est demeurée à l'intérieur ou non loin de la bande cible dans les pays qui ont rendu public un objectif d'inflation (graphique IV.6). Dans de nombreux cas, il apparaît que cet objectif a parfaitement surmonté son premier test de validité, à savoir l'accélération de l'inflation au début de 1995.

Le comportement des prix et la réaction des autorités ont été très différents, en 1996, dans les deux plus grandes économies dotées d'un objectif





Évolution
divergente de
l'inflation au
Canada ...

d'inflation. Au Canada, l'inflation est retombée, en 1996, dans la moitié inférieure de la bande visée, après la disparition des effets dus à la dépréciation du cours de change ainsi qu'au renchérissement des produits de base en 1994 et au début de l'année suivante. Bien qu'une accélération de la croissance soit attendue en 1997, l'inflation sous-jacente restera probablement modérée; un écart de PIB élevé, attribuable en partie aux efforts persistants d'assainissement budgétaire, devrait continuer à peser sur les prix et les salaires. Comme les marchés financiers focalisaient de plus en plus leur attention sur la bonne tenue des prix, l'amélioration des finances publiques et le renforcement de la balance des paiements courants, l'écart de taux long vis-à-vis des États-Unis s'est résorbé vers la fin de 1996 et le dollar canadien s'est apprécié. Compte tenu de cette évolution, la fourchette opérationnelle du taux de l'argent au jour le jour a été réduite de plus de 200 points de base l'an passé, ce qui représente un assouplissement notable des conditions monétaires (graphique IV.7).

... et au
Royaume-Uni

Au Royaume-Uni, en revanche, la hausse des prix de détail, hors paiements d'intérêts hypothécaires, s'inscrivait à 3,1% l'an en décembre 1996, soit au-dessus

de l'objectif de 2,5% maximum fixé par le gouvernement pour 1997. Les taux officiels à court terme sont néanmoins demeurés très stables sur l'ensemble de 1996, l'abaissement de 25 points de base en juin ayant été inversé en octobre. Dans le courant de l'année, la demande intérieure, en forte expansion, s'est substituée aux exportations nettes comme moteur de la croissance, augmentant ainsi la probabilité que l'inflation continue de dépasser la bande. Cette situation a amené la Banque d'Angleterre à recommander un nouveau relèvement des taux officiels, qui a pu contribuer à l'importante appréciation de la livre sterling à partir d'août (graphique IV.7).

Pendant l'année, quelques modifications ont été apportées aux objectifs d'inflation annoncés. En Nouvelle-Zélande, un nouvel accord sur l'objectif monétaire entre le ministre des Finances et le gouverneur de la banque centrale a été signé en décembre 1996, après le changement de gouvernement; la limite supérieure de la bande a été relevée de 2% à 3%, décision ayant principalement pour objet d'atténuer les problèmes découlant de l'étroitesse relative de la fourchette, qui imposait aux autorités des mesures de régulation trop fréquentes. En Espagne, pour bien montrer la volonté de satisfaire au critère de convergence de Maastricht en matière d'inflation, les autorités ont annoncé un abaissement de l'objectif en fin d'année (2,5% vers la fin de 1997 et 2% à partir de 1998).

Cours de change et réaction de la politique monétaire

L'une des questions réapparues en 1996 est de savoir comment réagir aux mouvements de change, qui peuvent être très marqués, tels que ceux observés, l'an passé, en Australie, en Norvège, en Nouvelle-Zélande et au Royaume-Uni. En régime de change flottant, les autorités monétaires doivent déterminer la meilleure attitude à adopter: ne pas en tenir compte, les neutraliser, ou même les accentuer.

Comme face à une modification des prix des actifs, la réaction de la politique monétaire à une forte variation du cours de change dépend de la source du choc et de son impact sur les perspectives d'inflation. L'appréciation du dollar australien au début de 1996, par exemple, a pu être déclenchée par la hausse des prix des produits de base. Dès lors, le raffermissement de la monnaie annule les effets inflationnistes qui découleraient autrement de telles améliorations des termes de l'échange, de sorte que les autorités monétaires peuvent considérer comme utile le durcissement des conditions monétaires induit par le cours de change. L'appréciation de la livre sterling à partir d'août 1996 représente un cas identique; comme l'indique l'élargissement de l'écart de taux à terme, elle peut s'expliquer en partie par l'attente d'un resserrement de la politique monétaire face à la croissance de la demande intérieure, plus forte qu'en Europe continentale. Dans la mesure où ces anticipations du marché coïncident avec l'orientation future souhaitée par la banque centrale, là non plus il n'apparaît pas nécessaire de neutraliser les mouvements de change.

Les cours de change peuvent toutefois surréagir à l'évolution économique et être influencés également par des facteurs monétaires et financiers tels que des variations de la crédibilité et des primes de risque. Ainsi, le raffermissement de la monnaie au Canada et en Suède, en 1996, a résulté en partie du renforcement de la crédibilité des objectifs d'inflation annoncés. Comme de tels

La réaction des
autorités dépend...

... de la source
du choc:

modification
des termes de
l'échange ...

... évolution
de la demande
relative ...

... ou facteurs
monétaires et
financiers

mouvements de change sont de nature à se répercuter sur les prix des importations et sur la demande globale, sans modifier nécessairement le jugement de la banque centrale au sujet des tensions inflationnistes sous-jacentes, celle-ci peut vouloir les neutraliser afin de préserver l'orientation de sa politique.

Le recours à
un ICM comme
objectif
opérationnel ...

Plusieurs banques centrales ont adopté un indicateur des conditions monétaires (ICM), afin de prendre expressément en compte le cours de change dans l'élaboration de leur politique. S'il est partout défini de la même manière – sous forme d'une moyenne pondérée d'un taux d'intérêt à court terme et d'un cours de change, la pondération étant fonction de l'élasticité respective de la demande globale par rapport à ces deux variables –, son utilisation précise dans la conduite de la politique diffère selon les pays. Au Canada et en Nouvelle-Zélande, il sert d'objectif opérationnel; cela signifie que, dans le cadre de son évaluation périodique de la prévision d'inflation, la banque centrale lui assigne une fourchette désirée, à horizon rapproché, et utilise ses instruments de réglage pour y parvenir. En Suède, en Norvège, en Finlande et en Islande, il représente, au contraire, un indicateur rétrospectif de l'orientation de la politique.

... ne dispense pas
de l'analyse des
mouvements de
change

Assigner un objectif opérationnel à l'ICM ne dispense pas de déterminer si un mouvement de change donné est attribuable à des facteurs d'ordre réel ou financier. Dans le premier cas, l'ICM souhaitable varie et une action des autorités peut être superflue. Dans le second, il n'est pas modifié et les taux directeurs peuvent être réglés de façon à neutraliser les effets du mouvement de change sur la demande globale. Que certaines banques centrales utilisent un ICM et d'autres non peut s'expliquer par des divergences de vues concernant l'origine «normale» des variations de change. Celles qui s'en servent comme objectif opérationnel partent implicitement de l'hypothèse que cette origine est de nature financière; l'idéal est donc de neutraliser ces mouvements, à moins que la banque centrale ne dispose d'informations complémentaires plaidant pour un ajustement de sa politique. Cette opinion reflète peut-être le fait que les facteurs monétaires et financiers ont constitué de tout temps les principales causes de la variabilité du change dans ces pays. À l'opposé, d'autres banques centrales, dont celles d'Angleterre et d'Australie, peuvent être convaincues que, au-delà du très court terme, la plupart des mouvements de change sont provoqués par des facteurs réels et qu'il ne semble pas utile en pareil cas de se fixer un objectif opérationnel exprimé sous forme d'ICM.

Assainissement budgétaire et réaction de la politique monétaire

La réaction des
autorités dépend de
plusieurs éléments:

Une autre question, plus générale, s'est posée l'an passé dans de nombreux pays: quelle est la réaction appropriée de la politique monétaire aux mesures de restriction budgétaire? Selon des estimations de l'OCDE, le déficit structurel dans les pays de l'UE a été réduit de près de 1% du PIB en 1996 et la contraction sera vraisemblablement encore plus marquée sur l'année en cours. Au Japon, les dépenses publiques devraient diminuer en 1997 et la taxe générale sur la consommation a été portée de 3% à 5% en avril. Par leur ampleur, ces ajustements sont appelés à avoir des effets significatifs sur la demande et, en corollaire, sur la production et l'inflation. Plusieurs éléments peuvent jouer un rôle important dans le choix de l'orientation monétaire qu'il convient d'adopter.

L'ampleur, la composition et la crédibilité du programme d'assainissement sont à prendre en compte pour fixer l'intensité et le moment de l'inflexion de l'orientation monétaire. L'intensité varie selon que l'impact négatif à court terme du resserrement budgétaire sur la demande est compensé ou non par les effets d'anticipation positifs sur la consommation et l'investissement du secteur privé. Les précédentes expériences de consolidation budgétaire ne font pas apparaître de corrélation inverse claire entre l'ampleur du programme et l'évolution de la croissance. Au contraire, une discipline budgétaire rigoureuse et persistante – axée sur la réduction des transferts et de la consommation publics plutôt que sur l'alourdissement de la fiscalité – a eu, dans certaines circonstances, des répercussions favorables sur la croissance, ce qui porte à croire que des effets d'anticipation positifs peuvent se produire lorsque le programme apparaît complet et durable. En second lieu, un degré élevé de crédibilité du programme d'assainissement proposé réduit le risque évident, en cas d'assouplissement préventif, que le train de mesures prévu ne soit pas appliqué, ce qui se traduirait alors par un dosage des politiques trop expansionniste.

ampleur,
composition et
crédibilité du
programme
d'assainissement ...

La modification appropriée de l'orientation monétaire dépend aussi de la situation initiale. De nombreux pays d'Europe, le Canada et le Japon connaissent actuellement une inflation faible et un chômage élevé. Il est moins probable, dans un tel environnement, que l'assainissement budgétaire produise des effets d'anticipation très positifs; il pourrait faire entrer certaines économies dans la zone de déflation, avec les risques que cela comporte. Dans ces conditions, il peut être sage de «prendre des garanties» du côté de la politique monétaire. En Irlande, en Norvège et aux Pays-Bas, en revanche, l'incidence des restrictions budgétaires peut aider à enrayer les tensions inflationnistes, tandis qu'en Italie, en Espagne et au Portugal la nécessité de poursuivre dans la voie de la désinflation et un passé moins favorable sur le plan des prix justifient une attitude plus prudente.

... situation
initiale ...

Il convient aussi de garder à l'esprit que le processus d'assainissement est mené simultanément dans plusieurs économies. De ce fait, il devient plus difficile de recourir au cours de change pour stimuler la demande par les exportations nettes. Si les taux d'intérêt font sentir leurs effets plus lentement que le change, une réaction plus rapide de la politique monétaire pourrait s'avérer appropriée. Dans de nombreux pays d'Europe, évidemment, la nécessité de maintenir la stabilité de la valeur externe de la monnaie dans la perspective de l'UEM ne permet pas d'utiliser l'instrument du change, ni même celui des taux d'intérêt, de façon unilatérale.

Enfin, les responsables de la politique monétaire peuvent définir leur attitude en fonction des signaux émis par les marchés des actifs. Une analyse globale du comportement des marchés des obligations et des changes peut fournir des informations sur leur perception de l'incidence du programme d'assainissement. Si les opérateurs anticipent une décrue des taux courts face au ralentissement de l'activité consécutif aux restrictions budgétaires, il en résulte normalement un repli des rendements obligataires et une dépréciation de la monnaie. Certains signes montrent qu'en Allemagne les marchés financiers ont réagi ainsi en 1996. En pareil cas, le fléchissement des rendements obligataires et du change est susceptible de relancer la demande; cet effet pourra n'être que temporaire,

... et signaux émis
par les marchés des
actifs

cependant, s'il ne s'ensuit pas une diminution des taux courts. À l'inverse, il peut se produire à la fois un raffermissement du change et une détente des rendements si un programme d'assainissement crédible entraîne également une réduction des attentes inflationnistes ou des primes de risque. C'est ce qui s'est produit au Canada, en Italie et en Suède en 1996 (chapitre V, graphique V.8). Une telle évolution peut accroître la marge de manœuvre des autorités pour assouplir leur orientation monétaire.

Il importe toutefois de ne pas oublier que, en décidant s'il est opportun de réagir aux mouvements des prix des actifs, la banque centrale n'évalue pas forcément de la même façon que les marchés l'incidence de l'assainissement budgétaire et que les prix des actifs peuvent fort bien surréagir aux évolutions économiques anticipées. Comme cela est analysé ci-après, la dimension mondiale de la convergence marquée des rendements obligataires, en 1996, fait penser que des facteurs spéculatifs peuvent aussi être à l'œuvre; le mouvement de convergence risque alors de s'inverser en partie, ce qui peut inciter les autorités à réagir avec plus de prudence.

Évolution des prix des actifs

Forte progression
des actions et
obligations ...

Dans un contexte assez général d'activité déprimée et de faible inflation, les marchés des obligations et des actions ont fortement progressé l'an passé. Malgré des données fondamentales qui paraissent actuellement favorables, on peut craindre que, sur certains marchés, ce renchérissement ait comporté un élément de précarité. Même si le débat concernant une surévaluation potentielle a essentiellement porté sur les actions, aux États-Unis surtout, la hausse récente des obligations mérite également attention. La convergence marquée des rendements en Europe et leur baisse prononcée sur les marchés où ils sont traditionnellement élevés font penser que cette revalorisation des actifs pourrait être partiellement due à un goût plus prononcé pour le risque, qui pourrait facilement s'inverser.

... à de rares
exceptions près

Les principales exceptions à cette tendance haussière des prix des actifs financiers durant la période sous revue ont été le Japon, pour les actions, et les États-Unis, pour les obligations. Dans le premier cas, alors que des gains substantiels étaient enregistrés sur les autres grandes places, le marché a cédé 16%. Dans le second, alors que le redressement des marchés obligataires était quasi général, les taux longs américains ont augmenté, sous l'effet, notamment, de signes de vigueur économique persistante; le durcissement monétaire opéré en mars 1997 a encore accentué ce mouvement, tout en déclenchant une chute des cours des actions.

Découplage des rendements obligataires

Les marchés obligataires ont été caractérisés, l'an passé, par une baisse des rendements en Allemagne, qui ont fléchi à des niveaux nettement inférieurs à ceux des États-Unis. Dernièrement, l'écart de taux long entre les deux pays s'est encore accru, ce qui semble refléter des conditions divergentes de l'économie réelle. Si ce découplage récent a fait l'objet d'un large débat, il faudrait plutôt se demander pourquoi il n'est pas intervenu plus tôt. Entre le début de 1993 et la

Corrélation des taux longs et courts*								
	États-Unis/Allemagne				États-Unis/Japon			
	1975–79	1980–84	1985–89	1990–96	1975–79	1980–84	1985–89	1990–96
Taux longs	0,52	0,65	0,81	0,61	0,19	0,40	0,67	0,52
Taux courts	0,80	0,74	0,60	–0,57	0,73	0,33	0,30	0,11

* Entre taux d'intérêt épurés de la tendance: écart entre taux courant et moyenne mobile non centrée des deux années précédentes.

Sources: données nationales; calculs BRI.

Tableau IV.1

fin de 1996, le différentiel de taux court entre les États-Unis et l'Allemagne s'est inversé, passant de près de 400 points de base dans un sens à plus de 200 points dans l'autre, alors que celui de taux long s'est élargi de 100 points environ. Même si, sur la période 1990–96, la corrélation des taux courts épurés de la tendance dans ces deux pays a été négative, et ce très nettement, celle des taux longs est restée positive et élevée.

Le parallélisme généralement étroit de l'évolution des taux longs dans les trois grandes économies entre 1990 et 1996, en dépit de décalages substantiels dans leur situation conjoncturelle, a amené certains à se demander si, même en régime de change flottant, les facteurs internationaux ne l'emportent pas sur les considérations internes dans la détermination de ces taux. Cela supposerait que le lien entre les taux directs et le compartiment à long terme pourrait s'être affaibli, ce qui compliquerait la conduite de la politique monétaire dans les pays où les taux longs jouent un rôle important dans le mécanisme de transmission. Toutefois, la divergence des taux courts et longs en Allemagne a reçu une autre explication, qui s'appuie davantage sur des considérations intérieures: la hausse des taux longs en période d'activité réduite refléterait une crainte que l'euro ne soit une monnaie plus faible que le mark. Le récent découplage des taux américains et allemands indique peut-être un changement d'opinion sur ce point ou une révision en baisse, pour d'autres raisons, des attentes en matière de taux courts en Allemagne.

Étroite convergence des rendements obligataires en Europe

Pendant que les rendements allemands fléchissaient au-dessous des niveaux américains, leur écart par rapport aux obligations européennes s'est réduit de manière spectaculaire, les perspectives concernant l'UEM constituant bien évidemment un facteur spécifique de cette évolution. Étant donné que les taux courts seront unifiés dans la zone de la future monnaie unique, la modification des perceptions au sujet de la participation probable à l'UEM a d'importantes répercussions sur les différentiels de rendement. Cette probabilité dépend elle-même d'éléments politiques et, plus fondamentalement, des interrogations quant à la réalisation, par les divers pays, des critères de convergence formulés dans le traité de Maastricht.

Cette volonté de respecter les critères de Maastricht – qui concernent, entre autres, la convergence de l'inflation, des rendements obligataires ainsi que de la dette et du déficit publics en 1997 – a accentué la réaction des taux longs aux modifications des anticipations à court terme sur l'inflation et le solde

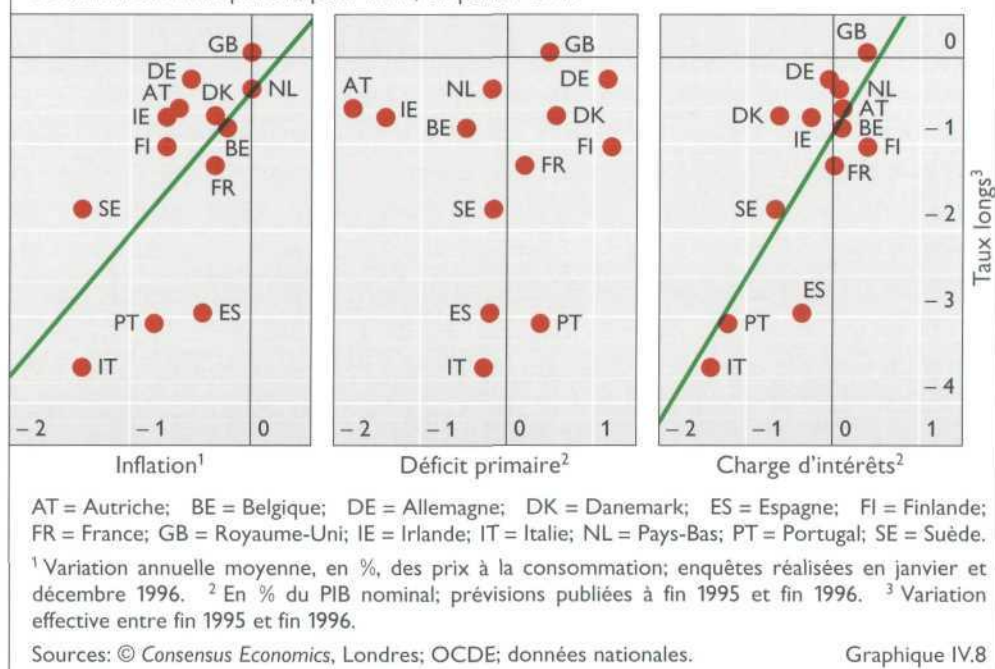
Divergence des
taux courts ...

... non reflétée sur
le long terme

Convergence des
rendements liée
à une perception
plus favorable
concernant la
participation à
l'UEM...

Rendement obligataire, inflation et déficit public dans les pays de l'UE

Évolution des anticipations pour 1997, en points de %



budgétaire. La convergence des taux longs constitue elle-même l'un des critères de Maastricht, et une détente dans ce compartiment facilite la réalisation des critères budgétaires en réduisant la charge de la dette et en contrebalançant certains effets de freinage de la demande induits par l'assainissement. Ainsi, des politiques fermes axées sur la réalisation de ces critères peuvent, par synergie, accélérer les progrès vers la diminution de l'inflation, l'amélioration des finances publiques et la décrue des rendements obligataires. Pour les mêmes raisons, cependant, cet engagement augmente la vulnérabilité à des évolutions défavorables de l'opinion s'il subsiste des incertitudes quant au respect des critères d'inflation et de déficit budgétaire.

Comme on l'a vu, la convergence des rendements obligataires s'est accompagnée d'un rapprochement des taux d'inflation et d'une amélioration généralisée dans le domaine budgétaire. Le graphique IV.8 montre, dans le cadre de gauche, que les pays où les taux longs se sont le plus repliés en 1996 sont aussi ceux où, simultanément, le rythme moyen d'inflation attendu pour 1997 a le plus diminué. Une relation similaire apparaît également entre la décrue des rendements obligataires et la révision en baisse, par l'OCDE, des prévisions de déficit budgétaire pour 1997. Cette corrélation semble toutefois résulter davantage de l'effet positif de la détente des taux sur la charge de la dette publique que d'un durcissement inattendu de la rigueur budgétaire. On peut y voir les dangers que comporterait une inversion marquée de la convergence des rendements.

Outre le rôle certain des facteurs fondamentaux dans la convergence des rendements obligataires, on ne peut exclure que, dans l'environnement actuel de faibles taux d'intérêt, la recherche des meilleurs rendements ait amplifié le

... et à la convergence des données fondamentales ...

... mais un risque d'inversion partielle subsiste

mouvement à l'excès. Depuis le début de la décennie, une forte corrélation positive existe entre le niveau moyen des taux courts dans les trois grandes économies et l'écart entre obligations européennes à haut rendement et titres allemands correspondants. Un autre signe attestant l'intervention de telles influences mondiales réside dans le fait que la convergence des rendements ne s'est pas limitée aux économies européennes (chapitre VII). Enfin, l'expérience du MCE montre que, sur courte période, le raffermissement des cours de change et la convergence des taux d'intérêt qui en est résultée ont parfois été liés à une appréciation du dollar EU à l'égard du mark, ce qui a été le cas en 1996 (chapitre V).

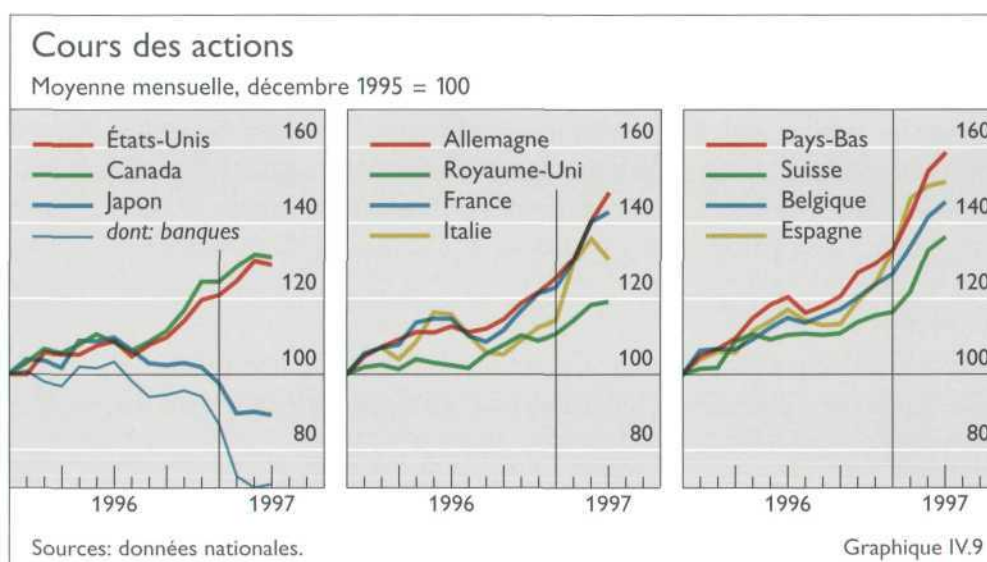
Actions

Les cours des actions ont établi de nouveaux records l'an passé, avec les progressions les plus marquées en Espagne, aux Pays-Bas et en Suède au cours de la période sous revue. Dans la plupart des cas, cette ascension s'est produite, en outre, après une succession d'augmentations importantes intervenues durant les quatre ou cinq années précédentes. L'exception notable à cette tendance est constituée par le Japon, où les préoccupations liées à l'incidence de l'ajustement budgétaire sur les perspectives de croissance et les incertitudes quant à l'impact de la déréglementation financière projetée ont pesé sur le cours des actions: les titres bancaires, en particulier, ont été sévèrement touchés. L'une des grandes causes de la récente détérioration a été la liquidation de participations croisées, après la décision des autorités de ne pas venir en aide aux actionnaires de la Hanwa Bank en faillite.

Dans certaines économies, la revalorisation intervenue dernièrement a été favorisée par la vive expansion des profits des entreprises. En Suède, par exemple, les bénéfices par action ont progressé de 41% l'an entre la fin de 1993 et la fin de 1996. Une évolution identique s'est produite aux États-Unis sur la même période. Ailleurs, ils ont été gonflés par l'appréciation du dollar EU. Les actions négociées sur les Bourses d'Allemagne, des Pays-Bas et de Suisse, notamment, sont, dans une large mesure, celles de multinationales effectuant des investissements directs

Niveaux records
des indices
boursiers ...

... dus en partie
aux bénéfices des
entreprises ...



Ratio cours/bénéfices ¹									
Pays	Sept. 1987 ²	Maximum 1986–95		Moyenne 1986–95	Déc. 1995	Déc. 1996	Mars 1997	Pour mémoire: écart de PIB	
		niveau	date					1987 T3	1996 T4
États-Unis	22	26	mai 92	18	18	21	21	0,3	0,2
Japon	70	74	juin 87	53	67	57	51	–2,9	–2,3
Allemagne	15	25	déc. 93	15	16	17	20	–1,7	–1,1
France	14	19	jan. 94	12	13	17	18	–2,2	–3,0
Italie	15	29	mai 94	17	14	17	19	–0,5	–1,5
Royaume-Uni	17	21	fév. 94	15	16	16	16	3,5	–1,8
Canada	18	33	fév. 94	17	15	20	21	2,1	–3,1
Pays-Bas	15	18	fév. 94	12	13	18	20	–0,7	–0,2
Suisse	14	19	fév. 94	13	17	20	23	–1,2	–4,2
Belgique	15	20	fév. 94	14	14	16	18	–2,6	–3,0
Suède	23	30	fév. 94	18	17	15	17	3,8	–1,5

¹ Ratio cours/bénéfices par action connus. ² Mois précédant le krach boursier mondial.
Sources: Datastream; OCDE; données nationales; estimations BRI. Tableau IV.2

substantiels aux États-Unis ou dont les bénéfices sont, pour une bonne part, libellés en dollars EU. D'autres facteurs ont renforcé les résultats des entreprises, tels que l'attention croissante apportée à l'efficacité et à la productivité du travail ainsi que la diminution du coût de l'endettement résultant de la baisse des taux d'intérêt nominaux.

Néanmoins, cette envolée générale des cours des actions ne s'explique pas seulement par l'importance des bénéfices des entreprises. En mars 1997, les ratios cours/bénéfices dépassaient, dans la plupart des cas, y compris aux États-Unis, leur moyenne de 1986–95 et atteignaient des niveaux records aux Pays-Bas et en Suisse. Plusieurs facteurs ont été avancés pour expliquer l'origine de cette tendance mondiale. Premièrement, elle pourrait résulter en partie du repli de l'inflation dans les pays industriels, qui aurait réduit les primes de risque sur les actions. Deuxièmement, la décline récente des rendements obligataires nominaux, dans la mesure où elle reflète celle des taux d'intérêt réels, a pu constituer une influence supplémentaire, certainement sensible en Italie et en Espagne, où les rendements sont traditionnellement élevés. Troisièmement, les sociétés auraient davantage tendance, aux États-Unis en particulier, à racheter leurs actions, ce qui pourrait avoir joué un rôle également.

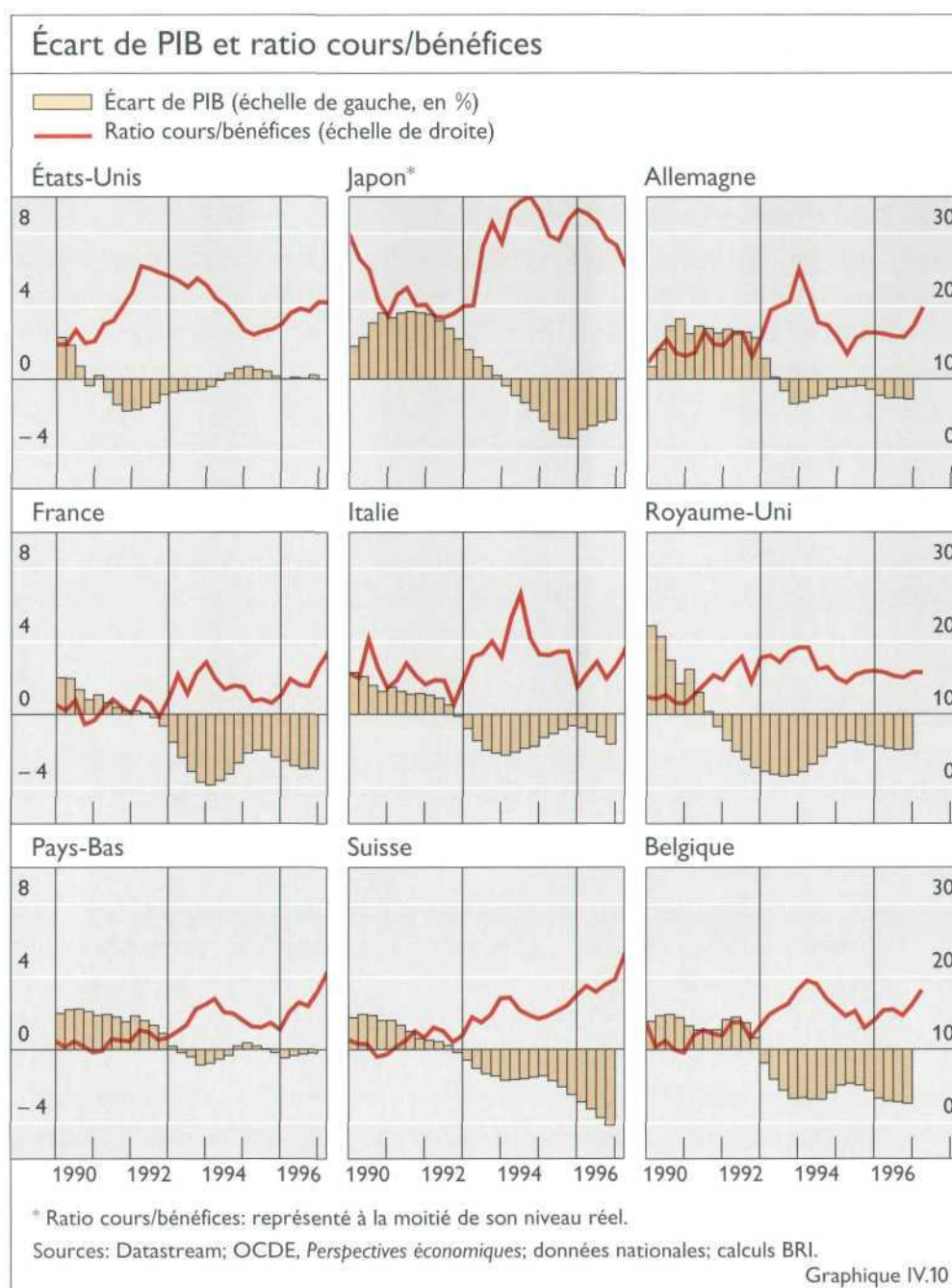
La montée récente des ratios cours/bénéfices apparaît plus prononcée dès lors qu'elle est rapportée à la position dans le cycle conjoncturel. Le sommet est atteint normalement au stade initial de la reprise, c'est-à-dire quand le potentiel de progression à moyen terme des bénéfices est à son maximum. Selon ce critère, le rapport cours/bénéfices semblait relativement élevé, par comparaison historique, aux Pays-Bas et aux États-Unis en mars 1997, alors que l'économie tournait pratiquement à plein régime.

Il peut s'avérer utile également de comparer la situation récente avec celle de septembre 1987. À cette époque, le ratio cours/bénéfices sur le marché américain n'était pas exceptionnellement élevé; pourtant, les actions perdirent

... suscitant
toutefois des
interrogations
sur leur viabilité

quelque 30% de leur valeur lors du krach boursier qui s'est produit ensuite sur tous les marchés. En mars 1997, les ratios enregistrés en Allemagne, en France, en Belgique et aux Pays-Bas dépassaient leurs niveaux de septembre 1987, quand la position conjoncturelle de ces pays était proche de celle qu'ils ont atteinte récemment.

La viabilité de la progression récente des cours des actions dépendra en partie de l'évolution future des bénéfices des entreprises; or, ceux-ci devraient s'accroître, selon les analystes, de 13% l'an en moyenne aux États-Unis pour les trois à cinq prochaines années. Leur croissance apparaît déterminée non seulement par la situation conjoncturelle du pays, mais aussi par de nombreux autres facteurs qui, certains signes le montrent, jouent à présent un plus grand rôle. Depuis, en particulier, que l'écart de PIB a été comblé (en 1994), les



Bénéfice réel par action aux États-Unis ¹					
	Période ²				
	1965 T4	1972 T2	1977 T1	1985 T2	1994 T3
Évolution sur trois ans ³	0,2	4,7	3,3	0,6	15,4 ⁴
Évolution sur six ans ³	-3,7	3,2	-4,0	0,1	-

¹ Bénéfice par action corrigé de l'indice des prix à la consommation. ² Trimestre où l'écart de PIB est considéré comme comblé. ³ En taux annuel, en %, à partir de la période de référence. ⁴ De 1994 T3 à 1997 T1.

Sources: OCDE; données nationales; estimations BRI.

Tableau IV.3

États-Unis connaissent une expansion des bénéfices nettement plus marquée que lors des phases antérieures comparables (tableau IV.3). Les politiques résolues menées par les entreprises pour comprimer les coûts, l'accélération des progrès technologiques abaissant ceux des biens d'équipement et l'ouverture de nouveaux marchés figurent parmi les éléments les plus fréquemment cités pour expliquer la progression récente des bénéfices et justifier sa poursuite probable.

La viabilité de cette hausse récente des actions dépendra aussi de la persistance d'autres éléments favorables, tels que l'appréciation du dollar EU en 1995-96. Une nouvelle augmentation des taux longs hors des États-Unis ou un goût moins marqué des opérateurs pour le risque pousseraient aussi les cours à la baisse. Un durcissement significatif de la politique monétaire américaine irait probablement dans le même sens.

Prix des actifs et politique monétaire

Pour plusieurs raisons, les banques centrales pourraient vouloir réagir à l'évolution des prix des actifs. La première, qui est reprise aux chapitres VI et VIII, tient au fait que les distorsions de ces prix peuvent nuire à la solidité du système financier. À la fin des années 80, de nombreux pays ont enregistré de fortes hausses des actifs réels et financiers, qui étaient associées à la déréglementation financière et à une rapide expansion du crédit. Lorsque ces hausses se sont révélées insoutenables, le secteur bancaire a subi de lourdes pertes, qui ont aggravé la récession et retardé la reprise. Si cet épisode illustre les risques auxquels on s'expose en ne tenant pas compte des prix des actifs dans la formulation de la politique, force est de reconnaître que leur envolée récente s'est limitée à la sphère financière et ne s'est pas accompagnée d'une vive accélération du crédit; aussi les bilans seraient-ils probablement moins exposés si l'évolution s'inversait. En outre, dans la mesure où les décideurs se préoccupent avant tout de l'incidence d'une chute soudaine des cours sur le système financier, un renforcement de la surveillance et de la réglementation prudentielles paraîtrait plus approprié qu'un ajustement des taux d'intérêt directeurs.

Une deuxième raison pouvant inciter les banques centrales à agir vient de ce que les prix des actifs peuvent jouer un grand rôle dans le mécanisme de transmission. Leur renchérissement risque d'avoir une incidence directe sur la demande de biens et services et, ce faisant, d'accentuer les tensions

Prix des actifs:
rôle dans la soli-
dité du système
financier ...

... dans la
transmission
de la politique
monétaire ...

inflationnistes. Ainsi, dans l'immobilier en particulier, qui constitue la composante essentielle du patrimoine net des ménages, les prix peuvent modifier la richesse et les dépenses de consommation des ménages et influencer la capacité des entreprises à se procurer des fonds et, partant, à investir. Ils influent également sur la valeur des garanties et sur la disposition des banques à octroyer des crédits. Leur importance a été mise en évidence au Royaume-Uni et aux Pays-Bas, l'an dernier, où l'accroissement de la richesse des ménages a fortement stimulé les dépenses de consommation.

Dans la pratique, toutefois, les autorités peuvent hésiter à réagir de façon trop énergique aux modifications des prix des actifs. En effet, il est difficile d'identifier les causes de cette évolution et l'impact qu'elle peut avoir sur la dépense. Dans de nombreux pays, la chute du marché boursier en 1987 semble, en fait, n'avoir guère eu d'incidence dans ce domaine. De surcroît, comme les prix des actifs dépendent étroitement des anticipations concernant les conditions économiques, il est malaisé de prévoir comment ils se comporteront après l'intervention des autorités. Un changement de cap imprévu peut ainsi déclencher une réaction beaucoup plus vive que des mesures qui auraient été anticipées. Il est donc souhaitable que les autorités signalent leurs intentions aux marchés financiers, surtout lorsque l'orientation de la politique sera modifiée. Comme, en plus, les prix des actifs sont déterminés par des anticipations à horizon très lointain, il importe également de prendre en compte l'éventualité d'effets pervers. Par exemple, une rigueur accrue pourrait amener les opérateurs à réviser en hausse leur sentiment sur les perspectives d'une croissance soutenable non inflationniste, ce qui, en fait, conduirait à un renchérissement des actifs.

La troisième raison qui explique l'utilité de la prise en compte des prix des actifs dans la définition de la politique monétaire réside dans les informations qu'ils transmettent sur les prévisions des marchés financiers au sujet de l'orientation monétaire et des conditions macroéconomiques. Il est évident, par exemple, que la pente de la courbe des rendements renseigne sur les attentes en matière de politique monétaire, de croissance économique et d'inflation. Étant donné que les marchés financiers répondent de façon généralement limitée aux changements d'orientation déjà anticipés, ceux-ci peuvent être mis en œuvre plus rapidement lorsqu'il apparaît qu'ils ont déjà été intégrés dans les prix des actifs, tels que les rendements obligataires et cours de change.

Cependant, en dépit de l'utilité que peuvent avoir les prix des actifs en tant qu'indicateurs, régler la politique directement en fonction de leur évolution risquerait de donner lieu à des mouvements qui s'autovalideraient. Si une banque centrale juge, par exemple, qu'une augmentation des taux longs signale une montée des anticipations d'inflation et appelle donc un durcissement monétaire, une telle décision reviendra alors à entériner cette hausse initiale. Elle pourrait, par conséquent, provoquer une tension supplémentaire des taux longs, de nature, à son tour, à induire de nouveaux relèvements des taux courts qui ne seraient pas justifiés par les conditions économiques fondamentales. S'il semble donc inopportun de réagir systématiquement aux prix des actifs, les informations qu'ils sont susceptibles de livrer, en revanche, peuvent être prises en compte dans les prévisions de la banque centrale sur les conditions économiques et jouer un certain rôle dans la formulation de la politique.

... et comme
indicateurs des
anticipations

V. Changes et mouvements de capitaux dans les pays industriels

Faits saillants

Deux éléments, déjà présents en 1995, ont continué de marquer le marché des changes l'an dernier. Le premier, le renforcement du dollar EU, s'est opéré en deux étapes. En dépit de la persistance du déficit commercial, la monnaie américaine a progressé lentement pendant la majeure partie de 1996, les intervenants réagissant à l'écart positif de taux d'intérêt qu'elle offrait et qui semblait devoir s'accroître. Puis, vers la fin de l'année, quand l'expansion économique aux États-Unis a démontré sa vigueur, le dollar s'est nettement apprécié face au mark et au yen.

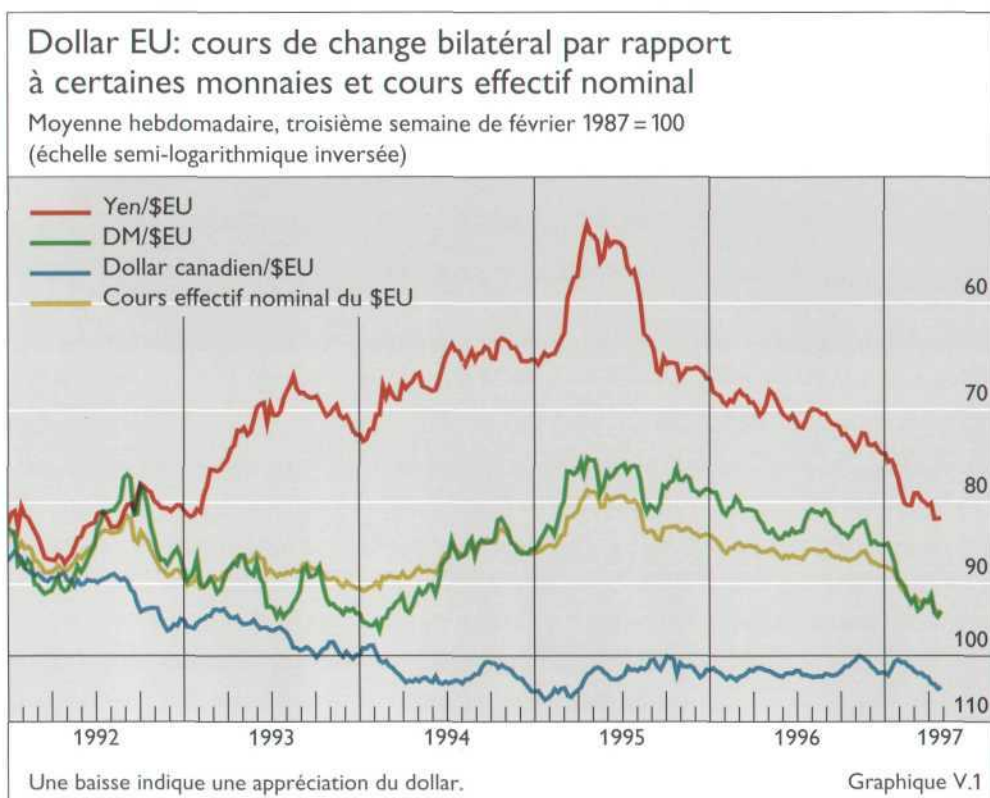
Un renforcement des monnaies européennes vis-à-vis du mark et du franc suisse a accompagné la montée du dollar, aidant ainsi le markka finlandais à entrer dans le MCE, en octobre, et la lire italienne à y revenir, le mois suivant. Le raffermissement des monnaies européennes et la baisse parallèle des rendements obligataires anticipaient et préparaient à la fois le passage à l'euro, qui constitue le second élément de la période sous revue.

De toute évidence, les marchés s'attendent à la mise en place de la monnaie unique: les cours de change à terme indiquent une stabilité de la valeur externe des monnaies considérées comme les mieux placées pour entrer dans l'union monétaire. Les marchés des changes s'apprêtent donc à perdre jusqu'à 10% des transactions mondiales; aussi les opérateurs ont-ils commencé à se recentrer sur le compartiment des marchés émergents, en rapide expansion. Certains commentateurs se sont émus des répercussions que pourrait avoir l'introduction de l'euro sur la gestion des réserves officielles, mais les changements qui vont intervenir dans la composition des actifs privés et des passifs internationaux pourraient être autrement plus importants. De toute façon, il est facile de surestimer l'effet de tels mouvements de portefeuille sur les cours de change. Ce sont vraisemblablement les différences de croissance entre grands pays, et, partant, celles de leurs politiques monétaires, qui exerceront la plus forte influence.

En dernière analyse, le rôle international de l'euro, du dollar et du yen dépendra en partie de leur utilisation comme monnaie d'ancrage par des pays tiers. Grâce à sa large assise, l'euro pourrait s'acquitter de ce rôle mieux que ses prédécesseurs nationaux, mais le dollar dispose d'un avantage d'antériorité. Les politiques de change des pays à croissance rapide pèseront d'un grand poids sur le rôle futur de l'euro dans le monde.

Dollar EU, mark et yen

Le renforcement du dollar face au yen et au mark s'explique par les positions conjoncturelles et leur évolution prévisible ainsi que par les anticipations qu'elles



ont suscitées au sujet de la politique monétaire. La vigueur de la monnaie américaine a contribué à limiter la volatilité à court terme pendant la majeure partie de 1996, mais on peut se demander si l'utilisation croissante de nouveaux instruments sur le marché des changes n'a pas aussi joué un rôle. Comme les fluctuations des grandes monnaies sont restées contenues le plus souvent dans des marges étroites, les trois principaux pays n'ont pas effectué d'interventions officielles pendant les neuf derniers mois de 1996. L'augmentation record des réserves a donc résulté d'amples mouvements de capitaux vers l'Asie, l'Amérique latine et certaines parties de l'Europe.

Dollar et évolution conjoncturelle

Les différences d'évolution conjoncturelle entre les États-Unis, l'Allemagne et le Japon (chapitre II) ont façonné les anticipations concernant l'orientation relative de leur politique monétaire. L'opinion du marché a évolué en dents de scie pendant la plus grande partie de 1996, puis, vers la fin de l'année, s'est ancrée sur l'attente d'un relèvement des taux directeurs américains visant à modérer le dynamisme de l'économie et sur la persistance de faibles taux d'intérêt en Allemagne et au Japon. Ce sentiment se reflète dans l'écart entre taux futurs (graphique V.2), qui donne la clé des mouvements des trois monnaies en 1996.

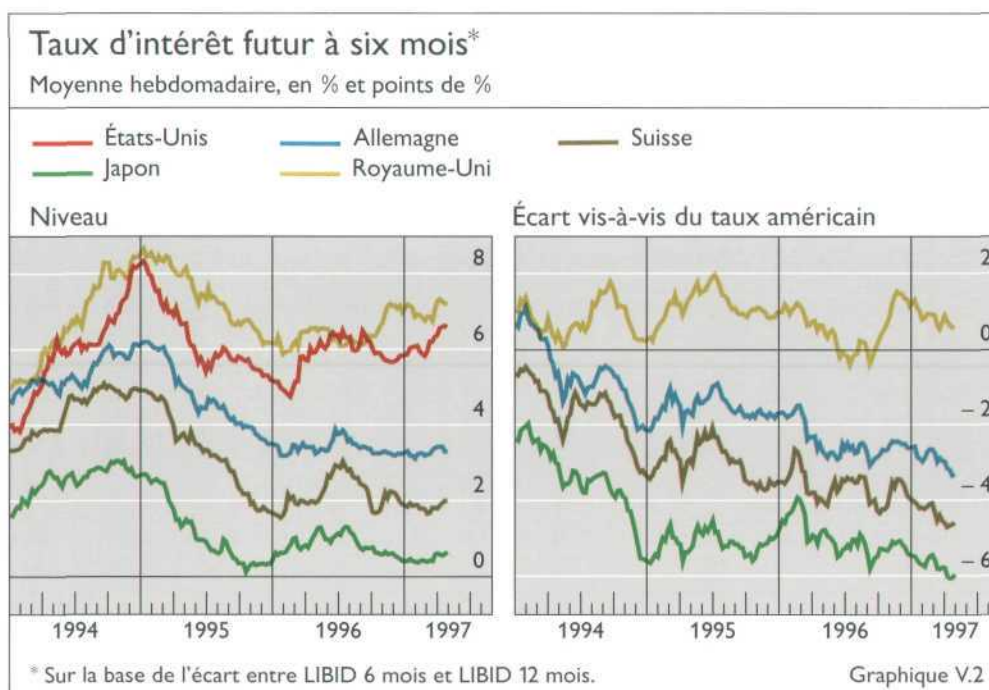
Le dollar s'est apprécié au premier semestre de 1996, le marché anticipant un assouplissement monétaire en Allemagne, vu la médiocrité des données économiques, et une stabilité des taux au Japon. Cette dernière attente ne s'est modifiée que brièvement à la fin d'avril, quand la Banque du Japon a laissé entendre qu'une reprise s'accompagnerait de taux plus élevés, et n'a pas été du

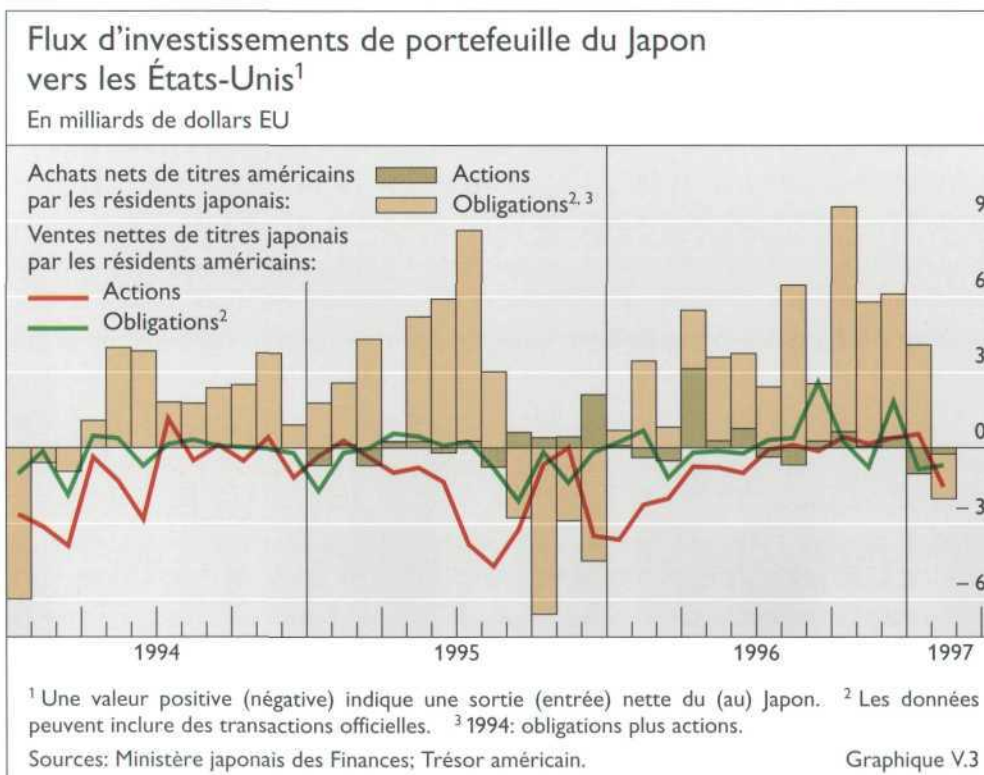
Des changements d'anticipations quant à la politique monétaire laissent le dollar dans une étroite fourchette...

tout affectée par la publication, en juin, de chiffres exceptionnellement hauts pour la croissance au premier trimestre.

Au troisième trimestre, le dollar, sensible aux modifications des anticipations concernant les politiques monétaires américaine et allemande, s'est échangé entre DM 1,47 et DM 1,53. Il a également passé la barre des ¥110, dans un contexte marqué par une baisse des cours des actions au Japon et de nouveaux signes montrant que la reprise dans ce pays n'allait probablement pas continuer d'elle-même, ce qui annonçait le maintien de taux d'intérêt bas. L'ascension du dollar a été interrompue par la chute du marché des actions aux États-Unis, le 16 juillet, qui lui a fait perdre 3 pfennigs. Les boursiers semblent avoir réagi aux signes de croissance rapide, qui ont fait craindre de plus en plus que la Réserve fédérale ne soit contrainte de relever fortement les taux d'intérêt, comme en 1994. Le fait que la monnaie américaine a fléchi en même temps que la Bourse, au lieu de monter avec les taux d'intérêt du dollar, a conduit à se poser la question plus générale du lien entre le dollar et les prix des actifs aux États-Unis.

Au dernier trimestre de 1996, le dollar a encore repris du terrain face au yen alors que les marchés avaient révisé leurs anticipations dans le sens d'une stabilité de la politique monétaire américaine. La médiocrité des résultats économiques et les préoccupations concernant la solidité du système financier au Japon rendaient moins probable, en effet, un relèvement prochain des taux d'intérêt. Comme, en outre, un calme inhabituel régnait dans les relations commerciales avec les États-Unis et que les rendements des obligations d'État japonaises étaient passés au-dessous de 3%, les investisseurs nippons en sont venus à considérer que l'achat à l'étranger de titres mieux rémunérés présentait moins de risques (graphique V.3). Les sorties massives d'investissements de portefeuille du Japon ont été renforcées par une désaffection des investisseurs étrangers à l'égard de la Bourse de Tokyo. Malgré la reprise des achats de titres





en monnaies étrangères par les institutions et ménages japonais, les opérations transfrontières sont restées très inférieures aux niveaux records qu'elles avaient atteints en 1989 (tableau V.1).

Vers la fin de 1996, le revirement du marché quant aux chances de réalisation de l'union monétaire et l'éventualité d'un abaissement des taux de la Bundesbank ont influencé le cours dollar/mark. La monnaie américaine s'est renforcée pendant la période de grand optimisme au sujet de l'avenir de l'union monétaire, à la fin de novembre, quand la lire a réintégré le MCE, et aux premiers jours de décembre. Au changement d'année, en outre, le marché s'est remis à anticiper un durcissement de l'orientation de la Réserve fédérale et le dollar s'est encore apprécié. Cette évolution a amené les ministres des Finances du Groupe des Sept, en février 1997, à exprimer l'idée que la sérieuse distorsion de change de 1995

... mais, en fin d'année, il est stimulé par l'imminence d'un relèvement des taux américains

Opérations transfrontières sur obligations et actions ¹											
	1975	1980	1985	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
	en % du PIB										
États-Unis	4	9	35	101	89	96	107	129	131	135	164
Japon	2	8	62	156	119	92	72	78	60	65	84 ²
Allemagne	5	7	33	66	57	55	85	171	159	172	200
France		5	21	52	54	79	122	187	201	180	227 ³
Italie	1	1	4	18	27	60	92	192	207	253	468
Canada	3	10	27	55	64	81	113	153	212	194	258

¹ Achats et ventes bruts de titres entre résidents et non-résidents. ² Sur la base des règlements. ³ Janvier-septembre, en taux annuel.

Sources: données nationales.

Tableau V.1

Pouvoir d'achat et valeur d'équilibre fondamental du dollar EU (estimations)						
	Cours du marché ¹ contre dollar	Parité de pouvoir d'achat (PPA)		PPA corrigée de la productivité Goldman Sachs ⁴	Cours d'équilibre fondamental	
		OCDE ²	Penn ³		IIE	SBS ⁴
Mark allemand	1,70	2,05	2,12	1,51	1,45–1,50	1,42
Yen japonais	123	172	188	112	100	94
¹ Au 9 mai 1997. ² Moyenne 1996. ³ 1992. ⁴ Début 1997. Sources: OCDE; Penn World Tables 5.6; Goldman Sachs; mise à jour non officielle (avril 1996) d'estimations par John Williamson, <i>Estimating equilibrium exchange rates</i> , Institute for International Economics (IIE), Washington, D.C. (septembre 1994); Société de Banque Suisse (SBS). Tableau V.2						

était désormais corrigée. À l'époque de leur réunion, le dollar avait gagné 20% contre mark et 52% contre yen par rapport au creux du printemps de 1995. Il a poursuivi sa montée fin février et en mars, le durcissement opéré par la Réserve fédérale à la fin de ce dernier mois, largement anticipé, n'ayant eu qu'un impact modéré. La progression a continué en avril, sous l'effet de données qui confirmaient la vigueur de la demande de main-d'œuvre et l'augmentation des pressions salariales aux États-Unis, alors que le chômage restait élevé en Allemagne et que les hausses d'impôts menaçaient de freiner la demande au Japon.

Rôle conjoncturel
du dollar ...

Ces grands mouvements de change ont eu tendance à réorienter la demande mondiale vers les économies qui connaissaient une croissance plus faible. Ils ont certainement été bénéfiques pour l'Europe (chapitre II), en stimulant les exportations et en soutenant la croissance alors que les gouvernements prenaient des mesures pour réduire leur déficit budgétaire en vue du lancement de la monnaie unique. L'appréciation du dollar a aussi contribué à limiter le risque de surchauffe dans l'économie américaine. Dans une perspective à long terme, toutefois, on peut se demander si son niveau actuel correspond aux données fondamentales.

...et données
fondamentales

Mesuré en fonction de son pouvoir d'achat, le dollar reste sous-évalué (tableau V.2). En d'autres termes, vus de l'extérieur, les biens et services demeurent plus avantageux aux États-Unis qu'en Europe ou au Japon. Si l'on prend pour critère la dynamique des investissements internationaux américains, on arrive à une conclusion différente. Le cours de change d'équilibre fondamental se définit comme le cours effectif compatible avec un déséquilibre des paiements courants qui laisse inchangé le ratio de la dette extérieure au PIB. Sous cet angle, des estimations forcément sujettes à caution donnent à penser que, à son cours de mai 1997, le dollar est quelque peu surévalué vis-à-vis du mark et davantage par rapport au yen. Bien qu'un creusement du solde négatif des paiements courants américains ne puisse apparaître que lentement, le déficit commercial de \$18 milliards enregistré en janvier montre que ce processus a peut-être déjà commencé. D'ailleurs, il semble que l'excédent japonais ait cessé de se réduire en 1996.

Volatilité et cycle du dollar

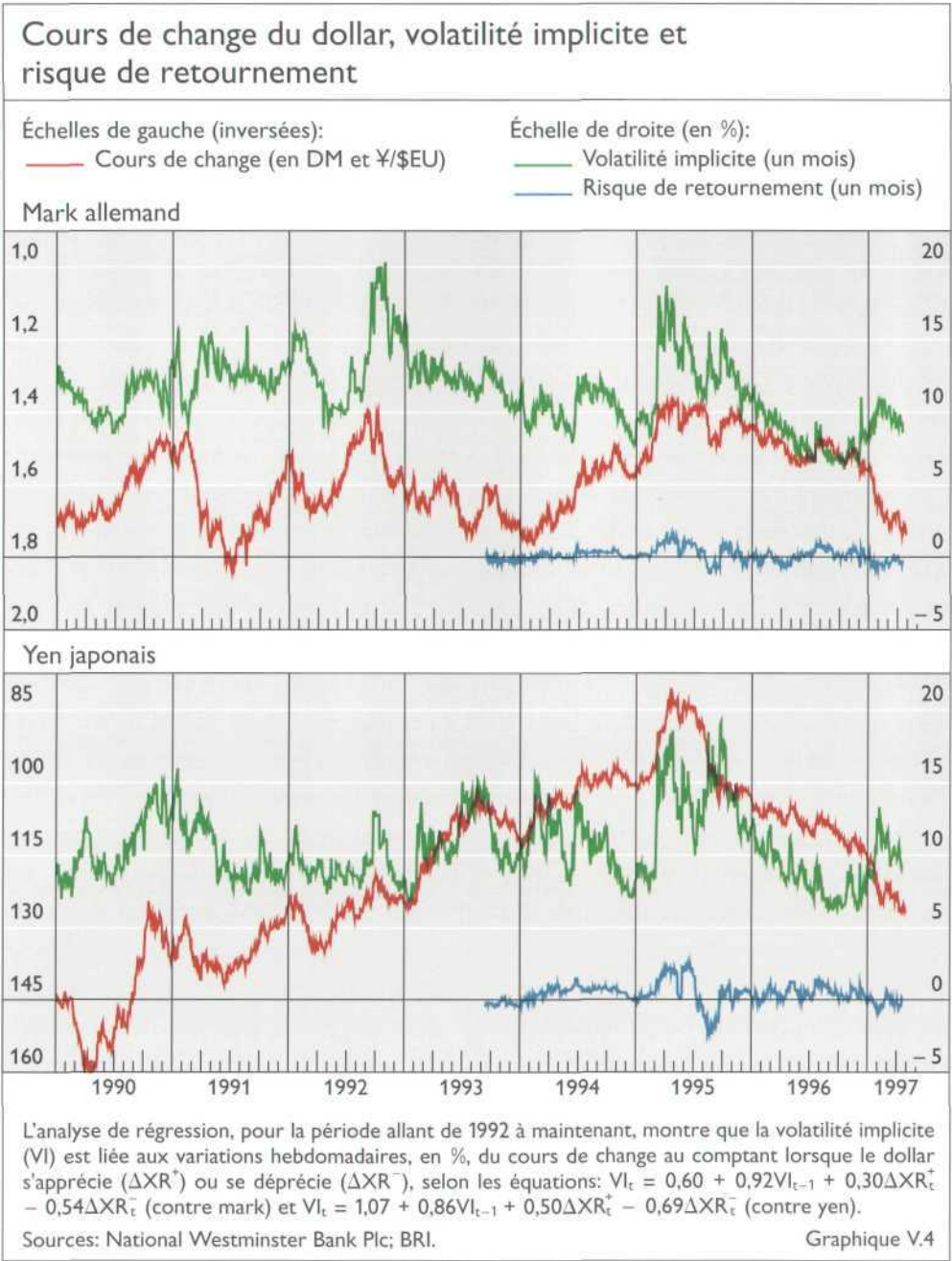
Une faible
volatilité due ...

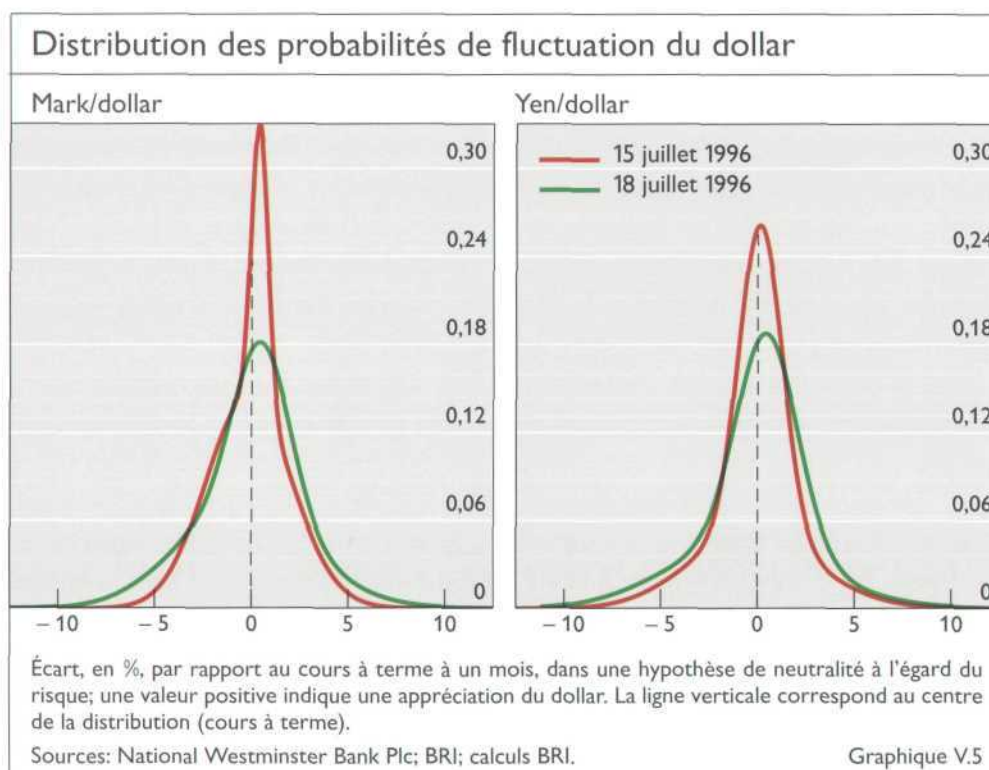
Il est plus facile d'expliquer le vif redressement du dollar depuis 1995 que l'étroitesse inhabituelle des fluctuations à court terme des principaux cours de change ou le

coût modéré des options sur devises (la faible volatilité implicite) pendant la majeure partie de 1996 (graphique V.4). Les grandes banques centrales, qui ne voyaient aucune raison d'intervenir dans des marchés aussi calmes, ont été amenées à se demander si cette faible volatilité allait durer. Leurs réflexions se sont concentrées sur une nouvelle génération d'options qui seraient à l'origine d'une réduction définitive de la volatilité. Toutefois, le rôle joué par le cycle du dollar dans cette situation, qui pourrait n'être qu'une simple accalmie, mérite une certaine attention.

La hausse tendancielle du dollar peut expliquer en partie sa faible volatilité en 1996. En effet, comme les États-Unis ont accumulé une dette extérieure nette et continuent d'enregistrer un déficit des paiements courants, les investisseurs et opérateurs internationaux ont une position nette longue en dollars. La couverture à la baisse sur la monnaie américaine conduit à acquérir des options

... à l'évolution
tendancielle du
dollar ...





plus coûteuses (avec une volatilité implicite plus forte) que dans le cas d'une protection à la hausse. C'est pourquoi le bond du dollar au tournant de l'année n'a pas fait monter la volatilité au-dessus de ses niveaux moyens.

L'épisode de faiblesse du dollar à la mi-juillet a fait croire à l'existence d'un lien entre les patrimoines financiers mondiaux et le prix des options sur dollar. Comme les marchés des actions cédaient du terrain aux États-Unis et ailleurs, et avec eux le dollar, les intervenants ont fait monter la volatilité implicite (élargissant la distribution des probabilités) et privilégié l'hypothèse d'une poursuite de la baisse de la monnaie américaine, gonflant ainsi l'extrémité gauche de la courbe (graphique V.5).

Le niveau généralement bas de la volatilité implicite en 1996 a pu être dû également à la popularité croissante d'une nouvelle génération d'options, baptisées options à tunnel ou binaires. Avant la mise en place de ces instruments, le spéculateur qui tablait sur la stabilité d'un cours de change pouvait vendre des options d'achat et de vente aux environs du cours en vigueur. Cette stratégie comportait généralement un risque de perte *illimitée* en cas de forte fluctuation; par conséquent, rares étaient les investisseurs à entreprendre de telles transactions, et encore ne le faisaient-ils que pour des contrats à court terme. En revanche, avec la nouvelle génération d'options, les opérateurs qui ne sont pas disposés à perdre plus d'un montant donné peuvent facilement parier sur un change stable, même à l'horizon d'un an. Les options binaires leur permettent, contre versement d'une somme *certaine*, qui sera perdue si le cours fluctue *hors* d'une bande prévue, de recevoir en contrepartie un «multiple attractif» si le taux reste *dans* la même fourchette.

Dans les marchés financiers mondialisés de 1996, caractérisés par une liquidité abondante et une recherche généralisée des meilleurs rendements, ces

... et à l'arrivée de nouveaux intervenants sur le marché des options

instruments ont offert un moyen inédit d'accroître la rentabilité. Le paiement de montants prédéterminés a permis à de nouvelles catégories d'investisseurs de jouer sur la volatilité des monnaies. Même des opérateurs disposant d'un revenu fixe et donc très sensibles au risque de perte, ainsi que des fonds de placement et entreprises d'investissement, ont pris des positions de ce type. On citera pour exemple un instrument en francs suisses, vendu à la clientèle, qui ne payait aucun intérêt (perte d'opportunité) si le cours franc/dollar sortait d'une fourchette donnée, mais offrait un taux supérieur au marché (multiple attractif) s'il s'y maintenait.

Ces nouvelles options ont pu contribuer également, l'an dernier, à réduire la volatilité des changes. Les teneurs de marché qui assuraient la contrepartie de ces transactions se sont couverts en vendant des options ordinaires ou en tirant parti des fluctuations du dollar au comptant. Ces deux stratégies de couverture ont généralement accentué la tendance à la baisse de la volatilité implicite et maintenu les cours au comptant à l'intérieur des fourchettes. Bien entendu, comme la perception de la vigueur de l'économie américaine s'est confirmée vers la fin de l'année, les nouvelles options n'ont pas empêché le dollar de monter ni la volatilité de revenir à ses niveaux habituels.

Évolution des réserves et financement des paiements courants

Les réserves officielles en devises se sont accrues en 1996 d'un montant record atteignant presque \$200 milliards, à cours de change constants (tableau V.3), bien

Réserves officielles en devises					
	1993	1994	1995	1996	Encours à fin 1996
en milliards de dollars EU					
Variation, à cours de change courants					
Total	110,9	151,8	199,4	169,5	1 517,8
Pays industriels	32,0	60,9	80,1	72,9	707,0
NEI d'Asie ¹	20,5	30,3	21,3	15,6	261,6
Autres pays	58,4	60,6	98,0	81,0	549,2
Variation, à cours de change constants ²					
Total	115,7	111,6	181,8	196,5	1 517,8
En dollars	73,9	91,8	156,1	145,8	1 041,5
Avoirs aux États-Unis ³	66,4	38,3	106,0	122,0	712,1
Dépôts bancaires hors des États-Unis ⁴	0,6	30,0	-15,4	19,2	126,2
Non attribué	6,9	23,5	65,5	4,6	203,2
En autres monnaies	41,8	19,8	25,7	50,7	476,3
dont dépôts bancaires ⁴	6,2	1,8	7,7	8,0	122,1

¹ Corée, Hong-Kong, Singapour et Taiwan. ² Chiffres en partie estimés; cours de change de fin d'année. Le montant résiduel a été attribué sur la base des réserves connues. ³ À l'exclusion des paiements anticipés d'achats de matériel militaire à l'étranger et de la valeur courante des obligations à coupon zéro émises pour les gouvernements argentin, mexicain et vénézuélien en garantie de leurs obligations Brady. ⁴ Dépôts des institutions monétaires officielles auprès des banques déclarantes BRI.

Sources: FMI; données nationales; BRI.

Tableau V.3

Accroissement
record des
réserves malgré
des interventions
limitées des grandes
banques centrales

que les autorités monétaires allemandes et américaines n'aient effectué aucune intervention sur les marchés des changes durant l'année, ni même au premier trimestre de 1997. La Banque du Japon, qui avait enregistré une augmentation de \$21 milliards de ses réserves sur les quatre premiers mois de 1996, au titre des interventions et des intérêts perçus, ne semble pas non plus avoir mené d'opération de ce type au cours des douze mois suivants. La progression de \$14 milliards des réserves japonaises pendant les neuf derniers mois de 1996 paraît représenter surtout les bénéfices réalisés sur l'encours des réserves en devises, qui atteignait \$207 milliards en fin d'année. Le gonflement des réserves officielles a concerné d'autres pays d'Asie, notamment la Chine, ainsi que l'Amérique latine. En Europe, l'Espagne et l'Italie ont également renforcé notablement leurs réserves, grâce aux acquisitions par les non-résidents d'obligations en pesetas et en liras et aux interventions des banques centrales de ces deux pays sous forme d'achats de dollars ou de marks.

Les entrées
officielles aux
États-Unis ont été
dues aux flux de
capitaux vers les
marchés émergents

Les États-Unis ont financé l'essentiel de leur déficit des paiements courants en 1996 par des entrées officielles. Cela s'était déjà produit en 1987 et 1995 mais, cette fois, les raisons ont été différentes. Les deux années en question, la monnaie américaine avait souffert de la réticence des investisseurs privés étrangers à absorber la masse de dollars correspondant au déficit des paiements courants des États-Unis aux taux de change et d'intérêt qui prévalaient alors; la faiblesse du dollar par rapport aux grandes monnaies avait amené les autorités du Groupe des Dix à intervenir en sa faveur. En 1996, au contraire, il s'est apprécié à leur égard et la course aux rendements sur les marchés mondiaux (chapitres III, VI et VII) a provoqué des sorties massives de fonds vers les marchés émergents. Comme nombre d'entre eux rattachent leur monnaie au dollar, les interventions sur les changes qui ont alors été effectuées ont entraîné un accroissement des réserves, ce surplus étant généralement investi en titres du Trésor des États-Unis et autres instruments liquides en dollars.

En ce qui concerne le recyclage de l'excédent des paiements courants du Japon, il a surtout pris, en 1996, la forme de sorties de capitaux privés. Comme les rendements des obligations domestiques étaient inférieurs à 3% et que l'atténuation des conflits commerciaux rendait peu probable une hausse du yen, les investisseurs institutionnels et les ménages japonais se sont tournés vers des titres américains (\$45 milliards), britanniques (\$10 milliards), canadiens (\$4 milliards) et australiens (\$3 milliards) mieux rémunérés.

Monnaies européennes et dollar canadien

Le Rapport annuel de l'an dernier montrait l'existence d'un réseau de relations de change qui lie le sens des cours de change européens aux mouvements du couple dollar/mark. Ces relations peuvent s'expliquer par les échanges commerciaux, le synchronisme des fluctuations cycliques et le degré d'internationalisation des portefeuilles.

Relations de change

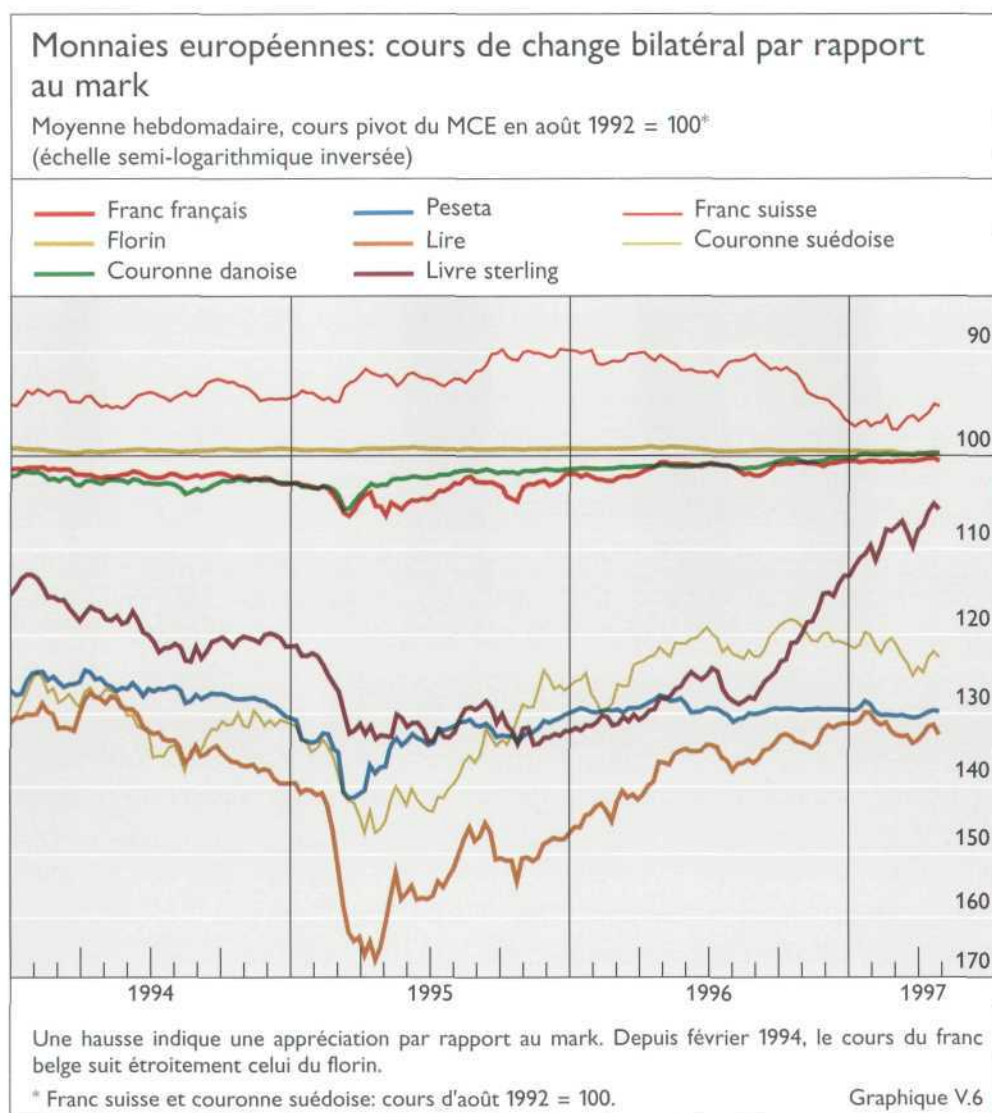
La relation avec le
cours dollar/mark
réflète...

Le renforcement du dollar EU face au mark en 1996 et pendant les premiers mois de 1997 s'est accompagné d'un phénomène identique pour la plupart des

monnaies européennes, à l'exception notable du franc suisse (graphique V.6). Cette évolution récente concorde avec un schéma déjà observé dans le passé. En général, quand le mark se déprécie face au dollar, le franc suisse baisse encore plus; la majorité des autres monnaies européennes perdent aussi du terrain à l'égard du dollar, mais à un degré moindre, et se renforcent ainsi vis-à-vis du mark, tandis que les dollars canadien et australien montent par rapport à celui des États-Unis (graphique V.7). Habituellement, les monnaies des pays voisins de l'Allemagne – et, tout récemment, l'escudo et la peseta – suivent le mark de très près, alors que pour la livre sterling, la livre irlandaise, la lire et la couronne suédoise la variation du cours représente seulement la moitié, ou un peu plus, de celle du mark.

Les coefficients de corrélation indiqués pour mémoire dans le tableau V.4 montrent à quel point les mesures des liens commerciaux, du synchronisme des fluctuations cycliques et de la composante internationale des portefeuilles expliquent la sensibilité des cours de change. C'est l'intensité des échanges qui suit de plus près les relations entre monnaies. Étant donné les élasticités observées, les variations du cours dollar/mark ont tendance à exercer un effet

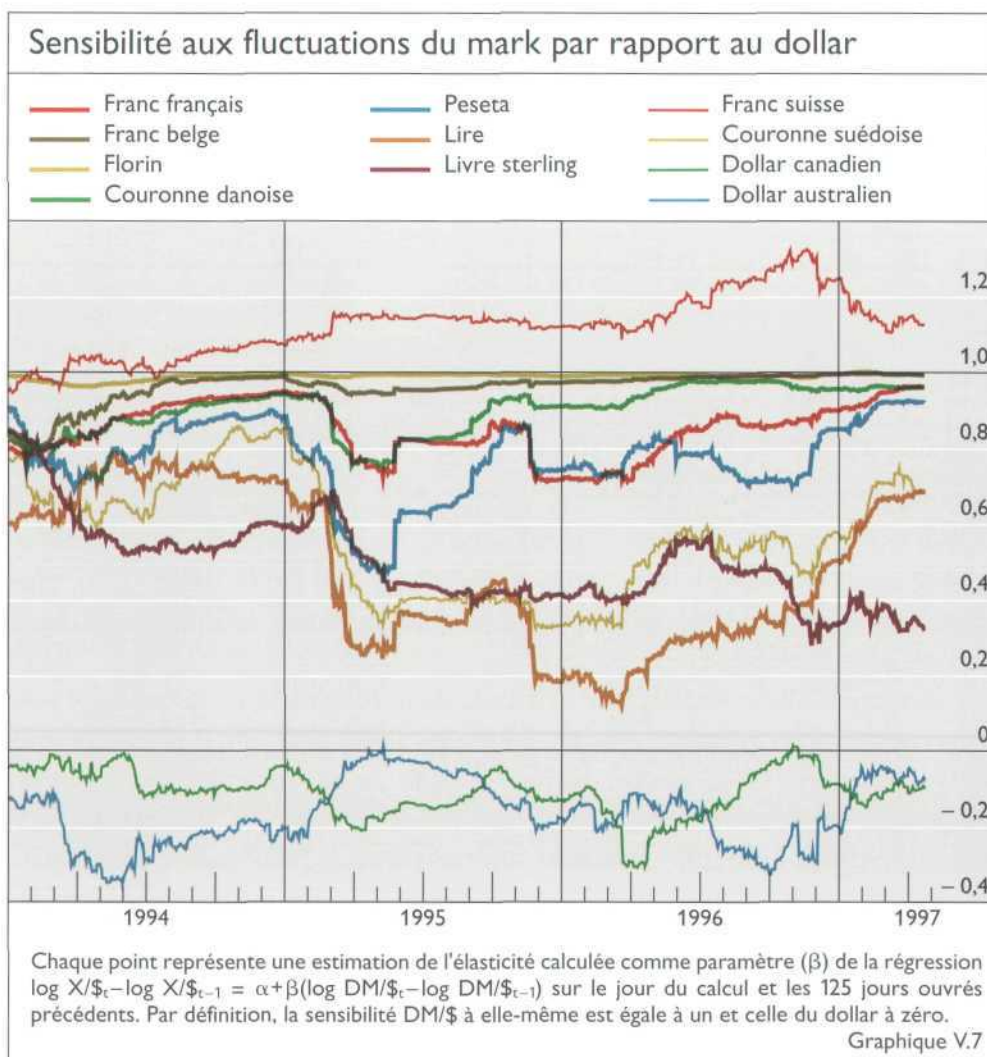
... les liens
commerciaux ...



... le degré de
synchronisme
des cycles
conjoncturels ...

assez similaire sur les cours effectifs des monnaies européennes. Néanmoins, ces élasticités, tout comme la structure des échanges commerciaux, font apparaître que la dépréciation récente du mark a davantage amélioré la compétitivité de l'Allemagne que celle de ses voisins.

Des échanges commerciaux intenses – comme c'est le cas entre l'Allemagne et les Pays-Bas – peuvent créer des liens étroits entre les monnaies en incitant les autorités à porter plus d'attention à la stabilité du cours de change bilatéral. Les relations commerciales transmettent aussi les impulsions conjoncturelles au-delà des frontières. Les pays qui se trouvent à la même phase du cycle économique appliquent généralement une politique monétaire similaire et enregistrent des résultats analogues en matière de balance des paiements, de sorte que leur cours de change varie de façon semblable. Toutefois, la symétrie des fluctuations conjoncturelles correspond moins étroitement aux relations entre monnaies que l'intensité des échanges. Ainsi, le fait que, depuis la fin de 1996, le dollar canadien a été incapable de suivre son schéma habituel, en s'appréciant vis-à-vis de la monnaie américaine lorsque celle-ci est orientée à la hausse, s'explique par le décalage des situations conjoncturelles. Comme l'inflation était faible et le chômage encore élevé au Canada, les autorités y ont



Explication de la sensibilité des cours de change										
	Sen- sibilité ¹	Intensité des échanges ²		Corrélation des cycles économiques				Indice d'inter- nationali- sation ⁵	Pour mémoire: variations du cours du dollar le 16 juillet 1996	
				Écarts de PIB ³		Chocs au niveau de l'offre ⁴				
		avec DE	avec US	avec DE	avec US	avec DE	avec US		variation en % ⁶	par rap- port à la variation DM/\$
Franc suisse	1,05	2,87	0,59	0,40	0,25	0,34	0,20	3,44	- 2,1	1,37
Mark	1,00	0,00	0,34	1,00	0,20	1,00	0,18	1,39	- 1,5	1,00
Florin	0,94	2,75	0,53	0,63	0,39	0,24	0,18	0,89	- 1,4	0,94
Franc belge	0,93	2,22	0,48	0,52	0,09	0,39	0,15	1,05	- 1,4	0,95
Couronne danoise	0,84	2,22	0,29	0,29	0,42	0,21	0,17	-	- 1,4	0,94
Franc français	0,82	1,94	0,42	0,38	0,14	0,36	0,16	0,67	- 1,3	0,82
Escudo	0,82	1,68	0,30	0,33	-0,00	0,02	-0,05	-	- 1,3	0,81
Peseta	0,73	1,87	0,33	0,10	-0,33	-0,03	-0,08	-	- 1,2	0,81
Livre irlandaise	0,53	1,15	0,75	-	-	-	-	-	- 0,5	0,33
Couronne suédoise	0,49	1,59	0,43	0,28	0,29	0,08	0,19	-	- 0,5	0,31
Livre sterling	0,46	1,39	0,81	-0,01	0,56	-0,05	0,13	0,89	- 0,3	0,32
Lire	0,45	1,93	0,40	0,55	0,41	0,25	0,25	0,62	- 0,6	0,39
Dollar EU	0,00	0,41	0,00	0,20	1,00	0,18	1,00	1,62	0,0	0,00
Dollar canadien	-0,09	0,14	5,29	0,06	0,86	-0,24	0,22	-	0,2	-0,12
Dollar australien	-0,12	0,36	0,92	-0,07	0,76	-0,05	0,05	-	0,2	-0,16
Pour mémoire: corrélation avec les sensibilités ⁷										
des valeurs	1,00	0,93	-0,63	0,69	-0,71	0,75	-0,06	0,58	-0,96	0,97
des rangs ⁸	1,00	0,88	-0,41	0,68	-0,57	0,69	0,00	0,80	-0,95	0,95

¹ Cette sensibilité est représentée par la pente de la régression, sur la période 1994-96, des variations quotidiennes, en %, du cours du dollar sur les variations, en %, du cours dollar/mark. ² Ratio de la part des échanges bilatéraux avec l'Allemagne (les États-Unis) à la part de l'Allemagne (des États-Unis) dans le commerce mondial. ³ Corrélation des écarts de PIB (PIB potentiel estimé au moyen du filtre d'Hodrick-Prescott). ⁴ Estimations obtenues d'après la méthode de Bayoumi et Eichengreen décrite dans «Shocking Aspects of European Monetary Integration», *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press (1993), mais en utilisant les données trimestrielles de 1980 à 1995 avec un décalage de quatre périodes. ⁵ Ratio des dépôts transfrontières et locaux en devises dans chaque monnaie au PIB du pays d'émission en 1995. Un chiffre élevé indique une forte utilisation internationale de la monnaie comparativement à la taille du marché national des capitaux. ⁶ Une évolution négative indique une appréciation par rapport au dollar. ⁷ Comme l'intensité des échanges avec l'Allemagne (les États-Unis) n'est pas définie pour l'Allemagne (les États-Unis), ces deux pays ne sont pas pris en compte. ⁸ Corrélation des rangs de Spearman.

Tableau V.4

¹ Cette sensibilité est représentée par la pente de la régression, sur la période 1994-96, des variations quotidiennes, en %, du cours du dollar sur les variations, en %, du cours dollar/mark. ² Ratio de la part des échanges bilatéraux avec l'Allemagne (les États-Unis) à la part de l'Allemagne (des États-Unis) dans le commerce mondial. ³ Corrélation des écarts de PIB (PIB potentiel estimé au moyen du filtre d'Hodrick-Prescott). ⁴ Estimations obtenues d'après la méthode de Bayoumi et Eichengreen décrite dans «Shocking Aspects of European Monetary Integration», *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press (1993), mais en utilisant les données trimestrielles de 1980 à 1995 avec un décalage de quatre périodes. ⁵ Ratio des dépôts transfrontières et locaux en devises dans chaque monnaie au PIB du pays d'émission en 1995. Un chiffre élevé indique une forte utilisation internationale de la monnaie comparativement à la taille du marché national des capitaux. ⁶ Une évolution négative indique une appréciation par rapport au dollar. ⁷ Comme l'intensité des échanges avec l'Allemagne (les États-Unis) n'est pas définie pour l'Allemagne (les États-Unis), ces deux pays ne sont pas pris en compte. ⁸ Corrélation des rangs de Spearman.

Tableau V.4

abaissé onze fois leurs taux directeurs en 1996, et, au début de 1997, les taux canadiens à court terme n'ont pas suivi immédiatement la montée de leurs homologues aux États-Unis.

Un autre élément d'explication réside dans l'origine des capitaux qui vont d'Europe vers l'Amérique du Nord. Compte tenu de l'importance des placements internationaux en francs suisses, lorsque le dollar se renforce, le franc suisse est affecté de façon disproportionnée par un exode de capitaux de l'Europe vers l'Amérique du Nord et s'affaiblit en conséquence. Le ratio des dépôts internationaux par rapport au PIB donne une idée approximative de ce biais des portefeuilles: il est particulièrement élevé pour le franc suisse, moins pour le franc français et encore moins pour la lire.

Les événements de 1995 et 1996 donnent à penser que la relation causale entre la vigueur du dollar et la cohésion des monnaies européennes (ou les

... et les
mouvements
internationaux
des capitaux

perspectives de l'union monétaire) fonctionne dans les deux sens. Si l'affaiblissement des monnaies européennes par rapport au mark, en réaction à la chute du marché des actions aux États-Unis le 16 juillet 1996, montre bien l'impact d'un événement survenu en Amérique sur les cours de change européens, le fléchissement du dollar au moment où des doutes ont surgi quant à l'ampleur de la participation à l'union monétaire en septembre 1995 (66^e Rapport annuel) prouve que la relation peut s'inverser.

Monnaies européennes

Élargissement
du MCE et
convergence
des marchés
obligataires

La vigueur du dollar par rapport au mark en 1996 a facilité le raffermissement des monnaies européennes vis-à-vis de ce dernier, permettant au markka finlandais d'entrer dans le MCE, le 20 octobre, et à la lire de réintégrer le mécanisme, le 25 novembre, après une absence de quatre ans. Ces événements contrastaient vivement avec ceux de 1992, année où c'était le mark qui



s'appréciait. Un autre changement notable s'est produit en 1996: la baisse de l'inflation, l'assainissement budgétaire et le renforcement des perspectives d'union monétaire ont induit des entrées substantielles de capitaux, sous forme d'achats d'obligations d'État, en Italie (\$34 milliards jusqu'à la fin de novembre), Espagne (\$16 milliards) et Suède (\$5 milliards). Le resserrement des écarts de taux d'intérêt à l'égard de l'Allemagne dans les trois pays montre bien comment les marchés des obligations et des changes ont réagi de concert à ces bonnes nouvelles (graphique V.8).

Évoluant selon leurs relations habituelles, mais de façon plus accentuée, la livre sterling s'est renforcée vis-à-vis du mark en 1996 et le franc suisse s'est affaibli. L'annonce, en mars, d'élections législatives au Royaume-Uni le 1^{er} mai 1997 n'a pas empêché la livre de monter à DM 2,77 (son cours plancher dans le MCE pendant la période 1990–92). Les taux d'intérêt à terme semblaient anticiper que les élections seraient suivies, de toute façon, d'un relèvement des taux d'intérêt. En fait, l'annonce, le 6 mai, que la Banque d'Angleterre bénéficierait d'une plus grande indépendance a accompagné la hausse des taux courts, causant ainsi une nouvelle appréciation de la monnaie par rapport au mark et au dollar. La question s'est posée de savoir si la livre sterling ne jouait pas un rôle de monnaie refuge contre les incertitudes entourant l'union monétaire; quoi qu'il en soit, il est apparu que depuis la fin des années 70 elle n'avait jamais suivi le dollar aussi étroitement que l'an passé (graphique V.7). Quant au franc suisse, sa baisse s'explique par des signes persistants de stagnation de l'économie et un assouplissement très marqué de la politique monétaire à la fin de 1996.

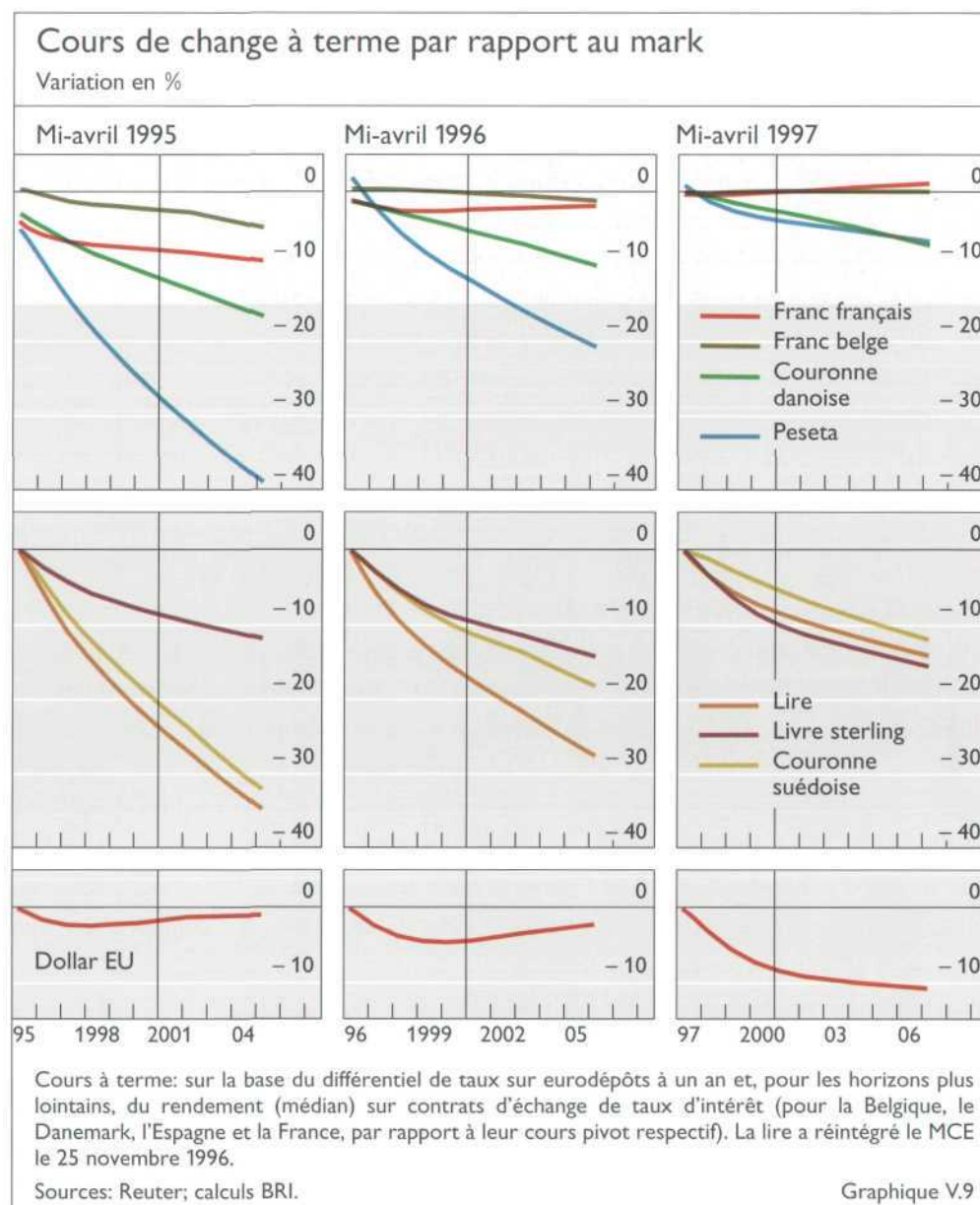
Introduction de l'euro

Comme la fusion de plusieurs monnaies européennes pour former l'euro est devenue plus probable, l'attention s'est portée vers les effets potentiels de cette évolution sur le marché des changes et la gestion des portefeuilles internationaux ainsi que vers l'utilisation possible de l'euro comme monnaie d'ancrage par des pays n'appartenant pas au monde industriel.

Sentiment du marché concernant l'union monétaire européenne

Les marchés financiers se sont montrés, l'an passé, plus affirmatifs au sujet de la probabilité de l'union monétaire européenne et des monnaies susceptibles d'y entrer. Les rendements des contrats d'échange de taux d'intérêt, négociés sur les marchés dérivés de gré à gré, permettent de mesurer ce changement de sentiment. Les cours de change à terme implicites calculés sur dix ans montrent qu'un certain nombre de monnaies devraient rester stables face au mark (graphique V.9, rangée du haut). En fait, pendant la plus grande partie de l'année, les contrats d'échange à terme en francs français, allant de 1999 à 2004, ont été assortis de taux fixes nettement inférieurs à ceux des instruments correspondants en marks, en raison d'un déplacement massif des portefeuilles français vers les obligations à cause de la faiblesse des taux courts. Cette configuration de taux a perduré, bien que les investisseurs internationaux aient vendu pour \$39 milliards d'obligations d'État françaises au cours des trois

Les indicateurs du marché penchent pour l'union monétaire



premiers trimestres de 1996 et acheté pour \$27 milliards de titres allemands comparables sur l'ensemble de l'année, indépendamment de transactions parallèles sur les contrats d'échange.

Pour les autres monnaies européennes, à l'exception de la livre sterling, les marchés envisageaient, au début de 1997, une stabilité beaucoup plus grande par rapport au mark qu'en 1996 ou l'année précédente (graphique V.9, rangée du milieu). Les récents cours à terme du dollar donnent à penser que la monnaie américaine pourrait rendre à l'euro une partie des gains qu'elle a réalisés dernièrement face au mark.

Effets de l'euro sur le marché des changes

L'union monétaire réduirait le revenu tiré des opérations de négoce et de spéculation sur devises, mais il est vrai qu'un grand nombre d'établissements financiers ont profité de la convergence des taux d'intérêt en Europe. À partir de

l'enquête sur le marché des changes effectuée en avril 1995 par les banques centrales et autorités monétaires de vingt-six pays, on peut évaluer l'ampleur de la perte d'activité prévisible. Il faut toutefois souligner d'emblée qu'une estimation de ce type ne peut être qu'approximative, puisqu'on ne dispose d'aucune ventilation précise, par exemple, pour les transactions en francs français contre livres sur le marché de Londres. En outre, les calculs risquent de sous-estimer la réduction potentielle en volume dans la mesure où l'échange de deux monnaies européennes représente généralement une double opération, de francs français contre marks, par exemple, puis de marks contre livres. Il convient d'indiquer également que la baisse de volatilité de nombreux cours de change intra-européens (la volatilité implicite du couple franc français/mark a été de 2% en moyenne en 1996, contre 7% en avril 1995) a fort bien pu provoquer un ralentissement des transactions, de sorte que la contraction projetée de l'activité aurait déjà commencé. Ces réserves étant précisées, l'enquête de 1995 laisse entendre que le marché des changes pourrait être amputé de 10% avec l'instauration de l'euro (tableau V.5).

Il importe de replacer cette contraction prévisible de l'activité dans le contexte d'un rétrécissement des marges de négociation provoqué par le développement récent et rapide du courtage électronique pour les opérations de change au comptant. En 1995, les opérations directes entre banques représentaient entre les deux tiers et les trois quarts du volume total des transactions, le reste étant centralisé par les courtiers. Reuter, qui gère un réseau par lequel les banques négocient directement les devises entre elles, a mis sur pied en 1992 un service de courtage électronique visant à concurrencer les courtiers. L'année suivante, un consortium de banques réagissait en créant un système rival, appelé Electronic Broking Service (EBS). Au cours des dix-huit derniers mois, le volume des transactions via EBS (et Reuter, pour lequel on ne dispose pas de chiffres cependant) s'est développé très rapidement (graphique V.10). L'essor du courtage électronique se fait essentiellement au détriment des courtiers. Certaines banques de dimension plus modeste, toutefois, ont réduit leurs négociations directes puisque le système électronique leur offre un accès transparent et peu coûteux leur permettant de suivre l'évolution des cours. Une fois que les échanges sur un couple de monnaies atteignent la masse critique, le courtage électronique peut offrir des marges très étroites, d'un ou deux centièmes de pfennig sur dollar/mark, par exemple, soit trois fois moins environ qu'auparavant. Ainsi, l'union monétaire comporte la perspective d'une diminution d'activité dans un marché qui doit déjà s'adapter au rétrécissement des marges.

Confrontés à de tels défis, les cambistes recentrent leur activité sur le marché, en pleine expansion, des monnaies autres que celles des pays industriels. En tant que substituts, les monnaies des économies émergentes offrent des marges plus importantes aux opérateurs interbancaires (mais il est prévu également d'intégrer ces devises au courtage électronique). Il n'est guère facile d'obtenir des informations sur beaucoup d'entre elles, même si la prochaine enquête trisannuelle des banques centrales en 1998 prévoit d'étendre au-delà de vingt-six le nombre des participants. Des données émanant de sources officielles et de marché font apparaître, cependant, que les transactions sur des

... combinée à un rétrécissement des marges dû au développement du courtage électronique ...

... réoriente les stratégies vers de nouvelles monnaies

Union monétaire européenne et volume des transactions de change

En milliards de dollars EU et en %¹

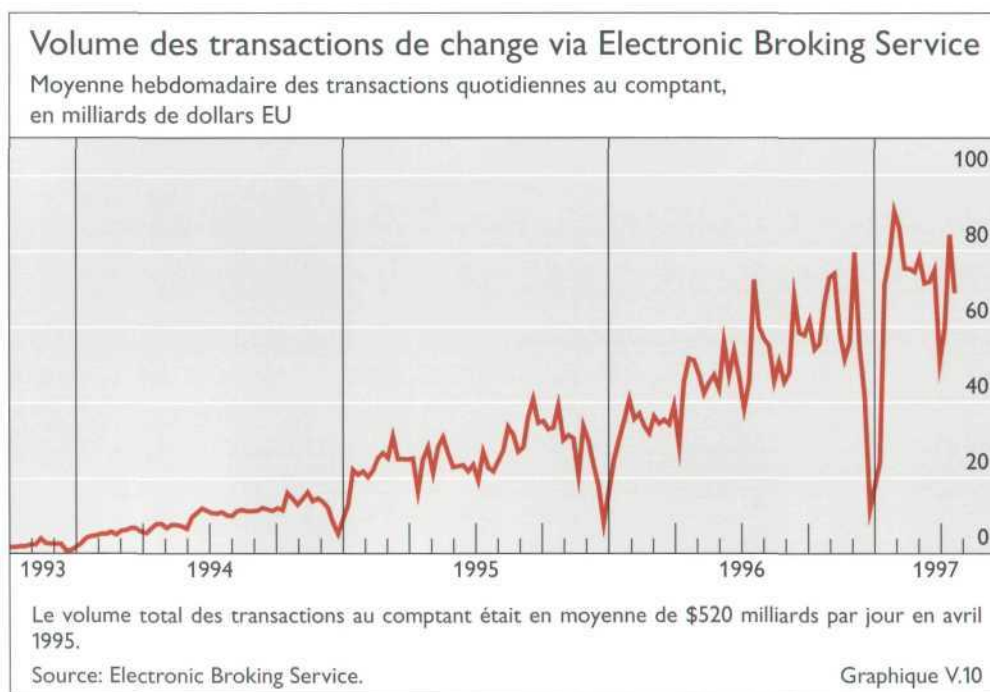
	Volume en avril 1995						
	Chiffres effectifs					Dans l'hypothèse de l'union monétaire (total moins total SME)	
	Total ²		contre:				
			dollar ²	total SME ³	dont mark ²		
Dollar EU	1 313	84%	–	714	365	1 313	92%
Monnaies de l'UE/euro	1 099	70%	714	300	140	799	56%
Mark	584		365	140	–	(443)	
Franc français	127		72	53	50	(74)	
Florin	27		18	9	7	(18)	
Écu	36		25	11	10	(25)	
Franc belgo-luxembourgeois	29		20	9	8	(20)	
Schilling	8		5	3	3	(5)	
Livre irlandaise	3		2	1	0	(2)	
Markka	5		3	2	2	(3)	
Couronne danoise	23		17	6	5	(17)	
Couronne suédoise	26		15	10	9	(15)	
Livre sterling	140		103	32	29	(108)	
Peseta	33		25	8	8	(25)	
Escudo	4		2	2	1	(2)	
Lire	49		39	10	9	(39)	
Drachme	4		2	2	1	(2)	
Yen	371	24%	329		33	371	26%
Franc suisse	116		86		26	116	
Dollar canadien	50		49		1	50	
Dollar australien	40		39			40	
Monnaies émergentes	25		23			25	
Dollar de Hong-Kong	15		14			15	
Dollar de Singapour	6		5			6	
Rand d'Afrique du Sud	4		4			4	
Autres pays déclarants et montants non attribués	130		71		18	130	
Total général	1 572	100%	1 313	1 099	584	1 422	100%

Chiffres en italique: estimations; entre parenthèses: contribution des monnaies de l'UE aux transactions sur euro.

¹ Montants corrigés des doubles comptages entre opérateurs locaux. Comme le volume est indiqué chaque fois qu'une monnaie donnée apparaît dans l'un des volets d'une transaction, les opérations sont enregistrées deux fois. Pour en tenir compte, le total général est divisé par deux et fixé à 100%. Les chiffres étant arrondis, les totaux ne correspondent pas nécessairement à la somme des divers éléments. Les monnaies de l'UE (hors Écu) sont classées en fonction de l'opinion recueillie lors d'un sondage sur la probabilité d'entrée dans l'union monétaire dès le départ (*Consensus Forecasts*, août 1996). Certaines transactions entre monnaies du SME qui s'effectuent actuellement par le truchement du dollar EU disparaîtraient dans l'hypothèse de l'union monétaire. Par conséquent, la part des monnaies indiquée dans la dernière colonne surestime l'importance de l'euro, sous-estime celle du yen et illustre correctement celle du dollar. ² On ne peut faire une décomposition que pour le mark, le franc français, l'Écu et la livre sterling; la désagrégation des «autres monnaies du SME» (\$212 milliards pour le total général, \$148 milliards contre dollar et \$53 milliards contre mark dans les tableaux 1-D, 1-E et 1-F) est estimée en prenant, pour chaque monnaie, la part des transactions en monnaie locale comme proportion de ces transactions pour toutes les autres monnaies du SME (tableau 1-G). ³ Le total franc français (livre sterling) dans le SME est obtenu par estimation, en déduisant du total des transactions en francs (livres sterling) la somme des opérations en francs (livres sterling) contre dollars et des transactions à Paris (Londres) en francs (livres sterling) contre yens, francs suisses, dollars canadiens et dollars australiens. L'estimation du total du SME pour chacune des autres monnaies de l'UE est obtenue en déduisant du total la somme de ses transactions contre dollars (les transactions locales de ces monnaies contre yens, francs suisses et autres représentent des montants négligeables).

Sources: Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1995; calculs BRI.

Tableau V.5



monnaies qui ne figuraient pas dans l'enquête de 1995 connaissent un développement rapide (tableau V.6). Le total de ces activités représente plus du tiers du volume des opérations intra-européennes qui risquent de disparaître avec l'introduction de l'euro. Les transactions sur rupiah indonésienne contre dollar et yen, par exemple, atteignent déjà un montant pratiquement égal à celui des échanges lire contre mark en avril 1995. L'essor de l'activité sur de nombreuses monnaies «exotiques» est dû notamment au fait que les investisseurs internationaux préfèrent acheter ces monnaies à terme plutôt que de placer leurs fonds en titres d'État de ces pays ou en dépôts dans leurs banques. Autrement dit, les transactions à terme leur permettent de s'assurer le rendement élevé qu'offrent les marchés émergents, sans attendre que les pays aient réformé les prélèvements à la source, dispositifs de conservation, coefficients de réserve et autres éléments qui dissuadent d'y détenir des liquidités.

Euro et recomposition des portefeuilles

On s'est beaucoup interrogé, l'an dernier, sur l'attitude que les gestionnaires de portefeuilles internationaux allaient adopter, à court et à long terme, face à l'introduction de l'euro. Les opérateurs de marché se sont surtout préoccupés de l'éventualité que les réserves officielles ne se déplacent du mark vers le dollar dans un premier temps pour se reporter par la suite sur l'euro. Or, les réserves internationales actuelles en monnaies européennes sont beaucoup trop faibles comparées à l'importance potentielle de la zone euro, en termes de production et d'échanges mondiaux. Si l'on exclut, en particulier, les avoirs de réserve réciproques des pays de l'Union européenne, il apparaît que la part de ces pays membres du G 10 dans la production du Groupe et les échanges mondiaux est deux fois plus grande que celle de leurs monnaies dans les réserves internationales (graphique V.11).

Volume des transactions de change en monnaies émergentes

En milliards de dollars EU

Monnaie	Transactions locales ¹		Transactions mondiales		
	avril 1995 ²	avril 1996 ²	mars 1996 ²	avril 1997 ²	début 1996 ³
Amérique latine	9,1	10,9	>5,8	n.d.	
Argentine: peso	1,7	2,0	n.d.	1,5	
Brésil: real	4,3 ⁴	5,5 ⁴	4,5	n.d.	
Chili: peso	0,8	0,9	n.d.	n.d.	
Colombie: peso	0,1 ⁵	0,1 ⁵	0,1	n.d.	
Mexique: nouveau peso	2,1	2,2	1,2	n.d.	
Pérou: nouveau sol	0,1	0,2	n.d.	n.d.	
Asie	>13,6	>17,8	>16,3	>39,4	36,6
Corée: won	3,1	3,2	1,8	2,4	2,4
Inde: roupie	1,6 ⁵	1,2	1,0	n.d.	1,1
Indonésie: rupiah	4,8 ⁵	7,8 ⁵	3,5	10,0	8,5
Malaysia: ringgit	n.d.	n.d.	5,0	10,0	9,5
Taiwan: nouveau dollar	1,5	1,6	n.d.	3,0	1,1
Thaïlande: baht	2,6 ⁵	4,0 ⁵	5,0	14,0	14,0
Europe orientale	1,8	>5,9	>1,6	8,1	
Hongrie: forint	0,3	0,6	0,3	0,4	
Pologne: zloty	0,3 ⁵	n.d.	0,3	0,4	
République slovaque: couronne	0,02	0,2	n.d.	0,4	
République tchèque: couronne	0,6 ⁵	2,5 ⁵	0,5	5,5	
Russie: rouble	0,6	2,6	0,5	1,4	
Autres monnaies	5,4	6,7	>7,4	>7,0	
Afrique du Sud: rand	3,7	4,7	6,0	6,0	
Arabie Saoudite: riyal	1,4	1,5	0,3	n.d.	
Israël: nouveau shekel	0,3	0,5	n.d.	n.d.	
Turquie: livre	0,01 ⁵	0,02 ⁵	1,1	1,0	
Total ⁶	>29,9	>41,3	>31,1	>56,1	

Les pays indiqués (hors Afrique du Sud) avaient un PIB global de \$3 400 milliards en 1992, soit 15% du PIB mondial, contre 80% pour les pays inclus dans l'étude des banques centrales d'avril 1995.

¹ Estimations communiquées par les banques centrales concernées et corrigées des doubles comptages, sauf indication contraire, pour une période aussi proche que possible d'avril. Thaïlande: moyenne annuelle pour le second semestre de 1995 et pour 1996. Indonésie et Argentine: moyenne annuelle. Les transactions sur le rouble russe et le rand sud-africain en avril ont été nettement supérieures à leur moyenne annuelle. ² Estimations Citibank, corrigées des doubles comptages.

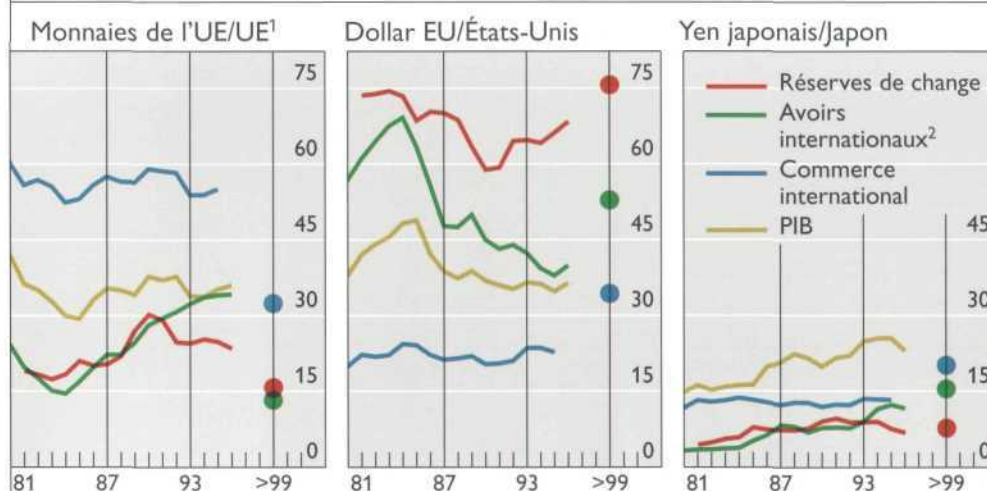
³ Estimations publiées dans le *Singapore Foreign Exchange Market Committee Annual Report 1996*. ⁴ Ce montant englobe d'autres monnaies. ⁵ Sur une base brute. ⁶ L'étude *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1995* donne un total général (Afrique du Sud comprise) de \$1 136,9 milliards.

Tableau V.6

Quatre éléments doivent être pris en compte pour évaluer la recomposition éventuelle des portefeuilles. Premièrement, le comportement des résidents de la zone euro pourrait jouer un rôle important durant la phase de transition. Dans un rapport rendu public, les autorités suisses ont examiné l'éventualité d'un désengagement massif, de leur part, de l'euro au profit du franc suisse. Même si cette hypothèse n'est guère vraisemblable, la discussion qu'elle suscite montre

Rôle international de l'euro, du dollar et du yen

Parts des monnaies et des pays, en %



Les parts hypothétiques au-delà de 1999 sont calculées en soustrayant des chiffres les plus récents les éléments suivants pour chaque courbe: réserves en monnaies de l'UE détenues dans l'UE; avoirs bancaires en monnaies de l'UE détenus dans l'UE et obligations/effets d'émetteurs de l'UE en monnaies UE du G 10; échanges commerciaux des pays de l'UE membres du G 10 avec l'UE. En 1996, le montant total des réserves, des avoirs et du PIB du G 10 a atteint respectivement \$1,52 (1,38), \$5,1 (3,9) et \$19,9 milliers de milliards; en 1995, les échanges du G 10 s'élevaient à \$5,8 (3,9) milliers de milliards (chiffres consolidés entre parenthèses).

¹ Pays de l'UE membres du G 10 uniquement. ² Obligations internationales, engagements bancaires transfrontières envers le secteur non bancaire, engagements en monnaies étrangères envers le secteur non bancaire domestique (à partir de 1984) et euro-effets (à partir de 1989).

Sources: FMI; OCDE; données nationales; BRI.

Graphique V.11

bien que les modifications de portefeuille ne concernent pas seulement les investisseurs extérieurs à la zone euro.

Deuxièmement, les réserves officielles en devises ne représentent qu'une faible partie des portefeuilles internationaux. À \$1 500 milliards, elles sont bien inférieures à l'encours total des obligations et dépôts (non bancaires) internationaux, qui dépasse \$5 000 milliards. En outre, ce dernier chiffre ne comprend pas la proportion des titres du Trésor des États-Unis ou de la dette publique allemande, soit respectivement un quart et un tiers, détenue par les non-résidents, du secteur privé généralement dans les deux cas. À une époque où les mouvements de capitaux privés ont montré leur importance, la question de la gestion des réserves officielles apparaît secondaire.

Troisièmement, le comportement des gestionnaires de *passifs* à l'échelle mondiale peut évoluer dans un sens qui pourrait compenser en partie, ou même au-delà, la recomposition opérée par les gestionnaires d'*actifs* privés. Dans le cas des pays débiteurs, par exemple, il apparaît que seule une fraction minime de leurs engagements est libellée dans les monnaies qui vont constituer l'euro. L'avènement d'un marché des titres à revenu fixe plus étendu et plus liquide que les places européennes actuelles pourrait donc encourager l'émission de dette en euro.

Enfin, on peut aisément surestimer l'effet des recompositions de portefeuille sur les changes. En dernière analyse, les positions conjoncturelles et les anticipations qu'elles suscitent sur l'orientation de la politique monétaire, ainsi

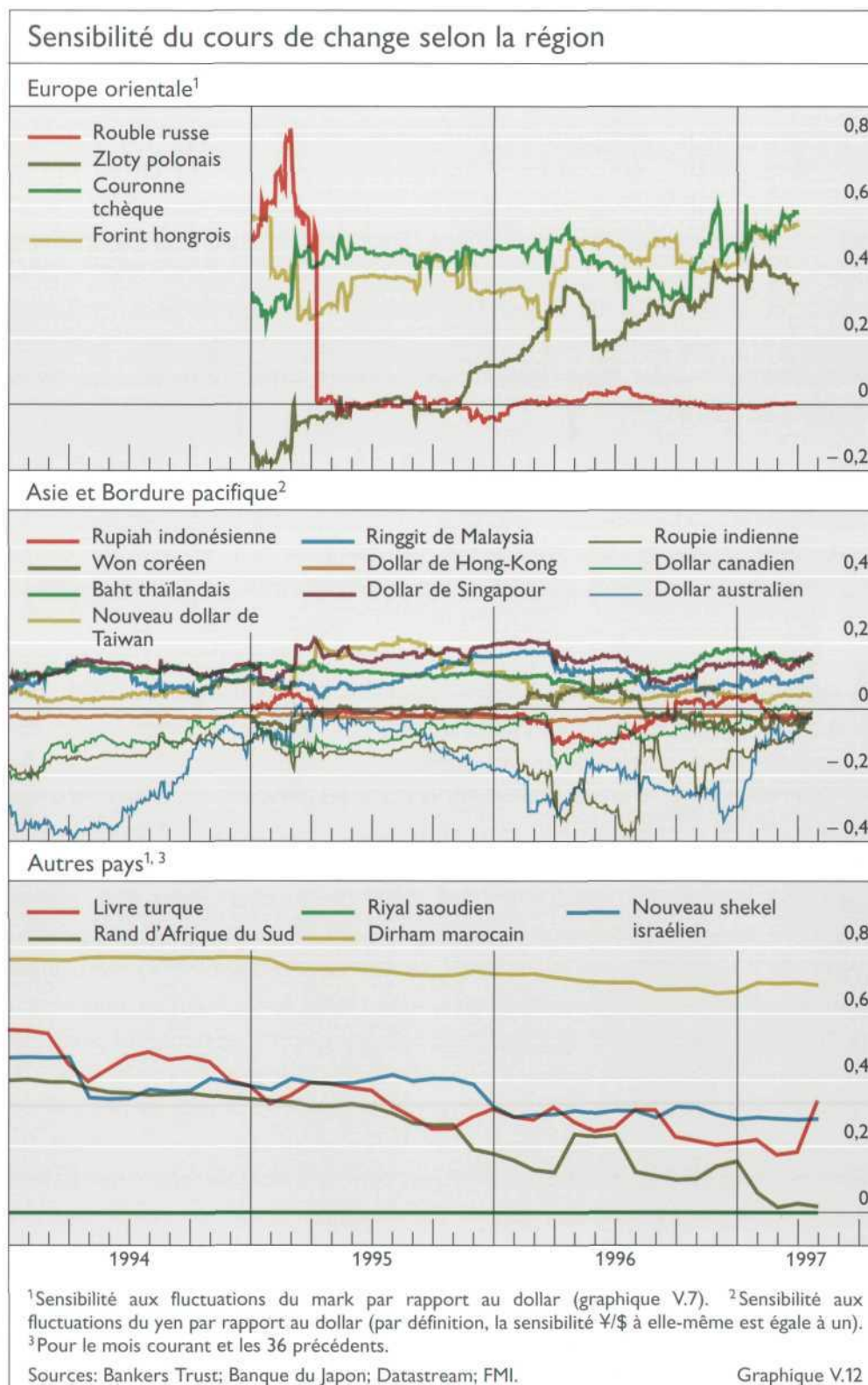
Les réserves officielles remises en perspective

L'euro attirerait tout autant les emprunteurs que les investisseurs internationaux

que la crédibilité de la Banque centrale européenne, sont les facteurs qui joueront un rôle essentiel dans la détermination de la valeur externe de l'euro.

Euro, dollar et yen comme monnaie d'ancrage

Le rôle international de l'euro dépendra en partie de son utilisation comme monnaie d'ancrage par des pays hors G 10. Actuellement, les monnaies



européennes ne remplissent cette fonction que dans certaines parties de l'Europe orientale, de l'Afrique et du Moyen-Orient, comme le montre la sensibilité du cours des monnaies hors G 10 aux mouvements du couple mark/dollar (graphique V.12). En revanche, le dollar sert de point d'ancrage pour les monnaies d'Amérique, d'Asie, d'Australie et aussi de quelques pays d'Europe orientale. Quant au yen, son rôle international est limité même en Asie, où la plupart des monnaies ne répercutent généralement que 10% de ses mouvements vis-à-vis du dollar. Les données sur le volume des transactions de change dans les marchés émergents confirment son rôle réduit et montrent qu'il est largement supplanté en Asie par le dollar.

À l'avenir, les politiques de change menées par la Russie et la Chine pourraient s'avérer déterminantes. En Russie, l'importance du dollar dans la politique nationale et les avoirs en devises (officiels et privés) ainsi que l'ampleur des exportations de produits de base favorisent le lien avec la monnaie américaine, mais le développement des échanges avec l'Europe pourrait, avec le temps, jouer en faveur de l'euro. En revanche, le rattachement du dollar de Hong-Kong à celui des États-Unis de même que l'expansion rapide du commerce sino-américain rendent peut-être moins probable une réorientation de la politique en Chine.

Or

La London Bullion Market Association a récemment annoncé que le volume quotidien des transactions sur or à Londres représentait environ \$11 milliards, à fin 1996. Selon une étude de la Banque d'Angleterre, la plupart des opérations se faisaient au comptant – soit par livraison du physique, soit par écriture comptable – avec un marché à terme important et un compartiment d'options actif. Ainsi, la valeur de l'or négocié à Londres rivalise avec les transactions, sur cette place, en livres sterling contre marks.

Ce volume élevé s'explique par le fait que les producteurs d'or cherchent de plus en plus à verrouiller leurs prix en vendant à terme. Ces ventes sont peut-être stimulées par l'absence de hausse tendancielle du cours, mais elles le sont aussi par le désir des producteurs qui, pour des raisons moins spéculatives, veulent réduire leurs fluctuations de trésorerie pour accéder plus facilement au crédit. Ces ventes à terme engendrent des ventes au comptant; autrement dit, les banques qui s'engagent à acheter du métal à terme se couvrent en empruntant de l'or pour le vendre sur le marché au comptant. Dans ce but, elles prennent du métal en dépôt, en servant une rémunération appelée taux de prêt. Bien que ce taux à trois mois enregistre des variations saisonnières marquées (les pointes de fin d'année reflétant la réduction de l'offre de métal disponible pour les contrats allant au-delà du 31 décembre), on peut toutefois discerner une hausse tendancielle à long terme (graphique V.13, cadre de droite). Le rendement des dépôts d'or, en particulier, qui ne dépassait pratiquement jamais 1% au début des années 80, est rarement tombé au-dessous de ce niveau depuis quelque temps.

Si l'on soumet le cours de l'or à l'analyse d'élasticité appliquée précédemment aux changes, on constate qu'en termes de dollars il a perdu sa sensibilité aux mouvements des monnaies. En 1980, année où il a atteint son

Un volume
quotidien de
\$11 milliards ...

... grâce à l'activité
du marché des prêts

Le cours de l'or en
dollars n'est plus lié
aux variations
dollar/mark

Transactions sur le marché de l'or en 1996							
En milliards de dollars EU par jour							
Total	Métal ¹	Dérivés				Pour mémoire	
		Marchés organisés ²		Gré à gré ³		Production mondiale annuelle ⁴	Réserves mondiales ⁵
		Contrats à terme	Options	Terme/contrats d'échange	Options		
14,4	11,0	1,8	0,3	1,1	0,2	29,2	408,9

¹ Moyenne du quatrième trimestre. ² Moyenne de l'année. ³ Moyenne de mai. ⁴ Au cours moyen de l'année. ⁵ Avoirs détenus en fin d'année par les banques centrales, la BRI, le FMI et l'IME, au cours de fin d'année.

Sources: London Bullion Market Association; Banque d'Angleterre; COMEX; CBOT; TOCOM; BM&F; EOE; FMI; Gold Fields Mineral Services Ltd.

Tableau V.7

maximum, l'or était souvent utilisé comme refuge par rapport à un dollar qui semblait sujet à une accélération de l'inflation intérieure et de la dépréciation internationale. En conséquence, les mouvements de son cours en dollars suivaient, en les amplifiant, les variations du mark vis-à-vis de la monnaie américaine (graphique V.13, cadre de gauche). Alors que les anticipations inflationnistes ont diminué dans le monde entier, et tout spécialement aux États-Unis, le prix de l'or se montre de moins en moins sensible aux fluctuations du couple dollar/mark. De ce point de vue, il rappelle le cours du rand, dont la sensibilité aux mouvements dollar/mark a également baissé depuis dix ans (graphique V.12). Ce parallélisme n'a rien d'étonnant, étant donné l'importance de l'or dans l'économie sud-africaine.

Ce comportement nouveau du cours de l'or est peut-être dû également à l'enrichissement des investisseurs asiatiques et à l'accroissement de leurs avoirs en or. Si l'expansion rapide sur ce continent a augmenté la proportion d'or



achetée et détenue par les résidents des pays dont la monnaie est liée très étroitement au dollar, une part croissante de la demande mondiale d'or (exprimée en dollars) n'est plus guère affectée par les fluctuations de la monnaie américaine. Ainsi, la place de plus en plus grande de ces pays sur le marché de l'or peut aider à comprendre pourquoi le cours en dollars ne suit plus les mouvements du mark vis-à-vis de la monnaie américaine. À plus long terme, on peut se demander si l'introduction de l'euro ne va pas détrôner le dollar en tant qu'unité de compte pour la fixation des cours de l'or et d'autres produits de base.

VI. Tendances sur les marchés des capitaux dans les économies émergentes

Faits saillants

Les entrées de capitaux privés dans les principaux marchés émergents d'Asie et d'Amérique latine ont atteint, l'an dernier, des niveaux records, alors que les investisseurs des pays industriels ont continué de diversifier leurs portefeuilles. Ce résultat a été dû surtout à l'accroissement notable des émissions d'obligations internationales et à la participation d'un nombre de plus en plus grand de pays. Malgré cette augmentation de l'offre, les primes de risque se sont rétrécies en 1996 et au début de 1997, dans la mesure où la poursuite des efforts de stabilisation et de réforme a amélioré la qualité de la signature de certains pays. De plus, les liquidités mondiales sont restées abondantes, ce qui a poussé les investisseurs à rechercher des placements plus rentables et plus risqués. Les échéances se sont sensiblement allongées, permettant à plusieurs pays de restructurer leur dette extérieure. Pour ceux toutefois dont la cote de crédit est la moins bonne, le coût de l'emprunt a baissé plus lentement et reste supérieur aux conditions appliquées aux débiteurs de pays industriels de rang comparable.

Les marchés des actions ont fortement progressé dans une grande partie de l'Amérique latine, malgré une baisse, parfois, en début d'année due à des incertitudes, de nature politique notamment. En Asie, les résultats sont plus mitigés: si plusieurs marchés importants ont enregistré des gains substantiels, ceux de Corée et de Thaïlande ont sévèrement chuté. En outre, de nombreux pays asiatiques sont confrontés à un grave engorgement de l'immobilier, qui continue de peser sur les prix et crée des tensions dans certains systèmes bancaires.

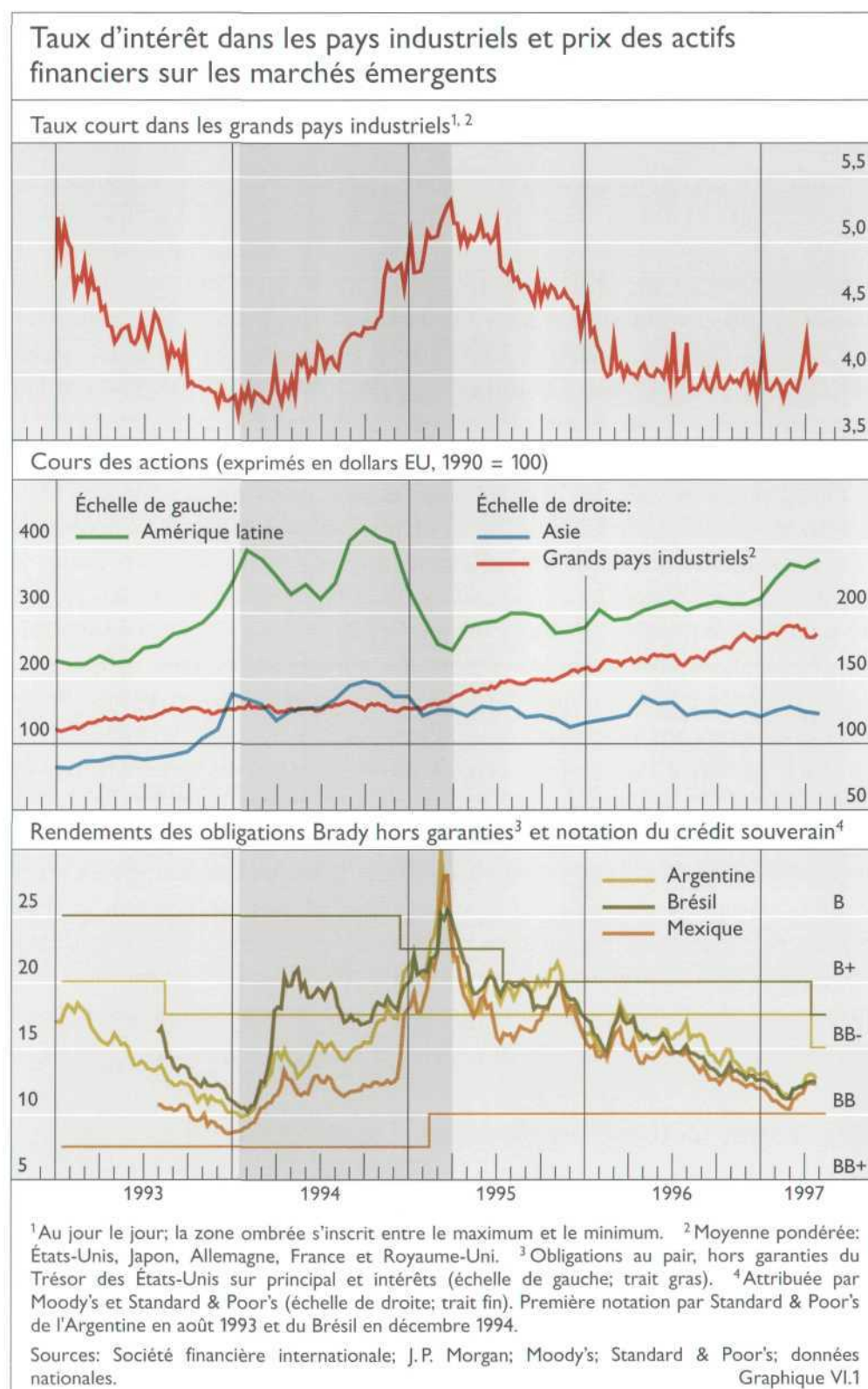
La nouvelle configuration des mouvements de capitaux – une gamme croissante de pays et d'institutions recevant des fonds en abondance d'un grand nombre d'investisseurs privés – a conféré aux agences de notation un rôle encore plus important que celui, déjà significatif, qu'elles avaient au début de la décennie. Cette constatation s'applique à la notation non seulement des pays, mais aussi des banques, qui sont de plus en plus poussées à accroître la transparence de leurs comptes rendus d'activité.

Reprise des mouvements de capitaux après la crise mexicaine

Après s'être tariés à la suite de la crise mexicaine...

L'année 1996 a été marquée par une forte reprise des flux de capitaux privés à destination des économies émergentes, après le tassement progressif consécutif à la hausse des taux d'intérêt américains à court terme au début de 1994 puis l'interruption provoquée par la crise financière mexicaine un an plus tard. Les taux payés par certains emprunteurs des marchés émergents étaient montés dès le début de 1994 (graphique VI.1) et le volume des entrées avait chuté (tableau VI.1). Durant les premiers mois de 1995, les apports s'étaient tariés,

plusieurs pays – en particulier le Mexique et l'Argentine – avaient subi de lourdes pertes de réserves et les rendements sur la dette des marchés émergents avaient atteint des niveaux exceptionnellement élevés. Les sorties de capitaux s'étaient ensuite arrêtées, sous l'effet conjugué de politiques macroéconomiques rigoureuses et de la détermination constante des autorités à libéraliser les



Entrées nettes de capitaux et réserves en Asie et Amérique latine							
En milliards de dollars EU, taux annuel							
	1980–90	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Entrées nettes de capitaux privés							
Total	12,9	52,5	81,3	99,1	78,7	77,7	149,8
Chine	1,9 ¹	–1,9	11,7	7,8	14,6	13,9	23,0
Autres pays d'Asie ²	4,7	26,2	19,3	34,0	26,8	37,6	56,8
Brésil	3,8	2,5	9,1	9,9	9,1	31,8	35,4
Mexique	1,6	20,6	23,6	30,3	10,3	–13,2	13,5
Autres pays d'Amérique latine ³	0,8	5,0	17,6	17,0	18,0	7,6	21,1
Entrées nettes de capitaux officiels							
Total	13,8	12,8	19,8	13,2	13,8	33,8	0,9
Chine	1,2	2,9	5,4	5,6	9,3	6,9	7,0
Autres pays d'Asie ²	6,8	8,3	13,3	5,7	3,7	1,9	3,8
Brésil	1,0	–1,4	–0,5	–1,2	–0,7	–0,7	–1,8
Mexique	2,1	2,4	2,0	–0,9	0,3	24,5	–10,0
Autres pays d'Amérique latine ³	2,7	0,6	–0,4	3,9	1,2	1,1	1,8
Accroissement net des réserves							
Total	13,3	55,5	71,4	59,2	48,5	62,6	83,2
Chine	2,7	14,1	23,2	1,8	30,5	22,5	31,4
Autres pays d'Asie ²	10,5	25,2	25,7	37,1	23,8	16,2	25,8
Brésil	–0,1	–0,4	14,7	8,7	7,2	12,9	9,3
Mexique	0,6	8,2	1,2	6,1	–18,9	10,7	1,8
Autres pays d'Amérique latine ³	–0,4	8,4	6,6	5,5	5,9	0,4	14,9

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

¹ 1982–90. ² Corée, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taiwan et Thaïlande.

³ Argentine, Chili, Colombie, Pérou et Venezuela.

Sources: FMI, *Balance of Payments Statistics*; Institute of International Finance. Tableau VI.1

marchés des capitaux; les emprunts officiels à l'étranger avaient aussi joué un rôle important. L'Asie avait mieux supporté le choc, grâce à de confortables réserves en devises et au fait que les gouvernements étaient disposés à augmenter les taux d'intérêt et à limiter les prêts à court terme des banques nationales aux non-résidents. Un facteur conjoncturel avait également exercé une influence majeure: la baisse régulière des taux courts aux États-Unis à partir du début de 1995, qui avait accru la liquidité des marchés internationaux et poussé les investisseurs des pays industriels à chercher à l'extérieur de meilleurs rendements.

La forte augmentation des entrées de capitaux privés en Amérique latine en 1996 a permis à ces pays d'accumuler des réserves et de rembourser leur dette officielle; le déséquilibre des paiements courants pour l'ensemble de la région est resté pratiquement inchangé. Les gouvernements de certains d'entre eux, notamment le Mexique et l'Argentine, ont mis à profit leur retour sur les marchés internationaux pour améliorer l'échéancier de leur dette et diminuer leur charge d'intérêts. Les autorités mexicaines ont procédé à de substantielles émissions

... les entrées
privées reprennent
en Amérique
latine ...

d'obligations pour financer le remboursement anticipé du soutien d'urgence accordé en 1995 par le Trésor des États-Unis et le FMI ainsi que d'une partie des obligations Brady particulièrement coûteuses. L'Argentine, également, a continué de collecter de grosses sommes sur les marchés internationaux privés, pour faire face à la légère augmentation de son déficit des paiements courants et accroître ses réserves de change. Elle a allongé l'échéancier de sa dette et émis un emprunt obligataire en pesos. Enfin, l'acquisition d'instruments à court terme en pesos de la dette publique mexicaine s'est avérée très rentable, l'an dernier, pour les investisseurs étrangers, étant donné que la dépréciation de la monnaie a été bien inférieure à l'écart de taux d'intérêt nominal (le tableau VI.2 indique les rendements à court terme en dollars EU). Les différentiels de taux ont aussi été à l'origine de la persistance d'entrées abondantes au Brésil, qui ont alimenté le déficit croissant des paiements courants et le renforcement, à un rythme toutefois ralenti, des réserves officielles.

Dans la plupart des pays d'Asie, la forte progression des entrées nettes de capitaux privés, qui avait déjà repris en 1995, s'est poursuivie. Sur l'ensemble du continent, le gonflement des réserves a absorbé plus de la moitié de ces apports. Ainsi, le niveau élevé des taux d'intérêt internes, l'accélération de la croissance et le redressement des marchés obligataires internationaux après la crise mexicaine ont permis aux Philippines d'attirer des montants considérables, qui ont financé l'accroissement très substantiel des réserves et remboursé

... et restent
abondantes en Asie

Taux courts ¹ , en termes réels et en dollars EU							
Rendement annuel							
	En termes réels ²				En dollars EU ³		
	1990-94	1995	1996	1997 T1	1990-94	1995	1996
Chine	- 2,2	- 5,0	0,7	2,2	- 2,9	12,7	9,3
Inde	2,2	5,7	4,9	- 2,7	- 0,2	2,9	8,6
Corée	2,2	4,2	2,4	2,7	6,2	10,8	- 1,4
Hong-Kong	- 3,7	- 2,7	- 0,8	- 0,4	5,7	6,3	5,4
Singapour	1,1	0,8	1,5	1,2	9,6	5,9	4,0
Taiwan	3,3	2,5	2,3	3,9	7,2	2,2	4,6
Indonésie	8,3	6,7	8,7	11,3	12,9	11,3	13,6
Malaysia	2,7	2,5	3,5	3,9	7,8	6,7	7,7
Philippines	5,0	3,4	3,6	5,8	15,2	4,1	12,0
Thaïlande	5,3	5,5	4,3	5,1	10,9	11,2	8,5
Argentine	-12,4	8,2	7,2	6,2	21,9	11,8	7,4
Brésil	10,6	25,5	10,3	12,7	20,6	33,1	19,3
Chili	6,6	5,9	6,9	6,8	15,0	12,6	8,6
Colombie	0,1	9,5	8,5	5,7	11,0	11,4	29,3
Mexique	3,3	9,8	- 1,1	- 1,8	4,2	3,0	28,9
Pérou	-12,4	4,3	3,4	5,2	-24,6	9,8	2,3
Venezuela	- 2,5	-22,0	-36,2	-37,8	4,1	-26,9	-22,4

¹ Taux des effets à trois mois; Chine: taux des dépôts à un an; Inde et Brésil: taux au jour le jour; Taiwan: taux au jour le jour et, avant novembre 1994, moyenne pondérée de six taux du marché monétaire allant du jour le jour à six mois. ² Corrigés de l'indice des prix à la consommation. ³ Sur la base des taux mensuels moyens et des variations du cours de change sur le mois.

Sources: FMI; données nationales; estimations BRI.

Tableau VI.2

\$635 millions d'obligations Brady. Dans certains pays, toutefois, notamment en Corée et en Thaïlande, le déficit des paiements courants a augmenté plus rapidement que les entrées nettes. Là, comme dans plusieurs autres économies de la région, cette détérioration traduit l'effet conjugué du ralentissement de l'expansion des exportations et de l'intensification continue de la demande intérieure (chapitre III).

Recours croissant
aux obligations en
Asie

Les entrées de capitaux en Asie ont été marquées par un recours croissant aux obligations. Les émissions nettes de titres internationaux par les pays en développement de cette région ont triplé, en raison de la volonté de nombreux débiteurs de diversifier leurs sources de financement mais aussi du désir des autorités de limiter les emprunts bancaires à court terme à l'étranger (la Thaïlande, par exemple, a imposé un plafond et la Malaisie a durci sa réglementation). On a même observé une chute des prêts bancaires aux résidents de Thaïlande, où la dette extérieure à court terme avait atteint des niveaux élevés. Dans d'autres pays d'Asie, cependant, le volume des financements bancaires internationaux a augmenté (tableau VII.3 et graphique VII.4).

Prix des actifs

L'élargissement de l'accès aux marchés internationaux s'est également reflété sur l'évolution des prix des actifs. Les rendements des obligations Brady, qui avaient commencé à baisser après mars 1995, ont pratiquement retrouvé aujourd'hui leur niveau du début de 1994. La remontée des cours des actions, mesurés en dollars, n'a toutefois été que partielle en Amérique latine: l'indice général de la Société financière internationale est encore inférieur à ses pointes de 1994. En Asie, les cours des actions, qui avaient diminué beaucoup plus progressivement au début de 1995, ont été globalement moins résistants que ceux d'Amérique latine. La plupart des marchés asiatiques ont enregistré une chute sur les quatre premiers mois de 1997, alors qu'en Amérique latine une certaine fermeté prévalait généralement. La mollesse relative des cours en Asie depuis deux ou trois ans peut s'expliquer par des préoccupations persistantes concernant la fragilité financière et le caractère supportable de l'important déficit courant dans quelques pays. L'analyse ci-après montre, cependant, que les mouvements d'ensemble recouvrent des tendances très divergentes selon les marchés.

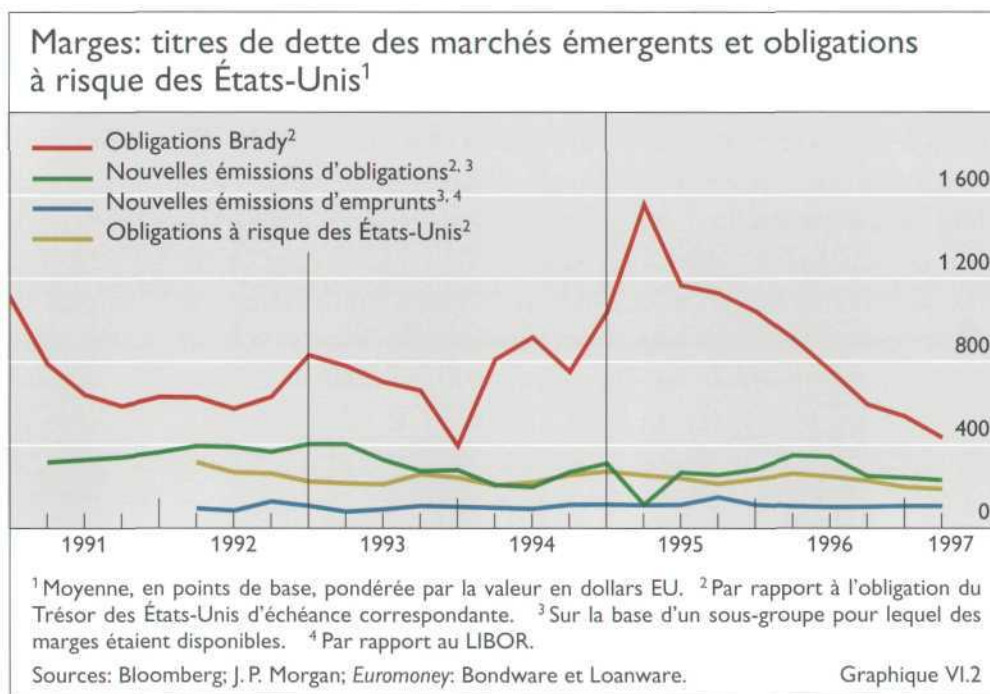
Entrées de capitaux dans les économies de marché émergentes depuis 1990

Intégration crois-
sante aux marchés
internationaux

Pour la seule année 1996, le montant des entrées nettes privées en Amérique latine et Asie a dépassé le total de la décennie 80, alors que les flux officiels sont restés relativement stables (tableau VI.1). Deux facteurs puissants poussent les économies de marché émergentes à s'intégrer aux marchés internationaux. Premièrement, le mouvement généralisé de libéralisation dans les économies en développement a augmenté le nombre des pays considérés comme solvables et entraîné un accroissement de leur demande de financements. Deuxièmement, les investisseurs des pays industriels continuent de diversifier leurs portefeuilles, tendance renforcée par la baisse cyclique des taux courts internes depuis 1990.

Financement
de la dette

L'augmentation des entrées de capitaux pendant l'actuelle décennie a été très largement répartie sur les trois modes de collecte de fonds: emprunt



bancaire, émission de titres et acquisitions d'actions (investissement direct et de portefeuille). Le chapitre VII montre (graphique VII.4) que les emprunts et émissions nettes des pays d'Amérique latine et d'Asie ont continué à croître. Les pays d'Asie ont surtout recouru aux banques, alors que ceux d'Amérique latine ont privilégié les titres. Il se peut qu'au départ les établissements de crédit aient préféré prêter aux pays asiatiques, à cause des problèmes de remboursement de la dette des banques commerciales latino-américaines pendant les années 80. D'autre part, les obligations d'Amérique latine n'ont généralement pas été restructurées durant cette même décennie, ce qui les a rendues attractives par la suite. De toute façon, les modes de financement des deux régions peuvent avoir commencé depuis peu à converger.

L'expansion des achats d'actions a constitué une autre caractéristique. Les investissements de portefeuille se sont montrés particulièrement dynamiques, leur part dans les entrées de capitaux privés étant passée de 13% en 1991 à 19% en 1996. Ces chiffres donnent une nouvelle indication de la mondialisation croissante des portefeuilles dans les pays industriels et de l'importance grandissante de certains types d'investisseurs – comme les fonds de pension et organismes de placement collectif – qui se limitaient jusque-là à leurs marchés financiers nationaux.

L'évolution du coût du financement depuis 1990 ne fait pas apparaître des preuves d'intégration aussi nettes que les flux globaux. Le graphique VI.2 compare la marge, par rapport au taux d'intérêt de référence (États-Unis), pour trois instruments de dette de pays en développement (obligations Brady, nouvelles émissions d'obligations et nouveaux emprunts) et celle qui est appliquée aux obligations «à haut rendement» (à risque) d'entreprises américaines cotées BB. La marge sur les obligations Brady, titre de dette des marchés émergents le plus négocié, est souvent utilisée comme baromètre du coût de financement pour ces pays. Or, malgré une chute ces dernières années, elle reste au-dessus du creux de la fin de 1993.

Investissement sous forme d'actions

Rétrécissement des marges ...

... particulièrement sur les obligations Brady ...

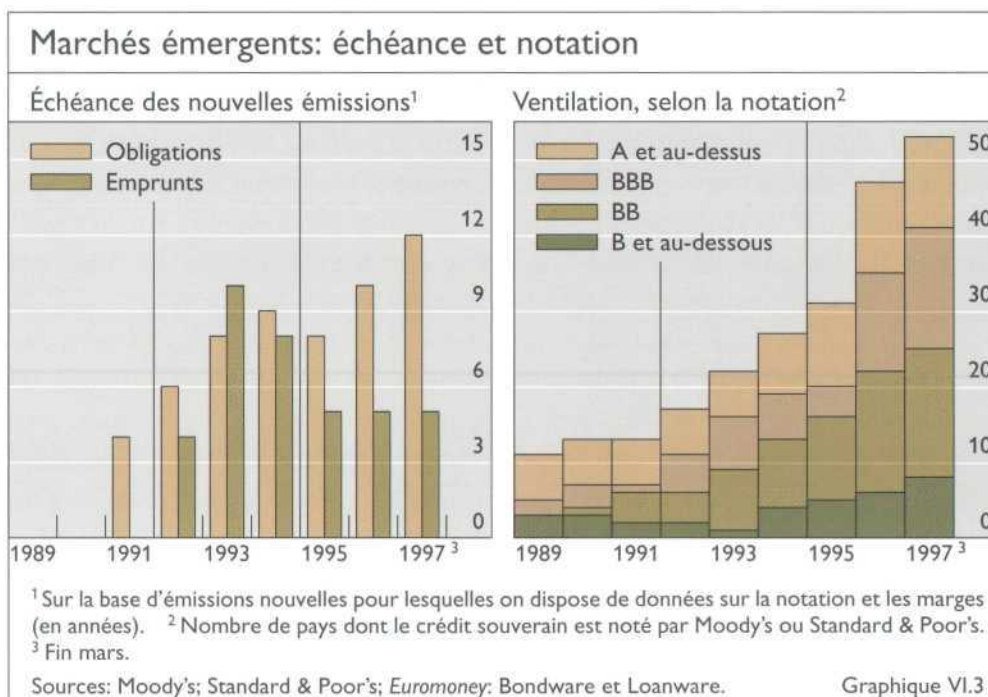
Selon le graphique, les obligations Brady ont été généralement assorties de marges très supérieures à celles des émissions et prêts. Cet écart est dû au fait, notamment, qu'elles représentent des concours bancaires restructurés et que le marché les considère donc probablement davantage exposées au risque d'un nouveau rééchelonnement que d'autres formes d'emprunt, au cas où le pays connaîtrait des difficultés de paiement. En outre, comme elles ont été émises en liaison uniquement avec des problèmes de remboursement de la dette extérieure, leur taux comporte sans doute un élément de risque plus élevé que celui que les opérateurs attribuent habituellement aux emprunts des marchés émergents.

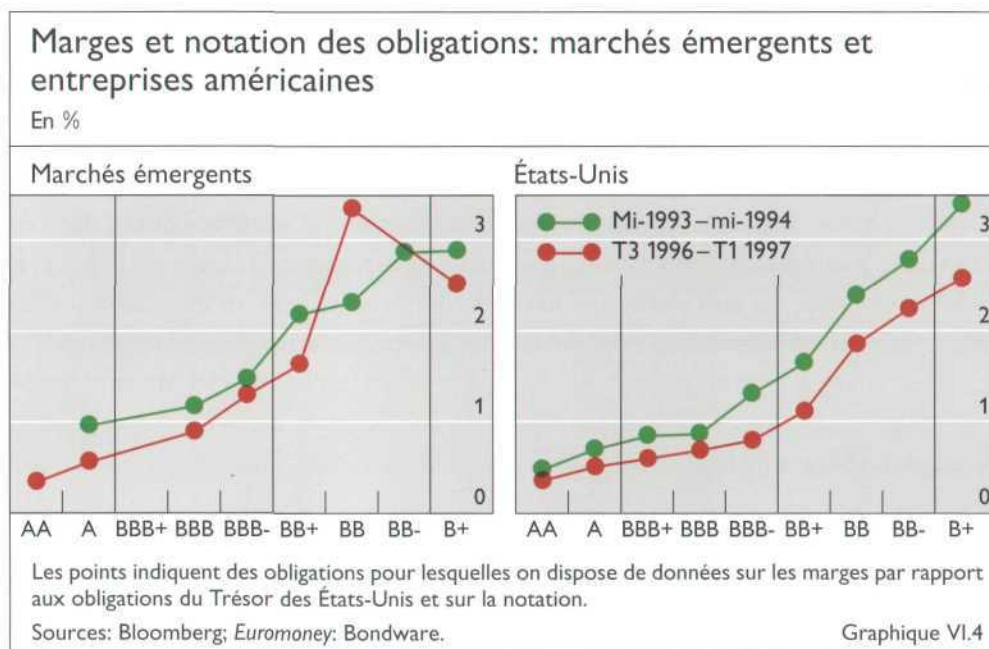
... mais évolution ambiguë pour les nouvelles obligations ...

Les marges moyennes sur les nouvelles émissions d'obligations ont baissé par rapport aux niveaux élevés du début de la décennie, bien que, comme dans le cas des obligations Brady, elles aient varié avec le temps. En outre, la diminution analogue des marges sur les obligations américaines à risque laisse supposer qu'il n'y a pas eu d'amélioration *relative* dans l'accès des pays émergents aux marchés des capitaux depuis 1990: dans les deux groupes, les débiteurs ont bénéficié d'une augmentation de la liquidité et d'un goût retrouvé du risque, donc de meilleures conditions. Enfin, les marges sur prêts bancaires ont été inférieures en moyenne de quelque 200 points de base à celle des obligations, ce qui traduit en grande partie le fait que les emprunteurs d'Asie les mieux notés recourent davantage aux emprunts bancaires qu'aux émissions. Elles se sont réduites en 1996, en même temps que celles des obligations (Brady et autres), mais leur évolution depuis 1990 ne permet pas de dégager une tendance longue.

... avec l'allongement des échéances ...

Divers facteurs ont pu influencer la structure, plutôt ambiguë et difficile à interpréter, des marges moyennes sur obligations et prêts bancaires présentée dans le graphique VI.2. Premièrement, les investisseurs ont été enclins à octroyer des financements plus longs, étant donné que la solvabilité des économies de marché émergentes leur paraissait meilleure et que ces pays étaient eux-mêmes disposés à payer une marge supérieure pour allonger leur échéancier. Le





graphique VI.3 révèle que la durée moyenne des obligations est passée de quatre ans en 1991 à dix ans en 1996, ce qui a empêché les marges de baisser autant qu'elles auraient dû le faire. Celles des nouveaux prêts bancaires, qui portent parfois sur de grands projets à horizon lointain, ont fluctué beaucoup plus et leur évolution depuis le début de cette décennie ne fait pas apparaître de tendance à long terme.

Le second facteur qui a pu empêcher une diminution des marges moyennes est l'arrivée sur le marché d'un nombre important de nouveaux emprunteurs. En effet, dans la mesure où ces derniers représentent un risque plus élevé, et paient par conséquent une prime plus forte, cela peut faire monter la valeur moyenne des marges, même si la tendance est à la baisse pour certaines catégories de risques. Toutefois, les données concernant l'évolution récente de la répartition des emprunteurs souverains, selon les notes de crédit (graphique VI.3), ne montrent aucune tendance générale à une dégradation du risque moyen. (La volatilité des marges d'une année sur l'autre s'explique probablement par la proportion variable des emprunteurs à risque.) Il se peut, néanmoins, que l'apparition de nouvelles signatures ait accru les marges moyennes par le simple fait que les marchés demandent une prime plus élevée à ceux qui n'ont pas d'antécédents en matière de crédit, et ce quelle que soit leur notation.

Pour éliminer du calcul les nouveaux emprunteurs et l'allongement des échéances, le graphique VI.4 (cadre de gauche) compare, sur deux périodes, les marges appliquées aux nouvelles émissions pour toute l'échelle des risques, mais avec la même échéance: de mi-1993 à mi-1994 (creux précédent) et de septembre 1996 à mars 1997 (décrue récente). Pour toutes les catégories de crédit, sauf les plus exposées au risque, les marges ont incontestablement baissé, ce qui confirme que les signatures des économies de marché émergentes bénéficient d'une meilleure évaluation. Toutefois, pour les emprunteurs à haut risque – notés BB et B+ –, la diminution n'est pas uniforme, ce qui laisse entendre que les investisseurs restent prudents à leur égard.

... et l'arrivée de nouveaux emprunteurs

Méfiance persistante vis-à-vis des débiteurs à haut risque...

Le cadre de droite du graphique indique que, pour la même échéance, les marges sur les obligations d'entreprises américaines se sont aussi rétrécies depuis 1994. On peut en déduire qu'apparemment la hiérarchie entre emprunteurs des différentes régions n'a guère changé. Il faut préciser néanmoins que, pour les meilleures notes représentées – A et BBB –, les marges ont baissé plus nettement pour les marchés émergents, dont les rendements se situent aujourd'hui à un niveau pratiquement égal à ceux des obligations d'entreprises américaines cotées AA et A. En revanche, pour les catégories à plus haut risque, l'écart s'est en fait creusé.

... mais marges réduites pour les signatures de meilleure qualité

En résumé, une étude plus poussée de l'évolution des marges sur les nouvelles obligations confirme que les meilleures signatures des marchés émergents ont bénéficié à la fois de l'accroissement de la liquidité et, peut-être, du regain d'intérêt pour le risque, mais aussi d'un changement d'attitude de la part des investisseurs qui sont disposés à évaluer les emprunteurs de ces marchés sur les mêmes bases que leurs homologues des pays industriels. Pour les débiteurs moins bien notés, toutefois, les marges, si elles diminuent, restent élevées par rapport à celles qui sont appliquées aux signatures de pays industriels à notation pourtant identique. On peut en conclure que les marchés des capitaux continuent d'appliquer des normes différentes à ce sous-groupe d'emprunteurs.

Marchés des actions et de l'immobilier

Les marchés des actions étendus mais encore volatils ...

Les marchés des actions dans le monde en développement sont aujourd'hui beaucoup plus étendus qu'au début de la décennie: en termes de ratio capitalisation/PIB, ils sont comparables, dans de nombreux cas, à ceux des grands pays européens (tableau VI.3). En outre, ils sont l'objet d'un intérêt croissant de la part des investisseurs étrangers et sont maintenant plus étroitement intégrés à ceux du monde développé. La volatilité de leurs cours, bien qu'en baisse, reste toutefois plus élevée que dans les pays industriels.

... ont connu une évolution très contrastée

Les mouvements des cours ont beaucoup varié selon les pays en 1996 et au début de 1997. Un grand nombre de marchés ont fortement monté en Amérique latine, ceux d'Argentine, du Brésil et du Venezuela réalisant des gains appréciables; en revanche, ceux du Chili et de Colombie ont baissé. Plusieurs places d'Asie ont atteint de nouveaux records et celle de Taiwan s'est remise du marasme provoqué par des préoccupations politiques. Deux des principaux centres ont toutefois connu une chute brutale: en Corée et en Thaïlande, les indices boursiers avaient perdu environ 50%, début 1997, par rapport à leurs maximums précédents.

Les prix de l'immobilier sont aussi volatils ...

Les prix de l'immobilier obéissent essentiellement aux mêmes forces que les cours des actions – crédit bancaire, croissance, anticipations d'inflation, par exemple. Le boum a été beaucoup plus intense dans les économies émergentes d'Asie que dans les principaux pays industriels, avec une hausse moyenne supérieure généralement à 20% l'an en termes réels dans celles pour lesquelles on dispose de données (tableau VI.4), alors qu'elle était d'environ 10% aux États-Unis ou dans les grands pays européens. La différence est due surtout au rythme rapide de l'industrialisation et de l'urbanisation, qui crée une très forte

demande de constructions. Cette tendance se manifeste dans l'évolution des loyers de bureaux: depuis le milieu des années 80, le loyer réel moyen a plus que doublé dans le centre de Kuala Lumpur et de Singapour et a connu, à Hong-Kong, une montée pratiquement aussi marquée.

Contrairement aux cours des actions, cependant, les prix de l'immobilier ne baissent pas toujours rapidement quand l'offre devient excédentaire. Comme dans de nombreux pays développés, ils ont nettement diminué ces dernières années, après les vives hausses des périodes précédentes, suite généralement à un durcissement prononcé de la politique monétaire. Dans deux économies (Hong-Kong et Singapour), le cycle des prix a été plus court que pour les autres pays figurant dans le tableau VI.4; cette évolution, conjuguée à une corrélation plus marquée avec les cours des actions depuis 1990, implique que les prix de l'immobilier y réagissent plus fortement et plus vite à une offre excédentaire qu'en Corée, en Malaysia, aux Philippines ou en Thaïlande. Si la correction en baisse qui avait suivi les excès des années 80 a déjà fait place à une remontée à

... mais parfois rigides à la baisse

Marchés des actions: capitalisation, volatilité et évolution récente					
	Capitalisation ¹		Volatilité ²		Variation de l'indice boursier ³
	1990	1996	1993-94	1995-96	
Chine	0,5 ⁴	13,8	26,6	10,5	71,7
Inde	12,9	35,1	8,9	8,2	-25,3
Corée	43,6	25,4	6,1	6,1	-47,6
Hong-Kong	111,5	280,8	10,1	5,5	32,8
Singapour	91,6	169,0	3,9	3,1	- 1,1
Taiwan	62,7	100,5	13,9	8,5	6,6
Indonésie	7,1	41,2	8,9	7,3	17,6
Malaysia	113,6	315,5	9,0	5,8	16,7
Philippines	13,4	97,5	10,2	6,4	8,2
Thaïlande	28,0	54,0	11,0	7,7	-54,1
Argentine	2,4	15,7	9,1	9,4	28,7
Brésil	4,0	28,6	13,6	7,6	31,3
Chili	49,1	90,8	8,7	5,1	-22,4
Colombie	3,5	20,8	8,2	6,7	-21,4
Mexique	13,5	37,1	7,9	11,4	9,4
Pérou	2,2	23,0	11,0	9,0	6,8
Venezuela	17,2	15,4	12,4	15,2	26,9
<i>Pour mémoire:</i>					
États-Unis	53,8	108,7	1,4	2,0	27,2
Japon	98,2	67,6	6,0	3,4	-25,2
Allemagne	23,6	29,4	3,2	1,7	19,4
Royaume-Uni	86,7	151,0	4,2	2,5	22,6
Autres pays européens du G 10 ⁵	26,9	47,8	4,7	3,8	10,9

¹ En % du PIB. ² Écart type des variations mensuelles pour les périodes janvier 1993-novembre 1994 et janvier 1995-novembre 1996 (décembre 1994 est exclu à cause des effets de la crise ce mois-là). ³ Variation, en %, entre le sommet de 1995 et février 1997, en dollars EU. ⁴ 1991. ⁵ Moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 1990.

Sources: Société financière internationale; Institute of International Finance; OCDE; données nationales; estimations BRI.

Tableau VI.3

Cycles des prix de l'immobilier en Asie					
Variation des prix en termes réels, en taux annuel					
	Du creux au sommet	Du sommet au creux	Dernier cycle incomplet		Élasticité par rapport à l'indice des cours des actions*
			%	première année	
Corée			-2	1990	-0,12
Hong-Kong	20	-30	56	1995	1,07
	24				
Singapour	27	-26	18	1992	0,82
Indonésie	54		-8	1990	0,13
Malaysia	26	-13	-6	1991	-0,21
Philippines	42	- 8	7	1991	0,34
Thaïlande			-7	1991	-0,09

Les chiffres sont obtenus à partir de données annuelles sur les prix pratiqués, généralement dans la capitale. Pour le dernier cycle, variation entre la première année et 1996.

* Élasticité de la variation annuelle, en %, des prix de l'immobilier, en termes nominaux, par rapport à la variation annuelle, en %, des cours des actions, entre 1991 et 1996.

Sources: Colliers Jardine; Jones Lang Wootton.

Tableau VI.4

Hong-Kong et Singapour, l'ajustement se poursuit dans les autres pays. Les estimations du secteur de la construction donnent à penser qu'un nouveau gonflement de l'offre en 1997 ou 1998 à Bangkok, Djakarta, Kuala Lumpur et Manille pourrait encore accentuer les pressions baissières.

Fragilité financière en Asie

Les crises antérieures en Amérique latine ont provoqué une restructuration

La reprise des entrées de capitaux privés dans les marchés émergents s'est produite à un moment où les systèmes bancaires étaient sérieusement fragilisés dans la plupart des pays destinataires. En Amérique latine, l'Argentine, le Brésil, le Mexique et le Venezuela ne sont toujours pas remis des graves difficultés de ces dernières années (analysées dans le Rapport annuel de 1996). Un vaste processus de restructuration est en cours; il repose sur des subventions publiques, des fusions, une participation étrangère croissante et une surveillance prudentielle plus rigoureuse, tant de la part des autorités que du marché. Il s'est concrétisé, entre autres, par une réduction marquée de l'emploi dans le secteur bancaire, dont les effectifs avaient souvent été gonflés par les profits faciles réalisés à l'époque de l'hyperinflation: entre 1990 et 1996, il a diminué de 34% au Brésil et de 20% en Argentine. Le pourcentage des prêts improductifs dans le total du crédit a sensiblement baissé (tableau VI.5). On a également enregistré un durcissement radical des conditions de crédit et une vive contraction des prêts bancaires.

Après des années de croissance rapide, les banques asiatiques sont vulnérables

La croissance très rapide dans les pays d'Asie de 1990 à 1995 n'a cessé de gonfler la demande, provoquant ainsi une envolée extraordinaire du ratio crédit bancaire/PIB, dont le monde industriel n'a pas connu d'équivalent depuis longtemps (tableau VI.6). Les taux les plus élevés d'expansion du crédit ont été enregistrés par les économies d'industrialisation plus récente: Indonésie, Malaysia, Philippines et Thaïlande. Dans ce dernier pays, la pointe s'est produite

Prêts improductifs, en % du total						
	Crise des années 80		1990	1994	1995	1996 ²
	années ¹	moyenne				
Inde ³				23,6	19,5	17,3
Corée	1986	6,7 ⁴	2,1	1,0	0,9	0,8
Hong-Kong ⁵				3,4	2,8	2,7
Taiwan ⁶	1986	5,5	1,2	2,0	3,1	3,8
Indonésie			4,5	12,0	10,4	8,8
Malaysia	1988	30,5	20,4	8,1	5,5	3,9
Thaïlande	1983-88	15,0	9,7	7,5	7,7	n.d.
Argentine	1985	30,3	16,0	8,6	12,3	9,4
Brésil			4,7	3,9	7,9	5,8
Chili	1983	15,5	2,1	1,0	1,0	1,0
Colombie ⁷	1984	25,3	2,2	3,1	3,8	4,6
Mexique ⁷	1982	4,1	2,3	10,5	14,4	12,5
Pérou	1985	17,7	12,8	6,9	4,8	5,1
Venezuela	1983	15,4	3,0	24,7	10,6	3,8
Pour mémoire:						
États-Unis	1987	4,1	3,3	1,9	1,3	1,1
Japon ⁸				3,3	3,3	3,4 ⁹
Italie			5,2	8,1	9,3	10,1
			1992 ¹			
Finlande			8,0	4,6	3,9	2,7
Norvège			9,1	5,4	4,1	3,2
Suède			11,0	6,3	4,4	3,0

¹ Sommet de la crise. ² Données provisoires. ³ Banques du secteur public. ⁴ Données officielles disponibles à partir de 1986. ⁵ Banques enregistrées dans le pays. ⁶ Prêts exigibles non remboursés. ⁷ Banques commerciales. Pour le Mexique, les chiffres de 1995 et 1996 prennent en compte l'effet des programmes spéciaux de réduction des créances improductives; sinon, le pourcentage aurait été de 19,3 en 1995 et 24,2 en 1996. ⁸ Sur l'exercice. ⁹ Septembre 1996; 4,5% si l'on inclut les prêts restructurés.

Tableau VI.5

en 1995 et a été suivie en 1996 d'un ralentissement marqué. Aux Philippines, où l'essor de la croissance a été plus tardif, la progression du crédit s'est accélérée: en l'espace de deux ans, son volume a été à peu près multiplié par deux.

La récente phase de ralentissement conjoncturel dans plusieurs pays d'Asie a mis en lumière les faiblesses structurelles de leur système bancaire. Un facteur déterminant à cet égard a été le relèvement des taux d'intérêt réels (ou leur maintien à des niveaux élevés), destiné en partie à ralentir l'expansion très rapide du crédit, mais aussi à soutenir le cours de change dans le contexte d'un ample déficit courant. Après des augmentations successives durant la majeure partie de 1996, les taux réels en Indonésie et en Thaïlande étaient passés, début 1997, au-dessus de 10% et de 8% respectivement (graphique III.3). En Malaysia, où les autorités toléraient une plus grande flexibilité du change, ils ont été un peu plus bas et beaucoup plus stables. En Corée, également, ils restent élevés, bien que le cours de change ait notablement fléchi. Ces difficultés ont été amplifiées, dans certains cas, par des pressions à la baisse sur les prix des actifs.

Les banques sont fragilisées par l'adaptation à un environnement libéral et ouvert

Les causes fondamentales de la fragilité des banques en Asie sont diverses. On peut distinguer quatre grands éléments communs, qui caractérisent les problèmes de l'adaptation à un environnement plus libéral et ouvert; ceux-ci rappellent les difficultés très similaires que les pays industriels ont connues il n'y a pas si longtemps. Premièrement, l'instabilité a eu pour cause essentielle les violents mouvements cycliques des prix des actifs provoqués par une expansion excessive du crédit, bancaire notamment. Les établissements, qui s'étaient développés dans un climat d'étroite réglementation, manquaient souvent de l'expérience nécessaire pour évaluer correctement les risques de crédit dans le nouvel environnement libéralisé. Certains ont pris trop de risques, en comptant sur la garantie tacite d'un soutien officiel en cas de difficultés. Dans de nombreux pays, la surveillance prudentielle n'a pas été suffisamment renforcée pour faire face à l'aggravation des risques. Deuxièmement, la libéralisation des mouvements de capitaux et l'extension des possibilités offertes aux institutions financières

Expansion du crédit bancaire au secteur privé par rapport à la croissance du PIB						
	1981-89	1990-94	1995	1996 ¹	Pour mémoire: crédit bancaire au secteur privé, en % du PIB	
	variation annuelle moyenne, en %				1980	1995
Chine ²	4,6	3,8	- 0,5	3,8	47,5	83,9
Inde	2,6	-2,0	3,8	- 2,0	20,2	23,9
Corée	3,2	2,6	2,2	- 0,6	36,2	55,7
Hong-Kong ³	11,7	8,8	8,9	- 6,1	71,7	321,4
Singapour	2,1	0,8	7,8	5,7	62,9	84,9
Taiwan	7,1	9,2	1,1	- 3,9	49,2	143,1
Indonésie	15,1	10,4	4,4	5,7	8,1	49,1
Malaysia	6,8	3,1	10,5	13,1	33,1	76,9
Philippines	-7,6	10,7	27,4	31,5	37,9	39,3
Thaïlande	6,8	10,0	11,1	5,8	27,5	88,7
Argentine	-4,0	7,9	6,2	0,4	16,5	17,9
Brésil	3,5	1,4	6,7	- 4,9	17,5	27,4
Chili	3,8	3,1	1,3	14,4	26,5	43,6
Colombie	2,0	4,1	4,2	5,0	10,8	16,4
Mexique	-1,9	25,7	- 0,6	-36,0	12,8	33,6
Pérou	-9,6	22,0	25,8	29,9	9,2	12,7
Venezuela	-2,9	-9,6	-39,4	-19,6	24,9	7,0
<i>Pour mémoire:</i>						
États-Unis	1,7	-3,5	4,2	- 0,6	62,1	63,3
Japon	3,8	0,3	0,5	- 1,9	81,0	115,1
Allemagne	1,4	2,5	0,8	4,6	74,2	96,1
Royaume-Uni	9,6	1,3	2,3	3,3	39,9	99,7
Autres pays européens du G 10 ⁴	1,7	2,0	- 2,6	- 0,8	61,0	76,2

¹ Données provisoires. ² Hors administration centrale. ³ Crédit total; banques agréées uniquement.
⁴ Moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 1990. Tableau VI.6

nationales d'effectuer des transactions internationales ont compliqué la tâche de la politique monétaire (question examinée également au chapitre III). De plus, les objectifs de change ont souvent limité l'utilisation des taux d'intérêt pour maintenir la stabilité interne. Troisièmement, la politique de crédit dirigé, pratiquée antérieurement, a légué aux banques des créances irrécouvrables. Enfin, l'intensification de la concurrence entre institutions nationales n'a pas toujours entraîné une rationalisation des systèmes bancaires, souvent très morcelés, dont ces pays ont hérité.

Cycle des prix des actifs

Les crises financières récentes, que ce soit dans les pays industriels ou le monde en développement, se caractérisent essentiellement par un cycle des prix des actifs financé par une expansion excessive du crédit bancaire. Comme ces deux évolutions se renforcent mutuellement, du moins à court terme, l'instabilité financière peut être exacerbée quand les économies entreprennent de s'adapter à un environnement plus libéral. Avant la libéralisation, le plafonnement des taux d'intérêt sur les dépôts préservait la rentabilité de l'intermédiation effectuée par les banques. En outre, leurs crédits étaient généralement dirigés vers l'État ou les entreprises industrielles, seule une petite partie étant investie en actions ou en biens immobiliers. L'abolition de ces restrictions ne fait pas que donner aux établissements une plus grande liberté d'action, elle les encourage également à rechercher de nouvelles sources de profit puisque les marges sur leurs opérations traditionnelles sont rognées.

Après la libéralisation, les banques consentent généralement des prêts pour l'acquisition d'actions et de biens immobiliers. Elles-mêmes achètent parfois des actions et peuvent aussi acquérir des participations dans d'autres catégories d'institutions autorisées à encourir davantage de risques (en investissant massivement, par exemple, dans l'immobilier). Dans ce secteur, également, les prêts peuvent augmenter fortement pendant plusieurs années, alimentant ainsi une expansion sans précédent. L'envolée des prix des actifs «contamine» alors les autres crédits, étant donné que les banques acceptent les actifs mobiliers et immobiliers comme des garanties solides tant que leur valeur monte.

Les emprunteurs continuent de lever des fonds – même à des taux d'intérêt élevés – pour acheter des actifs qui s'apprécient rapidement; quant aux banques, elles poursuivent leurs octrois de crédits, puisque la valeur de leurs garanties s'accroît. Ainsi, ces investissements très rentables pendant les premières phases du boum incitent emprunteurs et prêteurs à s'engager encore davantage, ce qui entraîne une nouvelle hausse des prix. À ce stade, en outre, les banques et autres institutions financières se livrent souvent une concurrence acharnée, qui comprime leurs marges au moment même où les risques augmentent. Or, il est impossible de savoir exactement à partir de quel point le prix d'un bien immobilier dépasse sa valeur actualisée car on ignore le taux d'actualisation approprié, et les gains à venir sont eux-mêmes difficiles à estimer, en particulier dans les pays qui connaissent un développement rapide. Dans ces conditions, l'apparition d'une bulle spéculative de l'immobilier est pratiquement inévitable.

Quand la bulle éclate, les banques et leurs clients éprouvent de graves difficultés. Au début, l'accroissement de l'offre excédentaire ne se reflète pas

Le cycle des prix des actifs est accentué par le crédit bancaire...

... quand les nouvelles possibilités de profit...

... incitent les banques à aller trop loin...

... d'où de sérieux problèmes quand la bulle éclate

toujours sur les prix, dans la mesure où les propriétaires et leurs créanciers retirent leurs biens du marché, qui se contracte alors. Toutefois, comme leurs coûts de financement s'accumulent (entraînant souvent une escalade des arriérés d'intérêts), la situation devient vite intenable. Les investisseurs très endettés, en particulier, peuvent être contraints de vendre, faisant tomber les prix. À mesure que s'effondre la valeur des garanties immobilières détenues par les banques et autres agents, le mouvement de vente s'intensifie, aggravant les pressions à la baisse, elles-mêmes génératrices de nouvelles liquidations qui risquent de ramener les biens immobiliers au-dessous de leur valeur d'équilibre à long terme.

Mesures à prendre
pour tempérer la
hausse

Ce processus place les autorités devant deux grands problèmes. Le premier est de savoir ce qu'elles peuvent ou doivent entreprendre pour tempérer une hausse excessive des prix des actifs. Dans de nombreux pays d'Asie, la marge d'ajustement des taux d'intérêt est limitée, car leur détermination est assujettie à un objectif de change (voir ci-après, graphique VI.5 en particulier). De toute façon, un resserrement de la politique monétaire en présence d'une montée rapide des prix des actifs – mais pas du niveau général des prix – peut s'avérer délicat, dans la mesure où seul un très fort relèvement des taux d'intérêt peut freiner cet emballement, une fois que les anticipations de hausse se sont ancrées dans les esprits.

Les risques
systémiques ...

Comme le montre le chapitre IV, l'augmentation des prix des actifs devient préoccupante pour la banque centrale, surtout quand il s'agit d'avoirs nantis en garantie de prêts bancaires ou financés par emprunt. Dans ces deux cas, en effet, les mouvements des prix peuvent affecter la santé de tout le système financier, à la suite souvent de difficultés apparues au niveau de petits établissements ou d'autres participants apparemment marginaux. Si, en Thaïlande, par exemple, les banques les plus importantes et les mieux capitalisées ont, en général, maintenu des ratios créances/sûretés relativement prudents, certaines d'entre elles et d'autres institutions, plus petites, n'ont pas suivi la même politique. Les sociétés financières de ce pays sont très lourdement engagées dans l'immobilier et beaucoup de banques détiennent une participation notable dans leur capital.

... semblent appeler
des mesures
prudentielles ...

Les banques centrales et autres autorités de contrôle se sont souvent efforcées, par conséquent, de durcir le cadre prudentiel régissant l'octroi de crédit quand les prix des actifs se trouvent poussés par une pression spéculative trop forte. Elles peuvent, pour les prêts immobiliers, imposer une durée limite ou plafonner le ratio créances/sûretés, comme l'a fait Hong-Kong au début de 1997, ramenant ainsi de 70% à 60% le maximum recommandé pour les appartements de luxe. Les autorités ont eu parfois recours aux incitations morales (Malaysia, Thaïlande et Indonésie). Dans plusieurs cas, la banque centrale a utilisé son pouvoir réglementaire pour donner du «mordant» à ses recommandations (par exemple, en subordonnant l'autorisation d'ouvrir des agences au respect de ses directives).

Un net ralentissement de l'octroi de prêts bancaires est intervenu dans beaucoup de pays; toutefois, la capitalisation des intérêts sur un montant croissant de créances improductives est venue renforcer, dans plusieurs cas, le volume des prêts déclarés. Dans d'autres, les banques ont consenti de nouvelles facilités pour maintenir à flot les promoteurs d'immeubles invendus. Ces facteurs peuvent permettre de comprendre pourquoi l'expansion du crédit paraît avoir

continué de financer des investissements considérables dans la construction ou la propriété immobilière, bien après l'apparition d'une offre excédentaire sur de nombreux marchés d'Asie.

Un autre sujet de préoccupation a été la vulnérabilité des banques aux risques inhérents au marché des actions. Ainsi, en Corée, la chute des cours les a exposées à des moins-values latentes considérables; à mesure que celles-ci augmentaient, les règles de provisionnement ont été assouplies, abaissant les réserves destinées à couvrir les pertes estimées sur ce marché. En Malaysia, la flambée du marché des actions s'est poursuivie jusqu'au début de 1997; les mesures annoncées en mars par la banque centrale, qui fixaient une limite aux prêts des banques pour l'investissement boursier et immobilier, ont réussi à freiner l'envolée des cours; la politique de change plus flexible a aussi servi à contenir la volatilité des taux d'intérêt.

... ce qui pourrait aussi s'appliquer aux actions

Le second problème pour les autorités est de savoir quelles mesures adopter quand la bulle des prix de l'immobilier éclate, déclenchant des faillites. Dans ce cas, les portefeuilles des banques sont encombrés de biens immobiliers qu'elles vont avoir du mal à vendre. Si elles n'ont pas un capital suffisant, le secteur public se trouve souvent obligé de financer ces actifs. Pour savoir s'il convient de s'en défaire rapidement, il faut alors évaluer deux dangers opposés. Le premier est celui d'un effondrement des prix provoqué par des ventes trop hâtives dans un marché déprimé; le deuxième consiste en une longue période d'illiquidité du marché. Les acquéreurs éventuels, connaissant parfaitement l'existence d'un vaste parc immobilier invendu, hésitent à acheter. La nécessaire correction des prix se trouve ainsi prolongée, alors que le coût du financement de la dette s'accroît, surtout si les taux d'intérêt réels sont élevés.

Mesures à adopter après l'éclatement de la bulle

À cet égard, l'expérience de la Resolution Trust Corporation aux États-Unis, qui réussit à réaliser les actifs des caisses d'épargne en faillite entre 1989 et 1995, est intéressante. Cet organisme commença à s'en défaire presque immédiatement, par adjudication, leur valeur atteignant son maximum en 1990-91. Le marché de l'immobilier aux États-Unis s'affaiblit, certes, sous l'effet de ces ventes ainsi que d'autres facteurs, mais il remonta rapidement dès 1991, grâce en partie à la politique de faibles taux d'intérêt pratiquée par la Réserve fédérale. En Suède, le délai de liquidation des biens immobiliers acquis par l'État après la crise bancaire de 1991, fixé initialement de dix à quinze ans, fut ensuite raccourci. Cette politique fut facilitée par la décision prise, fin 1992, de laisser flotter la couronne, qui conféra aux autorités une plus grande latitude pour abaisser les taux d'intérêt en présence d'une grave récession.

Mobilité des capitaux

La forte accentuation de la mobilité des capitaux, qui a donné lieu à des déficits de paiements courants plus lourds et plus durables qu'auparavant, a accru l'acuité du dilemme de politique monétaire bien connu entre l'objectif de change et l'objectif de taux d'intérêt. Le premier rend plus difficile, et peut-être quasi impossible, l'utilisation des taux d'intérêt par la banque centrale pour modérer les mouvements cycliques du crédit; en outre, un cours fixe peut provoquer des distorsions dangereuses dans l'emploi des monnaies. Ainsi, les pays industriels et les économies émergentes ont dû faire face à une même source de problèmes, à

Dilemme taux d'intérêt/cours de change

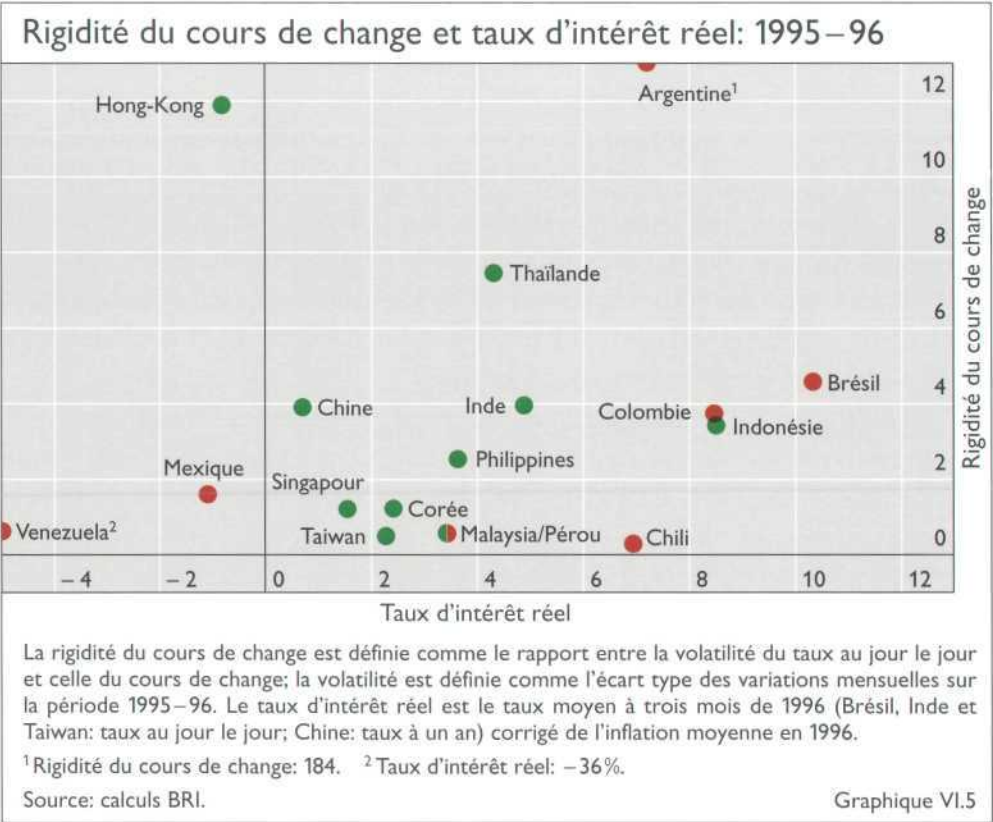
savoir la conjonction d'un cours fixe et de taux d'intérêt et d'inflation intérieurs relativement élevés, situation qui encourage forcément les résidents (banques et clients) à emprunter en devises pour financer leurs activités ou acquisitions d'actifs en monnaie nationale. Ces distorsions peuvent rendre le système bancaire très vulnérable si le creusement du déficit courant finit par provoquer une forte dévaluation.

Tendance à l'assouplissement du cours de change?

La plupart des pays d'Asie subordonnent traditionnellement leur politique monétaire à un objectif de change, qui les oblige souvent à accepter des taux d'intérêt plus volatils. Plusieurs ont toutefois libéré récemment leur cours de change (l'Indonésie, par exemple, a élargi sa marge de fluctuation) et ont ainsi réussi à stabiliser quelque peu leurs taux d'intérêt. Le rapport entre la volatilité du taux d'intérêt et celle du cours de change offre une mesure, certes imparfaite, du poids relatif qu'un pays attribue à ces deux paramètres (graphique VI.5). Selon ce critère, parmi toutes les économies en développement d'Asie, Hong-Kong et la Thaïlande ont appliqué le régime de change le plus rigide: la volatilité du cours de leur monnaie a été très faible, ces deux dernières années. Cependant, quand le marché perd confiance dans le cours de change, cette politique exige des taux d'intérêt réels élevés (cas de la Thaïlande).

Entrées de capitaux et crédit intérieur

Dans la mesure où ils hésitaient à laisser s'apprécier leur cours de change pour freiner l'accroissement des entrées de capitaux, beaucoup de pays d'Asie ont enregistré des apports massifs et soutenus de 1990 à 1995, époque où leurs réserves en devises sont montées en flèche. On peut ainsi expliquer en partie les difficultés du système bancaire thaïlandais par la création, au début de 1993, de la place franche (Bangkok International Banking Facilities – BIBF), qui, tout en



conférant à cette ville le statut de centre financier international, a permis aux établissements locaux d'emprunter en dollars. Étant donné que la politique suivie consistait à maintenir le baht dans une fourchette relativement étroite, et compte tenu du poids considérable du dollar dans le panier de monnaies de référence, le risque de pertes de change était perçu comme assez mince.

Plusieurs mesures ont été adoptées pour atténuer l'effet d'expansion du crédit provoqué par les entrées de capitaux. Certains pays d'Asie ont maintenu des coefficients de réserves plus élevés pour les dépôts à court terme des non-résidents. La Banque de Thaïlande a pris diverses dispositions destinées à limiter la progression des fonds reprêtés par les BIBF au marché intérieur. À partir de septembre 1995, les engagements nets en devises des banques locales ont été soumis à des plafonds (20% des avoirs, par exemple). De plus, les dépôts des non-résidents ont été exclus du calcul du ratio prêts/dépôts que les banques sont légalement tenues d'observer.

Prêts dirigés

La pratique des crédits dirigés est la troisième grande cause de fragilité des systèmes bancaires. Le poids des créances douteuses léguées par cette politique est particulièrement lourd en Chine, où les prêts improductifs correspondent à un cinquième environ du total. Dans le cadre de la planification centrale, les banques ne jouaient pratiquement aucun rôle d'évaluation du risque de crédit: leurs concours n'étaient que la traduction comptable du plan de production. Le système assurait aux entreprises publiques un marché captif pour leurs produits, qui représentaient les deux tiers de la production industrielle chinoise il y a encore une dizaine d'années. Depuis, des réformes économiques d'envergure ont permis aux firmes privées, collectives et mixtes de pénétrer sur ces marchés; les entreprises publiques réalisent aujourd'hui moins d'un tiers seulement de la production industrielle. En outre, comme leurs produits se vendent généralement mal, leurs stocks se sont accrus. Or, étant donné qu'on n'a pas laissé les entreprises publiques faire faillite (elles procurent beaucoup d'emplois mais aussi des services sociaux essentiels), leurs pertes se sont accumulées, et avec elles les créances douteuses des banques. Nombre de ces firmes ne restent en activité que dans la mesure où les banques financent leur fonds de roulement. L'un des objectifs essentiels des autorités consiste à faire en sorte que les banques prêtent à des conditions commerciales: le but est d'abolir d'ici l'an 2000 le contrôle du crédit pour les investissements en capital fixe.

Les prêts dirigés nuisent à la discipline financière

En Inde et en Indonésie, également, les créances douteuses sont généralement concentrées sur les banques publiques (ou placées autrefois sous contrôle de l'État). Dans le cas de la Corée, les problèmes sont dus en grande partie à la politique antérieure de crédit dirigé. Pendant les premières phases du développement économique, les banques étaient obligées d'accorder des prêts à taux préférentiel aux secteurs prioritaires puis, plus récemment, des financements comportant un risque supplémentaire aux petites et moyennes entreprises.

Concurrence et ajustement structurel

Le quatrième élément de fragilité réside dans le fait que la déréglementation interne n'a pas entraîné de rationalisation du système financier. Dans de

Concurrence et impératif de rationalisation

nombreuses économies d'Asie, les marges bénéficiaires des banques ont été laminées, particulièrement sur leurs activités traditionnelles, ce qui les a forcées à se lancer dans des domaines nouveaux, inconnus et souvent plus risqués. Dans beaucoup de pays industriels, l'intensification de la concurrence a donné lieu à un puissant mouvement de rationalisation et de concentration, souvent encouragé par les autorités, surtout après une crise bancaire; en Asie, en revanche, les propriétaires de banques se sont largement opposés aux regroupements. Le nombre d'établissements en Indonésie (239) illustre, par exemple, la fragmentation du système; l'action de la banque centrale pour stimuler leur rapprochement n'a abouti qu'à une seule fusion l'an passé. En Corée, on n'en a enregistré aucune ces derniers temps. Dans le cas de la Thaïlande, les difficultés récentes ont poussé les autorités à redoubler d'efforts en faveur de la rationalisation. L'effondrement de la plus grande société financière du pays en février 1997 – près de la moitié de ses prêts étaient engagés dans l'immobilier et le crédit à la consommation – a incité les autorités à obliger plusieurs institutions d'augmenter leur capital; elles ont également annoncé un programme officiel en vue d'encourager les fusions. Selon le système d'agrément à deux niveaux appliqué par la Malaysia, seules les banques dont les fonds propres dépassent un seuil donné sont autorisées à mener certaines opérations: dans le cadre d'une fusion, les établissements de moindre importance peuvent toutefois atteindre la taille requise pour être classés dans les institutions dites «de première catégorie». Une autre tactique utilisée dans quelques pays consiste à ne faciliter, ou à ne permettre, l'accès au secteur bancaire que par l'acquisition d'un établissement existant.

Amélioration de la diffusion d'informations par les banques

L'efficacité de la discipline de marché, mécanisme qui peut jouer un rôle essentiel pour obliger les banques à la prudence, dépend de la transparence. Or, comme l'activité bancaire elle-même repose sur l'existence d'informations confidentielles concernant la clientèle, la transparence ne s'y manifeste pas toujours spontanément. Toutefois, la libéralisation, la prolifération d'instruments financiers plus complexes et la mondialisation ont concouru puissamment à une diffusion d'informations plus complètes et plus précises par les banques dans le monde en développement comme dans les pays industriels. (Le chapitre VIII analyse le rôle de cette évolution dans le renforcement de la réglementation et du contrôle prudentiels.)

Il est difficile de savoir dans quelle mesure la gravité et la durée des récentes crises bancaires dans les marchés émergents ont contribué à une meilleure diffusion des informations. D'une part, les lourdes pertes des banques, qui finissent souvent par retomber sur le contribuable, ont poussé diverses instances nationales à renforcer leurs exigences à cet égard. En Amérique latine, l'Argentine et le Mexique en ont fourni récemment des exemples frappants. D'autre part, certaines autorités de contrôle craignent que le public ne perde confiance s'il vient à connaître la situation financière véritable de nombreuses banques; elles estiment, en outre, que l'on ne peut vraiment améliorer la diffusion d'informations – même si elles y sont favorables en principe – tant que les

Tendance à
l'amélioration de
l'information dans
les marchés
émergents?

établissements restent aussi fragiles. Quoi qu'il en soit, des progrès ont été accomplis, ces derniers temps, en ce qui concerne l'exactitude de la comptabilité, la fréquence et la précision des états financiers, le renforcement des procédures de vérification et le développement du rôle des agences de notation.

Plusieurs pays ont pris des mesures pour que les banques diffusent davantage d'informations sur la qualité de leurs actifs, conjuguées dans bien des cas avec des règles plus rigoureuses sur les réserves qu'elles doivent constituer au moment de l'octroi d'un prêt ou quand le contexte change. L'Argentine, par exemple, a utilisé le taux d'intérêt appliqué aux divers crédits comme mesure approchée du degré de risque qu'on leur attribue. L'Inde a récemment durci la réglementation obligeant les banques à provisionner rapidement leurs créances douteuses. Des dispositions semblables ont été adoptées en ce qui concerne les portefeuilles-titres, pour obliger les établissements à les évaluer plus exactement au cours du marché (Inde) ou à publier plus complètement leurs positions de hors-bilan (Thaïlande). Les banques ont aussi été incitées à révéler toute concentration de risque (par exemple, vis-à-vis d'un secteur comme l'immobilier ou d'un gros emprunteur). Malgré tout, beaucoup reste à faire. De nombreux pays continuent d'autoriser leurs banques à dissimuler l'ampleur de leurs pertes sur titres et des prêts improductifs. Rares sont ceux où le public dispose de données sur la charge des créances non recouvrées que les banques intègrent à leurs prêts.

Le second progrès important concerne la publication de rapports plus détaillés et plus fréquents sur les résultats financiers des banques. Ces documents ne consistent pas seulement en états statistiques (qui servent aux organismes de contrôle de nombreux pays pour faire la synthèse de la situation financière de tous les établissements de leur juridiction), mais ils comprennent aussi souvent des comptes rendus décrivant les modalités de gestion, notamment des risques.

Dans plusieurs pays, les dispositions qui régissent le recours aux vérificateurs internes et externes ont été renforcées. Les critères minimaux requis pour exercer la fonction de vérificateur interne ont été relevés dans certains. D'autres changements ont été mis en place, en particulier la limitation du choix des commissaires aux comptes et l'élargissement du champ de leur rapport. Le commissaire est souvent tenu de signaler directement à l'organisme de contrôle l'apparition d'un problème dans la banque dont il vérifie les comptes.

Informations plus complètes sur la qualité des actifs ...

... et la concentration du risque...

... mais beaucoup de lacunes subsistent

Les comptes sont plus détaillés ...

... et mieux vérifiés

Rôle des agences de notation

L'information du marché sur les résultats des banques a été améliorée, ces dernières années, par le développement considérable de l'activité des agences de notation. Le nombre d'économies émergentes notées par ces organismes est passé de treize, début 1990, à cinquante-trois, début 1997 (graphique VI.3). Cette évolution capitale résulte d'un changement fondamental dans la nature des prêteurs et emprunteurs opérant sur les marchés internationaux. À la fin des années 70 et au début de la décennie 80, les capitaux étrangers étaient principalement fournis par des banques qui, en théorie, étaient capables de juger elles-mêmes la qualité du crédit et d'en suivre l'évolution. Les flux privés destinés au monde en développement allaient surtout à un nombre relativement petit de pays et de signatures bien connues, en général l'État. On avait tendance à

Rôle accru des agences de notation ...

considérer que les relations étroites et continues entre créanciers et emprunteurs rendaient moins nécessaire une évaluation indépendante. Au début de l'actuelle décennie, toutefois, les apports de capitaux étrangers sont venus de fonds de pension, d'organismes de placement collectif, de compagnies d'assurances et d'autres institutions, qui n'avaient pratiquement aucune expérience pour estimer la solvabilité de toutes les économies émergentes représentées dans leurs portefeuilles diversifiés. Parallèlement sont apparus des emprunteurs – gouvernements et institutions privées – dont les antécédents en matière de crédit étaient minces ou inexistants.

... qui évaluent maintenant beaucoup plus de banques ...

Les grandes agences notent aujourd'hui un nombre beaucoup plus important de banques dans un éventail plus large de pays (tableau VI.7). Cette tendance est due à plusieurs facteurs. Premièrement, certaines autorités de contrôle ont obligé, ou du moins vivement encouragé, les banques de leur juridiction à demander une note de crédit et à la publier. L'accent donné en Nouvelle-Zélande à la diffusion d'informations est bien connu, même si les autorités ne sont pas allées jusqu'à contraindre toutes les banques à solliciter une notation, les établissements plus modestes ayant plaidé que cette mesure leur imposerait des

Notation de crédit dans le système bancaire				
	Notation obligatoire	Existence d'une agence locale de notation	Nombre de banques, sur les dix principaux établissements à capitaux nationaux, notées en février 1997 par	
			une agence nationale ¹	une agence internationale ²
Inde	NON	OUI	8	8
Corée	NON	OUI	0	10
Hong-Kong	NON	NON	–	3 ³
Singapour	NON	NON	–	Toutes = 6
Taiwan	NON	Depuis mai 1997	–	6
Indonésie	NON	NON	–	10
Malaysia	NON	OUI	7 ⁴	2
Thaïlande	NON	OUI	3 ⁵	9
Argentine	OUI	OUI	10 ⁶	10
Brésil	NON	OUI	n.d.	9
Chili	OUI ⁷	OUI	10	10
Colombie	NON ⁸	NON	–	5 ⁹
Mexique	NON	OUI	5	10
Pérou	OUI	OUI	10	(6)
Venezuela	NON	OUI	Toutes	7

¹ Pour les dépôts en monnaie locale. ² Pour la dette à long terme en devises. Le chiffre entre parenthèses indique que la note ne s'applique qu'aux dépôts en monnaie locale. ³ Banques à capitaux nationaux uniquement. Cinq ont été notées pour leur dette à long terme en devises. ⁴ Notation basée sur l'ensemble des opérations bancaires. ⁵ Pour les obligations à long terme en monnaie locale; aucune notation pour les dépôts en monnaie locale. ⁶ Un établissement, dont les engagements sont garantis par le gouvernement fédéral, n'est pas soumis à notation. ⁷ Les titres émis par les banques doivent être notés par au moins deux agences. ⁸ Notation obligatoire, toutefois, pour certaines opérations (par exemple, titrisation et émission d'obligations). ⁹ Pour les émissions de certificats de titres en dépôt (ADR et GDR).

Source: banques centrales.

Tableau VI.7

charges inutiles. Une telle obligation existe en Argentine et au Pérou. Au Chili, des agences privées proposent une notation, mais, en plus, les commissaires aux comptes officiels attribuent à chaque établissement une note globale de crédit qui est rendue publique.

Un deuxième facteur a joué un rôle bien plus important dans de nombreux pays: le recours accru des banques aux marchés internationaux des capitaux. Or, cela les oblige souvent à se faire attribuer, par l'une des principales agences, une notation qui a généralement une influence sur les conditions de financement. D'autre part, l'activité bancaire internationale n'est plus le domaine réservé de grands établissements réputés: beaucoup d'institutions plus modestes et encore peu connues ont établi, avec des banques de taille analogue, des relations transfrontières directes, largement facilitées par l'existence de notes de crédit fiables.

La surveillance accrue résultant de l'activité des agences de notation a mieux mis en lumière la situation financière des banques. Les établissements et les autorités de contrôle de nombreux pays ont pris des dispositions pour veiller à ce que les organismes reçoivent les informations nécessaires; ces derniers, en outre, n'hésitent pas, depuis quelques années, à abaisser la note de grandes banques très influentes avant que les organismes officiels ne reconnaissent publiquement l'existence d'un problème.

... apportant ainsi
une contribution
essentielle

Pourtant, il importe de ne pas demander à la notation de crédit plus qu'elle ne peut offrir. Les agences ont, en effet, tendance à adopter une attitude prudente, étant donné qu'elles doivent éviter de se laisser trop influencer par une évolution purement conjoncturelle et que leur crédibilité dépend dans une certaine mesure de la stabilité de la notation. Par conséquent, la cote d'un pays tend naturellement à rester plus stable que sa situation économique ou les marges qu'il paie sur ses emprunts à l'étranger. Le graphique VI.1 compare l'évolution des notes et des taux d'intérêt pour l'Argentine, le Brésil et le Mexique. Le rendement des obligations Brady, qui mesure la perception par le marché d'un risque de défaut de paiement, varie manifestement beaucoup plus que la note de crédit.

Pourtant la
notation répond
à des objectifs
spécifiques, est
prudente ...

Des considérations analogues s'appliquent à la notation des banques. Premièrement, les analystes boursiers et les responsables du contrôle bancaire s'intéressent souvent à une évolution même mineure, et peut-être temporaire, des résultats, qui n'est évidemment pas prise en compte dans la note. Deuxièmement, le rang attribué à une banque ou à sa dette comporte fréquemment une estimation de la probabilité d'un sauvetage par les autorités en cas de difficultés. Il faut, certes, que les créanciers soient informés de cette éventualité, mais elle ne donne pas une image exacte de la solidité intrinsèque de la banque. Pour y remédier, diverses agences ont récemment mis au point une notation «autonome» qui fait abstraction du soutien officiel. Un troisième problème se pose, sous la forme de la notation, non pas des établissements, mais du système bancaire lui-même; celle-ci est rare, bien que certaines caractéristiques nationales, par exemple l'efficacité du dispositif de contrôle du pays, jouent un rôle dans l'évaluation des établissements. La demande du marché porte surtout sur la cote des banques; de plus, la définition du risque de crédit pour l'ensemble du système se heurte à des obstacles d'ordre conceptuel.

... et compte
parfois sur un
sauvetage officiel

Les agences manquent encore de recul pour noter les banques

Quatrièmement, toutes les notations comportent un élément subjectif (concernant, par exemple, la qualité de la gestion) à côté d'indicateurs objectifs. Ce facteur est encore plus important dans les pays où le niveau de diffusion d'informations financières est faible. À cet égard, il faut remarquer que, dans les marchés émergents, peu de banques présentent des antécédents suffisamment longs en matière de résultats dans un environnement libéralisé. En comparaison, les statistiques de défaillances sur le marché des obligations d'entreprises aux États-Unis – où la notation du crédit existe depuis longtemps – permettent de vérifier l'exactitude de l'évaluation.

Contrainte imposée par la notation du crédit souverain

Une dernière question essentielle tient à la relation entre la notation d'une banque et celle du pays de ses propriétaires. La note que les principales agences affectent au passif en devises des banques ne peut habituellement dépasser celle qui est attribuée à la dette souveraine du pays. Cette règle, qui s'applique aux établissements privés et publics, a pour but d'éviter que le gouvernement d'un pays, sur le point de manquer à ses obligations, ne prenne des mesures pour empêcher les banques placées sous sa tutelle d'honorer leur propre dette en devises. De ce fait, les notes internationales données aux banques, dans beaucoup de marchés émergents, sont généralement concentrées au niveau du plafond du crédit souverain ou juste au-dessous. Afin d'établir une distinction plus affinée, certaines agences ont commencé à utiliser des échelles nationales conçues pour faire abstraction du risque souverain. L'utilité de ce système de notation par rapport à l'autre dépend du type de crise considéré. Dans de nombreux pays, les agences nationales jouent aussi un rôle significatif, en particulier pour les engagements en monnaie locale. Une question se pose alors en ce qui concerne la mise au point de notations comparables sur le plan international, surtout là où les échelles sont imposées par les organismes nationaux de réglementation pour leurs besoins spécifiques.

Questions en suspens

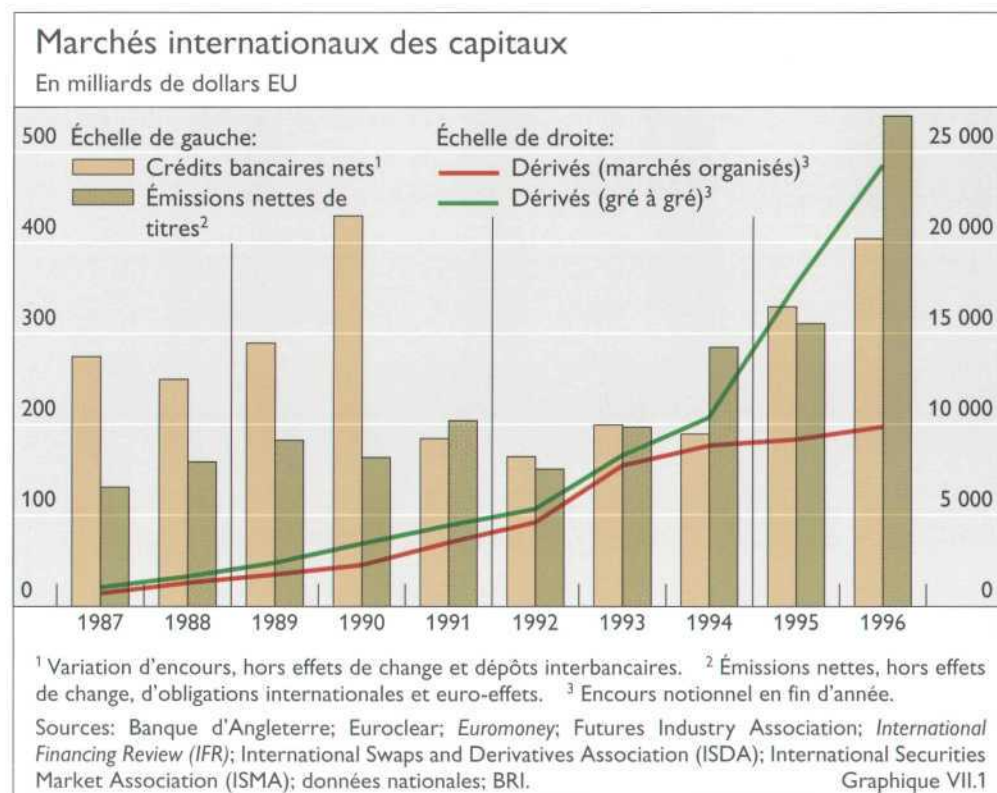
En résumé, la diffusion d'informations et le rôle des agences de notation soulèvent plusieurs problèmes, qui vont très probablement revêtir de plus en plus d'importance en raison de la multiplication des banques exerçant des activités internationales et de l'«atomisation» des marchés internationaux des capitaux dans le monde actuel.

VII. Marchés internationaux des capitaux

Faits saillants

L'activité sur les marchés internationaux des capitaux a été stimulée en 1996 par l'abondance des liquidités, la faiblesse de l'inflation, les efforts généralisés d'assainissement budgétaire, la poursuite des progrès sur la voie de l'union économique et monétaire européenne (UEM) et le mouvement de libéralisation. Les investisseurs internationaux, toujours en quête de rendements plus élevés, ont eu de plus en plus tendance à accepter des signatures de moindre qualité, tandis que les structures d'une complexité croissante se sont multipliées. L'année a été caractérisée par un montant record d'émissions de titres et la poursuite du développement de l'intermédiation bancaire. Simultanément, le chevauchement entre ces deux segments s'est accentué: les banques ont été les principaux émetteurs et leurs acquisitions de titres expliquent en totalité la vive hausse de leurs créances. En ce qui concerne les instruments dérivés, la négociation sur les marchés organisés a marqué le pas, tandis que le gré à gré a continué son essor et que les produits offrant des rendements liés à l'inclusion d'éléments dérivés ont connu un regain de faveur.

Cette évolution s'explique par une modification fondamentale des pratiques et structures de marché, liée non seulement à la suppression des obstacles réglementaires et à l'innovation technologique, mais aussi à des forces plus



Financements nets sur les marchés internationaux (estimations)¹

Composante	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Encours à fin 1996
en milliards de dollars EU							
Créances externes des banques déclarantes ²	- 48,0	185,5	316,4	274,9	680,0	496,6	8 289,9
Créances internes en devises	- 61,4	- 39,8	- 0,9	0,2	- 36,0	81,2	1 355,6
<i>moins: dépôts interbancaires</i>	- 294,4	- 19,4	115,5	85,1	314,0	172,9	4 630,5
A = Prêts bancaires nets ³	185,0	165,0	200,0	190,0	330,0	405,0	5 015,0
B = Tirages nets d'euro-effets	34,9	40,4	72,1	140,2	192,4	265,0	834,1
Émissions d'obligations ⁴	319,7	334,7	432,4	373,6	358,7	569,2	
<i>moins: amortissements et rachats⁴</i>	150,0	223,8	307,0	228,4	239,6	294,1	
C = Financements obligataires nets ⁴	169,8	110,9	125,4	145,2	119,2	275,1	2 391,8
D = A + B + C = Total des financements	389,7	316,3	397,6	475,4	641,6	945,1	8 240,9
<i>moins: duplications d'écritures⁵</i>	34,7	71,3	122,6	60,4	111,6	200,1	1 310,9
E = Financements internationaux nets	355,0	245,0	275,0	415,0	530,0	745,0	6 930,0

¹ Données bancaires et tirages d'euro-effets: variation d'encours, hors effets de change; financements obligataires: flux.

² Créances déclarées par les banques situées dans les pays du Groupe des Dix plus Luxembourg, Autriche, Danemark, Espagne, Finlande, Irlande, Norvège, Antilles néerlandaises, Bahamas, Bahreïn, îles Caïmans, Hong-Kong et Singapour ainsi que par les succursales des banques américaines au Panama. ³ Hors duplications d'écritures dues aux dépôts interbancaires (estimations).

⁴ Hors obligations émises dans le cadre d'un programme EMTN, prises en compte dans les tirages nets d'euro-effets.

⁵ Titres souscrits ou émis par les banques déclarantes et déjà pris en compte dans les créances bancaires sur les non-résidents.

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

Tableau VII.1

puissantes. Les émissions de titres internationaux ont tendance à remplacer les canaux de financement traditionnels. Les pensions supplantent peu à peu les dépôts interbancaires, ce qui élargit la gamme des participants et estompe encore davantage la distinction entre le secteur bancaire et celui des titres. En outre, l'expansion rapide du négoce des prêts et la popularité croissante d'instruments comme les titres adossés à des actifs, les effets complexes et les contrats d'échange d'actifs augmentent l'interpénétration entre compartiments, de même que les progrès réalisés l'an dernier dans la gestion du risque de crédit.

Malgré le développement de la titrisation dans le monde, les banques commerciales sont généralement parvenues à conserver leur place prépondérante au cœur du système financier grâce à une gestion plus active des avoirs et engagements, mais aussi en offrant de nouveaux services de hors-bilan et en prenant le contrôle de maisons de titres et fonds d'investissement. Les banques d'affaires, pour leur part, ont pris pied dans des domaines jusque-là dominés par les banques commerciales, par exemple les crédits consortiaux et l'évaluation du risque de crédit. Ces tendances ont accru la convergence entre les deux catégories d'établissements, qui doivent aussi faire face à la concurrence d'autres participants sur leurs terrains respectifs. Dans cet environnement mouvant et un peu plus opaque, les autorités se sont surtout efforcées de faciliter le libre jeu des forces du marché, tout en préservant la stabilité du système financier.

Marché bancaire

Les prêts consortiaux (\$EU 530 milliards) ont atteint un volume exceptionnel l'an dernier. Ils ont été accordés en majeure partie aux agents non financiers du monde

industriel, notamment des secteurs soumis à des restructurations économiques ou à des privatisations, mais les facilités destinées aux emprunteurs des marchés émergents ont également augmenté. La tarification et les autres caractéristiques des prêts ont continué d'évoluer en faveur des emprunteurs, du fait de l'abondance des liquidités et du rôle croissant des banques d'affaires et investisseurs institutionnels. La faiblesse des marges appliquées aux meilleures signatures a poussé les banques à proposer parallèlement des services ou montages complexes plus lucratifs et à accroître les rendements par des prêts à des débiteurs de qualité inférieure ou non notés ainsi que par des transactions liées à des fusions. Elles ont aussi continué de développer le négoce sur le marché secondaire, comme le montre, par exemple, la constitution de groupements professionnels, effective aux États-Unis (Loan Syndications and Trading Association) et prévue en Europe (Loan Market Association). La tendance à une gestion plus active des portefeuilles de prêts a été particulièrement patente pour le risque de crédit; dans ce domaine, les dérivés ont connu une nouvelle expansion et une grande banque américaine a mis en place, au début de 1997, un modèle transposant le concept du montant exposé au risque (voir ci-après la section sur les marchés dérivés). Les autorités bancaires ont toutefois réitéré leurs appels à la prudence, faisant remarquer que les conditions relatives aux opérations n'avaient peut-être pas suffisamment pris en compte, pour la mesure des risques, l'ensemble du cycle conjoncturel.

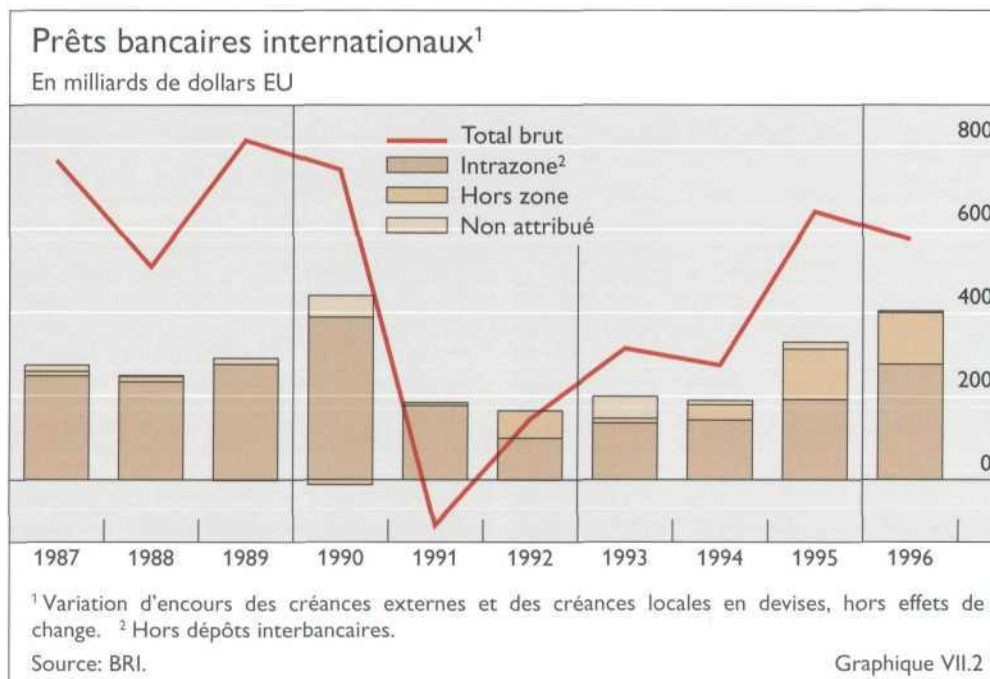
Volume élevé
de liquidités ...

...gestion plus
active du risque
de crédit ...

Principales caractéristiques de l'activité bancaire internationale ¹							
Emplois et origines	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Encours à fin 1996
	en milliards de dollars EU						
A = Créances sur les pays hors zone	6,8	66,0	11,6	36,6	120,8	123,8	1 115,6
B = Créances intrazonales	-116,6	80,4	251,4	228,3	506,5	449,5	8 291,7
1) Créances sur le secteur non bancaire	100,9	90,0	122,7	-49,3	189,5	305,4	2 666,6
2) Utilisation par les banques pour prêts internes	76,9	9,8	13,3	192,5	3,0	-28,7	994,6
3) Dépôts interbancaires	-294,4	-19,4	115,5	85,1	314,0	172,9	4 630,5
C = Non attribué	0,4	- 0,8	52,5	10,1	16,7	4,5	238,1
D = A + B + C = Prêts bancaires bruts	-109,4	145,6	315,5	275,1	644,0	577,9	9 645,5
E = D - B 3) = Prêts bancaires nets	185,0	165,0	200,0	190,0	330,0	405,0	5 015,0
A = Engagements envers les pays hors zone	- 11,7	13,2	-14,8	74,6	96,4	93,7	983,3
B = Engagements intrazonales	-208,8	91,2	112,5	539,2	338,5	316,3	7 595,7
1) Engagements envers le secteur non bancaire	15,2	104,4	86,2	132,8	120,6	207,5	1 865,8
2) Apport par les banques de fonds internes	117,7	40,7	85,6	-64,4	19,0	- 7,0	1 370,9
3) Dépôts interbancaires	-341,7	-53,9	-59,3	470,9	198,9	115,8	4 358,9
C = Non attribué	63,9	6,7	43,0	47,1	94,0	110,9	795,0
D = A + B + C = Emprunts bancaires bruts	-156,7	111,1	140,7	660,9	528,9	520,8	9 373,9
Pour mémoire: crédits consortiaux ²	136,7	221,4	220,9	252,0	310,8	530,0	

¹ Variation d'encours, hors effets de change. ² Facilités annoncées.
Sources: Banque d'Angleterre; Euromoney; BRI.

Tableau VII.2



... et recours accru
aux pensions ...

... qui permet
un élargissement
de la gamme des
participants

Les statistiques d'ensemble de la BRI offrent une image mitigée des transactions de bilan effectivement réalisées par les banques internationales, avec une diminution des flux bruts et une forte accélération des prêts nets. Ce contraste reflète essentiellement le recul de l'interbancaire. Le ralentissement en termes bruts aurait même été plus marqué sans les transactions sur titres, pensions notamment. Le recours accru à ces instruments, qui améliorent les possibilités de financement et de prêt, a permis aux acteurs traditionnels de maintenir leur présence sur le marché et à de nouveaux participants d'y accéder. Le crédit bancaire global a également été affecté par la baisse d'activité des établissements japonais et les difficultés du système bancaire de certaines économies émergentes; toutefois, les mesures prises par les autorités de plusieurs d'entre elles pour limiter les entrées de fonds à court terme n'ont pu empêcher des arbitrages de taux d'intérêt, qui ont continué d'alimenter les importations de capitaux.

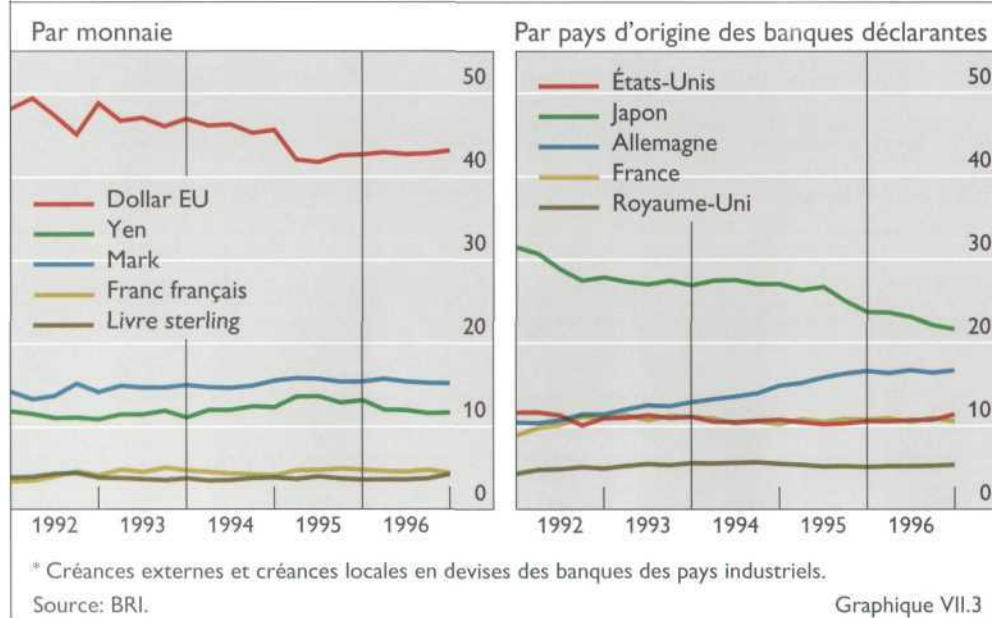
Évolution par secteur, monnaie et pays d'origine des banques déclarantes

La contraction de l'interbancaire suffit à expliquer le ralentissement global de l'activité bancaire internationale. En revanche, les prêts aux agents non bancaires (institutions financières comprises) se sont accélérés, soulignant l'élargissement de la gamme des acteurs sur le marché de gros à court terme. Dans le même temps, la forte hausse des portefeuilles-titres indique un resserrement du lien entre interbancaire et négoce. Dans l'activité transfrontière avec la clientèle non bancaire de la zone déclarante, les crédits ont représenté près du double des emprunts, ce qui montre le rôle déterminant joué par les banques dans les financements de gros. Cela confirme aussi indirectement certaines indications signalant que les investisseurs internationaux ont eu plus largement recours aux pensions pour nouer des positions, quoique de façon moins spéculative et moins apparente qu'au début de l'actuelle décennie.

Les banques
commerciales
conservent
toutefois leur
prééminence ...

Prêts bancaires internationaux*: structure par monnaie et pays d'origine

En %, chiffres de fin de trimestre



Graphique VII.3

L'année passée a également été caractérisée par la poursuite de l'érosion de la part de marché des banques japonaises (revenue de 24,8% à 21,6%), qui s'explique en partie par leurs problèmes de financement sur l'interbancaire. Le poids relatif des autres grands groupes, malgré la disparité des stratégies et la restructuration de la profession, a moins varié, pour plusieurs raisons. Premièrement, les banques des pays anglophones semblent avoir accordé davantage de place aux activités de hors-bilan, telles que placement de titres et services de gestion des risques. Deuxièmement, l'apparition périodique de tensions sur les changes et les marchés des titres a engendré d'importants flux compensatoires via le système bancaire des pays de la monnaie d'émission, indépendamment de sa position concurrentielle; ainsi, des pensions avec le système bancaire français ont été effectuées, pour un volume substantiel, parallèlement à des ventes de titres en francs par les non-résidents. Troisièmement, la restructuration de la sphère financière mondiale a produit des influences opposées, notamment une rationalisation des opérations grâce à une réduction des positions intragroupes et une concentration croissante sur la place de Londres.

Le repli des banques japonaises a fortement modifié la structure par monnaie des flux bancaires internationaux, entraînant notamment un désengagement à l'égard du dollar et du yen; dans le premier cas, cet effet a toutefois été très largement compensé par une demande accrue d'emprunts à d'autres fins, achats de titres, par exemple. En outre, l'expansion en devises européennes recouvre d'importantes différences qui reflètent des réallocations de portefeuille. Ainsi, les crédits en marks allemands, liras italiennes, livres sterling et florins néerlandais se sont accélérés, tandis que les positions en Écus se sont encore contractées.

... mais leurs
stratégies
divergent...

... le désengagement
des banques
japonaises entraînant
une redistribution
des monnaies...

... tout comme
les réallocations de
portefeuille

Opérations avec les pays hors zone

Nette diminution
des prêts à la
Thaïlande...

... mais accélération
dans les autres pays
d'Asie...

... et en
Amérique latine...

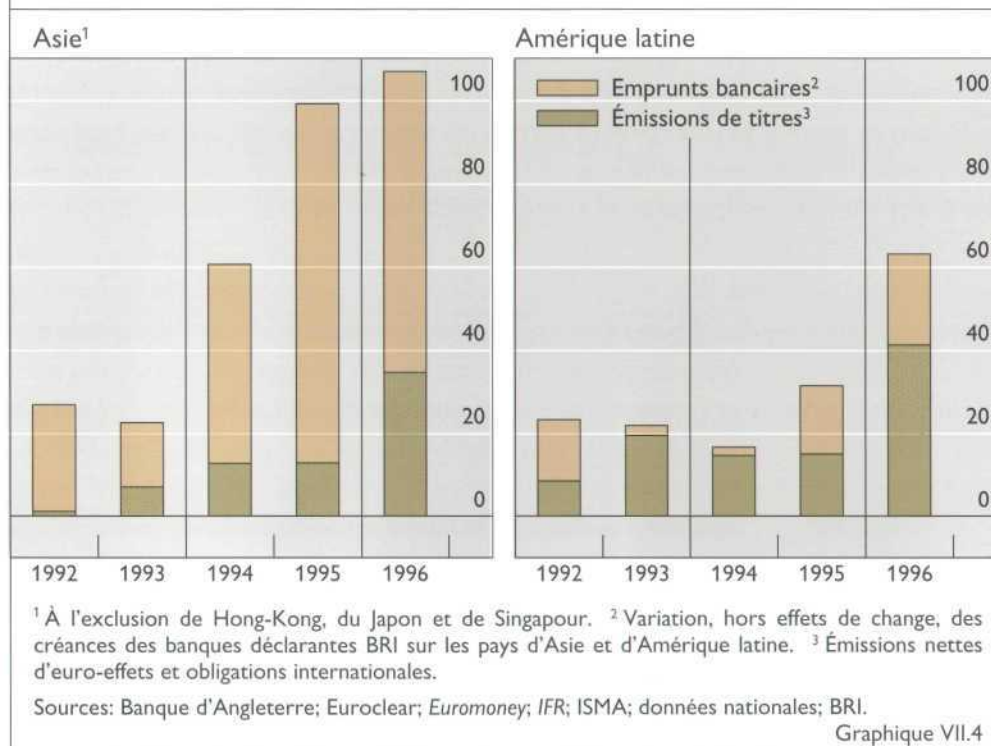
Les crédits aux pays hors zone ont encore progressé en 1996, malgré une nette diminution envers la Thaïlande (plus gros débiteur bancaire d'Asie après la Corée) due à une politique restrictive et à l'effet dissuasif d'un déficit courant record. En revanche, d'importantes opérations liées au financement de projets et/ou à des arbitrages continus de taux d'intérêt ont entraîné une accélération des concours aux autres grands pays débiteurs d'Asie, notamment Corée, Chine, Indonésie, Malaysia et Philippines. L'adhésion de la Corée à l'OCDE a réduit la pondération de fonds propres appliquée aux créances sur le pays, mais les entrées de capitaux qui en ont résulté ont été modérées, en fin d'année, par des rumeurs de pertes élevées sur des prêts aux entreprises locales. Plus généralement, la volonté de freiner la dépendance à l'égard des flux bancaires à court terme et l'accueil de plus en plus favorable réservé par les investisseurs en obligations à de nouvelles signatures asiatiques ont permis aux emprunteurs de la région, fortement endettés à court terme (jusqu'à 70% du total de la dette bancaire en Corée et en Thaïlande), d'allonger les échéances en diversifiant leurs sources de financement.

Les prêts aux pays d'Amérique latine ont encore augmenté, un recul des lignes à court terme au Brésil ayant été plus que compensé par une reprise des financements au Mexique et une progression des concours à l'Argentine et à quelques autres pays (Colombie, Équateur et Pérou). En refinançant un grand volume de prêts officiels sur le marché des titres, l'Argentine et le Mexique ont pu indirectement faciliter l'accès du secteur privé local au crédit bancaire, comme cela semble avoir été le cas pour les entreprises. Au Brésil, d'importantes émissions de titres internationaux par des agents financiers et non financiers se sont accompagnées d'entrées massives de capitaux bancaires à court terme attirés par des écarts de taux d'intérêt élevés, malgré diverses mesures prises pour les endiguer. Ailleurs, les emprunts extérieurs ont été effectués

Activité des banques avec les pays hors zone*								
Position des banques sur	Avoirs			Engagements			Encours à fin 1996	
	1994	1995	1996	1994	1995	1996	Avoirs	Engagements
	en milliards de dollars EU							
Ensemble	36,6	120,8	123,8	74,6	96,4	93,7	1 115,6	983,3
Pays développés	- 1,3	26,0	21,2	22,4	20,3	18,5	208,8	189,5
Europe orientale	-13,0	3,3	10,9	2,0	9,2	2,7	94,7	48,7
Pays en développement	51,0	91,5	91,8	50,1	66,9	72,5	812,2	745,1
Amérique latine	2,0	16,4	21,8	21,0	43,0	23,0	267,3	224,2
Brésil	- 6,7	12,0	10,0	9,9	24,3	7,9	83,4	68,3
Mexique	6,6	-4,2	1,0	0,1	7,4	3,9	73,8	37,4
Moyen-Orient	3,1	-7,5	0,0	2,9	8,1	16,6	72,4	219,0
Afrique	- 2,0	-3,7	-2,4	3,3	-1,2	2,7	33,6	43,2
Asie	47,8	86,3	72,3	22,9	17,0	30,3	438,9	258,6
Corée	15,1	22,5	25,9	4,9	4,5	5,3	108,5	29,9
Thaïlande	19,4	38,8	8,9	2,0	4,7	-2,5	98,7	9,2
* Variation d'encours, hors effets de change.								
Source: BRI.								
Tableau VII.3								

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

En milliards de dollars EU



essentiellement sur le marché des titres et les arbitrages de taux par l'intermédiaire des systèmes bancaires locaux ont été plus rares.

L'activité avec les autres pays hors zone a été caractérisée par d'importantes opérations avec l'Australie, la Grèce, la Turquie et la Russie. Elles ont consisté surtout en achats de titres, dans les deux premiers cas, et en prêts, principalement à très court terme, pour des considérations de risque, dans les deux autres. Les bailleurs de fonds ont eu, toutefois, dans l'ensemble un comportement très différencié selon leur pays d'origine. Les données disponibles pour le premier semestre sur les crédits aux pays en développement montrent que les banques européennes y ont pris une part substantielle, tandis que celles des États-Unis ont été moins actives et que celles du Japon se sont généralement abstenues. Même si des facteurs externes, tels que des difficultés temporaires de financement, ont parfois joué un rôle, ces divergences résultent plus souvent des stratégies adoptées.

... recouvrant des comportements divergents selon le pays d'origine des prêteurs

Marchés des titres

À \$540,1 milliards, le total des financements nets par euro-effets et obligations internationales a atteint un record absolu en 1996. La progression de l'encours s'est inscrite à 19%, soit nettement plus que celle des marchés domestiques. Les émissions internationales ont été stimulées par plusieurs facteurs: course aux rendements dans un contexte d'abondance des liquidités mondiales; extension de la titrisation; désaffection à l'égard des sources de financement domestiques;

L'abondance des liquidités alimente la course aux rendements...

apparition de nouveaux emprunteurs. Les efforts des investisseurs internationaux pour s'adjuger des rendements supérieurs les ont conduits à être moins exigeants en termes de risque de crédit et à explorer d'autres créneaux. En conséquence, une large part des émissions ont comporté, sous une forme ou une autre, un élément de titrisation d'actifs et/ou des caractéristiques de produits dérivés. Le nombre des monnaies utilisées a également augmenté, avec, par exemple, l'apparition du peso argentin, du kuna croatien et du zloty polonais.

Bien que, sur certains marchés à revenu fixe, le climat n'ait pas toujours été propice aux émissions, le goût retrouvé des investisseurs pour les actifs en dollars EU et en livres sterling s'est avéré plus déterminant que le niveau des taux d'intérêt. En outre, l'orientation accommodante de la politique monétaire dans les grandes économies européennes et au Japon les ayant conduits à rechercher des formules mieux rémunérées, le processus de convergence entre taux longs «périphériques» et «centraux» au sein des principaux groupes de monnaies s'est poursuivi (chapitre IV). L'essor du marché a été particulièrement prononcé en Europe, où les investisseurs ont fait de plus en plus abstraction du risque de change;

... entraînant une
réduction des
primes de risque
et favorisant...

Principales caractéristiques des émissions de titres internationaux¹

Pays de résidence, monnaie et catégorie d'émetteurs	1991	1992	1993	1994	1995	1996	Encours à fin 1996
en milliards de dollars EU							
Total des émissions nettes	204,7	151,3	197,6	285,4	311,6	540,1	3 225,9
Obligations internationales ²	169,8	110,9	125,4	145,2	119,2	275,1	2 391,8
Euro-effets	34,9	40,4	72,1	140,2	192,4	265,0	834,1
Pays développés	159,0	115,3	129,7	208,4	230,5	361,5	2 421,3
Europe ³	88,3	93,7	142,7	166,2	169,9	210,0	1 457,0
Japon	39,6	-3,4	-44,7	-27,0	-27,4	-17,6	203,7
États-Unis	13,8	16,8	11,1	41,1	64,3	145,7	449,7
Canada	15,9	10,5	19,1	18,2	10,6	9,1	186,6
Places franches	3,9	0,0	5,8	38,6	38,4	73,7	255,4
Autres pays	16,0	12,8	25,7	28,7	27,3	79,9	230,1
Institutions internationales	25,7	23,2	36,5	9,8	15,4	24,9	319,1
Dollar EU	54,9	58,7	31,5	73,4	74,2	262,1	1 245,9
Yen japonais	21,1	9,2	33,7	106,8	108,3	81,2	517,6
Mark allemand	12,6	24,6	31,2	27,5	55,1	54,8	347,1
Autres monnaies	116,1	58,7	101,2	77,6	74,0	141,9	1 115,4
Secteur financier ⁴	43,5	43,5	53,5	156,1	179,9	342,7	1 344,0
Secteur public ⁵	79,6	83,1	132,7	107,9	98,7	123,6	1 075,1
Entreprises	81,6	24,7	11,5	21,4	33,1	73,9	806,8
Pour mémoire:							
Obligations internationales (annonces) ²	317,7	334,1	446,5	361,6	356,4	575,1	
Facilités d'euro-effets (annonces)	95,9	113,2	109,8	194,0	271,6	269,3	

¹ Obligations internationales (flux) et euro-effets (variation d'encours, hors effets de change). ² Hors obligations émises dans le cadre d'un programme d'euro-effets. ³ Hors Europe orientale. ⁴ Banques commerciales et autres institutions financières.

⁵ Gouvernements, organismes publics et institutions internationales.

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

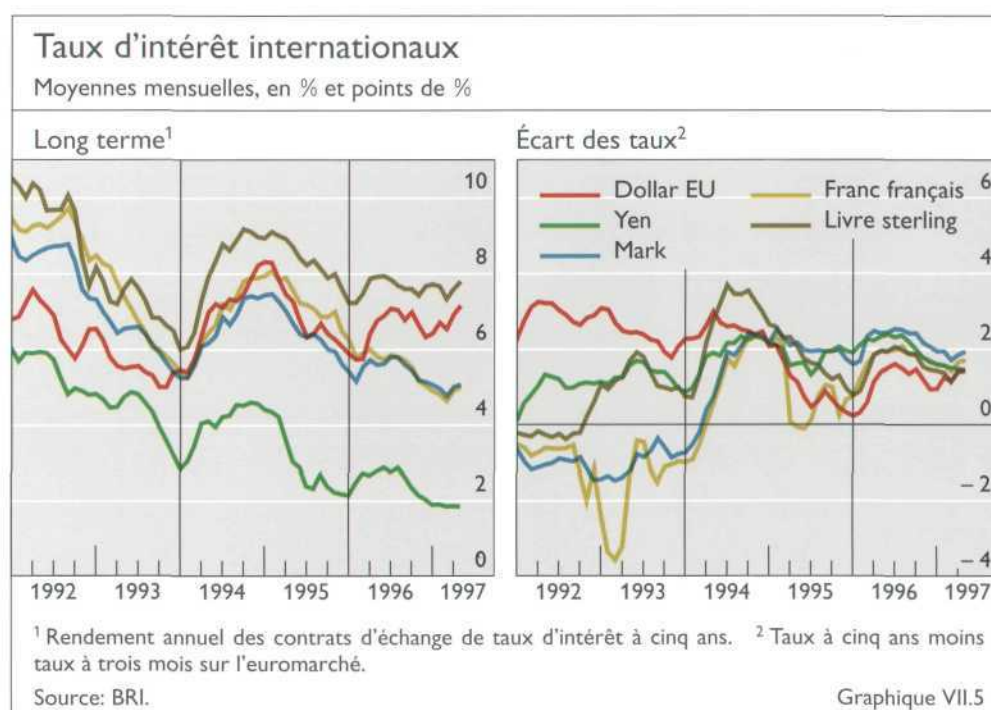
Tableau VII.4

ils ont constaté, en effet, que les gouvernements étaient plus fermement décidés à mettre en œuvre l'assainissement budgétaire requis par les critères de Maastricht et à progresser sur les autres aspects de la convergence économique. La course aux rendements a toutefois entraîné un redressement plus vigoureux encore de la dette des marchés émergents, dont les émissions nettes ont plus que triplé (atteignant le niveau record de \$90,6 milliards). Tandis que les emprunteurs souverains tels que l'Argentine, le Mexique et les Philippines refinançaient leurs obligations Brady ou prêts officiels sur le marché international, certains pays (d'Europe orientale notamment) ont fait leur apparition. La demande internationale de signatures de marchés émergents a été stimulée par plusieurs facteurs: assainissement des politiques économiques; diversification des portefeuilles institutionnels; regain d'intérêt de la clientèle de détail en Europe; amélioration de la diffusion d'informations; élargissement de l'accès aux instruments de couverture. Dans un contexte aussi favorable, les débiteurs souverains ont souvent anticipé leurs besoins et lancé des emprunts visant à diversifier leur base d'investisseurs, allonger les échéances ou introduire leur propre courbe de référence.

... les émissions
des marchés
émergents ...

L'utilisation généralisée de caractéristiques de produits dérivés fournit une autre illustration de la course aux rendements. Un grand nombre d'émissions subordonnées d'institutions financières ont ainsi offert des marges attrayantes, grâce à divers aspects optionnels souvent revendus par les intermédiaires sur le marché secondaire, afin de réduire le coût des ressources. Les concepteurs de ces structures ont rivalisé d'efforts pour attirer les investisseurs, incorporant progressivement des composantes plus complexes et affinant la distinction entre les caractéristiques de dette et de fonds propres. Ces émissions ont rencontré un succès particulier dans le compartiment du dollar EU, où la faiblesse des marges sur les contrats d'échange réduisait les possibilités de financement au-dessous du LIBOR. En outre, les investisseurs internationaux se sont montrés

... l'utilisation
généralisée des
caractéristiques de
produits dérivés ...



... et le développement de nouvelles techniques

plus déterminés à explorer de nouvelles techniques. Les titres adossés à des actifs (TAA) ont ainsi renforcé leur position, avec 34% du total des émissions nettes classiques, contre 13% en 1995. Les opérations lancées aux États-Unis se sont contractées, au profit de plusieurs émissions européennes de gros montant liées à des privatisations ou à des réaménagements de bilans, comme une titrisation de \$5,1 milliards d'un lot de prêts à des entreprises organisée par une banque britannique, une transaction de \$4 milliards en crédit-bail aéronautique ou encore une série de restructurations de créances ou devises à recevoir d'emprunteurs d'Europe orientale et d'Amérique latine. En assurant des rendements plus élevés que les actifs de qualité équivalente, les TAA permettent aux institutions financières émettrices d'économiser leurs ressources et de maximiser leur revenu. En outre, la possibilité qu'ils offrent, sans immobilisation de fonds propres, de maintenir des relations d'affaires tout en étant sources d'activités connexes les rend particulièrement attrayants pour les banques, étant donné le faible niveau des marges sur les prêts aux entreprises les mieux notées.

Prédominance des banques d'affaires américaines...

L'important volume d'activité sur le marché primaire a continué de conforter la rentabilité des intermédiaires, mais la concurrence est demeurée vive. Si les banques d'affaires établies aux États-Unis se sont ménagé une position dominante, les établissements commerciaux européens ont pris pied sur le marché de façon particulièrement incisive. Les intermédiaires japonais figurent en moins bonne place, sous l'effet notamment d'une baisse des opérations en yens. Sur le marché secondaire, le volume de titres notifié par les organes de compensation internationaux s'est étoffé, leur encours s'étant accru de 38% (à \$44 600 milliards). Comme ces dernières années, la hausse a été plus prononcée pour les titres domestiques (70% du volume total) que pour ceux en eurodevises. La part de marché du mark a continué d'augmenter, approchant 50%, contre 47% en 1995. Dans l'ensemble, l'activité a été stimulée par des accès de turbulences sur les marchés européens, le développement constant des pensions et la connexion de systèmes nationaux aux réseaux de compensation.

... tandis que les intermédiaires japonais sont confrontés à une baisse de l'activité en yens

Catégorie et pays de résidence des émetteurs

Les institutions financières représentent les deux tiers des émissions nettes

Les emprunts nets des institutions financières ont atteint un volume record, qui a représenté près des deux tiers de l'expansion totale du marché. Le recours à des structures *ad hoc* pour émettre des TAA s'est traduit par une augmentation de l'importance relative des établissements non bancaires. Toutefois, la gamme des débiteurs s'est également élargie et inclut maintenant des organismes paragouvernementaux, des collectivités locales et des signatures de moindre qualité de marchés émergents. Si les banques européennes ont souvent utilisé la dette subordonnée pour financer leurs opérations de négoce ou leurs acquisitions, de nombreuses institutions implantées aux États-Unis l'ont fait pour tirer parti des différences réglementaires et fiscales. Les emprunts du secteur public et des entreprises se sont également accrus de façon substantielle, surtout dans les marchés émergents.

Catégories d'instruments

Forte expansion des euro-effets...

Les *facilités d'euro-effets* sont demeurées le principal moyen d'émission, le total cumulé des programmes lancés depuis la création de ce marché dépassant

\$1500 milliards. Les émissions nettes se sont situées à \$265 milliards, soit près de 50% de l'ensemble des titres internationaux. En fin d'année, les euro-effets représentaient 26% de l'encours total, contre 7% à la fin de 1990. L'incertitude entourant l'évolution des taux d'intérêt en Amérique du Nord et en Europe ainsi que la demande croissante des organismes européens de placement collectif ont stimulé les émissions nettes d'euro-effets à court terme (dont l'europapier commercial – EPC), qui ont atteint le volume record de \$41,1 milliards. Même si ce segment s'inscrit à présent à plus de \$170 milliards en termes d'encours, il fait toujours pâle figure par rapport à son homologue américain (\$779,4 milliards). Cette faiblesse, qui ne tient pas seulement à un manque d'ancienneté, peut être attribuée à des facteurs tels que des restrictions dans plusieurs grandes monnaies européennes et la taille relativement réduite des fonds monétaires en Europe. L'avènement de la monnaie unique pourrait toutefois contribuer à l'apparition d'un marché paneuropéen.

... malgré des facteurs modérateurs sur le marché de l'EPC...

À \$223,9 milliards, les émissions nettes dans le cadre de programmes d'euro-effets à moyen terme négociables (EMTN) se sont encore accélérées. Cette expansion s'explique principalement par les émissions à prise ferme, de sorte que, dans une proportion croissante, ces titres diffèrent peu des euro-obligations traditionnelles. Pour les nouveaux emprunteurs, le placement au mieux s'avère cependant le moyen le plus discret de tester l'accueil du marché. Les débiteurs connus, eux, trouvent dans les EMTN un accès plus rapide et moins coûteux à différents groupes d'investisseurs, en raison de la possibilité de confectionner des instruments sur mesure qui peuvent, souvent, mieux exploiter les opportunités d'arbitrage ou les lacunes fiscales et réglementaires. Ces facteurs ont sans doute contribué, dernièrement, à la progression des montages complexes destinés à diverses catégories d'investisseurs japonais, notamment en tirant parti des mesures récentes de libéralisation et de l'apparente prédilection de ces investisseurs pour les émissions étrangères à placement privé.

... qui contrastent avec le succès plus marqué des EMTN

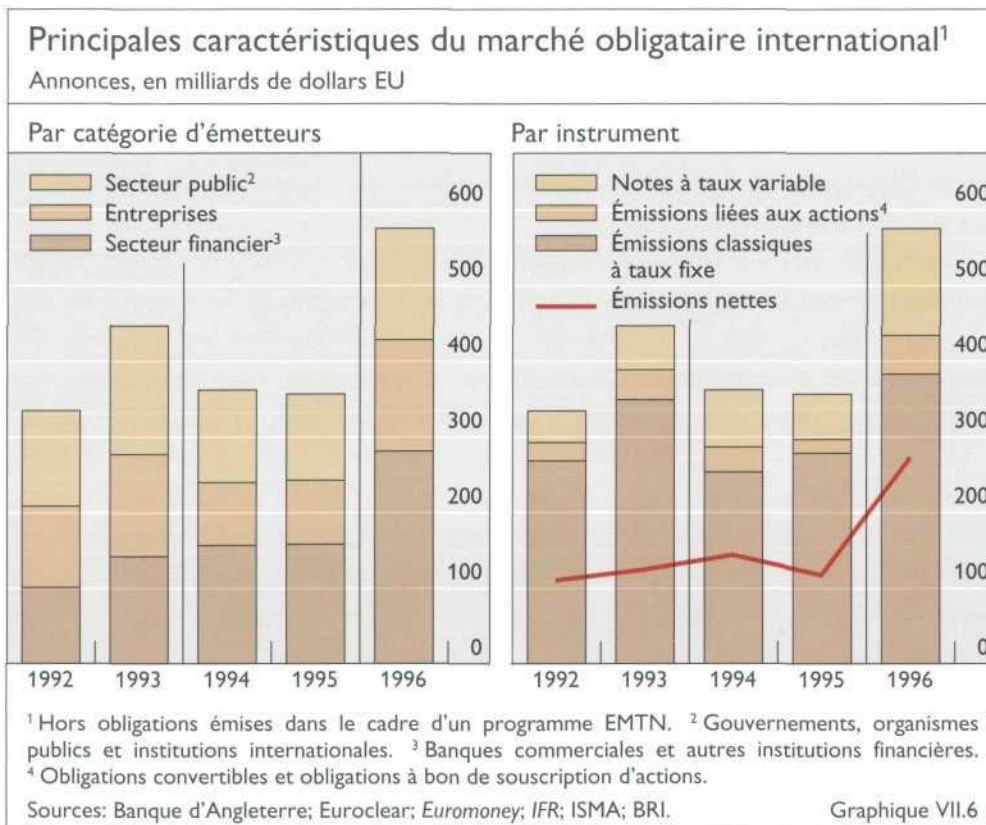
L'année 1996 a constitué une nouvelle étape pour le marché obligataire international. Les annonces d'émissions, selon la formule classique et dans le cadre de programmes d'euro-effets, ont augmenté de 85%, à \$792,4 milliards. Les émissions planétaires ont plus que triplé (à \$118,3 milliards), mais elles ont été lancées en majorité par le biais de structures *ad hoc* liées à des titrisations, contrairement aux premiers temps, où elles étaient surtout le fait d'emprunteurs supranationaux et souverains.

Les émissions obligataires internationales atteignent de nouveaux records

Les annonces d'obligations classiques à taux fixe ont représenté les deux tiers des émissions simples, contre 78% en 1995. Malgré le niveau exceptionnellement bas des marges sur les contrats d'échange en dollars EU, les emprunts dans cette monnaie ont été stimulés par l'amélioration du sentiment à son égard et l'étroitesse des primes par rapport aux taux de référence. En revanche, le compartiment de l'euro-yen s'est fortement contracté, sous l'effet de plusieurs facteurs: anticipations défavorables sur les taux d'intérêt; taux peu avantageux des contrats d'échange; faiblesse persistante de la monnaie; libéralisation récente des marchés obligataires domestiques et samouraï; liberté accrue des fonds de pension pour investir dans d'autres catégories d'actifs étrangers. Dans le même temps, la quête de rendements plus élevés par les investisseurs japonais a entraîné un volume record d'emprunts samouraï en

Dans le compartiment à taux fixe, importantes émissions en dollars EU...

... mais désengagement à l'égard de l'euro-yen...



... et du mark

double devise et de débiteurs de marchés émergents. La désaffection des investisseurs internationaux à l'égard des obligations en marks a fait baisser la part de cette monnaie; cependant, des possibilités attrayantes de contrats d'échange de taux dans le compartiment à cinq ans ont entretenu un volume régulier d'émissions des non-résidents et de la clientèle financière spécialisée implantée en Allemagne. L'expansion à l'étranger des institutions financières allemandes s'est reflétée dans quelques grosses transactions en marks avec nantissement par des sociétés de crédit hypothécaire et banques publiques (*Pfandbriefe*). Les obligations à rendement élevé en marks ont également été recherchées, comme en témoignent diverses opérations de gros montant ou à échéance longue lancées par les marchés émergents. La plupart des autres grands compartiments de monnaies européennes ont profité du redressement des marchés à revenu fixe ou du climat plus favorable au sein du MCE. Le franc suisse a toutefois été affecté par l'affaiblissement de son rôle de monnaie refuge durant les périodes d'agitation. Enfin, l'activité en Écus est restée morose, en raison des questions économiques et juridiques entourant les émissions associées aux contrats d'échange.

L'activité en Écus reste déprimée

Les émissions de NTV sont stimulées par ...

... les TAA et les titres subordonnés

Les incertitudes concernant l'évolution des taux d'intérêt dans certains grands pays, l'abondance des liquidités des intermédiaires et la vive demande de structures à haut rendement ont favorisé les émissions de *notes à taux variable* (NTV). La part du dollar EU dans les annonces s'est encore accrue, mais celles de la livre sterling et du mark dans lesancements ont également progressé de façon notable. Les institutions financières ont renforcé leur position dominante, grâce à un important volume de TAA et de titres subordonnés. Les émissions brutes de NTV souveraines ont été gonflées par une transaction de \$5,4 milliards en

faveur du Mexique, plus grosse opération jamais réalisée sur l'euromarché. Toutefois, comme le volume des émissions souveraines a contrebalancé celui des remboursements, les conditions ont été nettement plus avantageuses que pour les opérations arrivant à échéance (voire très compétitives vis-à-vis du marché des prêts consortiaux). La part des emprunteurs souverains a baissé par rapport aux premiers jours des NTV.

Enfin, le marché primaire des *obligations liées aux actions* s'est légèrement redressé par comparaison avec son niveau très bas de 1995 et l'encours a un peu progressé après plusieurs années de contraction. L'évolution des marchés des actions d'Asie, d'où ont émané la plupart des emprunts ces dernières années, n'a guère été favorable dans l'ensemble. Les débiteurs japonais ont plus que doublé leurs annonces, ce qui n'a pas suffi cependant à compenser le volume échu. Si les nouvelles émissions nippones ont été surtout le fait des entreprises, un petit nombre de banques ont tenté de renforcer leur bilan par d'importantes opérations convertibles en yens. À noter également le rôle accru des signatures européennes, avec quelques transactions de gros montant liées à des privatisations, et l'apparition d'émetteurs d'Amérique latine.

Reprise modérée
des obligations liées
aux actions

Marchés dérivés

Les marchés dérivés ont continué à faire preuve de tendances différentes en 1996, la stagnation globale sur les places contrastant avec l'essor du gré à gré. Si, dans le premier cas, la baisse de la demande a été attribuée à la faible volatilité sur certains grands compartiments de taux et de devises, cette explication n'est pas toujours convaincante. En fait, le dynamisme persistant des instruments simples et sophistiqués du gré à gré ainsi que le succès des montages sur mesure pour la clientèle, comme les titres composites et les bons de souscription, font penser à des causes plus fondamentales: développement rapide des stratégies de couverture faisant appel aux instruments du comptant (pensions notamment), adaptabilité des produits du gré à gré aux préférences changeantes des opérateurs et abaissement des coûts. Une efficience accrue dans la gestion du risque et le mouvement de concentration parmi les intermédiaires peuvent, en outre, avoir atténué la nécessité de couvrir les positions résiduelles sur les marchés organisés. Ceux-ci ont continué d'être fortement incités à innover et à rationaliser, d'autant plus, en Europe, que les perspectives de mise en place de la monnaie unique ont servi de catalyseur à une vaste restructuration.

Les places souffrent
de l'extension du
comptant et du
gré à gré...

Marchés organisés

Exprimé en dollars courants, le montant notionnel de l'ensemble des contrats négociés sur les marchés organisés, tels que recensés par la BRI, s'est encore contracté en 1996. Si ce mouvement s'explique en partie par les effets de change résultant de l'appréciation du dollar EU sur la comptabilisation des opérations en autres monnaies, les chiffres corrigés de cette incidence montrent que les produits de taux sont en baisse, défavorisés par la préférence croissante des grands opérateurs pour les stratégies reposant sur le comptant et le gré à gré, et que les instruments sur devises continuent de stagner, victimes depuis quelque

... et offrent un
bilan mitigé...

temps d'une migration vers le gré à gré. En revanche, le recours aux indices boursiers dans la gestion des portefeuilles nationaux et internationaux a entraîné une expansion soutenue des dérivés correspondants.

... avec, aux États-Unis, une baisse de volume sur contrats de taux d'intérêt...

... mais une expansion du négoce sur produits de base

Le LIFFE accroît sa part de marché

Par grande catégorie de risques de marché, l'évolution est assez différente selon les contrats et places. En Amérique du Nord, la valeur globale des instruments financiers négociés a diminué, mais la prise en compte des contrats non financiers (jusqu'ici exclus des statistiques de la BRI) révèle des tendances divergentes. Au CBOT, par exemple, la baisse de volume sur taux long a été compensée par la bonne progression des contrats sur produits de base, ce qui a permis à ce marché de se maintenir en tête dans la région, devant le CME et le CBOE. Au CME, à l'inverse, la hausse du négoce sur matières premières n'a pas suffi à contrebalancer la chute des opérations sur taux court. Le LIFFE a maintenu sa prééminence en Europe et menace sérieusement la suprématie mondiale des marchés de Chicago, grâce à une vive expansion des produits liés à la convergence des taux d'intérêt européens. La DTB, qui a bénéficié du succès de ses contrats de taux et du développement rapide de ses instruments sur actions, a ravi au MATIF la seconde place en Europe. Le manque de dynamisme du marché parisien reflète une conjonction de facteurs: un environnement financier plus calme, une participation étrangère moins active aux marchés de la dette française et un certain déplacement vers les instruments libellés en marks. En Asie, on a enregistré une légère progression à Hong-Kong, mais un repli à Singapour et au Japon, le faible niveau des taux d'intérêt du yen limitant, dans ce dernier cas, les besoins de couverture. Ailleurs, le nombre de petits contrats sur devises et sur taux négociés au Brésil s'est fortement contracté, suite à l'assouplissement de la politique monétaire (qui a réduit la demande d'instruments permettant d'échapper aux dépôts obligatoires) et à une atténuation des incertitudes de change.

Marchés de certains instruments financiers dérivés

Instrument	Encours notionnel en fin d'année					
	1991	1992	1993	1994	1995	1996
	en milliards de dollars EU					
Marchés organisés	3 519,3	4 634,4	7 771,1	8 862,5	9 188,2	9 884,6
Contrats à terme de taux d'intérêt	2 156,7	2 913,0	4 958,7	5 777,6	5 863,4	5 931,1
Options de taux d'intérêt ¹	1 072,6	1 385,4	2 362,4	2 623,6	2 741,8	3 277,8
Contrats à terme de devises	18,3	26,5	34,7	40,1	38,3	50,3
Options de change ¹	62,9	71,1	75,6	55,6	43,2	46,5
Contrats à terme sur indices boursiers	76,0	79,8	110,0	127,3	172,2	198,6
Options sur indices boursiers ¹	132,8	158,6	229,7	238,3	329,3	380,2
Gré à gré ²	4 449,4	5 345,7	8 474,6	11 303,2	17 712,6	24 292,0
Échanges de taux d'intérêt	3 065,1	3 850,8	6 177,3	8 815,6	12 810,7	..
Échanges de devises ³	807,2	860,4	899,6	914,8	1 197,4	..
Instruments connexes ⁴	577,2	634,5	1 397,6	1 572,8	3 704,5	..

¹ Options d'achat et de vente. ² Données collectées par l'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 contrats d'échanges croisés 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 VII.5

Loin de se modérer, l'innovation a été avivée par la concurrence. Alors que les produits de taux n'offrent plus de perspectives de progression sur les marchés matures et que le gré à gré traite l'essentiel de l'activité sur devises, les places les plus anciennes ont privilégié le compartiment des actions, comme le montrent la quantité de nouveaux contrats sur indices boursiers, l'extension du concept d'option *flex* et le lancement de produits sur actions spécifiques. Les instruments référencés sur les marchés émergents ont été très en vue mais, exception faite de quelques places récentes (par exemple, en Corée et en Malaysia), ils ont été pour la plupart offerts aux États-Unis, sans grand succès, sauf dans le compartiment du peso mexicain, où ils ont rencontré rapidement un accueil favorable. Pour accroître le négoce de leurs produits existants, les places bien établies ont également allongé les heures de négociation, enrichi le cycle des échéances et réduit les commissions; parallèlement, elles ont continué de proposer de nouveaux contrats reprenant certaines caractéristiques des instruments de gré à gré.

Fortes incitations
à l'innovation

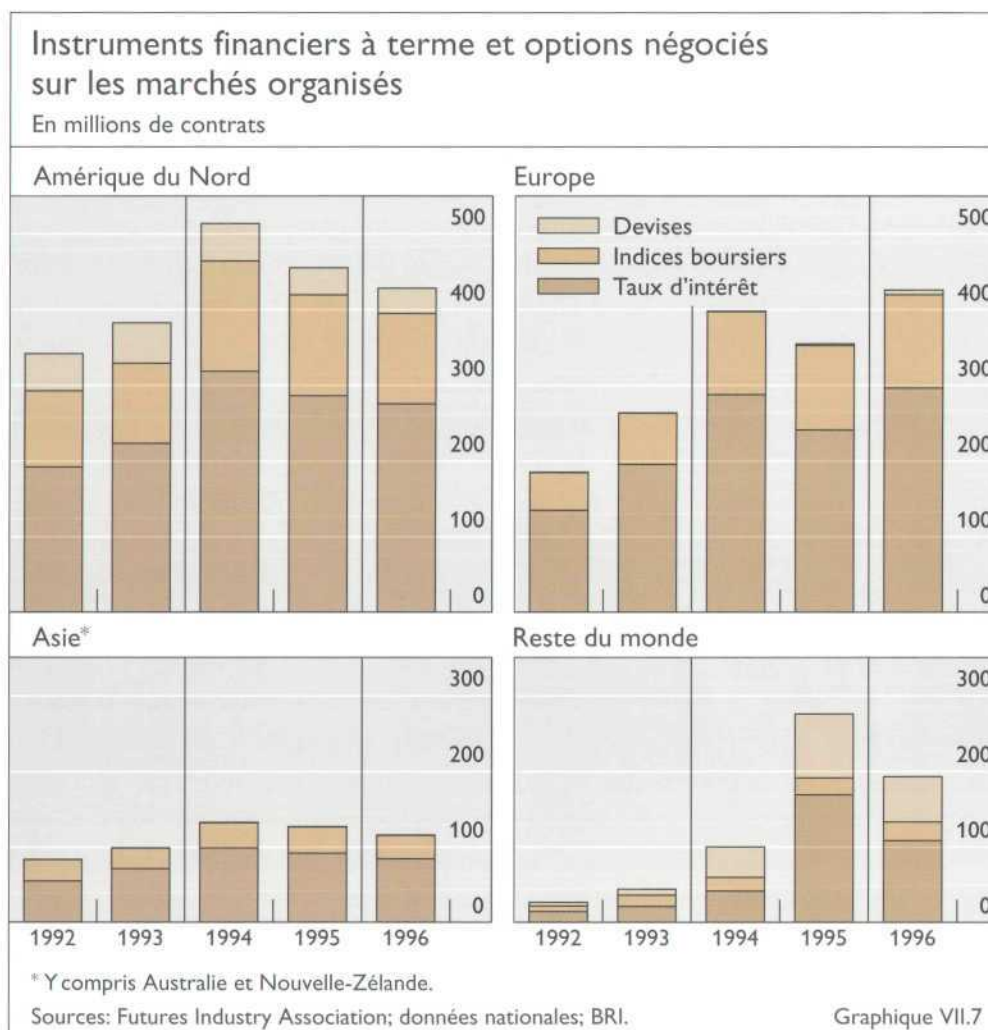
Instruments financiers dérivés négociés sur les marchés organisés							
Instrument	Montant notionnel						Encours notionnel à fin 1996
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	
	en milliers de milliards de dollars EU						
Contrats à terme de taux d'intérêt	99,6	141,0	177,3	271,7	266,3	253,5	5,9
sur instruments à court terme	75,2	113,3	138,9	222,1	218,2	204,8	5,5
<i>dont: eurodollar à trois mois¹</i>	41,7	66,9	70,2	113,6	104,1	97,1	2,1
<i>euro-yen à trois mois²</i>	12,9	14,0	24,6	44,2	46,8	34,2	1,4
<i>euromark à trois mois³</i>	3,2	7,5	12,9	18,5	18,4	23,9	0,6
<i>PIBOR à trois mois</i>	2,9	5,8	10,4	12,0	15,9	13,7	0,2
sur instruments à long terme	24,3	27,7	38,5	49,6	48,2	48,7	0,4
<i>dont: obligation du Trésor américain⁴</i>	6,9	7,1	8,0	10,1	8,7	8,5	0,0
<i>emprunt de l'État japonais⁵</i>	2,0	2,8	3,2	4,6	3,4	3,4	0,1
<i>obligation de l'État allemand⁶</i>	10,3	9,7	14,2	13,8	16,2	12,3	0,1
<i>emprunt de l'État français⁷</i>	2,0	2,9	4,2	8,1	8,0	9,3	0,0
Options de taux d'intérêt ⁸	17,3	25,5	32,8	46,7	43,3	41,0	3,3
Contrats à terme de devises	2,7	2,3	2,8	3,3	3,3	3,0	0,0
Options de change ⁸	1,5	1,4	1,4	1,4	1,0	0,9	0,0
Contrats à terme sur indices boursiers	7,8	6,0	7,1	9,3	10,6	13,1	0,2
Options sur indices boursiers ⁸	6,4	5,7	6,3	8,0	9,2	10,1	0,4
Total	135,2	181,9	227,8	340,4	333,8	321,7	9,9
<i>Amérique du Nord</i>	70,8	102,1	113,1	175,9	161,1	154,3	4,8
<i>Europe</i>	26,7	42,8	61,4	83,9	87,5	100,3	2,8
<i>Asie⁹</i>	37,7	36,9	53,0	77,8	81,1	63,8	2,2
<i>Autres pays</i>	0,0	0,1	0,3	2,9	4,2	3,3	0,1

¹ Chicago Mercantile Exchange – International Monetary Market (CME-IMM), Singapore International Monetary Exchange (SIMEX), London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE), Tokyo International Financial Futures Exchange (TIFFE) et Mid-America Commodity Exchange (MIDAM). ² TIFFE, SIMEX et LIFFE. ³ Marché à terme international de France (MATIF), LIFFE, CME-IMM et SIMEX. ⁴ Chicago Board of Trade (CBOT), MIDAM, LIFFE, New York Futures Exchange (NYFE) et Tokyo Stock Exchange (TSE). ⁵ TSE, LIFFE, CBOT et SIMEX. ⁶ LIFFE et Deutsche Terminbörse (DTB). ⁷ MATIF. ⁸ Options d'achat et de vente. ⁹ Y compris Australie et Nouvelle-Zélande.

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

Tableau VII.6

Tableau VII.6



Graphique VII.7

Le défi de l'UEM...

... suscite des initiatives ...

... et avive la concurrence en Europe...

En Europe, la nécessité d'affermir les positions concurrentielles en prévision de l'ample restructuration liée à l'instauration de la monnaie unique a conduit à la création de groupes de travail officiels et privés destinés à analyser les répercussions de l'UEM et à présenter des recommandations en vue de renforcer la situation des places locales. Plusieurs mesures concrètes ont été prises à cet égard: conversion des contrats à l'euro; lancement d'instruments de taux sur de nouveaux segments de la courbe des rendements (avec l'apparition de contrats sur les marchés monétaire et obligataire d'Allemagne), permettant ainsi un arbitrage entre échéances; et adaptation des produits existants (réduction, par exemple, du coupon sur le contrat emprunt de l'État français). Par sa taille prévisible, le marché des obligations en euros pourrait élargir les possibilités de négoce, mais il est peu probable qu'il existe une demande pour une gamme aussi large que celle des instruments actuels sur obligations nationales. Dans le court terme, la consolidation sera vraisemblablement encore plus marquée, car ces produits, référencés sur des taux interbancaires génériques, ne peuvent coexister qu'en petit nombre dans une configuration paneuropéenne. Dès son origine, le LIFFE a misé sur la dimension mondiale du centre financier londonien et sur sa prééminence en Europe, tant par son volume que par sa diversification, pour conserver la première place après l'institution de l'euro. La DTB s'appuie sur la

référence que constituent les fonds d'État allemands, sur sa supériorité européenne dans la négociation électronique et sur le grand développement de son activité sur actions, qui sera moins affectée par la concurrence intra-européenne. Le MATIF met en avant la sophistication et la liquidité du marché de la dette en France, qui bénéficie de l'engagement des autorités envers une conversion rapide à l'euro de tous les supports. En dernier ressort, cependant, la réussite dépendra d'un ensemble complexe de facteurs interdépendants, parmi lesquels l'importance du système financier local, la taille et la liquidité des sous-jacents, le coût et l'efficacité des mécanismes de négociation et de compensation ainsi que le cadre général réglementaire et fiscal.

L'importance des décisions stratégiques prises l'an passé dans l'optique de l'UEM ne doit pas faire oublier, cependant, un défi tout aussi fondamental pour les marchés organisés, à savoir leur perte d'activité au profit du gré à gré. Cette menace semble plus nettement perçue aux États-Unis, où l'innovation a été accélérée pour renforcer la compétitivité. Les places ont lancé des contrats permettant le négoce sur écarts de taux ainsi que des options *flex* sur actions américaines spécifiques; elles ont également annoncé de nouveaux produits et services recoupant plusieurs marchés, tels que bons de souscription d'actions émis par des intermédiaires et une facilité de négociation et compensation simultanées sur instruments du comptant et dérivés. Dans le même temps, la mise en place d'un service de gestion des titres servant à garantir les contrats d'échange par la filiale bancaire d'un organisme de compensation de l'euromarché a avivé les pressions concurrentielles dans ce domaine.

Les efforts déployés pour consolider les parts de marché ou s'assurer une demande supplémentaire ont également pris la forme d'accords régionaux ou intercontinentaux reposant sur différentes combinaisons de mécanismes de négociation et de compensation. Par exemple, le CME a lancé des instruments financiers à terme sur euro-yen dans le cadre d'une convention de compensation déjà ancienne avec le SIMEX, tandis que le LIFFE et le TIFFE ont mis en service une liaison corbeille/système électronique pour traiter des contrats semblables. Les perspectives de l'UEM ont aussi favorisé des alliances intercontinentales fondées sur le négoce par criées successives. Ainsi, le MATIF offrira ses contrats de taux sur le CME et le LIFFE ouvrira sa corbeille aux membres du CME pour son instrument euromark trois mois. De surcroît, plusieurs places européennes ont constitué un partenariat avec leur Bourse locale et/ou établi de nouvelles relations favorisant l'intégration régionale.

Il est cependant difficile de mettre au point des accords satisfaisants pour toutes les parties dans un environnement hautement compétitif. C'est ce qu'illustre l'abandon, l'an passé, du projet de plateforme électronique commune à la DTB et au MATIF pour le négoce des instruments du comptant et dérivés ainsi que l'annonce, au début de 1997, de la cessation de la participation du MATIF et du CME à l'actuelle version de Globex, système de négociation électronique multilatérale. Les marchés sont peu favorables à des alliances qui pourraient les priver de l'autonomie ou de la souplesse nécessaires pour innover en matière de produits et de technologies. Dans ce domaine, la capacité des systèmes électroniques à servir des besoins divers a conduit les plus fervents partisans de la corbeille à réviser leur position. Aux États-Unis, en particulier, ces systèmes ne

... mais masque la rivalité avec le gré à gré

Le partenariat reste au centre des stratégies de concurrence...

... mais pose de nouveaux problèmes pour les mécanismes de négoce et de compensation

sont plus considérés comme de simples compléments hors séance de la corbeille, mais comme partie intégrante des nouveaux mécanismes reliant le comptant et les marchés dérivés; ils peuvent aussi constituer le vecteur d'une stratégie mondiale; c'est ainsi que la DTB élargit son réseau d'accès à distance par des terminaux à l'étranger, en allongeant ses heures de fonctionnement.

Signes de
redimensionnement

Ces multiples initiatives destinées à accroître la gamme de produits et les liaisons de négoce contrastent avec une tendance au redimensionnement. La faiblesse des marges des courtiers par rapport aux commissions prélevées par les places a continué, en particulier, de pousser à une réduction des coûts de négociation par la rationalisation des services. Deux exemples illustrent cette évolution: l'institution d'une facilité bancaire commune CBOT-CME et la fusion LIFFE-LCE.

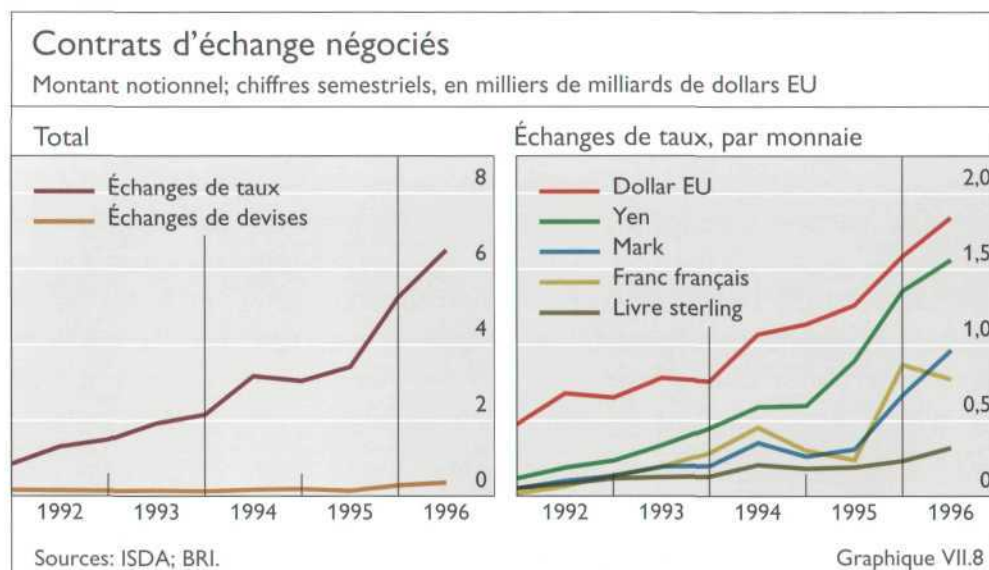
Gré à gré

Extension continue
du marché des
contrats d'échange
de taux...

Les informations préliminaires publiées par l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) montrent que l'encours notionnel en contrats d'échange et produits connexes s'est accru de 37% en 1996, chiffre inférieur au record de 1995 (57%), mais nettement plus élevé cependant que celui des marchés organisés. Des données plus détaillées disponibles pour le premier semestre révèlent que les contrats d'échange de taux ont le plus augmenté, suivis par les options de taux et les contrats d'échange sur devises. Pour les contrats d'échange de taux, c'est le compartiment des monnaies autres que le dollar EU, yen et mark surtout, qui a connu la plus vive expansion. Plusieurs facteurs expliquent l'extension du marché: intensité de la concurrence résultant de l'abondance des liquidités au plan mondial, arrivée de nouveaux participants, amélioration de l'infrastructure de marché (en matière de documentation et de garanties, par exemple) et efficience accrue des stratégies de couverture. Si la marge des intermédiaires a généralement continué de s'amenuiser, les conditions ont varié selon les marchés. La situation est nuancée dans le secteur du dollar EU: d'un côté, l'ampleur des émissions à taux fixe, l'essor des contrats d'échange d'actifs et le rehaussement de la note de crédit des principaux participants expliquent, pour l'essentiel, le maintien de la marge à des niveaux historiquement bas; d'un autre côté, une courbe des rendements étale, l'étroitesse des fluctuations de taux et le projet de nouvelles règles de comptabilisation des dérivés aux États-Unis semblent produire un effet de freinage. En Europe, le volume d'affaires a été lié en grande partie au dynamisme du marché primaire des titres, à la convergence des taux sur le continent ou à l'anticipation d'un aplatissement de la structure des rendements. Au Japon, l'activité a été stimulée par le processus de libéralisation financière, la recherche de meilleurs rendements et les difficultés de financement rencontrées par certaines institutions, qui ont ravivé l'intérêt pour les instruments de gestion des risques. La multiplication, en particulier, des émissions en double devise sur le marché samourai et la persistance de la «prime japonaise» ont intensifié les contrats d'échange de devises et de base comportant un volet en yens.

...allongement
de la durée et
développement des
arbitrages de taux

Bien que les instruments structurés à haut rendement aient retrouvé la faveur des opérateurs, ceux-ci semblent avoir accepté un accroissement du risque de taux davantage par un allongement de la durée de leurs portefeuilles ou par arbitrage sur écarts de taux que par recours à l'effet de levier. La recherche de



meilleurs rendements a également bénéficié aux montages, comme les contrats d'échange d'actifs, permettant aux investisseurs d'accepter des signatures de moins bonne qualité. Selon des sources de marché, il apparaît néanmoins que les entreprises sont restées prudentes à l'égard des produits exotiques, ce qui peut avoir freiné l'innovation; peu de nouveautés, en effet, sont parvenues à s'imposer, en dehors de divers contrats d'échange sur volatilité et taux au jour le jour. La clientèle habituelle semble, en outre, avoir consacré des ressources à l'amélioration des systèmes de gestion des risques.

La course aux rendements, qui s'est traduite par l'élargissement de la gamme des participants, a ravivé l'attrait de la gestion active du risque de crédit et amplifié le recours aux dérivés de crédit. Ces instruments, lancés par les institutions financières au début de la décennie, appliquent à ce domaine les techniques sophistiquées déjà utilisées pour la gestion des risques de marché. En fournissant des procédures concrètes d'évaluation et de transfert du risque de crédit, ils permettent aux utilisateurs de gérer au mieux le profil de risque de leurs actifs. Ils sont encore trop récents, cependant, pour échapper à certaines contraintes au niveau des pratiques de marché, du traitement comptable et de la réglementation. Confectionnés sur mesure, ils souffrent d'un manque de liquidité, de sorte que la tarification et la couverture des transactions sont difficiles à déterminer avec précision. Parallèlement, les montages donnant accès au segment essentiel, celui des contrats d'échange, sont restés très recherchés, comme en témoigne l'apparition de filiales sur dérivés notées AAA. Le rehaussement de crédit ne s'est toutefois pas toujours fait par création d'une unité dotée en capital, structure chère en fonds propres et en frais d'établissement, qui convient moins bien aux utilisateurs occasionnels.

En ce qui concerne les produits sur devises, la faible volatilité des changes a incité les courtiers à offrir divers instruments à barrière ou à corridor assortis d'une prime élevée (chapitre V). La baisse du dollar contre yen et mark durant l'été a toutefois apporté une nouvelle illustration des risques qu'ils comportent, les intermédiaires ayant dû couvrir leurs positions à la hâte quand les cours sont sortis des limites; certains auraient d'ailleurs subi de lourdes pertes avec les

Essor des dérivés
de crédit...

... et de nouveaux
produits sur devises

produits sur corridor en raison de la diminution significative de la volatilité depuis 1995, année où furent conclus de nombreux contrats. D'autre part, les investisseurs se sont davantage tournés vers les instruments à terme et options référencés sur les monnaies d'économies émergentes d'Asie et de pays d'Europe orientale ainsi que vers les contrats d'échange sur devises. Les instruments à terme non livrables, qui offrent une couverture lorsque la déréglementation interdit le recours aux dérivés, ont été particulièrement prisés.

Vif succès des
instruments sur
actions

Dans le compartiment des bons de souscription, la valeur en dollars de l'offre s'est presque réduite de moitié par rapport à 1995 (tombant de \$161,2 milliards à \$87,1 milliards), mais on dénombre davantage d'émissions. Les bons sur actions ont été soutenus par le faible niveau des taux d'intérêt et la hausse des marchés boursiers en Europe, avec, en outre, une vague de privatisations; ces instruments, qui représentent maintenant 75% des nouveaux bons de souscription, ont été plus souvent référencés sur indices étroits ou actions spécifiques. Ce type de dérivé titrisé, très souple, peut être adapté rapidement aux changements de conditions. La situation boursière, l'an passé, a été constamment propice aux émissions, mais celles-ci ont peut-être été supérieures à la demande, les chiffres donnant alors une image excessive des opérations effectivement réalisées.

Évolution de l'infrastructure de marché

Mondialisation
favorisée par la
libéralisation ...

L'intensité de la concurrence a de nouveau conduit les autorités, l'an passé, à poursuivre la libéralisation de leur système financier, favorisant la convergence des structures entre grandes régions économiques. C'est ainsi que les marchés des pensions ont été notablement étendus avec, par exemple: élargissement du marché monétaire par la Banque d'Angleterre, qui a accepté les fonds d'État comme supports et admis davantage de participants; exonération des réserves obligatoires en Allemagne et, plus récemment, en France; assouplissement de leur utilisation au Japon. En Europe, la transposition progressive des directives financières de l'Union européenne dans les législations nationales est allée dans le sens de l'harmonisation des structures de marché et de la réglementation. Au Japon, après une série de mesures prolongeant la libéralisation des émissions d'obligations internes et internationales en yens, le Premier ministre a annoncé, en novembre, un programme quinquennal de grande envergure destiné à renforcer le système financier et à rapprocher le cadre prudentiel, comptable, juridique et fiscal de celui du reste du monde industriel; concrètement, ce «Big Bang» supposera notamment l'élimination des barrières fonctionnelles entre banques, maisons de titres et compagnies d'assurances. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a envisagé un nouvel assouplissement des conditions dans lesquelles les filiales de groupes bancaires américains peuvent participer au placement de titres. Les économies émergentes ont également libéralisé leur système financier, même si certaines (comme le Brésil et la Thaïlande) ont dû appliquer des restrictions temporaires pour endiguer les entrées massives de capitaux.

... et des mesures
réglementaires et
prudentielles ...

Parallèlement, différentes mesures ont été prises pour renforcer le cadre réglementaire et prudentiel des marchés. Plusieurs étaient destinées à réduire le

risque systémique en améliorant l'infrastructure de paiement et de règlement, mais l'un des objectifs essentiels a été, cette année encore, de mettre en place un dispositif plus souple adapté à l'innovation financière (chapitre VIII). En pratique, les initiatives ont visé diverses fins: favoriser la communication d'informations au niveau des institutions et du système, harmoniser les règles entre marchés, élaborer des normes comptables plus fidèles et transparentes, et définir une documentation adéquate pour les nouveaux instruments.

Dans le domaine de l'information, le protocole d'accord conclu en mars 1996 après la faillite de Barings entraîne une adhésion croissante. Ce document a pour but de favoriser le partage d'informations entre places et organismes de compensation; le texte original a été complété par une convention avec les autorités de contrôle, qui couvre les situations dans lesquelles la coopération entre institutions de marché pourrait être entravée pour des raisons juridiques ou autres. De leur côté, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) ont annoncé, en mai 1996, une initiative conjointe pour l'échange réciproque d'informations dans la surveillance des groupes bancaires diversifiés. Ces deux instances ont, en outre, effectué une étude additionnelle sur la diffusion d'informations concernant les activités de négociation et sur instruments dérivés des banques et maisons de titres à dimension internationale. Une autre illustration des efforts officiels constants en faveur de la transparence est fournie par la décision des banques centrales du Groupe des Dix de collecter, de manière régulière, des statistiques sur les marchés dérivés de gré à gré. Des progrès ont été réalisés sur la voie de l'harmonisation avec l'approbation par un grand nombre d'autorités prudentielles, en juin, d'un rapport, préparé par le Comité de Bâle et le Groupe offshore des autorités de contrôle bancaire, destiné à intensifier l'application des normes minimales de 1992 pour le contrôle des groupes bancaires internationaux et de leurs établissements à l'étranger. Ces initiatives, ainsi que d'autres, sont examinées plus en détail à la fin du présent Rapport, dans la partie «Activités de la Banque». Parallèlement, des actions privées et semi-officielles ont été entreprises aux États-Unis et au Japon pour étendre aux instruments dérivés la comptabilité aux prix du marché, tandis que des groupements professionnels, comme l'ISDA, ont mis au point une documentation standard pour les pensions, certains contrats d'échange et les dérivés de crédit.

Comme les contrôles prudentiels s'appuient davantage sur les forces du marché que sur des prescriptions rigides, la profession est investie d'une plus grande responsabilité. Les initiatives prises l'an passé ont essentiellement visé à renforcer l'utilité des systèmes de gestion des risques pour répondre aux objectifs prudentiels. Outre les appels à l'amélioration de la communication spontanée d'informations, un pas important dans cette direction a été réalisé avec l'amendement à l'accord sur les fonds propres de juillet 1988 pour son extension aux risques de marché, qui permet aux banques de calculer leurs exigences de fonds propres au regard de ces risques par recours à leurs modèles internes au lieu d'utiliser la méthode standardisée. Un pas supplémentaire serait constitué par l'«allocation préalable des fonds propres», à l'étude aux États-Unis; selon ce principe, il appartiendrait à chaque institution financière d'affecter à l'avance un montant de fonds propres jugé suffisant pour couvrir sa perte potentielle

... pour le partage
des informations ...

... leur
communication
aux autorités ...

... et le renforce-
ment des systèmes
internes de gestion
des risques

Vers un processus
plus souple
d'évaluation
prudentielle des
risques ...

maximale sur une période donnée dans son activité de négociation, sous peine de sanctions en cas de pertes effectives supérieures à ce montant. L'émergence d'un marché de dérivés de crédit a rendu plus complexe l'élaboration d'un cadre prudentiel cohérent. Après la diffusion par les autorités américaines, en août 1996, de documents abordant pour la première fois les questions prudentielles soulevées par ces instruments, la Banque d'Angleterre a publié aux fins de consultation, en novembre, un texte visant à développer un dispositif réglementaire approprié conforme à l'approche suivie par le Comité de Bâle et l'Union européenne pour les produits confirmés des marchés au comptant et dérivés. Dans un document consultatif plus récent, cette banque centrale cherche à prolonger la méthode de contrôle fondée sur l'analyse des risques à travers des modalités d'appréciation plus souples reposant sur le profil de risque global d'un établissement au titre de ses opérations et sur l'évaluation de ses contrôles internes.

... responsabilisant
les opérateurs de
marché

Cette recherche d'un cadre réglementaire viable fondé sur l'évaluation du risque et la discipline de marché impose aux opérateurs et autorités de contrôle de mieux connaître les tendances profondes des marchés et les sources potentielles de perturbations systémiques. L'analyse des marchés internationaux des capitaux en 1996, telle qu'elle a été menée dans ce chapitre, a fait ressortir l'expansion rapide et continue des prêts garantis et des dérivés de gré à gré. Celle-ci amène un élargissement de la gamme des intervenants sur les marchés de gros et une imbrication des positions, qui soulèvent de nombreuses questions concernant la nature et le rôle des participants-clés, l'acceptation croissante d'instruments sous-jacents et contreparties moins bien notés, l'incidence systémique de la défaillance d'un ou plusieurs grands opérateurs et le caractère adéquat des structures actuelles de gestion des institutions. Ces évolutions soulignent la nécessité d'adapter le cadre réglementaire existant. Au stade actuel du cycle financier, caractérisé par l'abondance des liquidités et la quête de rendements élevés, on ne peut exclure l'existence de types de risques plus variés et plus insidieux, mal pris en compte par les modèles et procédures de gestion. Il incombe donc à chaque acteur du marché de faire preuve d'une prudence et d'une responsabilité accrues.

VIII. Évolution de l'activité de banque centrale

Faits saillants

Les vingt-cinq dernières années ont été fertiles en événements pour l'activité de banque centrale. Dans la sphère monétaire, la période qui a suivi l'effondrement du système de Bretton Woods a été dominée par les efforts visant à contenir durablement l'inflation après sa forte hausse dans le monde, consécutive au premier choc pétrolier. Dans la sphère financière, c'est durant cette même époque qu'ont été prises, sous l'égide des banques centrales des pays du Groupe des Dix, les toutes premières mesures d'un processus de coordination internationale dans la réglementation et le contrôle prudentiels ainsi que dans la surveillance des systèmes de paiement et de règlement. Ces initiatives s'inscrivaient dans un contexte plus général de renforcement des mesures de protection contre l'instabilité, après plusieurs épisodes de difficultés financières et des mutations profondes.

Ce chapitre retrace l'historique de l'activité de banque centrale depuis le début des années 70, afin de mieux comprendre à la fois les ruptures avec le passé et l'héritage laissé. Deux thèmes sont développés, la stabilité monétaire et la stabilité financière, dont la réalisation passe par trois missions: politique monétaire, réglementation et contrôle prudentiels, surveillance des systèmes de paiement et de règlement. Si ces objectifs sont associés, à des degrés divers, à l'activité de banque centrale depuis son origine, les tâches correspondantes n'ont pas toujours été confiées systématiquement ni exclusivement aux banques centrales. L'objet est ici de faire ressortir les évolutions parallèles enregistrées au niveau de la conception et de l'exécution des missions ainsi que leur interconnexion de plus en plus évidente.

Historique, objectifs et contraintes

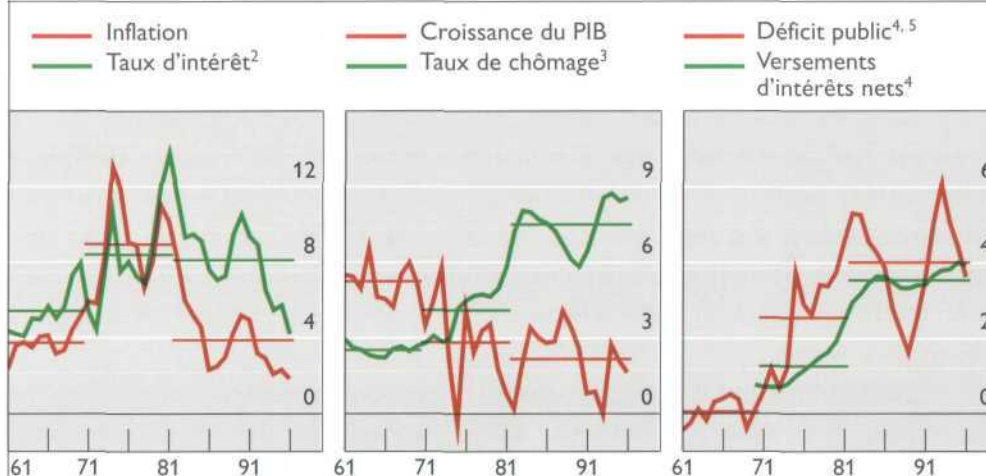
L'activité de banque centrale au cours des vingt-cinq dernières années peut être considérée essentiellement comme une tentative visant à maîtriser les implications de deux phénomènes nouveaux: l'apparition de la stagflation au début des années 70 et la transformation radicale de l'environnement financier, qui s'est accélérée la décennie suivante sous l'effet de la libéralisation et de l'innovation financière.

La stagflation a ébranlé les fondements de la confiance, qui régnait depuis la guerre, dans le maintien du plein emploi et dans la possibilité d'un arbitrage acceptable entre chômage et inflation. La réaction unanime au premier choc pétrolier, qui conjugait politiques budgétaires expansionnistes et conditions monétaires accommodantes, n'a pu assurer des gains durables de production ou d'emploi. L'inflation chronique et la détérioration cumulative de la situation des finances publiques ont fait connaître à tous le coût de l'instabilité monétaire et

La stagflation ...

Pays du Groupe des Dix: principaux indicateurs macroéconomiques¹

Moyennes annuelles, en %



¹ Moyennes non pondérées; traits fins: moyenne 1961–70, 1971–81 et 1982–96. ² Taux à trois mois; avant 1971: hors Italie, Royaume-Uni et Suisse. ³ Avant 1971: hors France et Pays-Bas. ⁴ En % du PIB. ⁵ Avant 1971: hors France, Pays-Bas et Royaume-Uni.

Sources: FMI; OCDE; données nationales.

Graphique VIII.1

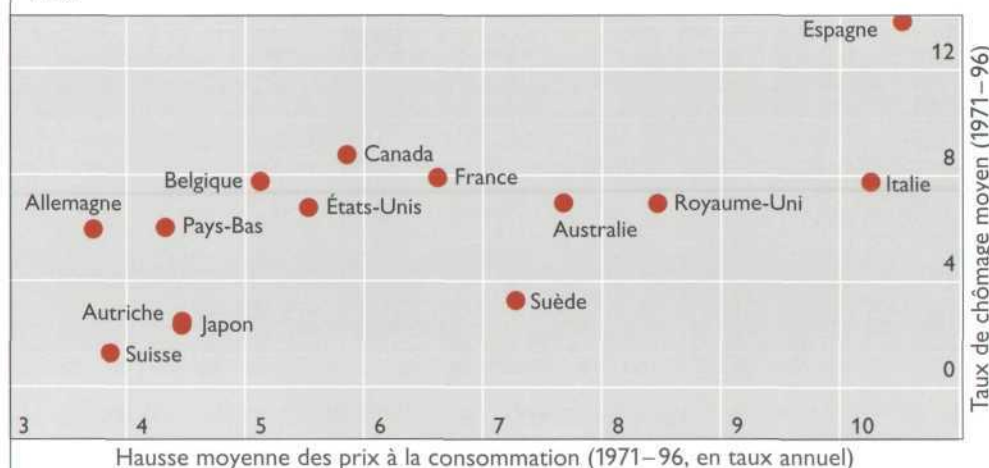
les limites d'une action macroéconomique volontariste (graphiques VIII.1 et VIII.2). Le succès relatif de pays comme l'Allemagne et la Suisse, qui avaient appliqué des politiques plus prudentes, notamment dans le domaine monétaire, a mis en évidence les mérites d'une telle approche. Ces expériences ont conduit à reconsidérer, de manière plus pondérée, la capacité de l'État de maîtriser l'évolution économique et marqué le retour à une philosophie plus libérale; elles ont été à l'origine de la lutte déterminée entreprise par la suite contre l'inflation.

La transformation de l'environnement financier a eu des répercussions tout aussi profondes. Conséquence, pour partie, du contexte économique lui-même,

... et la transformation de l'environnement financier ...

Inflation et chômage: situations comparées

En %



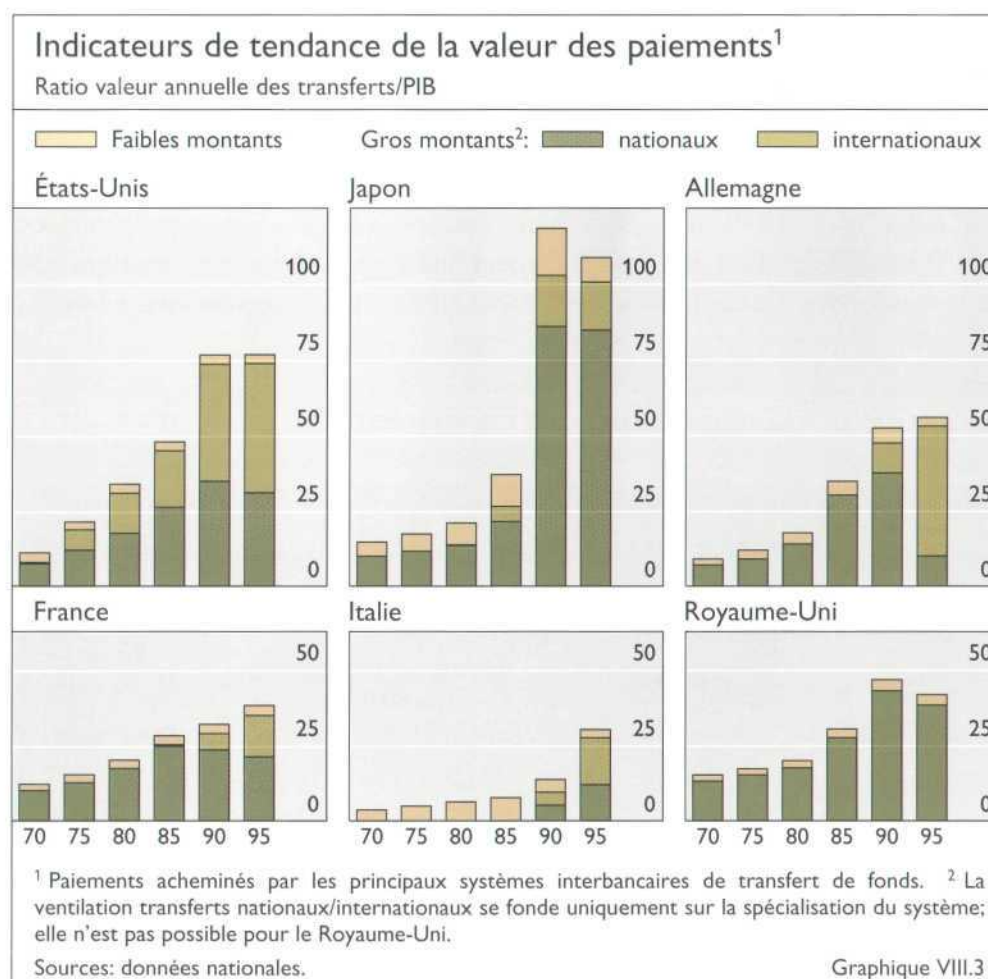
Sources: données nationales.

Graphique VIII.2

avec notamment des taux d'inflation élevés et variables, ce processus a été conforté par la montée de la pensée libérale, les progrès rapides de l'informatique et des percées conceptuelles dans le domaine financier. Ses caractéristiques sont aujourd'hui bien connues (62^e Rapport annuel): déréglementation de grande envergure; extension considérable de la gamme des instruments financiers ainsi que de la dimension et de la profondeur des marchés; internationalisation de l'activité financière; institutionnalisation de l'épargne; affaiblissement des distinctions entre les différentes catégories d'institutions financières et d'instruments; intensification marquée des pressions concurrentielles; augmentation spectaculaire du volume et de la valeur des transactions et, partant, des paiements (graphique VIII.3 et tableau V.1). Tout cela a donné lieu à une formidable expansion de la sphère financière par rapport à l'économie réelle.

Les répercussions de cette expansion ont affecté tous les aspects de l'activité de banque centrale. En termes d'objectifs, elle a redonné une place prépondérante à la préservation de la stabilité du système financier. Une telle réorientation était d'autant plus nécessaire que de nombreux épisodes de difficultés financières avaient ponctué la transformation de ce secteur d'activité, tant dans les pays industriels que dans les économies émergentes: jamais depuis l'entre-deux-guerres, l'instabilité financière n'avait été aussi généralisée. En

... ont de profondes répercussions sur l'activité de banque centrale



termes de priorités, l'accroissement phénoménal des volumes de règlement a conduit, pour la première fois, à accorder une attention particulière aux risques de liquidité et de crédit inhérents à l'exécution des transactions. En termes de stratégies, la mondialisation croissante de l'activité financière ne rendait plus guère envisageable la modification unilatérale de dispositions nationales mais appelait, au contraire, des initiatives internationales. En termes de moyens, enfin, la réalisation de la stabilité monétaire et financière ne pouvait être obtenue que par le recours à des mécanismes allant dans le sens, et non à l'encontre, des forces du marché.

Considérées globalement, ces profondes mutations de l'environnement macroéconomique et financier ont aidé à définir la nature des relations, en constante évolution, entre banques centrales, gouvernements et marchés financiers et, par conséquent, certaines des contraintes essentielles auxquelles l'action des banques centrales a été assujettie durant cette période. Longtemps étouffés à dessein, les marchés financiers sont apparus comme une force puissante et, potentiellement, un précieux élément de discipline à l'égard de politiques par trop ambitieuses. Sous cet angle, l'effort incessant des gouvernements et banques centrales pour préserver la stabilité financière consiste donc, en fait, à canaliser cette force pour en faire un véritable facteur de discipline. Dans le même temps, l'expérience de l'inflation a de nouveau attiré l'attention sur les risques liés à la capacité de l'État d'engager des dépenses lorsque leur financement par émission monétaire n'est pas, ou pratiquement pas, soumis à restriction. Plus généralement, elle a confirmé qu'assigner à la politique monétaire des objectifs pour lesquels elle est mal adaptée n'est pas sans inconvénients. C'est pourquoi, vers la fin de la période, le contexte politique était davantage disposé à reconnaître qu'il était souhaitable d'accorder aux banques centrales un peu plus d'autonomie vis-à-vis du gouvernement et de leur confier un mandat axé plus clairement sur la stabilité des prix.

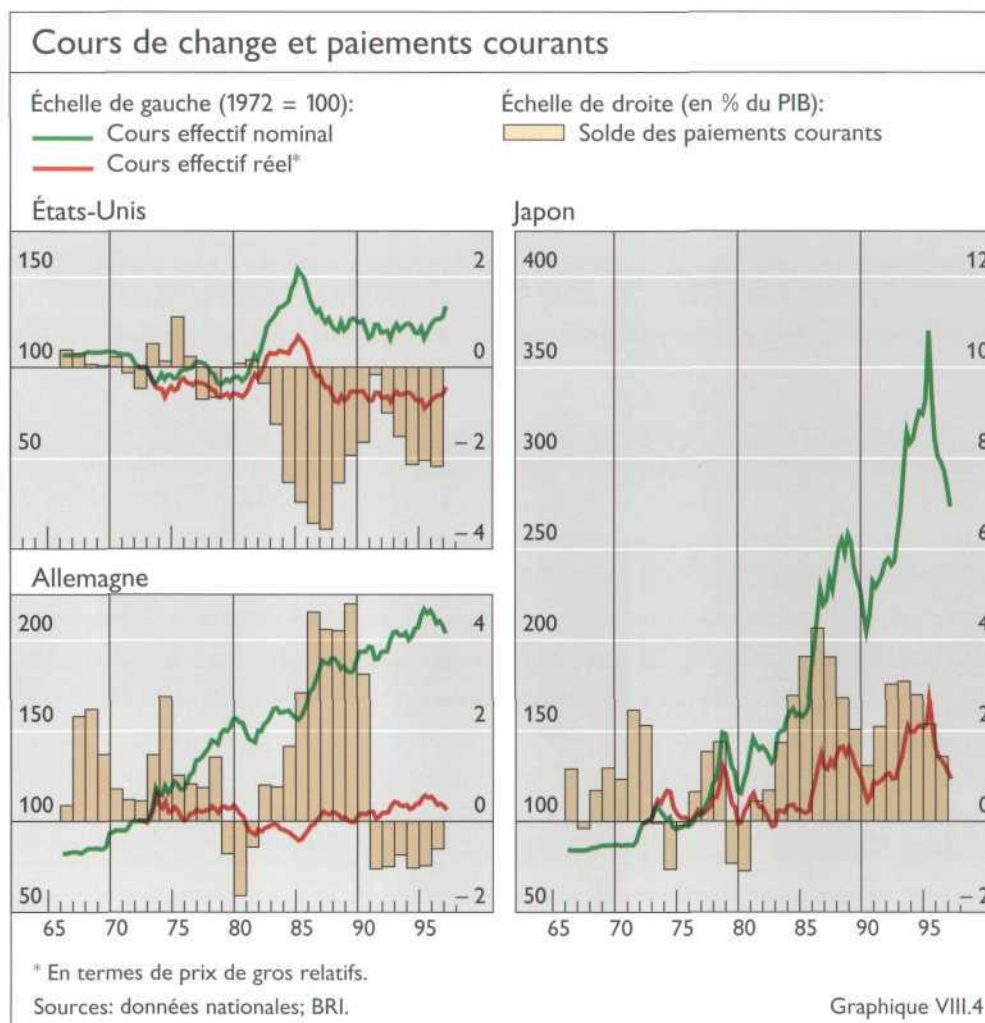
Conception et exécution des missions

Dans un environnement financier caractérisé par de profondes mutations, la conception et l'exécution de la double mission visant à préserver la stabilité monétaire et financière ont connu des évolutions parallèles. Dans les deux cas, la difficulté a été de redéfinir des points d'ancrage ou références destinés à guider la politique, en tenant compte des contraintes qui résultent du pouvoir croissant des marchés d'opérer des «arbitrages» aussi bien entre devises, instruments et institutions qu'entre cadres juridiques, réglementaires et fiscaux. Ce processus a conduit, avec le temps, à accorder davantage d'importance à la transparence, aux incitations du marché et à la crédibilité des politiques.

Points d'ancrage et arbitrages

Stabilité monétaire:

Dans la *sphère monétaire*, les contraintes croissantes imposées par les arbitrages ont eu de fortes répercussions tant sur les rapports entre les politiques monétaires d'un pays à l'autre que sur leur élaboration au niveau national; elles ont finalement renforcé le degré d'interdépendance des politiques nationales, réduit le rôle des volumes au profit des prix dans leur conception et accru la part



du jugement dans leur mise en œuvre. Avec cette réorientation, il est devenu plus difficile de trouver des *points d'ancrage nominaux* fiables pour garantir une évolution des prix satisfaisante.

La libéralisation des mouvements de capitaux a posé un double défi aux autorités monétaires. D'un côté, elle a accru la difficulté de respecter les engagements de change. Au début des années 70, les flux de capitaux internationaux constituaient déjà une force dont il fallait tenir compte, puisqu'elle avait contribué à précipiter la chute du système de Bretton Woods. Par la suite, notamment au cours des années 80 et au début de la décennie 90, ils se sont étendus et intensifiés, comme l'illustrent clairement les turbulences de l'automne 1992, puis de l'été 1993, au sein du MCE. Sur le plan technique, les marchés pouvaient mobiliser en peu de temps des ressources bien plus importantes pour mettre à l'épreuve les parités des monnaies que les autorités n'en avaient pour les défendre. Or, à moins de recourir à une action hors marché pour limiter la hausse des taux d'intérêt, la défense d'une parité de change pouvait, très vite, représenter des coûts économiques et politiques inacceptables. De l'autre côté, en régime de change flottant, cette même mobilité des capitaux s'est manifestée sous une autre forme, comme une contrainte parfois puissante et inattendue entravant la capacité des banques centrales de conduire une politique monétaire autonome. Les flux de capitaux sont très sensibles aux perspectives de

les arbitrages financiers remettent en cause la viabilité des points d'ancrage nominaux externes ...

rendement, sur courte période, d'actifs libellés en devises différentes et ne réagissent pas de façon adéquate à des facteurs à long terme tels que la compétitivité en termes de prix relatifs; en conséquence, les politiques monétaires nationales ont été fortement conditionnées par les fluctuations de change (graphique VIII.4). De même, les politiques conçues pour agir sur le change au moyen d'interventions sur les marchés, quelquefois sans modifier les taux d'intérêt ni prendre des mesures plus générales, se sont avérées de plus en plus inefficaces.

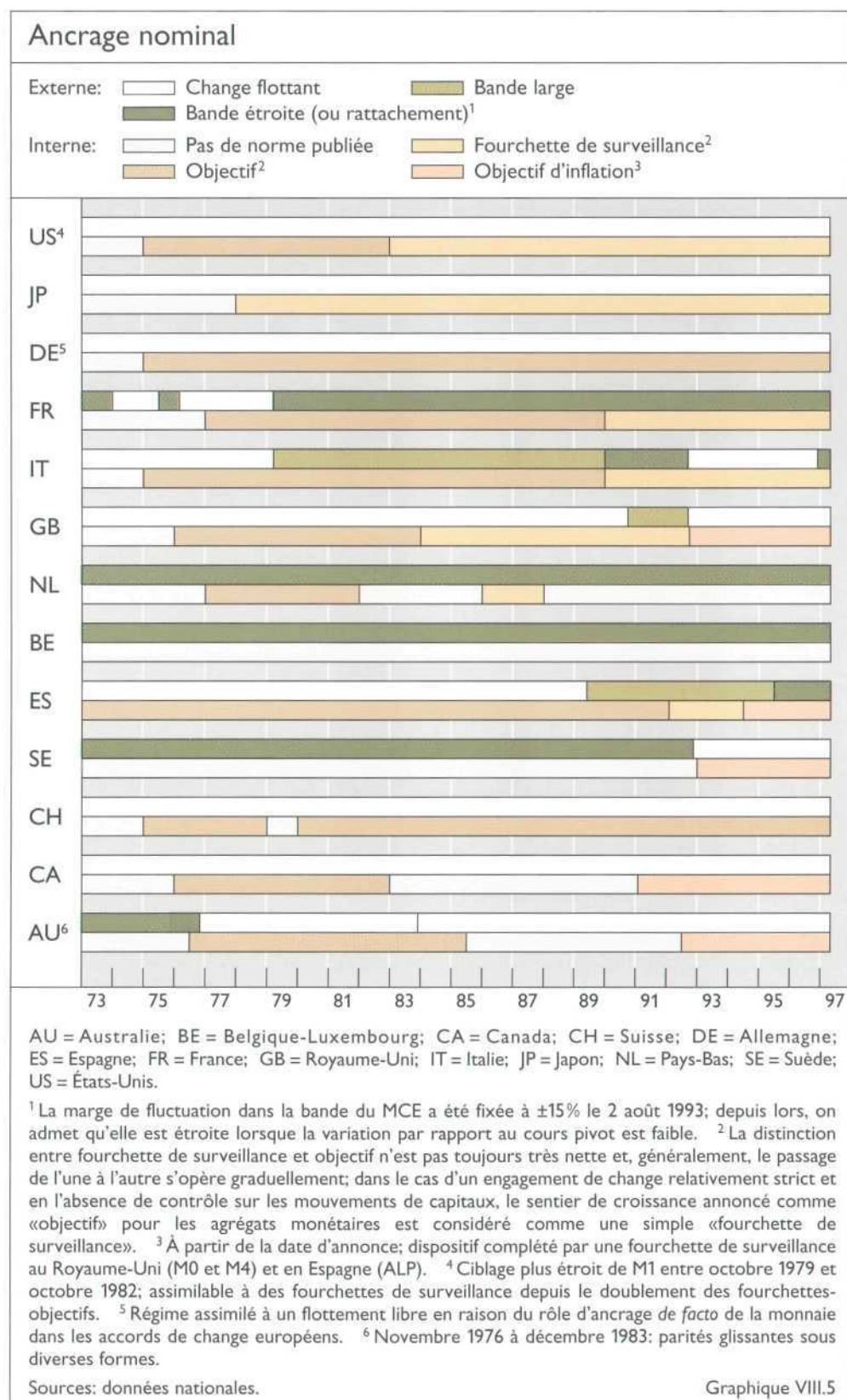
Ainsi, depuis le début des années 70, les accords monétaires internationaux ont évolué pour déboucher aujourd'hui sur une situation sans précédent, où coexistent des mouvements de capitaux qui ne sont pratiquement soumis à aucune restriction, une monnaie de nature purement fiduciaire et une multiplicité de régimes de change. Il n'existe aucun ancrage unique pour l'ensemble du système, rôle assuré par l'or au moment du régime de l'étalon-or puis, *de facto*, par la politique monétaire américaine dans le système de Bretton Woods. Au niveau mondial, peu d'initiatives de grande envergure ont été prises pour limiter les variations de change à moyen terme, en dehors de l'Accord du Plaza en 1985 et de l'Accord du Louvre en 1987, qui ont suivi la vive appréciation, puis la dépréciation, du dollar. La force représentée par les mouvements de capitaux, en remettant en cause la possibilité de régimes de change fortement administrés, a rendu plus ardue l'utilisation du cours de change comme point d'ancrage nominal par un pays ou groupe de pays; de plus en plus fréquemment, les pays sont contraints de choisir entre flottement libre et intégration monétaire marquée. Les récents progrès vers l'union monétaire européenne s'inscrivent en partie dans ce contexte.

... et internes

La transformation de l'environnement financier a eu des répercussions tout aussi importantes, compliquant le choix des ancrages nominaux pour les pays n'ayant pas recours exclusivement à un engagement de change. Elle a rendu de moins en moins utiles ceux, en particulier, qui étaient le plus souvent adoptés dans les années 70, à savoir les *objectifs monétaires* (graphique VIII.5).

Les objectifs monétaires avaient diverses fonctions, dont l'importance relative variait sensiblement tant d'un pays à l'autre que selon les circonstances économiques et politiques. Après une longue période durant laquelle les politiques monétaires visaient généralement d'autres fins, leur choix, dans certains cas, soulignait une plus grande volonté de maîtriser l'inflation. Des objectifs exprimés en termes d'agrégats monétaires et non de taux d'intérêt pouvaient aider à faire comprendre la nécessité de hausses de taux douloureuses, d'une ampleur parfois sans précédent. Présentés en tant qu'éléments d'un dispositif clair reliant la monnaie et les prix, comme en Allemagne, ils pouvaient contribuer à faire converger les anticipations d'inflation. Sur un plan plus technique, le fait de se référer à des grandeurs nominales plutôt qu'aux taux d'intérêt constituait une stratégie plus sûre à une époque où, en raison d'un niveau d'inflation jamais atteint auparavant, il était particulièrement difficile d'évaluer les anticipations de hausse des prix et, par conséquent, de déterminer l'orientation à adopter. Une telle référence permettait de limiter le risque d'un ajustement trop tardif, ou par trop petites touches, des taux courts – critique couramment formulée à l'encontre des politiques anticycliques antérieures – et d'éviter de persister dans l'erreur.

En tout cas, quelle que soit l'architecture du dispositif, une stratégie reposant sur la fixation d'objectifs ne peut être efficace que s'il existe une relation stable entre la quantité cible et l'objectif final, tout au moins à moyen terme; or, c'est précisément cette condition préalable qui s'est trouvée remise en cause par



l'accélération des arbitrages financiers, notamment dans les années 80. La dégradation de cette relation jusqu'alors statistiquement stable s'explique par divers facteurs, les principaux ayant été les suivants: apparition de nouveaux instruments et techniques de paiement; intensification de la concurrence; redéfinition des limites entre les catégories d'institutions et d'activités financières; ouverture accrue des économies aux mouvements de capitaux; enfin, amélioration et élargissement de l'accès aux sources de crédit.

Renforcement
du rôle des prix
des actifs ...

L'évolution de l'environnement financier n'a pas seulement remis en cause l'utilité des objectifs monétaires mais a aussi progressivement renforcé le rôle des «prix» financiers, au sens large, pour la conduite de la politique. En tant qu'indicateurs des anticipations du marché, l'utilité potentielle de ces prix pour prédire les réactions des opérateurs ou les événements économiques a augmenté de pair avec l'expansion des marchés. En tant que facteurs capables d'influencer l'activité économique, leur poids accru a évidemment empêché de minimiser l'incidence de leurs variations lors de la définition de la politique. En tant que causes possibles d'instabilité financière, leurs amples fluctuations à moyen terme ont fini par requérir de plus en plus d'attention. Dans le même temps, la difficulté d'interpréter le comportement des prix des actifs a souligné la nécessité de fonder la conduite de la politique sur le jugement.

... retour au
premier plan des
taux d'intérêt ...

Du fait de ces développements, la recherche d'ancrages nominaux internes est, à certains égards, pratiquement revenue à son point de départ. On pourrait dire qu'aujourd'hui le seul grand pays industriel à accorder une place importante à un objectif monétaire est l'Allemagne, dont le système financier, de par sa conception notamment, a été moins vulnérable aux changements. Mais même là, il est devenu plus difficile de maintenir cette stratégie. Ailleurs, les agrégats monétaires ont généralement été rabaissés au rang d'indicateurs, plusieurs d'entre eux étant quelquefois surveillés simultanément. À l'exception des pays où un engagement de change existe, les taux d'intérêt sont redevenus les «symboles» par excellence de la politique monétaire. En outre, l'accent est mis plus que jamais sur la liberté nécessaire dans l'interprétation des événements économiques en vue de déterminer l'action à entreprendre. Dans ce contexte, conférer davantage d'importance à la stabilité des prix en tant qu'objectif à plus long terme – appuyée parfois par des objectifs d'inflation quantifiés – peut être vu comme une façon de limiter le risque de retomber dans les erreurs antérieures. En d'autres termes, moins de latitude dans le choix de l'objectif final peut compenser une plus grande latitude dans les moyens de l'atteindre.

... et importance
accrue de la
stabilité des prix

Stabilité financière:

La préservation de la *stabilité financière* repose sur deux stratégies complémentaires: favoriser la solidité des institutions par la réglementation et le contrôle pruden- tiels (niveau «microprudentiel») et renforcer les liens entre institutions et entre marchés (niveau «macroprudentiel»), principalement en améliorant les systèmes de paiement et de règlement. Chacune de ces stratégies s'appuie sur une forme d'ancrage particulière: les *normes de fonds propres* dans le premier cas et, dans le second, le *règlement en temps voulu*.

les principaux
ancrages sont ...

La transformation du secteur financier a nécessité une révision en profondeur des méthodes utilisées pour préserver la solidité des institutions. Il n'était plus possible de laisser ce soin au cadre rigide des réglementations qui, même si ce n'était pas leur but initial, avaient compartimenté le système financier

et permis aux établissements de se constituer des rentes de situation confortables. Il importait de renforcer le cadre de *réglementation et de contrôle prudentiels*, afin de prendre en compte les nouvelles opportunités offertes par un environnement beaucoup plus concurrentiel et les risques qui en résultaient. La principale stratégie a consisté à accorder plus d'importance que par le passé aux normes de fonds propres, dans l'idée que le volant de ressources des établissements devrait leur permettre de faire face aux risques encourus.

À la différence de ce qui se passait dans la sphère monétaire, la nécessité d'une coopération active pour établir des ancrages globaux sur les marchés mondiaux des capitaux a puissamment contribué à des initiatives conjointes, trop souvent dictées par des épisodes de difficultés financières aux répercussions étendues. En fait, des normes prudentielles communes ont généralement été agréées, d'abord pour les banques opérant à l'échelle internationale en vue d'être appliquées ensuite aux établissements nationaux. La principale structure de coopération a été le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire; institué en 1974, initialement avec un nom différent, sous l'égide des banques centrales des pays du G 10 à la suite de la défaillance de la Banque Herstatt, il est composé de banques centrales et d'autres autorités de contrôle bancaire (tableau VIII.1). Au départ, les questions examinées ne furent pas celles des normes de fonds propres, mais portaient sur la nécessité d'assurer un contrôle consolidé adéquat des établissements ayant une activité internationale et de répartir clairement les responsabilités entre autorités prudentielles du pays d'origine et du pays d'accueil («Concordats» de Bâle de 1975 et 1983). L'accord sur les fonds propres de 1988, qui constitue la référence en la matière, prévoyait, comme objectifs premiers, le renforcement des fonds propres des banques et l'égislation des conditions réglementaires entre les juridictions.

... les normes
de fonds propres
au niveau de
l'établissement ...

Les arbitrages rendent plus complexe l'application des deux volets de cette stratégie. Premièrement, avec l'accélération du rythme de transformation de l'environnement financier, il a fallu affiner sans cesse les normes prudentielles pour éviter qu'elles ne soient vite dépassées. L'arbitrage avait, dans une certaine mesure, une dynamique et une finalité spécifiques mais il visait aussi délibérément à optimiser l'affectation des fonds propres. Les progrès de l'ingénierie financière offraient, en effet, aux établissements de nouvelles possibilités de réduire leurs coefficients de fonds propres sans abaisser nécessairement leur exposition au risque, voire en l'augmentant. Deuxièmement, comme les différentes catégories d'institutions empiétaient de plus en plus sur leurs territoires respectifs et que le chevauchement entre leurs activités s'accroissait, l'égislation souhaitée des conditions d'activité ne pouvait être limitée aux seules banques. Des pressions dans ce sens sont venues à la fois des autorités de contrôle, préoccupées par l'ampleur prise par les arbitrages entre réglementations, et des établissements eux-mêmes, inquiets de perdre leur avantage concurrentiel. En outre, la suppression d'autres obstacles limitant la liberté d'action des banques faisait ressortir l'impact potentiel des normes de fonds propres sur les conditions de concurrence.

En réaction à ces pressions, la coopération a été progressivement élargie au-delà des autorités de contrôle bancaire, afin d'englober les responsables de la surveillance des entreprises d'investissement et compagnies d'assurances, à la fois

Principales initiatives conjointes des banques centrales: niveau microprudentiel*

Année	Domaine	Résumé
1975	Activités bancaires transfrontières	«Concordat» de Bâle. Définit les principes directeurs de la répartition des responsabilités entre autorités du pays d'origine et du pays d'accueil dans le contrôle des établissements bancaires à l'étranger.
1983	Activités bancaires transfrontières	«Concordat» révisé. Introduit le principe du <i>contrôle consolidé</i> . Renforce le Concordat initial, de façon à combler les lacunes pouvant résulter d'un contrôle inadéquat de centres financiers ou de structures spécifiques de sociétés holdings.
1988	Adéquation des fonds propres	<i>Accord de Bâle sur les fonds propres</i> . Vise à assurer une convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres. Ne traite explicitement que du risque de crédit. Définit: a) les éléments des fonds propres admis; b) les différentes pondérations de risque applicables à plusieurs grandes catégories de risques de bilan et de hors-bilan; c) le ratio global minimal de fonds propres de 8% des actifs pondérés en regard du risque, dont au moins 4% pour le noyau (catégorie 1) de fonds propres – la définition des composantes du noyau étant pleinement harmonisée.
1990	Relations entre autorités de contrôle	<i>Échanges d'informations entre autorités de surveillance des intervenants sur les marchés financiers</i> . Accord sur la nécessité de l'élimination progressive des obstacles aux échanges d'informations prudentielles entre les catégories d'autorités de contrôle. Examine les moyens de faciliter les flux d'informations.
1992	Activités bancaires transfrontières	<i>Normes minimales pour le contrôle des groupes bancaires internationaux et de leurs établissements à l'étranger</i> . Renforce le Concordat de Bâle, en introduisant des normes minimales pour certains de ses aspects, sous forme notamment de conditions visant à empêcher l'implantation d'établissements bancaires à l'étranger non soumis à un contrôle effectif consolidé ou appartenant à des conglomérats opaques.
1994	Instruments dérivés	<i>Lignes directrices pour la gestion des risques liés aux instruments dérivés</i> (rapport commun avec l'OICV). Définit des lignes directrices à l'intention des autorités de contrôle et organisations bancaires, destinées à promouvoir une saine gestion interne des risques liés aux activités des banques sur instruments dérivés; regroupe les méthodes utilisées par les grandes banques internationales. (Document complété en 1995 par un <i>Schéma d'information prudentielle concernant les opérations sur instruments dérivés des banques et des maisons de titres</i> .)
1995	Instruments dérivés/négoce	<i>Diffusion d'informations concernant les activités de négociation et sur instruments dérivés des banques et maisons de titres</i> (document élaboré conjointement avec l'OICV). Fournit une vue d'ensemble des pratiques en matière de diffusion d'informations et formule des recommandations afin de les améliorer; souligne la nécessité de communiquer suffisamment d'informations pour évaluer le caractère adéquat des systèmes de gestion des risques (en s'appuyant sur un rapport de 1995 – voir rubrique précédente – et sur certains des concepts analysés dans un document de travail de 1994 du Comité permanent des euromonnaies (banques centrales du G 10) intitulé <i>Public disclosure of market and credit risks by financial intermediaries</i> ou «Fisher Report»).
1995	Relations entre autorités de contrôle	<i>Surveillance des conglomérats financiers</i> . Rapport du Groupe tripartite (informel) des autorités de contrôle des banques, des entreprises d'investissement et des compagnies d'assurances; examine certains aspects de la surveillance et formule diverses recommandations pour l'amélioration des pratiques prudentielles.
1996	Adéquation des fonds propres	<i>Amendement à l'accord sur les fonds propres pour son extension aux risques de marché</i> . Établit des normes minimales de fonds propres pour les risques de marché (ceux qui résultent des fluctuations des taux d'intérêt et des cours des actions – portefeuille de négociation uniquement – ainsi que des cours de change et des prix des matières premières). Envisage deux possibilités: a) méthode standardisée, reposant sur un dispositif commun de mesure des risques; b) approche fondée sur les modèles internes, permettant aux banques de les utiliser pour la mesure du risque, sous réserve d'observer certains critères qualitatifs et quantitatifs et de satisfaire à des contrôles <i>ex post</i> .
1996	Adéquation des fonds propres	<i>Multilateral netting of forward value foreign exchange transactions</i> . Un amendement à l'accord sur les fonds propres de 1988, entré en vigueur fin 1995, a étendu la reconnaissance des systèmes de compensation bilatérale (en tant que mécanismes destinés à réduire l'exposition au risque de crédit) à tous ceux qui sont considérés comme efficaces aux termes des lois correspondantes et en conformité avec les normes minimales définies dans le Rapport Lamfalussy (tableau VIII.2). Le nouveau document fournit des lignes directrices pour la détermination des exigences de fonds propres dans le cas des systèmes de compensation multilatérale.
1996	Activités bancaires transfrontières	<i>Surveillance des activités bancaires transfrontières</i> . Rapport élaboré conjointement avec le Groupe offshore des autorités de contrôle bancaire contenant 29 recommandations visant à réduire les obstacles à une surveillance efficace des activités bancaires transfrontières.
1997	Risque de taux d'intérêt	<i>Principes pour la gestion du risque de taux d'intérêt</i> . Document soumis à consultation formulant 12 principes permettant d'évaluer le caractère adéquat de la gestion du risque de taux d'intérêt par les banques.
1997	Principes fondamentaux	<i>Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace</i> . Document soumis à consultation établissant 25 principes prudentiels recouvrant les domaines suivants: conditions préalables à un contrôle bancaire efficace; agrément et structure des établissements; réglementations et exigences prudentielles; méthodes de contrôle bancaire permanent; exigences en matière d'information; pouvoirs institutionnels des autorités de contrôle; activités bancaires transfrontières. Destiné à servir de référence aux autorités prudentielles et autres des différents pays ainsi qu'à l'échelle internationale.

* Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, composé de représentants des banques centrales et, le cas échéant, d'autres autorités de contrôle bancaire des pays du G 10. Tableau VIII.1

au niveau national et international (tableau VIII.1). Cependant, compte tenu des différents défis posés par les arbitrages, il s'est avéré plus difficile qu'on ne l'imaginait de concilier la philosophie du laisser-faire qui prévalait et la préservation de la stabilité financière. Certaines des initiatives les plus récentes ont essayé d'y parvenir (voir ci-après).

L'expansion et la mondialisation spectaculaires des *paiements et règlements* peuvent être considérées comme une conséquence annexe inéluctable de l'arbitrage financier. Celui-ci a eu pour effet de modifier la perception du rôle du système de paiement dans la propagation de l'agitation financière. Dans le passé, ce rôle a été surtout associé à des mouvements massifs de fonds d'un moyen de paiement à un autre, notamment des dépôts bancaires vers les espèces. Au cours des vingt-cinq dernières années, l'attention s'est clairement portée sur les risques de crédit et de liquidité encourus dans l'exécution des transactions. Cette exposition aux risques – quoique de courte durée – était devenue parfois très élevée par rapport aux risques de bilan et aux fonds propres des établissements, en particulier des principaux prestataires de services de paiement de gros montant. La crise de 1974 impliquant la Banque Herstatt (intervenant de taille relativement modeste actif sur les changes), le krach boursier de 1987 et les faillites de Drexel Burnham Lambert en 1990 et Barings en 1995 ne sont que quelques-uns des incidents qui ont souligné à quel point les systèmes de paiement et de règlement pouvaient propager et amplifier les difficultés financières.

En tant qu'institutions chargées précisément de la surveillance du système de paiement, les banques centrales se trouvaient fort bien placées pour orchestrer une réaction de caractère officiel. Comme dans le domaine du contrôle prudentiel, la coopération internationale entre les banques centrales du G 10 a joué un rôle capital, en parvenant à une vision commune des problèmes, en définissant des lignes d'action et en encourageant diverses initiatives (tableau VIII.2). Le principe choisi comme ancrage dans ce cas était celui du «règlement en temps voulu», qui repose sur la logique suivante: garantir le règlement définitif des transactions élimine une source importante d'incertitudes supplémentaires dans le système financier et peut prévenir les concentrations de risques excessives pour les prestataires de services de règlement; il peut ainsi contribuer à dissocier difficultés de trésorerie temporaires et problèmes fondamentaux d'insolvabilité et contenir la propagation des tensions financières.

En se fondant sur le concept du règlement en temps voulu, les autorités ont accordé une attention soutenue à quatre domaines très voisins particulièrement préoccupants: les systèmes interbancaires de transfert de gros montant et le règlement des transactions sur titres, devises et produits dérivés (64^e Rapport annuel). Selon le rôle spécifique joué par les diverses banques centrales dans chacun de ces domaines, l'action entreprise est allée de l'encouragement d'initiatives privées à la mise en œuvre directe des mesures nécessaires.

La solidité des systèmes de transfert de gros montant, clé de voûte des dispositifs de paiement modernes, a été renforcée, en encourageant l'adoption du règlement brut en temps réel (RBTR) et en améliorant les systèmes à règlement multilatéral net. Dans ce dernier domaine, l'instauration de mécanismes de partage des pertes et de soutien de liquidité destinés à assurer le règlement en cas de défaillance d'une ou plusieurs institutions s'est avérée particulièrement

... et le règlement
en temps voulu
au niveau de
l'ensemble du
système

Principales initiatives conjointes des banques centrales: niveau macroprudentiel

Année	Domaine	Résumé
1990	Compensation interbancaire	<i>Rapport du Comité sur les systèmes de compensation interbancaires des banques centrales des pays du Groupe des Dix (Rapport Lamfalussy)</i> . Recommande une série de normes minimales pour le fonctionnement des systèmes transfrontières de compensation multidevises et définit les principes d'un suivi concerté par les banques centrales. Souligne la nécessité d'une base juridique solide et de mécanismes bien structurés pour la gestion des risques de crédit et de liquidité. Ces systèmes devraient permettre, pour le moins, d'assurer le règlement en temps voulu (journalier) au cas où le participant présentant la position débitrice nette la plus élevée serait dans l'incapacité de s'exécuter. Document de référence pour tous les systèmes ultérieurs de compensation multilatérale, y compris les dispositifs à caractère exclusivement national (s'appuie sur un rapport de 1989).
1992	Règlement des opérations sur titres	<i>Livraison contre paiement dans les systèmes de règlement de titres (G 10)</i> . Définit et analyse les types et sources de risques associés au règlement de titres entre participants à un même système. (Complété en 1995 par un rapport sur les règlements transfrontières sur titres.)
1993	Systèmes de transfert de paiements de gros montant	<i>Minimum common features for domestic payment systems (UE)</i> . Établit des normes minimales pour les systèmes de transfert de gros montant et recommande l'adoption, le plus tôt possible, d'un système à règlement brut en temps réel (RBTR) vers lequel diriger le maximum de ces paiements. Dans cette optique, l'IME a lancé, en 1994, un projet visant à relier les systèmes RBTR nationaux (TARGET), complété, en 1995, par un rapport détaillé.
1994	Monnaie électronique	<i>Report on prepaid cards (UE)</i> . Analyse cette nouvelle technique de paiement et recommande que seuls les établissements de crédit (banques) soient autorisés à émettre des cartes prépayées multi-usages.
1996	Règlement des opérations de change	<i>Risque de règlement dans les opérations de change (G 10)</i> . Fournit une définition claire du risque de règlement dans les opérations de change, une méthode pour le mesurer et une stratégie pour le réduire. Celle-ci encourage notamment les initiatives des établissements, groupements professionnels et banques centrales.
1996	Marchés dérivés	<i>Proposal for improving global derivatives market statistics (G 10)</i> . Établit une proposition détaillée pour la compilation et la publication périodiques (tous les six mois) de statistiques sur les instruments dérivés de gré à gré (fait suite à un rapport de 1995).
1996	Monnaie électronique	<i>Implications for central banks of the development of electronic money (BRI)</i> . Analyse les aspects présentant un intérêt particulier pour les banques centrales en ce qui concerne la politique à suivre, notamment ceux qui sont liés au suivi des systèmes de paiement, au seigniorage, à la politique monétaire ainsi qu'à la réglementation et au contrôle des banques.
1997	Règlement des opérations sur titres	<i>Disclosure framework for securities settlement systems (G 10 et OICV)</i> . Encourage la transparence dans le fonctionnement des systèmes de règlement de titres, afin que les participants puissent mieux comprendre leurs droits, obligations et risques encourus.
1997	Systèmes de transfert de paiements de gros montant	<i>Systèmes à règlement brut en temps réel (G 10)</i> . Traite de la conception de ces systèmes et des risques qu'ils comportent.
1997	Règlement des opérations sur instruments dérivés	<i>Clearing arrangements for exchange-traded derivatives (G 10)</i> . Décrit la structure des accords de compensation existants et identifie les faiblesses potentielles, par exemple: insuffisance des ressources des organismes de compensation, en cas de défaillances de participants consécutives à de fortes fluctuations des prix; absence de contrôles intrajournaliers sur les positions des membres; recours à des accords de paiement n'assurant pas le règlement intrajournalier en temps voulu.

Tableau VIII.2

utile. La sécurité des systèmes de règlement de titres a été accrue, essentiellement en réduisant l'intervalle entre la négociation et le règlement et en introduisant la livraison contre paiement (LCP); ce principe permet d'éliminer les importants risques en capital que représente, pour les contreparties, l'éventualité où un seul des deux volets de la transaction est mené à son terme. En ce qui concerne les opérations sur devises, une première étape capitale a consisté à encourager les banques à gérer de manière plus efficace leur risque de règlement. Les banques centrales, pour leur part, ont suivi une double stratégie: d'un côté, elles ont favorisé la compensation des opérations et la mise en place de dispositifs privés bien structurés de règlement multidevises, reposant notamment sur des variantes de procédures de paiement contre paiement; de l'autre, elles ont conforté ces dispositifs en perfectionnant les systèmes nationaux de transfert de

gros montant utilisés en fin de processus. Plus récemment, elles ont attiré l'attention sur les faiblesses potentielles dans la compensation des produits dérivés et proposé des moyens de les éliminer, grâce en particulier à des mécanismes spécifiques destinés à garantir un règlement intrajournalier en temps voulu.

Information, incitations et crédibilité

L'information est la matière première dont se nourrissent les marchés, et la recherche du profit individuel la dynamique qui les fait fonctionner. Face à des forces d'une ampleur et d'une intensité croissantes, il est arrivé un moment où les autorités ont dû changer d'attitude et remplacer les diktats par la persuasion. D'où l'importance accrue accordée peu à peu à la transparence, aux mesures d'incitation et à la crédibilité.

Dans le domaine de la *politique monétaire*, le pouvoir de sanction de plus en plus grand des marchés financiers a conduit à accroître la transparence à plusieurs niveaux. S'agissant des objectifs, l'aversion innée des marchés pour l'inflation, en particulier chez les porteurs d'obligations, a progressivement poussé les autorités à prendre des engagements plus explicites sur le front des prix. Puisqu'il fallait que ces engagements soient étayés de façon visible par des stratégies cohérentes, il est devenu du même coup encore plus important, d'un point de vue tactique, de signaler nettement l'orientation voulue pour en assurer l'application. Certes, l'intérêt de la transparence comme moyen d'influencer les comportements va bien au-delà de son impact sur les marchés financiers. Grâce à des objectifs et des stratégies clairement affichés, les autorités peuvent en effet guider les décisions de tous les agents économiques et obtenir du public en général le soutien nécessaire à leur action. En outre, la transparence étant une condition préalable de la responsabilité politique, elle est fondamentale pour les banques centrales qui jouissent d'une assez grande autonomie. Toutefois, ce sont les marchés financiers qui en ont le plus besoin pour leurs calculs immédiats de pertes et de profits et qui peuvent faire sentir le plus leur influence, notamment sur les taux d'intérêt et le change.

C'est sans doute dans les pays qui ont pris des engagements explicites en matière d'inflation que la tendance à privilégier la transparence des objectifs et des stratégies est la plus tangible depuis le début de la décennie (graphique VIII.5). En outre, elle s'est systématiquement accompagnée d'un souci analogue de transparence, en ce qui concerne aussi bien les informations sur lesquelles les autorités monétaires fondent leurs décisions que leur opinion sur la transmission des effets de la politique. Certaines banques centrales, notamment au Royaume-Uni et en Nouvelle-Zélande, sont même allées jusqu'à publier leurs prévisions d'inflation mais, en général, c'est dans leur action quotidienne que le changement d'orientation, à défaut d'être aussi visible, a pris le plus d'ampleur. Il s'agissait, en fait, de faire jouer un rôle plus important au marché, comme l'atteste le moindre recours aux facilités permanentes et aux réserves obligatoires, tout en continuant de contrôler étroitement les taux d'intérêt à court terme utilisés comme objectifs opérationnels. La volonté de transparence des autorités, quant au niveau souhaité des taux d'intérêt, s'est manifestée de deux façons: d'une part, à travers la publication d'objectifs opérationnels chiffrés, sous forme de niveau

Stabilité monétaire:
le pouvoir croissant
des marchés amène
à mettre l'accent
sur ...

... la
transparence ...

... les mesures
d'incitation ...

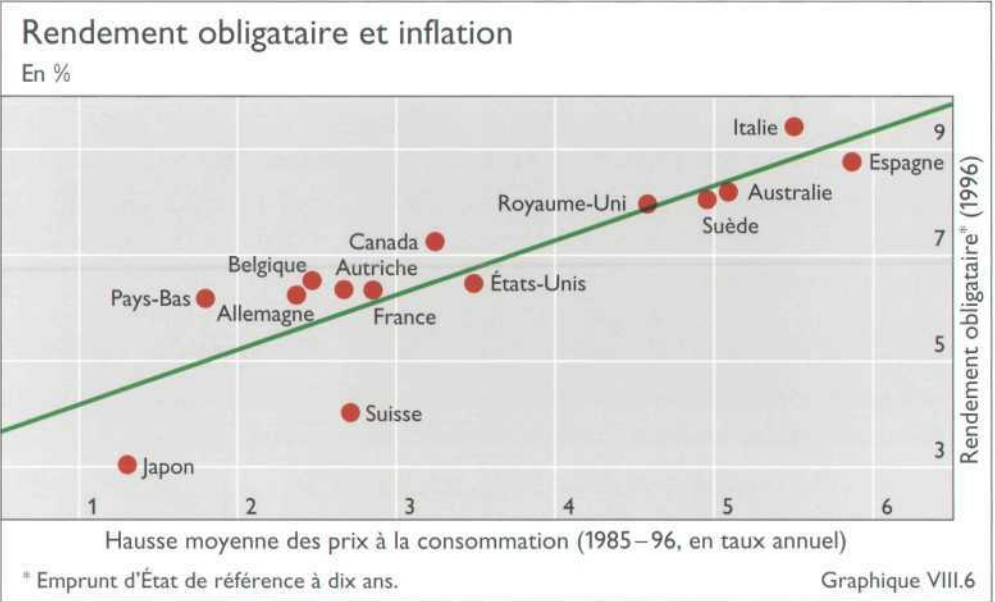
précis (Australie et États-Unis), de fourchette (Canada) ou d'indication plus large (cas plus récent du Japon); de l'autre, par une préférence marquée pour les procédures d'appel d'offres, qui rendent plus claires les décisions des banques centrales en optant, par exemple, pour des adjudications à taux fixe plutôt qu'à taux libre, comme l'ont fait la plupart des pays d'Europe continentale.

... et la crédibilité

La transparence n'est toutefois pas en soi une condition suffisante pour influencer les comportements. L'impact qu'elle peut avoir dépend à son tour de la crédibilité des informations divulguées, qui ne peut s'acquérir qu'au fil du temps, lorsque les faits viennent régulièrement les confirmer. Il est inutile que les autorités signalent leurs intentions en matière de taux d'intérêt si les mesures prises par la suite ne correspondent pas à ce qui était annoncé. Une prise de position officielle sur le fonctionnement de l'économie ou sur la viabilité d'une politique ne peut avoir qu'une efficacité limitée, à moins qu'elle ne coïncide avec l'opinion du marché, si rien de concret ne vient la corroborer. Il est vrai qu'un engagement résolu de défendre la stabilité des prix sera sans doute plus plausible s'il paraît cohérent avec l'orientation générale de la politique, mais à la longue, quels que soient la sincérité de cet engagement et même le degré de confiance qu'il a pu inspirer, il n'aura un effet positif sur le marché que si les autorités font preuve de constance dans leur attitude. La corrélation étroite observée dans tous les pays entre le niveau des taux d'intérêt à long terme et les résultats obtenus en matière d'inflation est là pour le rappeler (graphique VIII.6).

Importance de l'autonomie de la banque centrale

C'est précisément parce que la crédibilité est constamment soumise à l'épreuve des faits que l'on en est venu à accorder plus d'importance à tout ce qui peut limiter le risque de laisser penser que les banques centrales ne tiennent pas leurs engagements, étant donné les coûts que cela implique. Tel est bien le sens, en fin de compte, des mesures prises récemment pour renforcer l'autonomie ou l'«indépendance» de ces institutions et centrer clairement leur mission sur la stabilité des prix (tableau VIII.3). Leur objet est de leur permettre de mieux résister aux pressions visant à tester les limites de la politique monétaire, dans l'espoir d'améliorations temporaires sur le front de l'emploi ou



Autonomie de la banque centrale: principaux développements*		
Pays	Année	Aspects essentiels
Allemagne	1994	Abolition des avances en compte courant à l'État.
Belgique	1993	Nouvelle loi stipulant que le gouvernement ne peut pas s'opposer aux décisions de la banque centrale dans ses domaines de responsabilité, dont la politique monétaire. Interdiction d'accorder des crédits à l'État.
Espagne	1994	Nouvelle loi accordant à la banque centrale l'autonomie dans la définition et la mise en œuvre de la politique monétaire, la stabilité des prix étant son objectif premier. Extension des mandats du gouverneur et du sous-gouverneur. Interdiction d'accorder des financements à l'État.
États-Unis	1978	<i>Full Employment and Balanced Growth Act</i> : la banque centrale est tenue de poursuivre plusieurs objectifs, notamment niveau de production assurant le plein emploi, croissance équilibrée et stabilité raisonnable des prix. Elle doit publier deux fois par an un rapport sur ses progrès dans la réalisation des objectifs finals ainsi que ses plans et résultats en matière de fourchettes de croissance des agrégats monétaires et de crédit (rapports trimestriels depuis 1975 conformément à la <i>House Concurrent Resolution 133</i>).
France	1993	Nouvelle législation attribuant à la banque centrale la responsabilité de la formulation, et non pas seulement de la mise en œuvre, de la politique et lui fixant comme objectif la stabilité des prix. Le gouvernement ne peut pas donner d'instructions à la banque centrale ni en recevoir des crédits.
Italie	1981	Abolition de l'obligation de souscrire des émissions de bons du Trésor.
	1992	La banque centrale devient autonome pour la fixation du taux d'escompte.
	1993	Interdiction d'accorder des crédits à l'État (jusqu'alors, octroi automatique à concurrence d'un plafond); exclusivité de la détermination du coefficient de réserves.
Japon	1997	Loi proposant de nouveaux statuts: la stabilité des prix est fixée comme objectif explicite; le ministère des Finances perd son pouvoir de donner des instructions à la banque centrale au sujet de ses activités, de procéder à des inspections, de renvoyer ses cadres et d'être représenté en permanence à son Conseil. Accroissement de la responsabilité de la banque centrale dans le cadre de rapports réguliers à la Diète, de la publication de procès-verbaux sur sa politique et de l'approbation par la Diète de la nomination des trois plus hauts responsables.
Pays-Bas	1993	Abolition de l'obligation d'accorder des avances en compte courant à l'État.
Royaume-Uni	1992 – 1994	Le chancelier demande à la banque centrale de produire une évaluation indépendante des résultats obtenus dans la réalisation des objectifs d'inflation (1992). Celle-ci devient libre de décider du moment des modifications des taux directeurs (dans la mesure où elles entrent en vigueur avant la réunion mensuelle suivante avec le chancelier) (1993). Publication du procès-verbal des réunions mensuelles au cours desquelles la banque centrale donne au chancelier des avis indépendants (1994).
	1997	Autonomie conférée à la banque centrale pour la fixation des taux d'intérêt à court terme; le gouvernement ne peut pas donner d'instructions (sauf dans des circonstances particulières); les décisions concernant la politique à suivre sont confiées à un nouveau comité.
Suède	1989	Nouveaux statuts de la banque centrale officialisant et renforçant son autonomie: responsable devant le Parlement plutôt que devant le gouvernement; autonomie dans les décisions de politique monétaire; allongement du mandat du gouverneur et réduction de l'influence politique sur sa nomination.
* Des développements analogues ont été enregistrés dans plusieurs autres pays, dont les économies émergentes.		

Tableau VIII.3

de la croissance. De telles pressions sont inévitables dans un environnement où ces gains se matérialisent en général rapidement, alors que leurs effets inflationnistes durables sont plus lents à se manifester, et où l'incertitude qu'engendre fatalement la mutation structurelle de l'économie est parfois un bon prétexte pour rejeter les leçons du passé. Dans un monde où le succès de la politique de la banque centrale est en grande partie affaire de jugement, des missions clairement définies, une autonomie d'action et une responsabilité en regard de la réalisation de l'objectif fixé offrent de meilleures garanties d'efficacité durable qu'un ensemble de règles relativement rigides. De plus, dans un contexte où l'adoption de la monnaie fiduciaire a fait sauter un solide garde-fou – la contrainte de convertibilité – contre la mise en œuvre de politiques inflationnistes, conforter cette indépendance en limitant la possibilité pour la banque centrale de faire crédit à l'État est une importante précaution supplémentaire. Ce sont des considérations de cette nature, étayées par

l'expérience, qui ont inspiré la constitution de la future Banque centrale européenne.

Stabilité financière:

la même évolution
se profile dans
la réglementation
et le contrôle
prudentiels ...

En matière de *réglementation et contrôle prudentiels*, la nouvelle importance accordée à la transparence a peut-être été encore plus manifeste, l'objectif étant, en l'occurrence, de renforcer la capacité du marché à promouvoir la discipline au niveau des établissements et à les différencier selon la qualité de leur crédit. Ces efforts se sont avérés d'autant plus utiles qu'il devenait toujours plus difficile d'évaluer les risques encourus, vu la complexité croissante des activités. Ils ont surtout visé à améliorer les procédures de divulgation des risques de crédit et de marché, ceux liés, en particulier, à l'utilisation accrue des produits dérivés (tableau VIII.1). En outre, comme il est aujourd'hui impossible, quelle que soit la périodicité choisie pour la diffusion de l'information, de suivre le rythme d'évolution des profils de risque, on en a logiquement conclu qu'il ne suffisait plus de donner une image statique des résultats économiques des établissements, de la qualité de leurs actifs et des principaux risques encourus, mais qu'il valait mieux permettre aux marchés d'apprécier la solidité des systèmes de gestion des risques, notamment en comparant leurs prévisions avec la réalité. De même, face au développement de vastes conglomérats débordant le cadre traditionnel des frontières professionnelles, géographiques et réglementaires, les autorités de contrôle ont pris des mesures pour percer l'opacité grandissante des structures organisationnelles (tableau VIII.1).

D'autre part, les autorités ont commencé à s'intéresser de plus près à tout ce qui peut inciter à la prudence sur les marchés, et notamment aux normes de fonds propres. En effet, le capital n'est pas seulement un volant de sécurité en cas de pertes; c'est aussi un indice qui permet de mesurer concrètement jusqu'à quel point les actionnaires d'un établissement sont attachés à son existence. En exposant davantage ces derniers aux conséquences des risques encourus, les normes minimales de fonds propres peuvent transférer en partie au marché lui-même la responsabilité de la discipline incombant aux autorités de contrôle. Les initiatives prises récemment pour parvenir à un compromis plus satisfaisant sur le niveau de capital jugé suffisant, tant par les responsables prudentiels que par les dirigeants d'établissements, réduisent, en outre, les possibilités d'arbitrage entre réglementations. La décision de laisser jouer un rôle plus important aux modèles internes de gestion des risques de marché dans le calcul des exigences de fonds propres en offre le meilleur exemple (tableau VIII.1).

... et dans la
surveillance des
systèmes de
paiement et de
règlement

Au niveau macroprudentiel, en ce qui concerne notamment les *systèmes de paiement et de règlement*, bon nombre des mesures déjà évoquées peuvent en partie s'interpréter comme autant de tentatives destinées à accroître la connaissance des risques inhérents aux dispositifs existants et à dissuader les opérateurs de prendre individuellement des initiatives qui, bien que justifiées en elles-mêmes, seraient incompatibles avec la stabilité de l'ensemble du système. Ainsi, en réduisant l'accumulation des risques liés aux transactions en instance de règlement, le RBTR augmente la transparence des positions et les rend donc plus contrôlables. En cas de turbulences, de surcroît, les mécanismes de livraison ou paiement contre paiement limitent la tendance instinctive des intervenants à se retirer des transactions engagées par peur de la défaillance d'une contrepartie, ce qui réduit le risque de blocage ou de paralysie du marché. Les accords de mise

en commun de liquidités et de partage des pertes offrent quant à eux une garantie supplémentaire, dans la mesure où ils permettent au règlement d'avoir lieu malgré le défaut d'une partie. L'avantage qui en découle, en termes de prévisibilité et de transparence des moyens mis en œuvre pour faire face à toute tension naissante, contribue, de la même façon, à contenir les effets de propagation. L'amélioration récente des critères d'information propres aux systèmes de règlement des transactions sur titres ainsi que des statistiques sur les marchés dérivés s'inscrit dans cette logique (tableau VIII.2).

Enfin, aux niveaux micro et macroprudentiels, des efforts plus énergiques ont été mis en œuvre pour atténuer les conséquences des mécanismes officiels offrant une protection aux établissements en difficulté. Certes, ces dispositifs peuvent éviter qu'un simple problème de trésorerie ne dégénère en véritable crise de solvabilité mais, en empêchant une issue fâcheuse, ils n'incitent guère les acteurs à la prudence (et comportent donc un «risque subjectif»). Faute de garde-fous appropriés, ils peuvent même accroître les risques d'insolvabilité. Dans un environnement où les forces du marché ont désormais beaucoup plus d'espace et de liberté pour s'exercer, il était d'autant plus important de s'en préoccuper.

En règle générale, les autorités se sont efforcées à cet égard de limiter l'ampleur des garanties, souvent tacites, accordées aux banques sur leur passif, soit en adoptant des systèmes d'assurance des dépôts de la clientèle, assortis de restrictions explicites, soit en durcissant les mécanismes de protection existants. Aux États-Unis, cela s'est traduit par l'introduction de primes d'assurance proportionnelles aux risques, la remise en cause du principe «*too big to fail*» ainsi que la mise en œuvre d'un plafonnement et de commissions sur le crédit intrajournalier consenti par la banque centrale. Dans le même esprit, certains pays ont essayé de réduire non pas les garanties elles-mêmes, mais plutôt le risque que les autorités ne les fassent jouer pour des motifs dénaturés. Les règles qu'ils ont adoptées visent donc à assurer une intervention modulée mais rapide des responsables prudentiels et, si nécessaire, la fermeture pure et simple d'établissements en situation précaire, afin de prévenir toute attitude complaisante.

Comme on l'a vu avec la politique monétaire, cependant, pour être réellement efficaces, toutes les mesures prises pour limiter le risque subjectif doivent être avant tout crédibles. Or, cette crédibilité ne dépend pas tant, en définitive, des particularités de tel ou tel dispositif législatif ou réglementaire que de l'attitude des autorités en cas de crise. C'est pourquoi il faut au moins que la banque centrale, qui possède en dernier ressort le pouvoir de contrôle sur la liquidité, l'exerce avec discernement et de manière sélective, ce qui demande obligatoirement une excellente connaissance des mécanismes du marché et des intervenants. De façon plus générale, il faut aussi que tous les responsables chargés d'intervenir en cas de difficultés financières coordonnent leur action (63^e Rapport annuel).

Interdépendance des différentes missions

Les vingt-cinq dernières années n'ont pas seulement vu se dessiner une évolution parallèle dans l'exécution des différentes fonctions assumées par les banques

centrales, elles ont aussi mis en lumière leur interdépendance. D'une part, il est devenu de plus en plus difficile, en effet, de veiller à la stabilité monétaire sans tenir compte des implications de l'instabilité financière; d'autre part, la distinction entre les aspects micro et macroprudentiels de la préservation de la stabilité financière a eu tendance à s'estomper. L'avènement d'une monnaie purement fiduciaire et la déréglementation de l'environnement financier sont sans doute à l'origine de cette évolution.

Lien étroit entre
stabilité monétaire
et stabilité
financière ...

Il y a toujours eu un lien étroit entre les tâches liées à la stabilité monétaire et à la stabilité financière, mais les manifestations de cette relation et son intensité ont évolué en fonction du cadre institutionnel mis en place pour fournir un point d'ancrage dans ces deux domaines.

... évoluant
dans le temps
parallèlement aux
points d'ancrage

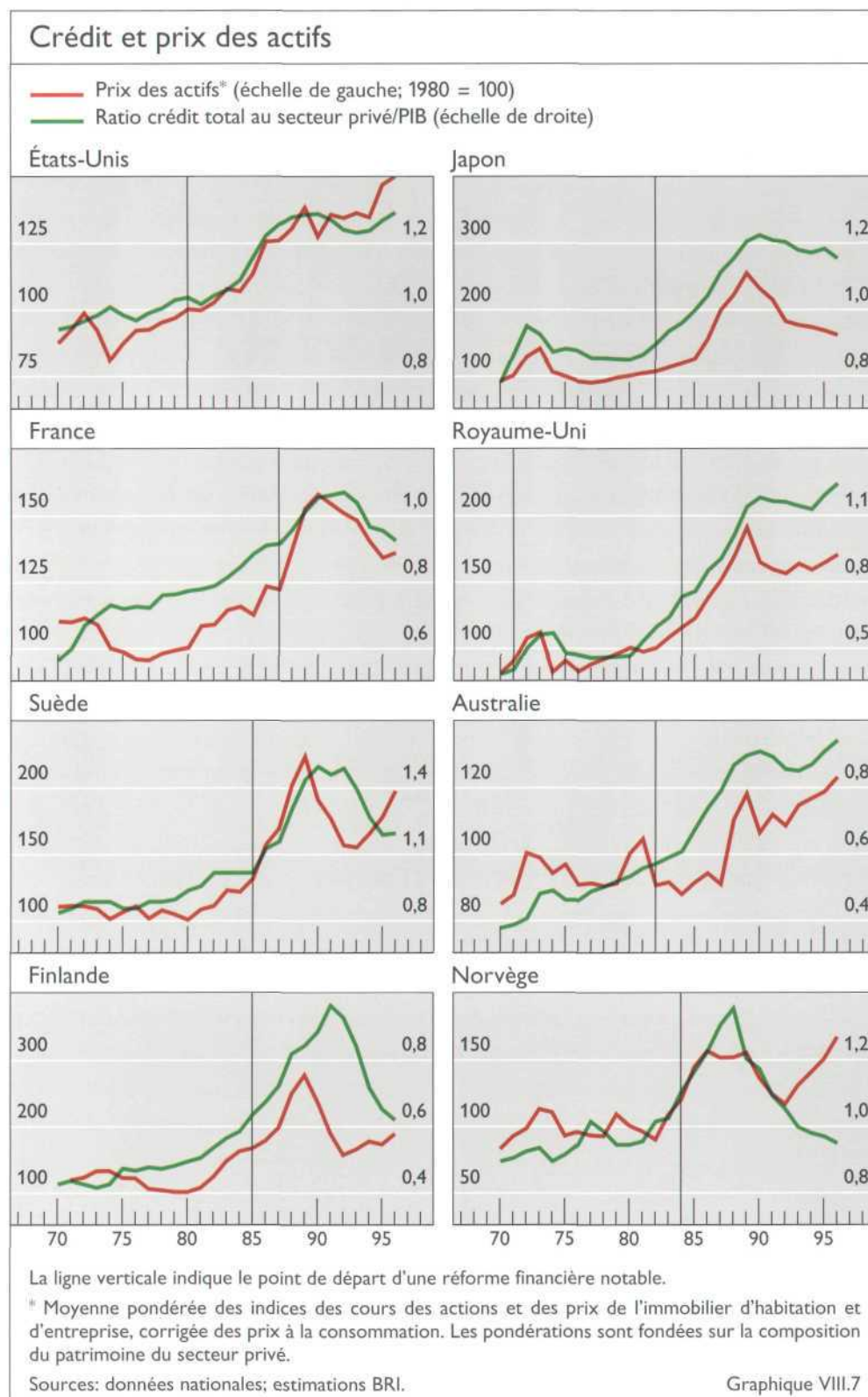
Dans le régime de l'étalon-or, l'interdépendance des deux fonctions était tout à fait patente, puisque la convertibilité des monnaies en or servait à la fois d'ancrage nominal et d'ancrage financier. Le lien avec l'or déterminait, en réalité, la stabilité de la monnaie et constituait la principale contrainte à l'expansion de l'activité financière, et surtout du crédit, contrainte qui cédait de temps à autre en présence de difficultés financières généralisées. L'apparition progressive d'étalons de nature fiduciaire entre les deux guerres altéra quelque peu l'interdépendance: la stabilité monétaire fut peu à peu assimilée à la stabilité des prix, tandis que la solvabilité de l'État, reposant sur le pouvoir de lever l'impôt, représentait désormais le seul fondement de l'acceptabilité de la monnaie. La relation n'était pas brisée pour autant, dans la mesure où l'instabilité financière restait essentiellement liée à la progression du crédit, dont le contrôle s'opérait en dernier ressort par l'ajustement de la liquidité centrale, en temps normal comme en cas de tensions. En outre, le nouveau cadre institutionnel eut pour effet d'alléger les contraintes qui pesaient sur l'expansion financière, contribuant ainsi à l'instabilité générale observée au cours de la période. C'est d'ailleurs en grande partie à cause de cette situation que les autorités décidèrent alors de réglementer strictement les banques commerciales, en instaurant notamment toute une série de critères de liquidité et de solvabilité et en limitant l'éventail de leurs activités. Le système de Bretton Woods introduisit par la suite une certaine ambiguïté, car la convertibilité *de jure* qu'il prévoyait pour les transactions officielles se révéla être une référence assez floue pour un dispositif qui se transforma rapidement en un régime d'étalon-dollar *de facto*. Dans le même temps, les multiples contrôles imposés aux marchés et à l'intermédiation freinèrent effectivement l'essor de la sphère financière, mais à un coût de plus en plus inacceptable en termes d'efficience économique.

Instabilité financière
depuis les années 70:
causes ...

À partir du début des années 70, la situation fut marquée par un nouveau relâchement des contraintes dans le domaine monétaire comme dans le domaine financier. La monnaie fiduciaire et son utilisation pour financer des soldes budgétaires qui se dégradaient et poursuivre des objectifs macroéconomiques par trop ambitieux ouvrirent la voie à une accélération de la déréglementation et de l'innovation financière, débouchant finalement sur les désordres généralisés qui caractérisèrent la période (62^e Rapport annuel).

Si l'inflation n'entraîne pas nécessairement l'instabilité financière, elle y contribua néanmoins à l'époque de plusieurs manières, rappelant jusqu'à un certain point ce qui s'était passé au début des années 20: elle créa une situation

propice à la forte hausse des taux d'intérêt et de leur volatilité ainsi qu'à d'amples variations des cours de change; elle occulta la fragilisation des bilans bancaires; plus généralement, elle faussa les décisions économiques dans les sphères réelle et financière. C'est en partie dans cette perspective qu'il convient d'analyser quelques-uns des épisodes d'instabilité des années 70 et du début des années 80,



... et implications
pour la politique
monétaire

en particulier la crise des caisses d'épargne aux États-Unis et celle de l'endettement international. L'accélération de la déréglementation facilita par la suite une spirale des prix des actifs et d'expansion du crédit, qui devait aboutir aux turbulences financières apparues à la fin de la décennie, lorsque les prix des actifs retombèrent (graphique VIII.7 et 63^e Rapport annuel). L'insuffisance des mesures prises pour renforcer le dispositif prudentiel, ou leur arrivée tardive, et pour supprimer les obstacles à l'exercice de la discipline de marché ne fit qu'aggraver ces difficultés. En conséquence, la libéralisation eut ensuite un coût beaucoup plus élevé qu'on ne s'y attendait et se traduisit, pour certains gouvernements contraints de gérer les crises, par une intervention non pas réduite, mais plus grande et plus durable dans le secteur financier.

Cette situation compliqua considérablement la tâche des autorités monétaires. Tout d'abord, elle amoindrit, avec d'autres facteurs, le rôle des agrégats quantitatifs comme points d'ancrage nominaux. L'expansion rapide des agrégats de crédit et de monnaie en présence d'une montée des prix des actifs, dans un contexte souvent caractérisé par un recul de l'inflation, une croissance stable et une hausse des taux d'intérêt réels, n'était pas de nature à faciliter l'analyse. En outre, l'impact potentiellement déstabilisateur de cette expansion, généralement considérée comme une manifestation bénigne de la «réintermédiation» naturelle du système après une période de contraintes, fut régulièrement sous-estimé. Ensuite, dès que les difficultés apparurent, il fallut tenir compte de la faiblesse générale des bilans, et les problèmes de solvabilité des établissements pesèrent alors lourdement sur l'activité économique. La réduction des taux d'intérêt ne pouvait pas avoir un effet très marqué ni prévisible sur la demande globale, puisqu'elle agissait plus indirectement, en partie à travers l'accroissement de la richesse financière qui en résultait. Enfin, les autorités monétaires furent parfois confrontées au dilemme posé par les exigences contradictoires de l'économie réelle et de la lutte contre l'inflation, d'une part, et de la stabilité financière, de l'autre. Dans certains pays qui connaissaient une véritable explosion des prix des actifs, il aurait fallu prendre des mesures tellement restrictives, pour stabiliser les marchés, qu'elles auraient risqué de provoquer une contraction excessive sur les marchés des produits. Le cas du Japon, où l'on pouvait voir les signes d'une spéculation effrénée coexister avec une faible inflation à la fin des années 80, peut illustrer cette situation.

Interdépendance
croissante des
tâches micro et
macroprudentielles

La transformation de l'environnement financier commença, par ailleurs, à estomper certaines distinctions entre contrôle prudentiel et surveillance des systèmes de paiement et de règlement. Jusque-là, à quelques nuances près selon le type d'activité des établissements, la réglementation et le contrôle prudentiels s'étaient relativement peu préoccupés des risques associés aux dispositifs facilitant et gérant la conclusion et le règlement des transactions. Tel était notamment le cas pour le secteur bancaire, alors peu engagé sur titres, par comparaison avec les entreprises d'investissement. Mais, à mesure que les banques développèrent leurs opérations de marché et qu'on se rendit mieux compte des risques inhérents au processus de règlement, les autorités de surveillance commencèrent à accorder plus d'importance à ces sources potentielles d'insolvabilité. Le traitement plus minutieux du risque de crédit lié aux transactions en instance de règlement et la définition de critères de prise en

compte de la compensation de contrats aux fins des exigences de fonds propres ne sont que deux exemples d'une tendance qui est appelée à se poursuivre (tableau VIII.1).

Les défis pour l'avenir

Dans les années à venir, les autorités devront continuer avant tout à adapter leur politique à l'évolution rapide de l'environnement, afin de préserver la stabilité monétaire et financière. Étant donné le lien étroit qui existe entre les deux tâches, cela exigera des actions complémentaires et synergiques dans chaque sphère. En outre, du fait de leur ampleur, les transformations engagées dans le système financier joueront un rôle déterminant dans le choix des orientations. Comme on l'a vu, les principes qui devraient guider les futurs ajustements de leur cadre opérationnel semblent avoir été correctement identifiés; néanmoins, une action beaucoup plus importante doit être entreprise pour consolider les acquis et prévenir l'apparition de problèmes.

Synergie des politiques dans les sphères monétaire et financière

Stabilité monétaire

Dans la sphère monétaire, il ne faut pas s'attendre à voir apparaître un point d'ancrage universel dans un avenir prévisible. Étant donné les perspectives économiques et politiques, il est peu probable, en effet, qu'un autre système succède à celui de Bretton Woods. En outre, la tendance à la convertibilité externe intégrale des monnaies et l'expansion des marchés financiers vont limiter encore davantage la marge de manœuvre des autorités monétaires nationales, et ce quel que soit le choix du mécanisme d'ancrage. En conséquence, il sera préférable d'opter pour des garanties institutionnelles destinées à faciliter la poursuite de la stabilité générale des prix, tout en réduisant au minimum les risques de perturbations de change.

Comme le confirment certaines orientations suivies récemment, la meilleure de ces garanties est sans doute celle qui donne mission à la banque centrale de veiller à la stabilité des prix, en lui conférant l'autonomie dans l'accomplissement de cette tâche et l'obligation de répondre des résultats obtenus. Mais cela ne suffira pas. Assurer la stabilité interne et externe de la valeur de la monnaie nationale suppose aussi des conditions favorables dans d'autres domaines, en particulier une position budgétaire viable et une plus grande flexibilité du marché du travail. L'histoire montre que, pour être durable, la maîtrise de l'inflation, aussi bien du reste que l'autonomie de la banque centrale, exige un large consensus. Or, si la meilleure façon de maintenir ce consensus est de se montrer réaliste quant aux possibilités et aux limites de la politique monétaire, les éléments les plus déterminants sont, en définitive, les succès enregistrés en matière d'inflation, de croissance et d'emploi.

Stabilité des prix et autonomie et responsabilité de la banque centrale

En ce qui concerne la stratégie à suivre, on peut penser que, dans un contexte d'évolution permanente de l'environnement financier et de l'économie réelle, il faudra continuer à faire preuve d'une grande finesse de jugement dans la poursuite de l'objectif recherché. Cela signifie que les banques centrales devront constamment réévaluer l'impact de la situation sur la formulation et la mise en œuvre de leur politique. Les travaux récents des banques centrales du G 10 sur

Il faudra faire preuve de jugement ...

les implications de l'expansion des marchés dérivés et de l'émergence de la monnaie électronique illustrent cette démarche (tableau VIII.2). L'une des tendances nouvelles qui pourraient avoir d'énormes conséquences dans la pratique, à supposer que la technologie comptable s'adapte parallèlement, est le raccourcissement constant des délais de règlement, facilité par la généralisation du RBTR. On peut très bien imaginer, en effet, un scénario futuriste dans lequel la négociation d'opérations 24 heures sur 24 et leur règlement en temps réel dans diverses monnaies contribueraient à brouiller la nette distinction qui existe à présent entre crédit «intrajournalier» et crédit «au jour le jour» de la banque centrale. Il faudrait alors redéfinir les échéances significatives et les stratégies qui leur sont liées, puisque la courbe des rendements prendrait la forme d'une fonction continue.

Il est probable que le développement rapide des marchés va faire encore davantage pencher la balance en faveur de la transparence dans la conduite de la politique, pour guider les anticipations des intervenants. Il ne faudrait pas, toutefois, et c'est là toute la difficulté, que cette transparence aille jusqu'à nuire à la flexibilité dont les autorités ont besoin pour faire face à des situations imprévues. L'un des risques serait, par exemple, s'il fallait opérer une correction brutale mais souhaitable des taux directeurs, que cette mesure soit retardée et revue à la baisse, par peur de semer la confusion sur les marchés, d'accroître la volatilité ou de subir une perte de crédibilité. Il est donc très important que la politique soit suffisamment tournée vers l'avenir pour mener une action préventive; c'est l'attitude récemment adoptée par certaines banques centrales, qui n'ont pas attendu de voir progresser l'inflation observée pour relever les taux d'intérêt. Il conviendrait, parallèlement, de préparer les marchés financiers pour qu'ils misent sur une plus grande flexibilité dans l'ajustement des taux d'intérêt, de façon à désamorcer toute réaction défavorable.

Stabilité financière

La principale tâche à accomplir pour parvenir à cet objectif consiste à adapter plus parfaitement les mécanismes régulateurs existants aux nouvelles réalités financières. C'est une tâche d'autant plus urgente que des tensions ne sont pas à exclure dans l'avenir: les secteurs de l'industrie financière qui n'ont pas été restructurés sont encore trop vastes; l'adaptation à un environnement en constante évolution est trop astreignante; et les obstacles qui continuent d'empêcher le marché d'imposer sa discipline sont trop nombreux et trop puissants.

Cette situation exige une intensification des efforts dans les deux grandes directions identifiées ces dernières années quant aux moyens à employer et au but à atteindre, à savoir accentuer l'orientation vers le marché et renforcer l'orientation systémique.

Accentuer l'*orientation vers le marché*, c'est s'appuyer sur ses mécanismes disciplinaires, en les perfectionnant. À cet égard, beaucoup de progrès pourraient encore être faits: améliorer la communication d'informations en quantité et en qualité; concevoir des réglementations, comme les normes de fonds propres, laissant moins de place aux arbitrages financiers; limiter les formes d'intervention qui ont pour effet de protéger sans contrôler et, partant, de ne pas inciter à la

... de flexibilité ...

... et voir assez
loin

Nécessité
d'accentuer
l'orientation
vers le marché ...

prudence. D'autres initiatives de plus grande envergure s'imposent également, sans lesquelles les forces du marché risquent de ne pas avoir leur pleine efficacité. Sont concernés, en particulier, la structure du capital des sociétés, qui devrait être plus ouverte sur le marché (notamment via la privatisation), et les obstacles à l'ajustement du capital et du travail, qui doivent être éliminés. Des procédures de prise de contrôle rendues moins contraignantes et plus efficaces, ainsi qu'une souplesse accrue du marché du travail, seraient à cet égard indiquées. Toutes ces mesures peuvent atténuer les problèmes de restructuration et faciliter une sortie ordonnée du marché (66^e Rapport annuel).

Quant à l'*orientation systémique* de la politique, elle demande de nouveaux efforts pour mieux contenir les réactions en chaîne suscitées par les défaillances d'établissements. De ce point de vue, l'amélioration des systèmes de paiement et de règlement demeure une priorité pour les années à venir. Beaucoup reste à faire dans ce domaine, notamment en ce qui concerne les transactions internationales; il faudrait aussi poursuivre l'analyse des interactions entre les différents dispositifs en période de perturbations. Mettre davantage l'accent sur la dimension systémique implique de relever le seuil de tolérance à l'égard de la faillite d'un établissement au-dessus du niveau où il se situait généralement dans le passé. C'est pourquoi il est d'autant plus important de réduire la vulnérabilité de l'ensemble du système à de telles faillites.

L'ampleur des tâches à accomplir ne doit pas être sous-estimée. On est bien loin d'avoir adapté un cadre prudentiel encore largement fondé sur des cloisons institutionnelles qui datent d'avant-guerre (banque, titres, assurance) et sur des juridictions nationales à un univers où la multiplicité des intermédiaires et la mondialisation des marchés financiers tendent à estomper les barrières. L'hétérogénéité des acteurs, l'expansion des marchés et leur complexité croissante, de même que la vitesse à laquelle les perturbations se propagent désormais, ne peuvent que compliquer la tâche des banques centrales dans la gestion des crises. Quel que soit leur rôle prudentiel, il est donc capital qu'elles disposent de toutes les informations requises pour agir alors avec efficacité. De manière plus fondamentale, trouver l'équilibre le plus propice à la discipline financière entre l'action du marché et celle des autorités n'est pas une mince affaire: non seulement on continue de s'interroger sur leur efficacité respective, mais la largesse traditionnelle de la protection officielle constitue aussi un sérieux obstacle. Un meilleur équilibre appelle un changement d'optique de la part tant des autorités que des opérateurs et du public en général, faute de quoi l'objectif de stabilité financière, dans un monde laissant pleinement jouer les forces du marché, pourrait rester hors de portée.

... et l'orientation
systémique

Un véritable
changement
d'optique est
nécessaire

IX. Conclusion: des prix stables mais des structures financières changeantes

Divers signes attestent que l'économie mondiale est devenue moins inflationniste. Dans la plupart des pays européens ainsi qu'au Japon, l'inflation s'est inscrite, ou maintenue, à des niveaux très bas l'an dernier. Aux États-Unis, qui sont entrés dans leur sixième année d'expansion consécutive, la poursuite d'une forte croissance n'a été possible qu'en raison de l'absence de résurgence de l'inflation. De plus, hors du monde industriel, de nombreux pays ont encore réalisé des progrès spectaculaires dans la lutte contre l'inflation. Plusieurs causes sont à l'origine de ces résultats: progrès technologique et chute des prix du matériel informatique et de télécommunications; mondialisation, par le biais des échanges commerciaux et de l'investissement direct étranger; compressions des dépenses, après des périodes d'excès. Aucune de ces forces ne semble devoir disparaître prochainement. D'autre part, le niveau du chômage, mesuré ou latent, demeure généralement très élevé et pourrait s'accroître dans un proche avenir, sous l'effet des réformes structurelles et réglementaires nécessaires. Enfin, la réduction des dépenses publiques doit également continuer dans la majorité des pays industriels, non seulement pour faire face à des niveaux d'endettement excessifs, mais aussi pour dégager des ressources suffisantes permettant d'assurer les retraites et l'assistance médicale d'une population dont le vieillissement s'accroît.

Grâce à ces forces omniprésentes, qui affectent aussi bien l'offre que la demande, l'inflation devrait généralement poser moins de problèmes dans les prochains temps qu'au cours des décennies précédentes. Il serait néanmoins fort imprudent de penser que les lois de l'économie ont fondamentalement changé. À terme, même si la politique budgétaire peut jouer un rôle positif ou négatif, le niveau général des prix demeure déterminé par la politique monétaire, qui a le pouvoir de réguler une demande excessive ou insuffisante. Aux États-Unis, le durcissement récent traduit une volonté de s'opposer à une demande trop soutenue, tandis qu'en Europe continentale et au Japon le fait d'avoir accepté un nouvel assouplissement des conditions monétaires, l'an passé, montre qu'on a estimé que la désinflation pouvait encore progresser. Dans de nombreuses économies émergentes, il est clair également que le net recul de l'inflation a été dû principalement à une orientation monétaire restrictive, s'appuyant souvent sur des politiques d'accompagnement budgétaire et de change.

Dans un contexte d'inflation faible ou en baisse, de politiques budgétaires plus prudentes et d'un engagement généralement plus marqué pour la libéralisation des marchés et la restructuration, on peut raisonnablement miser sur une croissance solide et durable de l'économie mondiale au cours des prochaines années. C'est le point de vue que partagent actuellement les prévisionnistes tant publics que privés. En outre, les marchés des capitaux semblent anticiper de bonnes nouvelles. Les cours des actions, malgré leur repli

du printemps de 1997, laissent encore entrevoir des perspectives de bénéfices sur de nombreuses places. Les afflux de fonds records enregistrés l'an passé vers les pays émergents, de plus en plus sous forme d'émissions d'obligations et d'actions ainsi que d'investissements directs, suggèrent que les marchés y escomptent des rendements plus élevés ou des risques plus faibles qu'auparavant. De surcroît, la convergence des rendements obligataires en Europe concorde avec un rapprochement analogue des perspectives en matière d'inflation et de finances publiques, assorti d'une confiance croissante dans l'introduction de l'euro, selon un schéma conforme pour l'essentiel aux modalités prévues.

Pourtant, tout comme il serait prématuré de déclarer l'inflation vaincue, il serait également peu judicieux de penser que des données fondamentales saines garantissent de bons résultats à court terme. En fait, pour chacune des grandes régions du monde, des risques peuvent être identifiés. La principale préoccupation, peut-être, est qu'aux États-Unis les tensions inflationnistes ne s'avèrent plus difficiles à maîtriser qu'on ne le prévoit actuellement et que l'expansion ne finisse par tourner court. Même un «atterrissage en douceur», obtenu grâce à diverses mesures de resserrement, pourrait avoir des implications notables pour les cours des actions et d'autres formes d'investissement plus risquées. En Europe continentale, les principaux risques sont liés aux réformes structurelles nécessaires, sur le marché du travail en particulier, et à la possibilité de turbulences d'ici l'avènement de l'union économique et monétaire. Il est donc très important que les pays européens désireux de participer à l'union monétaire poursuivent des politiques macroéconomiques et structurelles rigoureuses, pour ne pas susciter des doutes au sujet de leur participation, qui risqueraient de faire monter les taux d'intérêt internes et de détériorer leur situation budgétaire.

Au Japon, les préoccupations les plus évidentes concernent les conséquences néfastes de la faiblesse persistante du secteur financier ainsi que la nécessité de réformes structurelles et de rigueur budgétaire qui pourraient, à court terme, peser sur la demande. Dans de nombreux pays d'Amérique latine, d'Asie et d'Europe orientale, qui fondent leur stratégie de stabilisation sur un ancrage de change, le défi consistera à restaurer la compétitivité extérieure sans compromettre les bons résultats obtenus récemment sur le front de l'inflation. L'extrême fragilité des systèmes bancaires de beaucoup de ces pays constitue, à l'évidence, une autre source d'incertitude au sujet des perspectives macroéconomiques.

Identifier ces risques ne remet pas en cause le consensus qui s'est fait sur la prévision d'une accélération de la croissance et d'une faible inflation: dans une distribution de probabilité, variance et moyenne sont deux choses différentes. Il s'agit plutôt de se demander si, avant de conclure une opération d'investissement, les opérateurs prennent dûment en compte ces préoccupations macroéconomiques dans leur évaluation des risques de marché et de crédit. Dans le cas contraire, la recherche de meilleurs rendements, analysée dans plusieurs chapitres de ce Rapport annuel, pourrait facilement se transformer en un repli généralisé vers des refuges plus sûrs si jamais de mauvaises nouvelles survenaient d'une source ou d'une autre.

Les revirements d'opinion sur les marchés des capitaux ne sont certes pas un phénomène nouveau, mais des problèmes particuliers d'interprétation peuvent

se poser si les prix des actifs augmentent dans un contexte de faible inflation et de structures financières changeantes. Cette question, ainsi que d'autres qui concernent la recherche de la stabilité des prix dans l'environnement actuel, est examinée ultérieurement. De tels changements d'opinion peuvent aussi avoir des implications pour la solidité du système financier et pour l'économie en général. Comme il n'existe aucune méthode reconnue pour déceler *ex ante* une situation d'«exubérance irrationnelle», il importe d'autant plus d'élaborer un cadre destiné à préserver la stabilité du système financier, quelles que soient la nature des chocs ou l'ampleur de la hausse des prix des actifs auxquels ce dernier pourrait être exposé. Ce point, qui intéresse aussi bien les dirigeants de banques centrales que les autres autorités de contrôle, est également approfondi ci-après.

Recherche et maintien de la stabilité des prix

Les récents progrès enregistrés sur le front de l'inflation dans la majeure partie du monde industriel, de nombreux pays émergents et certaines économies en transition constituent, à l'évidence, des motifs de satisfaction. Les coûts de l'inflation ne font actuellement aucun doute, en particulier pour les décideurs des pays industriels, qui, pendant vingt ans, se sont efforcés de retrouver la maîtrise de l'inflation. Le fait, cependant, de revenir à un rythme de hausse des prix moins élevé comporte certains dangers et risque d'aggraver des incertitudes déjà existantes au sujet de l'orientation monétaire. Peut-être allons-nous devoir reconsidérer sous un jour quelque peu différent les objectifs, canaux de transmission et instruments de la politique monétaire.

Dans les pays industriels comme dans la plupart des économies émergentes, il est communément admis à présent que le principal objectif de la politique monétaire doit être la stabilité des prix internes. Cela évite les distorsions que l'inflation engendre à plus long terme mais permet également un ajustement anticyclique automatique des conditions monétaires. Un financement inflationniste, loin de stimuler la production et l'emploi, sauf à très court terme, risque en fait d'aboutir au résultat inverse (graphique VIII.2). Le seul problème que pourrait poser la permanence d'une faible inflation est que les agents économiques, et même les décideurs, finissent par oublier ce message et cherchent de nouveau à pousser la demande au-delà des limites soutenables. Ce risque d'«oubli des leçons du passé», dont les coûts pourraient se répercuter sur plusieurs décennies, plaide fortement en faveur d'un mandat clair donnant mission aux banques centrales de garantir la stabilité des prix et leur accordant une autonomie d'action dans un cadre de responsabilité à l'égard du public.

On pourrait être tenté également de modifier les objectifs, si le cours de change réel s'apprécie sensiblement dans le contexte d'une politique monétaire désinflationniste et d'une détérioration du solde commercial. Une conséquence relativement bénigne, telle qu'elle est apparue au Canada durant la dernière décennie, est que le cours nominal baisse ensuite de manière graduelle à mesure que l'activité économique ralentit; la compétitivité se trouve ainsi restaurée, même s'il faut alors renoncer à une partie des gains de désinflation réalisés antérieurement, lorsque la monnaie était forte. C'est ce qui pourrait se passer également pour le dollar si le solde extérieur des États-Unis ne s'améliore pas.

Comme la production tourne pratiquement à pleine capacité, cependant, une augmentation de la demande extérieure devra s'accompagner de mesures de freinage de la demande intérieure pour éviter une poussée inflationniste.

Une conséquence plus préoccupante de l'appréciation du cours de change réel, fréquemment observée par le passé en Amérique latine, tient au fait que la politique est soudainement modifiée de manière radicale pour favoriser un redressement des comptes extérieurs à travers la dépréciation de la monnaie. Un tel changement de cap risque davantage de se produire si la faiblesse du système financier national incite à suivre une politique de croissance. Autre effet encore plus perniciosus: le marché lui-même peut finir par être convaincu que le déficit extérieur n'est plus soutenable, ce qui peut fort bien déclencher une crise de change. En pareil cas, les prix intérieurs pourraient augmenter de manière spectaculaire parallèlement à la baisse de la monnaie.

Si ce conflit de politique entre équilibre intérieur et extérieur peut être sérieux, et se trouve souvent aggravé par des entrées de capitaux, il ne saurait justifier l'abandon de l'objectif de stabilité des prix. Une telle attitude ne ferait qu'exposer le pays à une succession de phases d'inflation et de dépréciation, ce qui, à terme, déstabiliserait fortement les anticipations inflationnistes en les orientant à la hausse. En fait, il s'agit là du problème fondamental, résultant des antécédents d'inflation eux-mêmes, qui rend si difficile l'abaissement de l'inflation dans de nombreux pays d'Amérique latine et engendre une appréciation notable en termes réels chaque fois que la politique monétaire poursuit un tel but. Les pays d'Asie ont été protégés contre un tel enchaînement, au moins jusqu'à une date récente, grâce à une tradition de prix plus stables. L'enseignement à en tirer au sujet de la politique à suivre semblerait être qu'un bon résultat en matière d'inflation doit être défendu avec la plus grande détermination, en utilisant un dosage aussi équilibré que possible des politiques monétaire et budgétaire. Inversement, lorsque les antécédents d'inflation sont médiocres, il importera de privilégier l'action budgétaire ainsi que d'autres mesures pour restaurer la crédibilité, limitant ainsi les effets néfastes qu'une politique monétaire rigoureuse exerce généralement sur l'équilibre extérieur.

Même si l'objectif de stabilité des prix est fermement arrêté, d'autres incertitudes liées au fonctionnement du mécanisme de transmission peuvent compliquer la conduite de la politique monétaire. La première de ces complications est la nécessité de définir plus précisément ce que l'on entend par stabilité des prix. Si l'on semble s'être accordé, dans les pays industriels, sur une fourchette d'inflation comprise entre 0 et 2% environ, des arguments peuvent être avancés en faveur d'objectifs moins ou plus ambitieux. Dans de nombreuses économies émergentes, et certains pays industriels, la question plus pertinente est celle du rythme auquel il convient d'abaisser des taux d'inflation considérés comme encore trop élevés.

La réponse à ces questions dépend de deux considérations intimement liées: avec quelle rapidité les prix et salaires internes répondent-ils à une action déterminée sur la demande et à quel rythme peut-on amener les anticipations inflationnistes à s'ajuster? Des réformes des marchés du travail et des biens, destinées à accroître la flexibilité des prix, peuvent aider à atteindre le premier de ces objectifs et limiter ainsi les pertes de production à court terme associées

à la réduction de l'inflation. Dans le même temps, ces réformes peuvent aussi abaisser le chômage structurel, qui constitue un coût permanent pour n'importe quelle économie et un fardeau particulièrement lourd en Europe aujourd'hui. Une politique budgétaire d'accompagnement est également bénéfique à double titre: elle renforce la crédibilité de la politique monétaire dans l'immédiat, tout en répondant à la nécessité d'une stabilisation budgétaire à moyen terme. En outre, les effets conjugués de ces séries de réformes peuvent parfaitement donner par synergie des résultats beaucoup plus positifs, en contribuant notamment à résoudre le conflit, déjà évoqué, entre équilibre intérieur et extérieur.

Ces dernières années, les incertitudes concernant la manière de réagir aux mouvements des prix de certains actifs ont représenté une difficulté supplémentaire. Dans plusieurs pays industriels, des hausses rapides des cours des actions se sont produites alors que, parallèlement, l'inflation demeurait relativement faible. Dans divers pays d'Asie, les prix de l'immobilier, dopés par la création de crédit, se sont également envolés. Si ces gains de patrimoine et ces réductions du coût du capital sont de nature à intensifier les pressions de la demande, l'échelonnement dans le temps et l'ampleur de ces effets restent difficiles à évaluer. Résister trop énergiquement à ces influences, surtout si l'inflation est déjà basse, peut conduire à une déflation plus généralisée. En revanche, ne pas s'y opposer suffisamment fait courir le risque d'un effondrement brutal, comportant en outre des implications systémiques potentielles, comme cela s'est passé au Japon au début de la décennie. La réponse à ce dilemme réside peut-être moins dans une réaction discrétionnaire de la politique monétaire que dans la mise en œuvre de normes prudentielles destinées à limiter l'octroi de prêts garantis par des actifs dont le prix est fortement gonflé. En fait, l'expérience récente semble montrer que les problèmes les plus sérieux auxquels ont été confrontés les marchés des actifs et les systèmes bancaires, tant dans le monde industriel que dans les économies émergentes, sont apparus à la suite d'une déréglementation trop rapide ou mal conçue des marchés des capitaux.

Dans certains pays, la conduite de la politique monétaire, ces dernières années, a dû tenir compte également de variations de change notables. Indépendamment de la question de l'équilibre extérieur analysée précédemment, un cours de change nominal qui, par exemple, s'apprécie exerce généralement une pression à la baisse sur les prix intérieurs. Doit-on alors réagir en modifiant les taux directeurs? L'idéal serait que la réponse soit inscrite dans un cadre de prévision d'inflation explicite qui ferait apparaître les raisons de cette appréciation. Si elle est due à un choc expansionniste, tel qu'une amélioration des termes de l'échange ou un accroissement des exportations, le mieux serait de ne pas toucher aux taux d'intérêt. Si ce n'est pas le cas, en revanche, les taux pourraient être abaissés, ou moins relevés qu'il n'aurait été nécessaire autrement. Comme les prévisions ne sont faites que périodiquement, certains pays ont choisi de répondre de façon systématique aux mouvements de change enregistrés dans l'intervalle, en assignant un objectif intermédiaire à un indice des conditions monétaires, c'est-à-dire à une moyenne pondérée de taux d'intérêt et de cours de change. Cette approche est raisonnable dans deux hypothèses: si les chocs de cours de change ne reflètent pas normalement des forces agissant de manière

indépendante sur les conditions inflationnistes et si la variation de change dure suffisamment longtemps pour avoir des effets sur l'économie interne. Inutile de préciser que les banques centrales ne reconnaîtraient pas toutes la validité de ces hypothèses dans leur cas particulier.

Ce ne sont d'ailleurs pas les seuls facteurs qui compliquent la conduite de la politique macroéconomique dans les circonstances actuelles. Dans plusieurs pays industriels, par exemple, la question de savoir si le taux de chômage «naturel» a changé reste empreinte d'incertitude. En outre, comme les encours d'avoirs et d'engagements ont rapidement augmenté ces dernières années, il se peut que de nouvelles formes d'interaction soient apparues en réponse aux modifications des taux d'intérêt. Dans quelques pays anglophones, en particulier, le niveau élevé de l'endettement des ménages assorti d'une échéance relativement courte pourrait entraîner une réaction d'une intensité inhabituelle au resserrement monétaire. Dans certaines économies émergentes, la croissance bute sur des limites structurelles et environnementales, et les déficiences des données nécessaires à la mise en œuvre d'une politique monétaire efficace apparaissent de plus en plus clairement.

Compte tenu de ces diverses incertitudes, deux conclusions sembleraient justifiées pour l'orientation de la politique. Premièrement, étant donné la facilité avec laquelle les choses peuvent évoluer dans un sens défavorable et les conséquences asymétriques de politiques erronées, peut-être faudrait-il que les objectifs macroéconomiques fondamentaux soient fixés de manière plus rigoureuse. Vu sous cet angle, un objectif cherchant simplement à stabiliser le ratio dette publique/PIB doit être considéré comme inadéquat, étant donné que, tôt ou tard, une autre récession surgira inévitablement et le fera remonter. De même, un objectif de réduction de l'inflation manquant d'ambition manque également de crédibilité et peut faillir à son rôle d'ancrage si des chocs inflationnistes surviennent. Deuxièmement, les décideurs devraient s'engager publiquement et de façon plus déterminée à l'égard de leurs objectifs fondamentaux; des déviations temporaires par rapport aux trajectoires recherchées risqueraient alors moins d'être interprétées comme un abandon définitif de l'objectif.

Depuis ces dernières années, de nombreuses banques centrales font d'ailleurs preuve d'une plus grande transparence en ce qui concerne à la fois leurs objectifs et leur analyse du mécanisme de transmission de la politique monétaire. De surcroît, on a également constaté, plus récemment, une tendance à une transparence accrue dans la mise en œuvre de l'orientation monétaire, comme en attestent le recours grandissant aux adjudications à taux fixe et les annonces explicites des intentions des autorités à l'égard des taux d'intérêt à court terme. Parallèlement à la volonté de plus en plus marquée d'agir sur les taux d'intérêt avant que n'augmente l'inflation mesurée par les statistiques, il semble que l'on commence à accepter l'idée que des avertissements sur les modifications à venir des politiques sont de nature à susciter des réactions plus précoces et pondérées sur l'ensemble des marchés à long terme. Ces tendances peuvent même aboutir à une situation où les changements opérés auront une telle efficacité préventive qu'ils pourront tout aussi bien être suivis d'un retour à la situation initiale ou par de nouveaux pas dans la même direction. Cela signifierait que l'action requise a

vraiment été engagée rapidement et constituerait un développement positif dans la recherche tant de la stabilité des prix que de la stabilisation conjoncturelle.

Recherche et maintien de la stabilité financière

La libéralisation des marchés des capitaux, comme celle de tout marché lié à la production et à la consommation, comporte un bon et un mauvais côté. La déréglementation financière contribue à accélérer la croissance économique, par le biais d'une allocation plus efficiente des ressources et d'une prestation de services financiers à un meilleur coût. Pourtant, les secteurs ainsi libéralisés sont également davantage exposés à des mésaventures coûteuses, surtout dans un climat d'instabilité macroéconomique. Dans un grand nombre de pays industriels et d'économies émergentes, l'argent des contribuables destiné à soutenir et recapitaliser des systèmes bancaires défaillants a représenté, ces dernières années, une part notable du PIB. Trop souvent, les effets macroéconomiques qui en ont résulté, en termes de baisse de production et d'augmentation du chômage, ont été nettement plus coûteux. Si nous n'avons pas encore été confrontés aux pertes économiques que pourrait provoquer une défaillance majeure dans les systèmes de paiement, qui traitent actuellement des montants de plusieurs milliers de milliards de dollars par jour, quelques cas limites cependant, apparus au cours des récentes décennies, ont constitué autant de signaux d'alerte.

Les récents accès d'instabilité financière ne sont pas tant dus aux nouveaux instruments qu'aux carences habituelles des marchés bancaires libéralisés. Les turbulences enregistrées ont eu leur origine, pour une bonne part, dans des variations brutales des prix des actifs engendrées par une expansion de crédit excessive, fréquemment accompagnée, mais pas toujours, de tensions inflationnistes généralisées et d'entrées de capitaux. Une autre difficulté assez commune est venue des déficiences dans la gestion des institutions financières, provoquées par une discipline interne et externe insuffisante, résultant dans une large mesure d'une interférence excessive de l'État et d'une proportion trop importante de prêts dirigés. Très souvent, également, la déréglementation s'est faite sans que les responsables des établissements et du contrôle aient reçu une formation adéquate. Tous ces problèmes se sont posés avec une acuité particulière dans les systèmes financiers des économies émergentes.

Comme si les carences habituelles ne suffisaient pas, d'autres difficultés peuvent provenir d'une vive intensification de la concurrence mondiale, dans un environnement où les banques sont déjà en surnombre et où les rentes de situation sont menacées par les nouvelles technologies. La négociation électronique a réduit les marges sur les opérations de change, et de plus en plus d'établissements disposent aujourd'hui des compétences nécessaires pour faire jeu égal dans le compartiment classique des marchés dérivés. La proximité géographique avec la clientèle, offerte par les succursales, est de moins en moins indispensable. Les instruments complexes du gré à gré posent de sérieux défis aux marchés organisés. L'intermédiation traditionnelle doit faire face à la concurrence aiguë des prêts contre garanties et de la titrisation. Enfin, la déréglementation et l'encouragement actif de la concurrence internationale entre les différentes catégories d'institutions financières ne peuvent qu'intensifier les

pressions en faveur d'une adaptation. En fait, il semble que nous soyons déjà bien engagés dans la voie d'un monde où rien ne fera obstacle à l'activité de banque universelle et où la concurrence des marchés des titres sera sensiblement plus forte. En Europe, toutes ces tendances devraient encore être accentuées par l'introduction de l'euro.

En soi, un besoin d'adaptation n'est pas une mauvaise chose; c'est, en effet, le processus de concurrence qui procure les avantages évoqués précédemment. Cette adaptation doit cependant se faire de manière ordonnée. Il faut laisser aux établissements la possibilité de répondre aux pressions concurrentielles en élevant leur efficacité, même si cela doit entraîner une diminution de l'emploi. Le capital produisant un rendement insuffisant devrait être retiré et il faut laisser les entreprises fusionner, même avec des partenaires étrangers, ou disparaître. Le problème, qui vaut pour de nombreux marchés émergents et peut-être encore plus pour certains pays industriels, vient de ce que ces conditions préalables ne sont pas toujours remplies actuellement. Le danger qui en résulte est que l'ensemble du système financier s'affaiblisse et que les établissements sous pression aient de plus en plus tendance à encourir des risques plus élevés pour «se refaire». Que cela soit ou non une explication possible du goût accru du risque constaté de nos jours sur les marchés des capitaux, cette attitude correspondrait en tout cas aux schémas de comportement observés dans les systèmes bancaires des pays industriels au cours des vingt dernières années.

Que faire encore, outre la réalisation d'un environnement macroéconomique plus stable, pour renforcer le système financier dans des circonstances aussi changeantes? Premièrement, les institutions financières doivent être mieux dirigées. Cela requiert un dosage judicieux comportant plus de discipline interne, plus de discipline de marché et plus de discipline prudentielle. Comme chacune de ces approches a ses inconvénients, elles ont toutes un rôle important à jouer. Deuxièmement, l'infrastructure de marché doit être consolidée, en particulier dans les économies émergentes, mais ailleurs également, pour réduire les risques de contagion entre marchés et entre pays. Troisièmement, il faut enclencher un processus pour que tout cela devienne réalité: se contenter d'identifier les problèmes et les solutions appropriées ne suffit pas, il faut des actes.

La première tâche consiste à améliorer la gestion des institutions financières, ce qui implique, bien évidemment, que propriétaires et dirigeants mettent respectivement en jeu leurs ressources et leurs postes. Les normes de fonds propres contribuent dans une large mesure à réaliser le premier objectif et devraient être appliquées à tous les établissements, qu'ils opèrent au niveau national ou à l'échelle internationale. C'est d'ailleurs ce qui se passe de plus en plus puisque l'accord de Bâle sur les fonds propres recueille une adhésion croissante dans le monde. En outre, il faudrait admettre que chaque nouvelle mise en faillite d'une société financière conduit à surveiller avec plus d'attention le rendement du capital investi et à retirer celui-ci si ce rendement est insuffisant par rapport au risque perçu. Sous l'angle systémique, certaines faillites peuvent avoir un côté salutaire.

S'agissant des dirigeants, il est important de noter que la plupart des pertes opérationnelles qui ont eu un vif retentissement, ces dernières années,

s'accumulaient, en fait, depuis fort longtemps sans avoir été détectées. De toute évidence, certains systèmes internes de gestion des risques présentent encore des déficiences dans des domaines critiques, en particulier lorsque les opérations sont effectuées dans des centres géographiquement éloignés. Les dispositifs d'intéressement des opérateurs et autres agents des banques favorisent également des comportements imprudents si les gains (en termes de profits ou de volumes) sont récompensés mais que les pertes sont supportées par l'établissement. Il faut, enfin, renforcer les contrôles internes sur la concentration du risque dans une activité spécifique, telle que les prêts immobiliers, afin de limiter l'exubérance qui naît inévitablement quand un secteur connaît un essor exceptionnel. Dans le même ordre d'idées, il importe d'accorder davantage d'attention aux positions sur les nouveaux instruments ainsi qu'au risque de règlement, étant donné que les volumes de transaction continuent d'augmenter rapidement.

La discipline de marché se fonde sur la diffusion d'informations suffisantes aux contreparties et autres intervenants qui seraient affectés si une institution financière se trouvait en difficultés ou était mise en faillite. L'exigence la plus fondamentale est que tous les établissements se conforment à des principes comptables garantissant que les états financiers reflètent totalement, fidèlement et clairement leur situation. Dans de nombreux marchés émergents, tel n'est pas le cas, et, même dans les pays industriels, les différences entre normes comptables rendent les comparaisons difficiles. Les efforts poursuivis par le Comité international de normalisation de la comptabilité (CINC) bénéficient de l'encouragement sans réserve de la BRI et du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, qui a également constitué un groupe de travail sur les questions comptables pour collaborer aux travaux du CINC dans le domaine bancaire.

Le renforcement de la discipline de marché par la diffusion d'informations requiert cependant davantage qu'une bonne comptabilité. L'expérience acquise dans la diffusion des statistiques sur l'activité des marchés dérivés pourrait inspirer une démarche équivalente dans de nombreux autres domaines. L'idée sous-jacente est d'intervenir officiellement auprès de quelques établissements renommés, pour les persuader d'améliorer leurs pratiques en matière de communication d'informations, afin que ceux qui ne suivent pas cet exemple donnent l'impression d'avoir quelque chose à cacher. Un processus similaire de pressions collégiales devrait s'amorcer, avec la mise au point définitive, en septembre 1997, des Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace. En outre, les agences de notation sont appelées à jouer un rôle important, en aidant le marché à faire appliquer les normes établies soit par les autorités de contrôle, soit par les organismes autorégulateurs du secteur financier. Ces agences se sont d'ailleurs intéressées davantage, ces dernières années, aux institutions financières des marchés émergents.

Même si les forces du marché apportent une précieuse contribution, il faut reconnaître qu'elles n'exerceront jamais, à elles seules, une discipline suffisante. Premièrement, les marchés sont eux-mêmes soumis à des revirements d'opinion excessifs, comme le précisent plusieurs chapitres du présent Rapport annuel. Deuxièmement, les informations sont forcément tardives et de qualité inégale. Enfin, dans de nombreux pays, les dispositifs de sécurité offrent une large

couverture ou sont tellement imprécis qu'ils donnent cette impression, de sorte qu'ils n'incitent guère les marchés à exercer une discipline, même lorsque les informations nécessaires sont disponibles. Par conséquent, les autorités de contrôle auront toujours un rôle à jouer, même si la discipline qu'elles imposent finit par perdre son caractère direct de réglementation traditionnelle et se fait sentir, de manière indirecte, à travers leur action en faveur d'une amélioration de la gestion interne et de la discipline de marché.

Les changements structurels, à la fois dans le temps et dans l'espace, posent de nombreux défis aux autorités de contrôle. S'agissant de la dimension temporelle, la rapidité avec laquelle ils surviennent permet de moins en moins à ces dernières d'actualiser leurs réglementations dans le détail, en particulier lorsqu'elles manquent d'effectifs. Le désir de ne pas se laisser déborder par des pratiques de marché en constante évolution est l'une des raisons qui ont incité les autorités à admettre le recours aux modèles internes pour le calcul des exigences de fonds propres en regard des risques de marché. Tôt ou tard, elles seront également amenées à décider si des modèles semblables doivent être appliqués à l'évaluation du risque de crédit; elles devront aussi répondre à la question encore plus vaste de savoir quels dangers présenterait le fait de synthétiser en un seul chiffre la mesure de tous les risques. Toujours dans la dimension temporelle, les degrés d'exposition au risque peuvent à présent varier de manière quasi instantanée et les crises surgir tout aussi vite. Il n'est pas certain que les canaux d'information entre toutes les instances officielles chargées de ces problèmes soient à la hauteur de la tâche.

Enfin, pour ce qui est de leur dimension spatiale, étant donné que le chevauchement des institutions financières et des instruments ne cesse de s'accroître, l'existence d'organes réglementaires distincts pour les différentes catégories d'institutions peut être une source de complications. Dans certains pays, notamment en Scandinavie, une structure globale de surveillance a été constituée; dans d'autres, cette question fait l'objet d'un vif débat. Pour tenir dûment compte de ces tendances, une coopération plus étroite se développe entre le Comité de Bâle, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) et l'Association internationale des contrôleurs d'assurance (AICA) dans le cadre de l'Instance conjointe sur les conglomérats financiers. En raison, toutefois, des différences dans les dispositions prudentielles nationales et dans la culture propre aux activités des banques, entreprises d'investissement et compagnies d'assurances, des progrès rapides sont difficiles.

La deuxième tâche importante pour le renforcement du système financier international consiste, comme on vient de le voir, à améliorer l'infrastructure sur laquelle il repose. Les systèmes de paiement et de règlement dans le monde doivent être rendus imperméables au risque, afin de garantir l'exécution en temps voulu de toutes les transactions. De même que dans le domaine prudentiel, une importance accrue doit être, et est actuellement, accordée à la diffusion d'informations et à l'exercice de la discipline de marché. Les opérateurs sur titres peuvent à présent s'appuyer sur un questionnaire pour évaluer la sécurité des dispositifs de règlement locaux. D'autre part, les intervenants des marchés des changes ont été instamment invités à rechercher des moyens de réduire les risques de règlement qu'ils encourent.

La dernière tâche, plus générale, se pose en termes de stratégie. Une fois l'action définie, comment la mener à bien? Le rapport diffusé récemment par le Groupe de travail des suppléants du Groupe des Dix sur la stabilité financière dans les économies de marché émergentes est particulièrement instructif à ce sujet. Ce document conclut à la nécessité d'élaborer des normes et accords internationaux établissant des principes de saines pratiques, dans le cadre d'un processus de consultation internationale faisant intervenir des experts nationaux possédant une expérience et une connaissance étendues de ces questions. À cet égard, les efforts du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement constituent l'illustration, par excellence, de la manière dont un tel mécanisme peut fonctionner et de la façon d'intégrer de plus en plus au processus des experts de marchés émergents. Il incomberait alors aux autorités nationales d'adopter et d'appliquer les normes. Des institutions internationales comme le FMI et la Banque mondiale seraient appelées à soutenir cette démarche, en suivant les évolutions et en fournissant les conseils, l'assistance technique et la formation nécessaires à l'adoption et à la mise en œuvre de principes et pratiques fiables. En outre, elles devraient, de concert avec d'autres qui possèdent l'expérience ou la connaissance appropriée, suggérer des améliorations à ceux qui ont mission d'élaborer ces normes. Le défi qui se pose pour les toutes prochaines années consistera à faire avancer ce processus, permettant ainsi d'accroître l'efficacité et la sécurité du système financier mondial.

Activités de la Banque

1. Coopération monétaire et financière internationale

Au cours de l'exercice écoulé, la BRI a continué de jouer son rôle traditionnel de promoteur de la coopération monétaire internationale. Elle a organisé des rencontres périodiques entre représentants des banques centrales et responsables du contrôle prudentiel, sur des thèmes très variés ayant trait à la stabilité monétaire et financière. Dans le domaine monétaire, les discussions ont été consacrées à l'utilisation des indicateurs financiers comme guides de la politique, aux problèmes suscités par la définition d'objectifs d'inflation et à l'évolution récente des procédures opérationnelles. Plusieurs réunions et groupes se sont concentrés sur le développement de la monnaie électronique et ses implications pour les banques centrales (voir ci-après). L'analyse des moyens permettant de renforcer les systèmes bancaires et financiers a également été poursuivie, dans le cadre surtout de différents comités siégeant à Bâle pour examiner ce sujet sous ses divers aspects. Enfin, étant donné que de nombreuses banques centrales ont réorganisé leurs activités, ces dernières années, pour en accroître la rentabilité, un certain nombre de réunions ont porté un intérêt grandissant à l'organisation et la gestion des instituts d'émission.

La globalisation des marchés des capitaux et la nécessité d'étendre la coopération internationale à tous les grands acteurs concernés par les décisions prises en commun se sont reflétées dans la participation d'un nombre croissant de banques centrales et d'autres autorités prudentielles des marchés émergents aux réunions de la BRI. Le signe le plus manifeste de la mondialisation de la coopération entre banques centrales sous l'égide de la BRI a été l'élargissement du capital de la Banque à neuf nouveaux actionnaires d'Amérique latine, d'Asie, d'Europe et du Moyen-Orient (section 7). En outre, plusieurs documents importants destinés à renforcer la stabilité des marchés des capitaux ont été préparés par des comités se réunissant ou non à Bâle, conjointement avec des représentants des banques centrales et des instances de contrôle des marchés émergents. La portée plus universelle de la coopération s'est également reflétée dans une collaboration accrue avec des groupes régionaux de banques centrales et d'autres autorités prudentielles, qui s'est notamment traduite par une multiplication des séminaires organisés par les secrétariats établis à la BRI.

Comme à l'accoutumée, la Banque a participé, en qualité d'observateur, aux séances du Comité intérimaire du Conseil des gouverneurs du Fonds monétaire international, de même qu'à celles des ministres des Finances et gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix. Elle a également contribué aux travaux, mentionnés ci-après, des suppléants des ministres et gouverneurs du G 10 et a assuré le secrétariat de différents comités et groupes d'experts s'intéressant à la stabilité monétaire et financière internationale. Enfin, l'Association internationale des contrôleurs d'assurance (AICA) a décidé, en 1996, d'établir à

la BRI son secrétariat nouvellement créé, ce qui permet d'envisager une collaboration plus large entre instances prudentielles.

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire

Ces dernières années, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a progressivement étendu le cadre de ses activités au-delà des pays du G 10. Une nouvelle étape a été franchie lors de la dernière Conférence internationale biennale des autorités de contrôle bancaire, organisée par le Comité à Stockholm en juin 1996, qui rassemblait des participants originaires de 140 pays environ: ceux-ci ont favorablement accueilli la décision du Comité d'intensifier son action de renforcement du contrôle prudentiel dans tous les pays. En septembre 1996, le Comité a résolu de compléter ses travaux antérieurs par deux publications: un ensemble exhaustif de *Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace*, applicables au sein du G 10 comme dans les autres pays; un *Recueil des recommandations, lignes directrices et normes existantes* du Comité. Les deux documents ont été diffusés en avril 1997, avec le soutien sans réserve des gouverneurs des banques centrales du G 10.

Les Principes fondamentaux ont été élaborés par le Comité en étroite collaboration avec les autorités prudentielles de pays hors G 10. Le document définit vingt-cinq principes de base indispensables à l'efficacité d'un système prudentiel et couvre sept grands domaines: 1) conditions préalables à un contrôle bancaire efficace; 2) agrément et structure de propriété des établissements; 3) réglementations et exigences prudentielles; 4) méthodes de contrôle bancaire permanent; 5) exigences en matière d'information; 6) pouvoirs institutionnels des autorités prudentielles; 7) activité bancaire transfrontière. Les Principes fondamentaux représentent des exigences minimales qui, dans de nombreux cas, demanderont peut-être à être renforcées ou complétées, de façon à prendre en compte les conditions et risques propres aux systèmes financiers locaux. Ils sont destinés à servir de base de référence pour les autorités prudentielles et autres instances officielles dans tous les pays, dont beaucoup s'emploient activement à consolider leur régime prudentiel actuel.

Les Principes fondamentaux sont publiés aux fins de consultation et le Comité espère finaliser le texte d'ici septembre 1997. À l'issue d'un processus de consultation plus large, les autorités prudentielles du monde entier seront invitées à y adhérer officiellement. Leur mise en œuvre comportera une révision des mécanismes prudentiels existants et, en cas de divergences substantielles, l'établissement d'un calendrier permettant d'y remédier. Le Comité effectuera un suivi pour vérifier leur application et les résultats seront examinés lors de la prochaine Conférence internationale des autorités de contrôle bancaire, en octobre 1998. Le Recueil des recommandations, lignes directrices et normes du Comité de Bâle constituera un ouvrage de référence complétant les Principes fondamentaux, étant donné qu'il regroupe des documents du Comité développant nombre de ces principes.

Une autre étape importante pour la coopération prudentielle internationale a été constituée par l'approbation, lors de la Conférence internationale des autorités de contrôle bancaire, d'un rapport sur la *Surveillance des activités bancaires transfrontières*, préparé par un groupe de travail conjoint du Comité de

Bâle et du Groupe offshore des autorités de contrôle bancaire. Ce document, publié en octobre 1996, contient vingt-neuf recommandations visant à renforcer l'efficacité de la surveillance, par les autorités prudentielles du pays d'origine et du pays d'accueil, des banques opérant hors des frontières nationales. Le rapport réaffirme notamment le principe selon lequel (sous réserve des mesures de protection appropriées) les autorités du pays d'origine doivent avoir plein accès aux informations dont elles ont besoin et établit des procédures pour les inspections à l'étranger menées auprès des succursales ou filiales des banques sous leur contrôle. Il traite aussi de la nécessité de s'assurer que toutes les opérations bancaires transfrontières sont soumises à une surveillance efficace de la part des pays d'origine et d'accueil; il formule, en outre, des recommandations pour le suivi des normes de contrôle des pays d'accueil et pour les pratiques relatives aux groupes dont la structure peut être à l'origine de lacunes prudentielles.

Le Comité a récemment accompli une étape supplémentaire dans la constitution d'un réseau véritablement mondial d'autorités de contrôle bancaire et la diffusion de ses documents, recommandations, lignes directrices et normes. Deux nouvelles initiatives ont renforcé les relations avec les responsables prudentiels hors G 10: la tenue de rencontres conjointes à chaque réunion trimestrielle du Comité et une augmentation notable de la formation assurée par son secrétariat, principalement en coopération avec des groupes régionaux d'autorités de contrôle.

En ce qui concerne les normes d'adéquation des fonds propres, le Comité surveille actuellement la mise en œuvre de l'*Amendement à l'accord sur les fonds propres pour son extension aux risques de marché*, de janvier 1996. Le document, qui devra être appliqué au plus tard fin 1997, stipule que les banques calculeront leurs exigences de fonds propres dans ce domaine en choisissant entre deux formules: une méthode standardisée ou une approche fondée sur les résultats de leurs modèles internes, en se conformant simplement à un ensemble défini de critères qualitatifs et quantitatifs. L'Amendement est conçu pour s'assurer que les banques disposent d'un niveau prudent de fonds propres en regard des risques associés à leurs activités de négoce et pour renforcer leurs efforts d'amélioration des techniques de gestion des risques afférents à l'ensemble de leurs opérations de marché. Après l'approbation de l'Amendement, le Comité a mené une étude complémentaire pour mesurer l'effet des deux formules sur les exigences de fonds propres des banques. Les résultats, qui ont été examinés en novembre 1996, confortent le Comité dans son opinion que l'approche fondée sur les modèles internes tient dûment compte des avantages des stratégies de diversification des risques et incite les établissements à reconsidérer en permanence la solidité et la précision de leurs modèles. Le Comité espère que les banques progresseront encore dans la modélisation et la couverture des éléments complexes des risques de marché et poursuit, à cet effet, ses travaux en étroite collaboration avec les milieux bancaires.

Fin 1996, le Comité a préparé un document sur la gestion du risque de taux d'intérêt, qui établit douze principes ayant valeur de normes que ses membres utiliseront pour évaluer l'efficacité de la gestion de ce risque par les banques. Ces principes couvrent plusieurs domaines: suivi par le conseil d'administration et la direction générale; politiques et procédures adéquates de gestion; système de

mesure et de surveillance; portée des contrôles; méthodes à utiliser par les autorités prudentielles. Le document est actuellement soumis à consultation et devrait être finalisé dans le courant de l'année.

En novembre 1996, le Comité de Bâle et le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) ont publié une étude sur les informations diffusées, dans leurs rapports annuels de 1995, par les banques et maisons de titres actives à l'échelle internationale au sujet de leurs activités de négociation et sur instruments dérivés. Ce document fournit à ces établissements une vue d'ensemble des progrès accomplis dans les pratiques de déclaration durant la période 1993-95 et recommande des améliorations au niveau international. Le Comité de Bâle et le Comité technique de l'OICV continueront à surveiller les pratiques de communication d'informations et à encourager les efforts dans ce domaine.

Le Comité de Bâle étudie actuellement, en s'inspirant des travaux de comités de la BRI et d'autres instances internationales, les questions prudentielles soulevées par la participation des banques aux systèmes de paiement ainsi que par la monnaie et la banque électroniques. Dans le premier domaine, le groupe de travail conjoint constitué par le Comité de Bâle et le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) examine des sujets intéressant à la fois les autorités de contrôle et les responsables des banques centrales du G 10. Pour le second, le Comité de Bâle a mené une étude préliminaire sur les implications, en termes de risques pour les banques et de problèmes prudentiels. Le Comité entend parachever un rapport sur ces questions d'ici la fin de 1997, tout en continuant à suivre, en collaboration avec le CSPR, une situation qui évolue rapidement.

Le Comité a également joué un rôle déterminant dans les travaux de l'Instance conjointe sur les conglomérats financiers, qu'il place au centre de ses efforts d'amélioration de la coopération avec les autorités de contrôle des entreprises d'investissement et des compagnies d'assurances, en vue de renforcer la surveillance des institutions financières. Le Comité souscrit pleinement à l'étude menée par l'Instance conjointe sur les questions prudentielles complexes posées par les activités des conglomérats financiers à dimension internationale et continue d'y participer activement. Conformément à son mandat, l'Instance conjointe a recherché les moyens pratiques permettant de favoriser les échanges d'informations entre autorités prudentielles, à l'échelle nationale et internationale. Elle a identifié divers obstacles, notamment de nature juridique, et propose d'en supprimer certains qui ne semblent pas justifiés. En outre, un sous-groupe de l'Instance conjointe a étudié treize conglomérats financiers internationaux, afin de mieux en comprendre la gestion et l'organisation. Ces travaux devraient alléger la tâche de l'Instance conjointe, en l'aidant à développer la communication entre autorités, en particulier par la formulation de principes régissant le partage d'informations. Elle s'emploie aussi utilement à l'élaboration de principes prudentiels – concernant surtout la mise au point de techniques de mesure des fonds propres pour l'ensemble du conglomérat financier – dans le but de faciliter l'examen de ses composantes soumises à contrôle.

En avril 1997, les gouverneurs des banques centrales du G 10 ont nommé M. Tom de Swaan, Executive Director à la Nederlandsche Bank, Président du Comité de Bâle. Il succède à M. Tommaso Padoa-Schioppa, qui a quitté la Banque

d'Italie pour devenir Président de la CONSOB, organe italien de réglementation des opérations sur titres.

Comité permanent des euromonnaies

Comme par le passé, le Comité a surveillé l'évolution sur les marchés internationaux des capitaux et examiné certaines questions touchant à leur fonctionnement et à leur stabilité, notamment l'expansion récente des dérivés de crédit, les éléments à l'origine du développement des opérations contre nantissement sur les marchés de gros et la croissance rapide des mouvements de fonds vers plusieurs économies émergentes, parallèlement à la nette baisse des marges sur leurs émissions obligataires (chapitre VII). Il s'est également intéressé, plus généralement, aux implications, pour la profession bancaire, des facteurs de changement résultant du progrès technique, de l'apparition de nouveaux produits et de la globalisation ainsi qu'aux problèmes posés par le sauvetage d'établissements en difficultés dans un environnement mondialisé, du fait que les procédures de liquidation judiciaire changent selon les pays. Il a aussi analysé les sources de corrélation entre les variations des cours obligataires sur différents marchés de même que les causes et le caractère durable de la hausse récente des prix des actifs.

Le Comité a constitué durant l'année deux groupes de travail. L'un est chargé d'étudier les implications, pour la nature du risque systémique, des récents changements structurels sur les marchés des capitaux, notamment la fourniture, par les institutions non bancaires, de services autrefois assurés par les banques et l'évolution du rôle de ces dernières dans les services d'intermédiation. Ce groupe déterminera si ces mutations, ou d'autres facteurs, ont influencé les sources et la répartition du risque dans le système financier, les effets de contagion éventuels entre institutions et marchés et la relation entre vulnérabilité financière et macroéconomique. Il décidera également s'il convient de revenir sur l'importance traditionnellement accordée aux banques dans l'analyse du risque systémique, en raison de cette évolution de leur rôle et de la place croissante des institutions et marchés non bancaires.

Le deuxième groupe de travail a mandat d'étudier les modifications des pratiques de gestion de portefeuille, dans le but de mieux comprendre les mouvements de capitaux transfrontières. Les flux liés aux portefeuilles internationaux se sont notablement développés ces dernières années, sous l'effet de l'apparition de nouvelles possibilités de placement et du désir croissant des investisseurs et gestionnaires de fonds de diversifier leurs risques en étoffant leurs rendements. L'élargissement de la gamme d'instruments dont disposent ces gestionnaires pour arriver au degré d'exposition souhaité ou le modifier a aussi facilité cette expansion. Or, nombre de ces transactions changent le contenu économique des flux enregistrés et certaines ne sont pas convenablement prises en compte dans les cadres traditionnels d'analyse et d'interprétation. Ce groupe de travail passera en revue les pratiques suivies par ces opérateurs en matière de financement, de prise de positions et de couverture; il s'efforcera d'en tirer une méthodologie plus complète pour la compréhension des mouvements de capitaux qui y sont associés.

En janvier 1997, les gouverneurs des banques centrales des pays du G 10 ont approuvé la mise en place d'un système de collecte régulière de statistiques sur

les marchés dérivés de gré à gré, fondé sur les déclarations des principaux opérateurs. Ce système, élaboré par le Comité, entrera en vigueur d'ici fin juin 1998; il s'inspire d'un rapport intitulé *Proposals for Improving Global Derivatives Market Statistics*, préparé par un groupe de travail du Comité et publié en juillet 1996, qui avait été finalisé après une période de consultation des opérateurs et autorités prudentielles. Sa conception a également bénéficié des résultats de l'enquête effectuée en 1995 par les banques centrales sur les marchés des changes et des dérivés, établissant qu'ils étaient beaucoup plus amples que ne le laissaient penser des estimations antérieures. Le système de déclaration cherche à satisfaire les besoins d'information identifiés par de précédentes études du Comité sur les implications macroéconomiques et macroprudentielles des dérivés. Ces études concluaient que les marchés contribuent utilement au renforcement du système financier en facilitant la redistribution et la gestion des risques, mais qu'il importe de mieux en connaître la dimension et la structure, afin d'accroître leur transparence et d'aider opérateurs, banques centrales et autres autorités à mieux suivre les courants d'activité et la répartition des risques dans le système financier mondial. Les statistiques, compilées par les banques centrales nationales, seront publiées par la BRI, sur une base semestrielle dans un premier temps.

Dans le cadre d'un mandat du Comité, la BRI a poursuivi la collecte, l'analyse et la publication de diverses autres statistiques sur l'activité bancaire et financière internationale. Le Comité a apporté plusieurs améliorations à ses données semestrielles sur la dette extérieure des pays envers les banques à dimension internationale.

En septembre 1996, les gouverneurs des banques centrales du G 10 ont nommé M. Toshihiko Fukui, Senior Deputy Governor de la Banque du Japon, à la présidence du Comité permanent des euromonnaies à compter de janvier 1997. M. Fukui succède à M. Andrew Crockett, Directeur Général de la BRI, qui exerçait cette fonction depuis janvier 1994.

Comité sur les systèmes de paiement et de règlement

Le Comité a continué de définir et promouvoir les moyens de réduire les risques et d'améliorer l'efficacité des mécanismes de paiement et de règlement.

Durant l'année 1996, le Comité a joué un rôle essentiel dans les travaux des banques centrales du G 10 sur la monnaie électronique. Plusieurs rapports ont été préparés sur les sujets suivants: sécurité des produits; implications pour la politique monétaire et le seigniorage; aspects juridiques, notamment dans l'application des textes officiels; problèmes réglementaires pour les émetteurs. Ces rapports ont été examinés par les gouverneurs du G 10, qui ont chargé la BRI, en collaboration avec le Comité, de suivre attentivement l'évolution mondiale dans ce domaine. L'analyse effectuée par les banques centrales du G 10 a apporté une contribution utile à la réflexion des autres groupes d'étude internationaux sur la question, en particulier celui des suppléants du G 10 et le Groupe d'action financière sur le blanchiment des capitaux.

Au début de 1997, le Comité a soumis aux gouverneurs du G 10 des rapports sur diverses questions. En février, il a publié avec l'OICV un document définissant un cadre d'information pour les systèmes de règlement sur titres. Celui-ci se présente sous la forme d'un questionnaire destiné à aider les

opérateurs de marché à obtenir, auprès des gestionnaires de ces systèmes, des renseignements leur permettant d'évaluer en connaissance de cause les risques qu'ils encourent en y adhérant. Le groupe de travail conjoint CSPR/OICV comprenait des représentants des banques centrales, des autorités de contrôle des marchés des titres et des organisations privées des pays du G 10 et hors G 10, en particulier des marchés émergents.

Le Comité et l'OICV ont également transmis ce rapport aux banques centrales et organes de contrôle des marchés des titres du monde entier, les invitant à faire remplir le questionnaire par les gestionnaires des systèmes de leur juridiction et à mettre les réponses obtenues à la disposition des opérateurs de marché. Les secrétariats du CSPR et de l'OICV assureront le suivi de ces réponses.

Dans le prolongement de ses travaux antérieurs sur les dispositifs de paiement et de règlement relatifs aux marchés des capitaux, notamment les systèmes de compensation et de règlement des opérations sur titres et de change, le Comité a publié, en mars 1997, des rapports sur les systèmes de transfert de paiements de gros montant et les mécanismes de compensation des opérations sur dérivés. Le premier document concerne le règlement brut en temps réel (RBTR) dans ces systèmes de transfert, qui traitent aujourd'hui couramment l'équivalent de plusieurs milliers de milliards de dollars par jour dans les pays du G 10. Il dresse un tableau d'ensemble des concepts et risques fondamentaux associés aux systèmes de paiement et passe en revue les principes et caractéristiques fonctionnelles des systèmes RBTR. Il aborde, en outre, plusieurs questions de fond liées à leur développement, notamment leur incidence sur la politique monétaire et leurs implications plus larges pour les systèmes de paiement et de règlement de gros. Il met en évidence les grandes différences entre les systèmes RBTR en fonctionnement ou projetés dans les pays du G 10 et étudie leurs modalités de gestion des liquidités. Il se penche également sur des questions plus techniques, telles que les méthodes de traitement des instructions de paiement et la structure des flux de messages.

Le second rapport décrit la structure des mécanismes de compensation des contrats dérivés négociés sur les marchés organisés, en analysant les risques encourus et les méthodes utilisées habituellement pour les gérer. Il identifie les aspects de ces dispositifs pouvant constituer des faiblesses, notamment l'inadéquation potentielle des ressources des chambres de compensation en cas de défaillance d'un participant, l'absence de contrôles intrajournaliers sur les positions et le recours à des procédures de paiement n'assurant pas le règlement intrajournalier en temps voulu. Pour y remédier, le rapport propose que les organismes de compensation procèdent à des simulations de crise, calculent plus rapidement les dépôts de garantie par un appariement plus précoce des opérations et renforcent leurs modalités internes de paiement.

Depuis la publication, en mars 1996, d'un rapport définissant une stratégie de réduction du risque de règlement dans les opérations de change, le Comité suit attentivement les progrès de sa mise en œuvre. Le rapport, entériné par les gouverneurs du G 10, a suscité de nombreux commentaires et favorisé des initiatives de la part des établissements, groupements professionnels et banques centrales. Il a été communiqué au Comité de Bâle, et plusieurs autorités de contrôle des banques ont déjà commencé à prendre des mesures spécifiques, en

élaborant, par exemple, des lignes directrices à l'intention des contrôleurs bancaires. D'autres développements, tels que l'introduction de nouveaux systèmes RBTR et l'allongement prévu des heures de fonctionnement des systèmes existants, aident également le marché à réduire le risque de règlement dans les opérations de change.

Le Comité a élargi sa coopération avec d'autres autorités prudentielles internationales, comme il l'a fait dans le cadre de l'initiative conjointe avec l'OICV. En liaison avec le Comité de Bâle, il s'attache à définir et analyser des sujets d'intérêt commun. Il a également cherché à établir une collaboration plus étroite avec les banques centrales de pays hors G 10, notamment celles des marchés émergents. Il a tenu des réunions avec certaines d'entre elles et organisé, avec la BRI, des séminaires et ateliers sur les systèmes de paiement à l'intention de divers groupes régionaux de banques centrales (voir ci-après). Le Comité et son secrétariat à la BRI entendent intensifier leurs efforts en ce sens dans les années à venir.

Service de coordination banques centrales et organisations internationales

Pour refléter l'extension de la dimension mondiale de la BRI et l'élargissement de son actionnariat, le Service a récemment mis l'accent sur les relations entre la BRI et des groupes régionaux de banques centrales, ce qui implique un renforcement des liens déjà existants et l'établissement de contacts avec d'autres groupes importants. La BRI coopère en Amérique latine avec CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos); en Asie avec EMEAP (Executive Meeting of East Asian and Pacific Central Banks), SEANZA (Central Banks of South-East Asia, New Zealand and Australia), SEACEN (South-East Asian Central Banks) et SAARC (South Asian Association for Regional Cooperation); dans la région du Golfe avec GCC (Gulf Cooperation Council); en Afrique du Sud avec SADC (South African Development Community). La BRI a apporté son concours à leurs activités et organisé des séminaires avec certains d'entre eux.

Le Service a également poursuivi ses activités traditionnelles, en organisant notamment, à l'Institut multilatéral de Vienne, des séminaires pour les pays en transition, sur des domaines spécialisés de banque centrale, tels que la politique monétaire, le contrôle bancaire, les systèmes de paiement et de règlement, les questions juridiques et la gestion des réserves.

La contribution traditionnelle de la BRI à la coordination de la formation et de l'assistance technique fournies par un nombre important de banques centrales à leurs homologues des économies en transition a évolué, en raison des progrès enregistrés dans plusieurs pays. Elle s'inscrit de plus en plus dans le cadre d'une coopération entre partenaires égaux. C'est dans cet esprit que des représentants des instituts d'émission d'Europe centrale et orientale ainsi que des républiques de la CEI continuent de se réunir une fois par an à la BRI.

Groupe des experts informaticiens

Les échanges de vues qui ont eu pour cadre les réunions du Groupe ont confirmé que l'évolution des systèmes d'information des banques centrales vers une distribution des ressources se poursuivait, sans entraîner toutefois un abandon total des grands systèmes, dont la fiabilité et la sécurité sont toujours recherchées pour certaines applications sensibles. D'une manière générale, une

augmentation de la charge de travail des départements informatiques a été enregistrée; elle résulte, en particulier, de la nécessité de préparer les systèmes à l'an 2000 et, dans les pays membres de l'Union européenne, à l'union économique et monétaire (UEM). Les systèmes informatiques des banques centrales s'ouvrent de plus en plus sur l'extérieur, notamment avec l'élargissement de l'accès à Internet et l'ouverture de sites Web spécifiques pour la diffusion d'informations au grand public. Les techniques propres à Internet sont, par ailleurs, utilisées par un nombre croissant d'instituts d'émission pour constituer des intranets, réseaux internes permettant au personnel d'accéder aisément à l'information.

Dans le cadre de l'étude sur la monnaie électronique menée par le CSPR (voir ci-avant), le sous-groupe chargé d'examiner la sécurité de ces nouveaux produits a remis un rapport, publié en août 1996. Ce document, fondé sur une description détaillée des principaux systèmes existant dans les pays du G 10, évalue les mesures de sécurité destinées à prévenir les risques de contrefaçon, à détecter les opérations frauduleuses et à limiter l'étendue de fraudes éventuelles. Il conclut, entre autres, à l'opportunité de mettre en place un large éventail de mesures pour réduire efficacement les risques et d'en assurer l'application rigoureuse.

Groupe d'experts sur les questions relatives à la banque de données monétaires et économiques

Le Groupe a continué d'examiner la possibilité d'élargir les échanges électroniques d'informations sécurisés entre banques centrales à la transmission de données, de documents, de la voix et d'images vidéo. Il a été fortement encouragé à poursuivre ses travaux, sur la base des résultats favorables d'un questionnaire mis au point par les groupes d'étude sur les questions stratégiques et techniques, qui a été largement distribué aux représentants des banques centrales membres des comités et groupes d'experts de la BRI. Des mesures ont aussi été prises pour mettre en évidence d'éventuels chevauchements résultant, dans le domaine des échanges électroniques d'informations, des efforts parallèles des banques centrales de l'UE dans la perspective de l'UEM, afin d'éviter, si possible, les duplications. Le Groupe a également passé en revue l'utilisation actuelle des ordinateurs par les économistes et statisticiens de banques centrales et les nouvelles technologies, à l'effet d'une plus grande efficacité dans la gestion des bases de données et les techniques d'analyse.

2. Fonctions d'Agent et de Mandataire (Trustee)

Au cours de l'exercice écoulé, la Banque a continué d'agir en qualité d'Agent et de Mandataire dans le domaine des règlements financiers internationaux.

Agent du Système de compensation et de règlement de l'Écu privé

Depuis octobre 1986, la Banque exerce les fonctions d'Agent du Système de compensation et de règlement de l'Écu privé, conformément aux dispositions de conventions successives conclues entre l'Association bancaire pour l'Écu (ABE), Paris, et la BRI, la dernière en date étant entrée en vigueur le 16 septembre 1996, jour de sa signature. Le 56^e Rapport annuel (juin 1986) contient une description

de la structure et du fonctionnement du système. Durant la période sous revue, deux nouvelles banques ont obtenu de l'ABE la qualité de banque de compensation et ont intégré le système au début de mai 1997, portant ainsi à 49 le nombre total des banques de compensation.

Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux

En ce qui concerne les obligations de consolidation 1990–2010 des Emprunts Dawes et Young, la Deutsche Bundesbank, en tant qu'agent payeur de toutes les obligations dématérialisées de l'ensemble des émissions relatives à ces deux emprunts, a notifié à la Banque qu'elle avait versé aux détenteurs d'obligations approximativement DM 3,4 millions à titre de remboursement du principal à la date d'échéance du 3 octobre 1996 et DM 6,8 millions en paiements d'intérêts aux échéances du 3 avril et du 3 octobre 1996 ainsi que des arriérés d'intérêts. Les valeurs d'encaissement et facteurs de conversion nouvellement calculés et applicables à ces dates d'échéance d'intérêts ont été publiés par l'Administration fédérale allemande de la dette publique (Bundesschuldenverwaltung, BSV) dans le *Bundesanzeiger*.

S'agissant de l'application de la clause de garantie de change pour l'Emprunt Young par la BSV, la Banque a réitéré ses réserves antérieures, énoncées dans le 50^e Rapport annuel de juin 1980, qui s'étendent également aux obligations de consolidation 1990–2010. Les agents payeurs ont été invités à prendre les mesures de sauvegarde appropriées, afin de préserver les droits des détenteurs d'obligations.

Des informations détaillées sur ces émissions d'obligations et les fonctions de la Banque figurent dans le 63^e Rapport annuel de la Banque de juin 1993.

Agent détenteur des sûretés garantissant les obligations brésiliennes

En vertu de deux Contrats de nantissement signés le 15 avril 1994, la BRI agit en qualité d'Agent détenteur de sûretés, se chargeant de leur garde et de leur placement pour le compte des porteurs de certaines obligations à quinze ou trente ans libellées en dollars EU que le Brésil a émises dans le cadre des accords de restructuration de sa dette extérieure conclus en novembre 1993.

Agent détenteur et de séquestre des sûretés garantissant les obligations péruviennes

En vertu de Contrats signés le 7 mars 1997, la BRI agit également en qualité d'Agent détenteur de sûretés, se chargeant de leur garde et de leur placement pour le compte des porteurs de certaines obligations à vingt ou trente ans libellées en dollars EU que le Pérou a émises dans le cadre des accords de restructuration de sa dette extérieure conclus en novembre 1996. La BRI assume, en outre, les fonctions d'Agent de séquestre au titre de ces Contrats.

3. Assistance financière aux banques centrales

Bien qu'il n'y ait eu aucun programme international de soutien financier coordonné par la BRI durant la période sous revue, la Banque a continué d'octroyer des crédits à court terme, sur une base bilatérale, aux banques centrales. Ceux-ci sont habituellement assortis d'une garantie mais peuvent ne

pas l'être dans certains cas, sous réserve de l'appréciation du risque de crédit et en fonction de la nature de la relation bancaire.

4. Coopération avec des commissions officielles en matière de recherche sur les activités durant la guerre

En liaison avec le regain d'intérêt généralisé sur la question des avoirs spoliés durant la Seconde guerre mondiale, la BRI a reçu diverses requêtes sur ses activités pendant la guerre émanant de commissions officielles, notamment: US House of Representatives Committee on Banking, Housing and Financial Services, US Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, Independent Committee of Eminent Persons et Independent Commission of Experts: Switzerland – Second World War. Si certaines des questions soulevées revêtaient un caractère général, l'attention s'est essentiellement portée sur les transactions sur or de la Banque avec la Reichsbank durant cette période. La BRI a répondu à ces requêtes en fournissant des informations détaillées et s'est engagée à coopérer pleinement avec toutes les commissions officielles, par exemple en autorisant l'accès à tout document relatif à ces questions. L'historien de la Banque, qui classe et répertorie les archives depuis près de deux ans, a préparé un rapport sur les activités de la Banque pendant la guerre, qui a ensuite été vérifié par Coopers & Lybrand. Ce document a été mis à la disposition du public et peut être consulté sur le site Internet BRI (<http://www.bis.org>). En raison de l'intérêt public général suscité par ces questions, le Conseil d'administration a également décidé d'ouvrir les archives de la BRI au début de 1998 et de rendre accessibles, à partir de juillet 1997, un certain nombre de documents essentiels.

5. Opérations du Département bancaire

Au 31 mars 1997, le bilan s'établissait à 66 793 millions de francs or, montant record pour la fin d'un exercice qui s'inscrit en hausse de 8 175 millions de francs or, soit 14%, par rapport à celui de 58 618 millions enregistré un an auparavant. L'accroissement d'une année sur l'autre aurait été sensiblement plus important (de 2,5 milliards de francs or) sans l'incidence des variations de change résultant de l'appréciation du dollar EU.

Passif

Les ressources empruntées de la BRI reflètent principalement son rôle de banque des banques centrales. Au cours de l'exercice sous revue, la Banque a adopté un certain nombre de mesures en vue d'améliorer la compétitivité des divers services bancaires et produits de placement qu'elle propose à plus de cent banques centrales et institutions financières internationales dans le monde.

Au 31 mars 1997, les fonds empruntés en or et en monnaies s'élevaient à 62 097 millions de francs or, contre 54 271 millions un an auparavant. Sans l'incidence négative des effets de change sur le volume global des dépôts, l'augmentation enregistrée (7 826 millions de francs or) aurait été supérieure de quelque 2,6 milliards. Cette expansion marquée des ressources empruntées s'explique principalement par de nouveaux dépôts en monnaies reçus des banques centrales.

La part du total des dépôts des banques centrales dans les fonds empruntés n'a pratiquement pas varié, avec une légère réduction en 1996/97, à 93,9%, contre 94,2% un an auparavant et 95% à fin mars 1995. En conséquence, celle des autres déposants (essentiellement des institutions financières internationales) est passée de 5,8% à 6,1% durant l'exercice, pour atteindre 3 758 millions de francs or, contre 3 133 millions le 31 mars 1996.

L'exercice écoulé a surtout été caractérisé par une progression substantielle (37%) des fonds reçus en dollars EU. La part de cette monnaie dans le total des fonds empruntés s'est ainsi accrue, pour atteindre 61,6% (contre 52,3% à fin mars 1996 et 61,1% à fin mars 1995); en revanche, sous l'effet en partie des variations de change, celle des dépôts en marks allemands est revenue de 32,8%, le 31 mars 1996, à 20,5%, le 31 mars 1997, soit non loin du chiffre de 22,2% enregistré deux ans auparavant.

Au 31 mars 1997, les dépôts assortis d'une échéance résiduelle de trois mois au maximum représentaient 98,2% du total des ressources en monnaies, contre 95,1% pour l'exercice précédent.

Les dépôts en or se sont contractés de 409 millions de francs or, à 3 836 millions, niveau représentant 6,2% du total des fonds empruntés au 31 mars 1997, contre 7,8% à la fin de l'exercice antérieur.

Actif

La plus grande partie des avoirs de réserve déposés par les banques centrales auprès de la BRI sont à court terme et l'un des principaux objectifs de la Banque, lorsqu'elle utilise ces ressources, est donc de préserver un haut degré de liquidité. La Banque conduit ses opérations d'une manière particulièrement prudente pour assurer la sécurité des dépôts qui lui sont confiés; risque de crédit, risque de transformation et risque de change sont étroitement contrôlés.

Avec une augmentation de 8 504 millions de francs or par rapport à l'exercice précédent, les avoirs en monnaies s'inscrivaient à 62 088 millions au 31 mars 1997, contre 53 584 millions à fin mars 1996. Ces avoirs représentent des dépôts auprès d'institutions financières de premier ordre sur le plan mondial ainsi que des titres négociables à court terme, bons du Trésor notamment. Les fonds propres de la Banque sont détenus dans une large mesure en or et sous forme de titres d'émetteurs souverains des grands pays industriels.

Les avoirs en or de la Banque ont régressé de 5 001 millions à 4 504 millions de francs or au cours de l'exercice 1996/97, sous l'effet principalement de la contraction des dépôts reçus en or.

La Banque a également utilisé certains produits dérivés, essentiellement à des fins de meilleure gestion de ses fonds propres et de couverture de risques sur ses fonds empruntés (voir note 7a afférente au bilan).

6. Bénéfice net et répartition

Les comptes du soixante-septième exercice clos le 31 mars 1997 font ressortir un excédent net d'exploitation de 203 289 449 francs or, contre 187 937 032 francs or pour l'exercice précédent. L'excédent net d'exploitation de la Banque s'est accru, malgré une baisse des revenus dans le cadre des opérations

sur ressources empruntées, suite au rétrécissement de la marge moyenne réalisée sur l'intermédiation des dépôts. En revanche, les produits liés au placement des fonds propres ont légèrement augmenté, ceux-ci ayant été renforcés par l'émission de 44 000 actions nouvelles durant la seconde moitié de l'exercice. En outre, les revenus tirés des placements d'or et des transactions de change pour le compte de la clientèle ont progressé. Enfin, le Conseil d'administration a affecté un montant réduit à la Provision pour risques bancaires et autres éventualités, après une réévaluation des risques de crédit et de marché encourus par la Banque au titre de ses placements.

Le résultat du présent exercice est indiqué après déduction de 60 530 595 francs or au titre des frais d'administration; il s'inscrit en repli de 9% par rapport au montant de 66 347 998 francs or de l'exercice précédent. Cette contraction est attribuable en totalité aux variations de change résultant de la dépréciation notable du franc suisse vis-à-vis du franc or durant l'exercice. En termes de francs suisses, monnaie dans laquelle est opéré le règlement de la plupart des dépenses de la Banque, les frais d'administration se sont accrus d'un peu moins de 2%.

Le Conseil d'administration a décidé d'affecter, par prélèvement sur l'excédent net d'exploitation, 3 000 000 de francs or à la Provision pour frais d'administration exceptionnels et 6 000 000 de francs or à la Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement. Après déduction de ces deux transferts aux provisions, le bénéfice net s'élève à 194 289 449 francs or, contre 181 333 300 francs or pour l'exercice précédent.

En application des dispositions de l'article 51 des Statuts, le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale de répartir le bénéfice net de 194 289 449 francs or de la façon suivante:

- i) affectation d'une somme de 48 780 923 francs or au paiement d'un dividende de 280 francs suisses par action (le dividende payable au titre des 44 000 actions nouvelles émises au cours de la seconde moitié de l'exercice 1996/97 étant réglé au prorata en fonction de la date de souscription);
- ii) transfert d'un montant de 41 018 778 francs or au Fonds de réserve générale;
- iii) transfert d'un montant de 3 000 000 de francs or au Fonds spécial de réserve de dividendes;
- iv) transfert d'un montant de 101 489 748 francs or, représentant le solde du bénéfice net disponible, au Fonds de réserve libre, que le Conseil peut utiliser pour tout objet conforme aux dispositions des Statuts.

Si ces propositions sont acceptées, le dividende sera payé le 1^{er} juillet 1997 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 20 juin 1997.

On trouvera à la fin du présent Rapport le bilan, le compte de profits et pertes et une synthèse montrant l'évolution du capital et des réserves de la Banque au cours de l'exercice. Les comptes de la Banque ont été vérifiés par les services de Price Waterhouse, qui ont confirmé que le bilan, le compte de profits et pertes, ainsi que les notes des pages 208–213, donnent une présentation sincère et régulière de la situation financière de la Banque au 31 mars 1997 et des résultats de ses opérations pour l'exercice clos à cette date. Ce rapport des commissaires-vérificateurs figure immédiatement après les comptes.

7. Augmentation du nombre des banques centrales actionnaires

En vue de renforcer encore la coopération des banques centrales sous l'égide de la BRI, le Conseil d'administration a décidé, le 9 septembre 1996, d'inviter neuf banques centrales à devenir membres de la Banque. En conséquence, le Banco Central do Brasil, la Banque de la République populaire de Chine, la Banque de Corée, la Hong Kong Monetary Authority, la Reserve Bank of India, le Banco de México, la banque centrale de la Fédération de Russie, la Saudi Arabian Monetary Agency et la Monetary Authority of Singapore ont été invités à souscrire des actions de la troisième tranche du capital de la BRI. Avant le terme de l'exercice, les neuf institutions avaient toutes accepté l'offre du Conseil d'administration et étaient ainsi devenues membres de la BRI.

La décision du Conseil d'émettre de nouvelles actions de la troisième tranche du capital de la Banque a été prise en conformité avec les dispositions des articles 6 et 8(3) des Statuts. En outre, les banques centrales fondatrices représentées au Conseil ont exercé leurs droits, conformément à l'article 8(2) des Statuts, de souscrire une proportion de la nouvelle émission d'actions et, en application de l'article 9 des Statuts, ont mis immédiatement les actions ainsi souscrites à la disposition de la Banque pour annulation et émission d'un nombre équivalent d'actions en faveur d'autres banques centrales représentées au Conseil.

À l'occasion de cette quatrième émission d'actions de la troisième tranche, un total de 44 000 actions nouvelles était souscrit lors de la clôture de l'exercice. Le prix d'émission pour toutes les actions offertes en souscription a été fixé par le Conseil à 3 643 francs or chacune, équivalant à 1 057,645 grammes d'or fin (soit 34 onces) par action. Comme les actions de la Banque sont libérées à hauteur de 25%, soit 625 francs or, le prix d'émission de 3 643 francs or comportait ainsi une prime de 3 018 francs or par action. Les institutions concernées se sont vu proposer de régler le prix d'émission pour les nouvelles actions soit en or, soit par versement, dans une monnaie convertible acceptable par la BRI, du montant qui serait nécessaire pour acquérir le même poids d'or sur le marché à la date de la souscription (la contre-valeur en monnaie convertible étant calculée sur la base du cours de l'or à Londres (fixage du matin) deux jours ouvrés avant la date de valeur du paiement).

À la suite de l'émission des 44 000 actions nouvelles de la troisième tranche du capital de la Banque, le nombre d'actions émises de la Banque est passé de 473 125 à 517 125 et le montant du capital libéré de la Banque, tel qu'il apparaît au bilan au 31 mars 1997, s'est accru de 27,5 millions de francs or, pour s'inscrire à 323,2 millions. La prime d'émission reçue des banques centrales ayant souscrit s'est élevée au total à 132,8 millions de francs or, dont 2 250 000 francs or ont été affectés au Fonds de réserve légale et 130 542 000 francs or au Fonds de réserve générale.

8. Modifications dans la composition du Conseil d'administration

Lors de sa séance du 10 mars 1997, le Conseil a élu Alfons Verplaetse, Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, aux postes de Président du Conseil d'administration et de Président de la Banque pour une période de trois

ans commençant le 1^{er} juillet 1997, lorsque W. F. Duisenberg quittera ces fonctions.

En mai 1996, Carlo Azeglio Ciampi a cessé d'être membre du Conseil et quitté, de ce fait, ses fonctions de Vice-Président du Conseil d'administration. Lors de sa séance du 10 juin 1996, le Conseil a élu Lord Kingsdown Vice-Président du Conseil et pris note de la nomination, par Antonio Fazio, de Vincenzo Desario comme administrateur, conformément à l'article 27(2) des Statuts. En novembre 1996, cette nomination, qui valait initialement pour la période restant à courir du mandat de Carlo Azeglio Ciampi, a été reconduite pour trois ans. De même, les nominations d'Helmut Schlesinger et de Philippe Wilmès, conformément au même article des Statuts, ont été renouvelées, en décembre 1996 et janvier 1997 respectivement.

En septembre 1996, Alan Greenspan a nommé comme Suppléante Alice M. Rivlin.

Bilan et compte de profits et pertes

au 31 mars 1997

Bilan au 31 mars 1997

(en francs or – voir note 2a afférente aux comptes)

1996	Actif	1997
	Or	
4 364 194 019	Détenu en barres	3 547 261 289
637 302 466	Dépôts à terme et avances	956 662 444
5 001 496 485		4 503 923 733
9 761 421	Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	384 413 644
4 105 690 444	Bons du Trésor	2 813 409 132
	Dépôts à terme et avances en monnaies	
29 998 320 757	À 3 mois au maximum	34 201 692 134
7 329 811 023	À plus de 3 mois	8 153 458 323
37 328 131 780		42 355 150 457
	Titres du secteur public et autres titres à terme	
3 539 879 228	À 3 mois au maximum	3 441 537 565
8 600 477 193	À plus de 3 mois	13 093 749 660
12 140 356 421		16 535 287 225
32 771 184	Divers	200 780 130
1	Terrain, immeubles et installations	1
58 618 207 736		66 792 964 322

Après
répartition du bénéfice
net de l'exercice

Avant
répartition du bénéfice
net de l'exercice

1996	Passif	1997	
295 703 125	Capital libéré	323 203 125	323 203 125
1 783 483 397	Réserves	1 916 275 398	2 061 783 924
373 473 506	Compte des différences d'évaluation	351 129 995	351 129 995
	Dépôts (or)		
4 079 409 773	À vue	3 471 145 991	3 471 145 991
42 095 720	À 3 mois au maximum	186 971 696	186 971 696
123 463 527	À plus de 3 mois	178 283 536	178 283 536
4 244 969 020		3 836 401 223	3 836 401 223
	Dépôts (monnaies)		
1 129 229 959	À vue	2 166 693 892	2 166 693 892
46 437 189 005	À 3 mois au maximum	55 074 556 745	55 074 556 745
2 459 422 087	À plus de 3 mois	1 019 098 838	1 019 098 838
50 025 841 051		58 260 349 475	58 260 349 475
283 079 270	Système de pensions du personnel	252 630 204	252 630 204
1 558 325 067	Divers	1 658 685 453	1 658 685 453
	Compte de profits et pertes	194 289 449	
53 333 300	Dividende payable le 1 ^{er} juillet		48 780 923
58 618 207 736		66 792 964 322	66 792 964 322

Compte de profits et pertes

pour l'exercice clos le 31 mars 1997
(en francs or)

	1996	1997
Intérêts, escomptes et autres produits d'exploitation	3 692 892 528	3 524 961 970
Moins: charges d'intérêts et d'escomptes	3 438 607 498	3 261 141 926
Intérêts nets et autres produits d'exploitation	254 285 030	263 820 044
Moins: frais d'administration		
Conseil d'administration	1 460 882	1 328 950
Direction et personnel	46 568 445	42 944 303
Dépenses de bureau et dépenses diverses	18 318 671	16 257 342
	66 347 998	60 530 595
Excédent net d'exploitation	187 937 032	203 289 449
Moins: montants transférés à la		
Provision pour frais d'administration exceptionnels	3 529 792	3 000 000
Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement	3 073 940	6 000 000
	6 603 732	9 000 000
Bénéfice net de l'exercice	181 333 300	194 289 449
Le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale ordinaire de répartir le bénéfice net de l'exercice clos le 31 mars 1997 comme suit, en application de l'article 51 des Statuts:		
Dividende: 280 francs suisses par action sur 473 125 actions (1996: 260 francs suisses)	53 333 300	47 247 209
sur 44 000 actions nouvellement émises (au prorata à compter de la date de valeur de la souscription)	—	1 533 714
	53 333 300	48 780 923
	128 000 000	145 508 526
Transfert au Fonds de réserve générale	38 400 000	41 018 778
	89 600 000	104 489 748
Transfert au Fonds spécial de réserve de dividendes	3 000 000	3 000 000
	86 600 000	101 489 748
Transfert au Fonds de réserve libre	86 600 000	101 489 748
	—	—

Évolution du capital libéré et des réserves de la Banque

au cours de l'exercice clos le 31 mars 1997
(en francs or)

I. Capital libéré

	Nombre d'actions	Francs or
Actions de 2 500 francs or, libérées de 25%:		
Solde au 1 ^{er} avril 1996	473 125	295 703 125
Actions émises au cours de l'exercice 1996/97	44 000	27 500 000
Solde au 31 mars 1997 tel qu'il apparaît au bilan	517 125	323 203 125

II. Évolution des fonds de réserve

	Fonds de réserve légale	Fonds de réserve générale	Fonds spécial de réserve de dividendes	Fonds de réserve libre	Total des fonds de réserve
Soldes au 1 ^{er} avril 1996, après répartition du bénéfice net de l'exercice 1995/96	30 070 313	803 316 157	56 530 055	893 566 872	1 783 483 397
À ajouter: affectations de la prime reçue sur l'émission de 44 000 actions nouvelles	2 250 000	130 542 001	—	—	132 792 001
Soldes au 31 mars 1997 avant répartition du bénéfice net	32 320 313	933 858 158	56 530 055	893 566 872	1 916 275 398
À ajouter: affectations du bénéfice net au titre de l'exercice 1996/97	—	41 018 778	3 000 000	101 489 748	145 508 526
Soldes au 31 mars 1997 tels qu'ils apparaissent au bilan	32 320 313	974 876 936	59 530 055	995 056 620	2 061 783 924

III. Capital libéré et fonds de réserve au 31 mars 1997 (après affectations) représentés par des:

	Capital libéré	Fonds de réserve	Total capital et réserves
Avoirs nets en			
Or	323 203 125	338 697 628	661 900 753
Monnaies	—	1 723 086 296	1 723 086 296
Soldes au 31 mars 1997 tels qu'ils apparaissent au bilan	323 203 125	2 061 783 924	2 384 987 049

Notes afférentes aux comptes

pour l'exercice clos le 31 mars 1997

1. Introduction

La Banque des Règlements Internationaux (BRI) est une institution financière internationale qui a été constituée en application des accords de La Haye du 20 janvier 1930. Le siège social de la Banque est établi à Bâle, Suisse. Comme le précise l'article 3 de ses Statuts, la Banque a pour objet de favoriser la coopération des banques centrales, de fournir des facilités additionnelles pour les opérations financières internationales et d'agir comme mandataire (trustee) ou comme agent en ce qui concerne les règlements financiers internationaux. Quarante et une banques centrales sont actuellement membres de la Banque et exercent les droits de représentation et de vote aux Assemblées générales en proportion du nombre d'actions de la BRI émises dans leur pays respectif. Le Conseil d'administration de la Banque est composé des gouverneurs des banques centrales d'Allemagne, de Belgique, du Canada, des États-Unis d'Amérique, de France, d'Italie, du Japon, des Pays-Bas, du Royaume-Uni, de Suède et de Suisse ainsi que d'administrateurs nommés de six de ces pays.

Les comptes de l'exercice 1996/97 sont présentés sous une forme approuvée par le Conseil d'administration, conformément à l'article 49 des Statuts de la Banque.

2. Principales conventions comptables

a) *Unité de compte et conversion des positions en monnaies*

L'unité de compte de la Banque est le franc or, qui équivaut à \$EU 1,941 49... . L'article 4 des Statuts de la Banque définit le franc or (en abrégé F or) comme représentant 0,290 322 58... gramme d'or fin. Les éléments correspondant à des créances en or sont convertis en francs or sur la base de leur poids d'or fin. Les éléments libellés en dollars EU sont convertis en francs or sur la base d'un cours de \$EU 208 l'once d'or fin (ce cours a été établi par le Conseil d'administration de la Banque en 1979 et donne le facteur de conversion de 1 franc or = \$EU 1,941 49...). Les éléments exprimés en autres monnaies sont convertis en dollars EU aux cours de change au comptant du marché à la date de clôture du bilan, les soldes en dollars EU obtenus étant ensuite convertis en francs or.

Les différences de change résultant de la conversion des actifs et passifs libellés en monnaies autres que le dollar EU sont portées au compte des différences d'évaluation.

Le solde net résultant des différences de change au titre de la conversion des contrats à terme et contrats d'échange est inclus sous actif ou passif divers.

b) Base d'évaluation et détermination du bénéfice

Sauf indication contraire, les comptes de la Banque sont établis sur la base des coûts d'origine et les produits et charges sont enregistrés selon le principe de la comptabilité d'exercice. Les profits et pertes sont déterminés sur une base mensuelle, convertis en dollars EU aux cours de change au comptant du marché à chaque fin de mois et transcrits en francs or comme précisé précédemment; les bénéfices mensuels ainsi calculés sont additionnés sur l'exercice.

Les profits et pertes résultant de la vente de titres de placement sont portés au compte d'égalisation de ventes de titres, inclus sous passif divers. Les soldes créditeurs cumulés sous ce compte sont amortis au compte de profits et pertes sur une période correspondant à l'échéance moyenne résiduelle du portefeuille-titres de la Banque; un solde débiteur net en fin d'année serait immédiatement imputé au compte de profits et pertes.

c) Or

Les éléments d'actif et de passif en or sont indiqués sur la base de leur poids d'or fin.

d) Bons du Trésor; titres du secteur public et autres titres à terme

Les bons du Trésor et titres du secteur public et autres titres à terme achetés ferme sont indiqués à leur coût d'acquisition, augmenté des intérêts courus le cas échéant et ajusté pour tenir compte de l'amortissement de la prime ou de l'escompte sur la durée de vie résiduelle; les produits d'intérêts et d'escomptes incluent cet amortissement.

Les titres figurant sous l'une ou l'autre des rubriques ci-dessus qui sont acquis dans le cadre de pensions sont indiqués au montant avancé à la contrepartie, augmenté des intérêts courus.

e) Dépôts à terme et avances en monnaies

Les dépôts à terme et avances sont indiqués à leur valeur de principal, augmentée des intérêts courus.

f) Terrain, immeubles et installations

Ces éléments sont indiqués à la valeur de 1 franc or. Les dépenses en capital au titre de terrain, d'immeubles ou d'installations sont imputées à la Provision pour immeubles ou à la Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement.

g) Compte des différences d'évaluation

Le compte des différences d'évaluation comptabilise l'incidence des différences de change telles qu'elles sont décrites sous a); ces variations d'évaluation concernent essentiellement la partie des fonds propres de la Banque détenue en monnaies autres que le dollar EU.

Durant l'exercice 1996/97, les mouvements sur ce compte ont été affectés par des opérations de caractère exceptionnel effectuées dans le cadre de l'émission d'actions nouvelles par la Banque. Ces transactions se sont traduites par des gains comptables sur or, qui ont été crédités au compte des différences d'évaluation.

h) Dépôts

Les dépôts sont des créances comptables sur la Banque et sont indiqués à leur valeur de principal, augmentée des intérêts courus. Certaines créances sont émises avec escompte par rapport à la valeur payable à l'échéance du dépôt; dans ce cas, le traitement comptable est analogue à celui qui s'applique aux titres à échéance fixe détenus par la Banque (voir ci-dessus, point d).

i) Système de pensions du personnel

Le système de pensions du personnel représente l'engagement de la Banque envers les membres du personnel et pensionnés actuels, sur la base des recommandations annuelles de l'actuaire.

j) Provisions

i) Générales

Le Conseil d'administration affecte chaque année un montant à une provision pour risques bancaires et autres éventualités; cette provision est incluse sous passif divers.

ii) Spécifiques

Des montants peuvent être affectés, par le Conseil d'administration, par prélèvement sur l'excédent d'exploitation net de la Banque, aux comptes suivants:

1. Provision pour frais d'administration exceptionnels
2. Provision pour immeubles
3. Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement.

Les transferts à des provisions spécifiques apparaissent au compte de profits et pertes et le montant non utilisé de ces provisions est inclus sous passif divers.

Notes afférentes au bilan

pour l'exercice clos le 31 mars 1997

1. Encaisse-or

Le tableau ci-après montre la composition de l'encaisse-or de la Banque.

Actif	1996	1997
Barres détenues auprès de banques centrales	4 364 194 019	3 547 261 289
Dépôts à terme en or		
À 3 mois au maximum	236 533 897	450 480 089
À plus de 3 mois	400 768 569	506 182 355
	<u>5 001 496 485</u>	<u>4 503 923 733</u>

Au 31 mars 1997, l'encaisse-or appartenant en propre à la Banque s'élève à F or 661 900 753, équivalant à 192 tonnes d'or fin (1996: F or 661 882 392; 192 tonnes).

2. Bons du Trésor

La composition du portefeuille de la Banque en bons du Trésor est la suivante:

	1996	1997
– Achetés ferme	<u>4 105 690 444</u>	<u>2 813 409 132</u>

La valeur de marché, au 31 mars 1997, des bons du Trésor achetés ferme est de F or 2 812,7 millions (1996: F or 4 105,8 millions).

3. Titres du secteur public et autres titres à terme

Le tableau ci-après montre la répartition du portefeuille de la Banque en titres de cette nature.

	1996	1997
– Achetés ferme	10 488 115 419	15 651 114 800
– Détenus dans le cadre de pensions	<u>1 652 241 002</u>	<u>884 172 425</u>
	<u>12 140 356 421</u>	<u>16 535 287 225</u>

La valeur de marché, au 31 mars 1997, des titres du secteur public et autres titres achetés ferme est de F or 15 720,1 millions (1996: F or 10 532,7 millions).

4. Capital

Le capital de la Banque est constitué ainsi:

	1996	1997
Capital autorisé:		
600 000 actions,		
de 2 500 francs or chacune	1 500 000 000	1 500 000 000
Capital émis: 473 125 actions	1 182 812 500	
517 125 actions		1 292 812 500
libérées de 25%	295 703 125	323 203 125

Durant l'exercice 1996/97, 44 000 actions ont été émises au prix de souscription de F or 3 643 par action. La part libérée, de F or 625 par action, a été créditée au capital émis et le solde – représentant la prime de F or 3 018 par action – aux réserves (voir tableaux intitulés «Évolution du capital libéré et des réserves de la Banque»).

5. Réserves

Les réserves de la Banque sont constituées ainsi:

	1996	1997
Fonds de réserve légale	30 070 313	32 320 313
Fonds de réserve générale	803 316 157	974 876 936
Fonds spécial de réserve de dividendes	56 530 055	59 530 055
Fonds de réserve libre	893 566 872	995 056 620
	<u>1 783 483 397</u>	<u>2 061 783 924</u>

Les dotations annuelles aux divers fonds de réserve sont régies par l'article 51 des Statuts de la Banque. Les montants transférés sont également indiqués dans le tableau intitulé «Évolution des fonds de réserve».

6. Dépôts

Les dépôts en or placés auprès de la Banque proviennent entièrement de banques centrales. La composition des dépôts en monnaies placés auprès de la Banque est la suivante:

	1996	1997
Banques centrales		
À vue	1 060 459 178	2 107 217 697
À 3 mois au maximum	43 770 492 278	51 736 873 597
À plus de 3 mois	2 062 276 087	658 294 838
Autres déposants		
À vue	68 770 781	59 476 195
À 3 mois au maximum	2 666 696 727	3 337 683 148
À plus de 3 mois	397 146 000	360 804 000
	<u>50 025 841 051</u>	<u>58 260 349 475</u>

7. Éléments de hors-bilan

a) Instruments dérivés

Dans le cadre normal de ses activités, la Banque participe à des transactions financières de hors-bilan portant sur contrats de change à terme, contrats d'échange de devises et de taux d'intérêt, contrats de taux à terme, instruments financiers à terme et options. Ces instruments sont utilisés pour couvrir les risques de taux d'intérêt et de change de la Banque sur ses actifs et passifs et pour gérer la durée de ses actifs liquides. Dans l'analyse de ses engagements de hors-bilan, la Banque applique les mêmes critères de crédit que pour tous les autres placements.

Montant du principal notionnel

	1996	1997
(en millions de francs or)		
Contrats de change:		
Terme et swaps cambistes	17 194,8	9 917,3
Contrats d'échange	842,5	1 263,7
Contrats de taux:		
Contrats d'échange	6 312,1	8 338,2
Terme et instruments financiers à terme	9 896,0	3 391,8

Le montant notionnel ou valeur contractuelle des divers instruments dérivés reflète le degré d'activité de la Banque sur leurs marchés respectifs mais ne fournit aucune indication sur les risques de crédit ou de marché qu'elle encourt. La valeur de remplacement brute de l'ensemble des contrats faisant ressortir un gain aux prix courants du marché au 31 mars 1997 s'inscrivait à F or 565 millions (1996: F or 371 millions).

b) Transactions fiduciaires

Les transactions fiduciaires, bien que réalisées au nom de la Banque, ne sont pas incluses dans le bilan, étant donné qu'elles sont effectuées pour le compte et au risque de sa clientèle.

	1996	1997
(en millions de francs or)		
Valeur nominale des titres conservés en dépôt	11 537,9	12 281,4
Or détenu sous dossier	982,5	972,0

Rapport des commissaires-vérificateurs

Rapport des commissaires-vérificateurs
au Conseil d'administration et à l'Assemblée générale
de la Banque des Règlements Internationaux, Bâle

Nous avons vérifié le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que les notes afférentes, de la Banque des Règlements Internationaux. Le bilan et le compte de profits et pertes ont été préparés par la Direction de la Banque en conformité avec les Statuts et les principes d'évaluation décrits dans les notes sous «Principales conventions comptables». Notre responsabilité, au sens des Statuts de la Banque, est de formuler un avis, en toute indépendance, sur le bilan et le compte de profits et pertes fondé sur notre révision et de vous en faire part.

Notre révision a inclus la vérification par sondage de la justification des chiffres du bilan et du compte de profits et pertes et autres indications connexes. Nous avons obtenu toutes les informations et toutes les explications que nous avons demandées pour acquérir l'assurance que le bilan et le compte de profits et pertes ne contiennent pas d'erreur matérielle et nous sommes d'avis que notre révision forme une base adéquate pour notre appréciation.

À notre avis, le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que les notes afférentes, ont été correctement établis et donnent une présentation sincère et régulière de la situation financière de la Banque des Règlements Internationaux au 31 mars 1997 et des résultats de ses opérations pour l'exercice clos à cette date et se trouvent donc en conformité avec les Statuts de la Banque.

Price Waterhouse AG

Ralph R. Reinertsen

Jack W. Flamson

Réviseurs responsables

Bâle, le 25 avril 1997

Synthèse du bilan sur les cinq derniers exercices

(en millions de francs or)

	Exercice clos le 31 mars				
	1993	1994	1995	1996	1997
Or					
<i>Détenu en barres</i>	4 726,9	4 338,3	4 373,4	4 364,2	3 547,3
<i>Dépôts à terme et avances</i>	413,0	579,8	541,8	637,3	956,7
	5 139,9	4 918,1	4 915,2	5 001,5	4 504,0
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	7,5	12,0	9,8	9,8	384,4
Bons du Trésor	2 175,4	3 510,7	5 520,3	4 105,7	2 813,4
Dépôts à terme et avances en monnaies	41 183,9	41 370,4	42 478,7	37 328,1	42 355,1
Titres du secteur public et autres titres à terme	11 428,3	15 087,9	12 284,3	12 140,3	16 535,3
Actif divers	31,4	76,6	19,2	32,8	200,8
Terrain, immeubles et installations	—	—	—	—	—
Actif total	59 966,4	64 975,7	65 227,5	58 618,2	66 793,0
Capital libéré	295,7	295,7	295,7	295,7	323,2
Réserves <i>(après répartition du bénéfice net de l'exercice)</i>					
<i>Fonds de réserve légale</i>	30,1	30,1	30,1	30,1	32,3
<i>Fonds de réserve générale</i>	703,1	732,2	764,9	803,3	974,9
<i>Fonds spécial de réserve de dividendes</i>	47,5	50,5	53,5	56,5	59,5
<i>Fonds de réserve libre</i>	668,8	733,7	807,0	893,6	995,1
	1 449,5	1 546,5	1 655,5	1 783,5	2 061,8
Compte des différences d'évaluation	270,3	273,1	449,5	373,5	351,1
Dépôts					
<i>Or</i>	4 367,3	4 061,1	4 157,0	4 245,0	3 836,4
<i>Monnaies</i>	52 147,7	57 164,9	56 934,4	50 025,8	58 260,4
	56 515,0	61 226,0	61 091,4	54 270,8	62 096,8
Système de pensions du personnel	172,1	200,2	271,0	283,1	252,6
Passif divers	1 224,9	1 393,1	1 411,0	1 558,3	1 658,7
Dividende	38,9	41,1	53,4	53,3	48,8
Passif total	59 966,4	64 975,7	65 227,5	58 618,2	66 793,0

Synthèse du compte de profits et pertes sur les cinq derniers exercices

(en millions de francs or)

Exercice clos le 31 mars		1993	1994	1995	1996	1997
Intérêts nets et autres produits d'exploitation		211,7	195,7	229,3	254,3	263,8
Moins: frais d'administration						
<i>Conseil d'administration</i>		0,8	0,8	1,2	1,5	1,3
<i>Direction et personnel</i>		32,2	34,1	40,2	46,6	42,9
<i>Dépenses de bureau et dépenses diverses</i>		16,3	15,5	17,4	18,3	16,3
		49,3	50,4	58,8	66,4	60,5
Excédent net d'exploitation		162,4	145,3	170,5	187,9	203,3
Moins: montants transférés à la						
<i>Provision pour frais d'administration exceptionnels</i>		3,3	3,3	3,4	3,5	3,0
<i>Provision pour immeubles</i>		–	–	–	–	–
<i>Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement</i>		19,2	3,9	4,7	3,1	6,0
		22,5	7,2	8,1	6,6	9,0
Bénéfice net de l'exercice		139,9	138,1	162,4	181,3	194,3
Dividende		38,9	41,1	53,4	53,3	48,8
		101,0	97,0	109,0	128,0	145,5
Transfert au Fonds de réserve générale		30,3	29,1	32,7	38,4	41,0
		70,7	67,9	76,3	89,6	104,5
Transfert au Fonds spécial de réserve de dividendes		5,0	3,0	3,0	3,0	3,0
		65,7	64,9	73,3	86,6	101,5
Transfert au Fonds de réserve libre		65,7	64,9	73,3	86,6	101,5
		–	–	–	–	–

Conseil d'administration

W. F. Duisenberg, Amsterdam
Président du Conseil d'administration,
Président de la Banque

Lord Kingsdown, Londres
Vice-Président

Urban Bäckström, Stockholm
Vincenzo Desario, Rome
Antonio Fazio, Rome
Edward A. J. George, Londres
Alan Greenspan, Washington
Hervé Hannoun, Paris
William J. McDonough, New York
Yasuo Matsushita, Tokyo
Hans Meyer, Zurich
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

Jean-Pierre Patat ou
Armand Pujal, Paris
Ian Plenderleith ou
Terry R. Smeeton, Londres
Jean-Jacques Rey, Bruxelles
Alice M. Rivlin ou
Edwin M. Truman, Washington
Carlo Santini ou
Stefano Lo Faso, Rome
Helmut Schieber ou
Bernd Goos, Francfort-sur-le-Main

Direction

Andrew Crockett	Directeur Général
André Icard	Directeur Général Adjoint
Gunter D. Baer	Secrétaire Général, Chef de Département
Malcolm Gill	Chef du Département bancaire
William R. White	Conseiller économique, Chef du Département monétaire et économique
Marten de Boer	Directeur, Comptabilité, Budget et Compensation de l'Écu
Renato Filosa	Directeur, Département monétaire et économique
Mario Giovanoli	Conseiller juridique, Directeur
Guy Noppen	Directeur, Secrétariat général
Günter Pleines	Chef Adjoint du Département bancaire
André Bascoul	Directeur Suppléant, Département monétaire et économique
Joseph R. Bisignano	Directeur Suppléant, Département monétaire et économique
Zenta Nakajima	Directeur Suppléant, Département monétaire et économique
Jean-Marc Andreoli	Directeur Adjoint, Secrétariat général
John A. Bispham	Directeur Adjoint, Département monétaire et économique
Paul C. Bridge	Directeur Adjoint, Département bancaire
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

