

V. Marchés des changes

Faits saillants

La vigueur du yen, la faiblesse de l'euro et la position intermédiaire du dollar EU ont marqué les grands marchés des changes en 1999 et au début de l'an 2000. Les mouvements des principaux cours semblent avoir été surtout influencés par l'interaction des situations conjoncturelles relatives, courantes et anticipées, ainsi que par des facteurs techniques et les flux d'investissements de portefeuille et d'investissements directs étrangers (IDE). La perception, par les opérateurs, d'une modification des caractéristiques structurelles des trois grandes économies a peut-être aussi joué un rôle. Dans les économies émergentes, les marchés des changes ont recouvré un certain calme après les périodes de turbulences de 1997, 1998 et du début de 1999. L'évolution des marchés boursiers locaux a étroitement suivi les fluctuations des cotations des actions aux États-Unis et du cours de la monnaie par rapport au dollar.

Ces deux dernières années, les marchés des changes ont subi de profondes mutations, notamment l'avènement de l'euro, le mouvement de concentration des intervenants et le rôle croissant du courtage électronique. Bien que ces changements se soient accompagnés d'une baisse générale du volume d'activité, il est encore trop tôt pour évaluer leur incidence sur les schémas généraux de la volatilité des cours de change.

Le cours de l'or a généralement baissé pendant les trois premiers trimestres de 1999, mais il est remonté en flèche, fin septembre, à la suite d'un accord limitant les cessions officielles pour les cinq prochaines années. S'il a pu être influencé, en quelques occasions, par l'annonce de ventes par des banques centrales, cette relation n'a été en aucun cas systématique.

Dollar, yen et euro

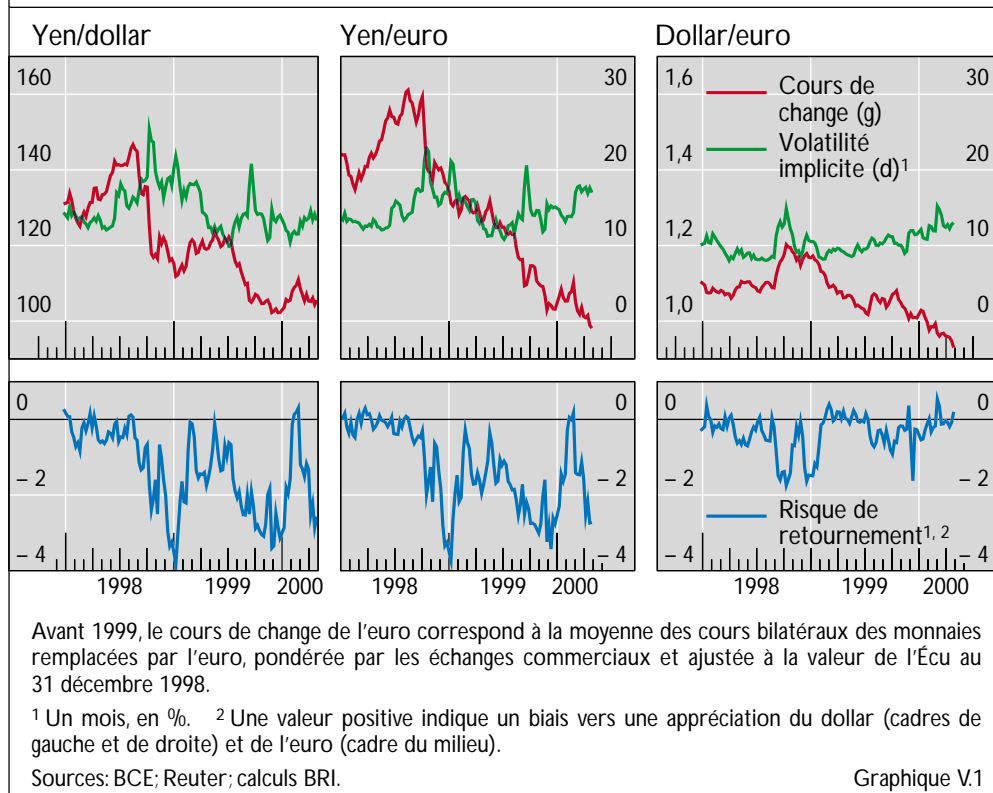
Les mouvements des principales devises en 1999 et au début de l'an 2000 ont été influencés par des facteurs conjoncturels et par les anticipations correspondantes d'ajustement de la politique monétaire aux États-Unis, au Japon et dans la zone euro, mais aussi par des facteurs techniques ainsi que par les flux d'investissements de portefeuille et d'IDE. Le cours de l'euro pourrait également avoir été affecté par un sentiment négatif des opérateurs, préoccupés par le retard des ajustements structurels en Europe continentale.

Évolutions majeures et perspectives à long terme

Les principaux cours de change ont enregistré d'importantes fluctuations durant la période sous revue (graphique V.1). Au premier semestre de 1999, le dollar s'est apprécié d'environ 14% à la fois face au yen (de ¥109 à ¥124) et à l'euro (de \$1,18

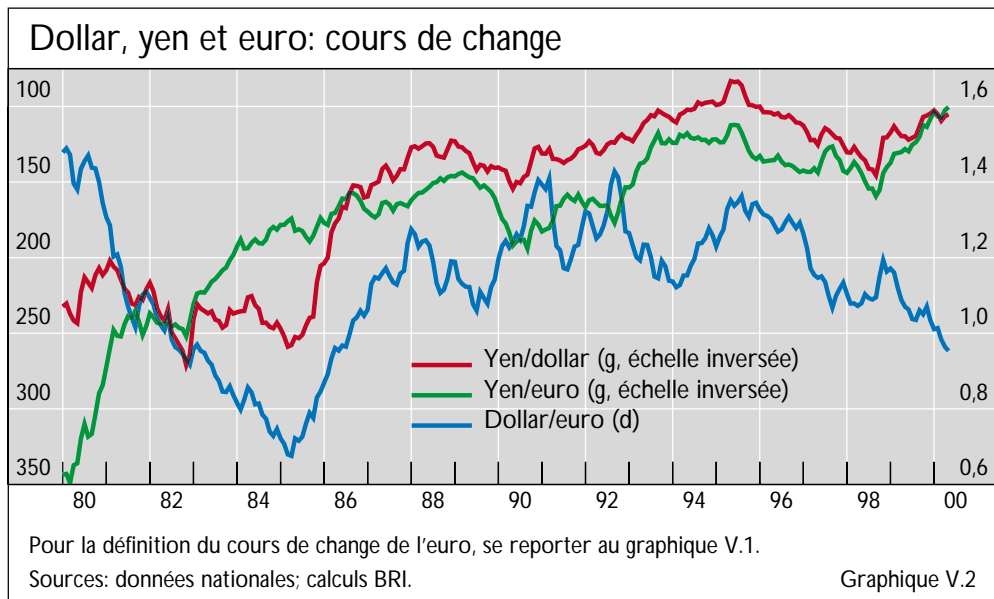
Fortes variations
de change

Dollar, yen et euro: cours de change, volatilité implicite et risque de retournement



à \$1,03). En revanche, c'est le yen qui s'est nettement renforcé au second semestre, pour atteindre en fin d'année ¥102,30 pour un dollar et ¥102,70 pour un euro. Bien que l'euro ait regagné un peu de terrain par rapport à la monnaie américaine de juin à septembre, il a recommencé de fléchir au dernier trimestre. Durant les quatre premiers mois de 2000, la tendance au renchérissement du yen a marqué le pas, tandis que l'euro s'inscrivait sensiblement au-dessous de la parité avec le dollar. La faiblesse de l'euro pendant toute la période a déconcerté l'ensemble des intervenants, qui avaient généralement escompté son appréciation. De plus, l'indicateur de risque de retournement suggère que, même pendant la majeure partie de 1999, les opérateurs sur options étaient prêts à payer davantage pour miser sur un euro beaucoup plus fort (ou s'en protéger) plutôt que sur un euro beaucoup plus faible vis-à-vis du dollar (graphique V.1, cadres du bas).

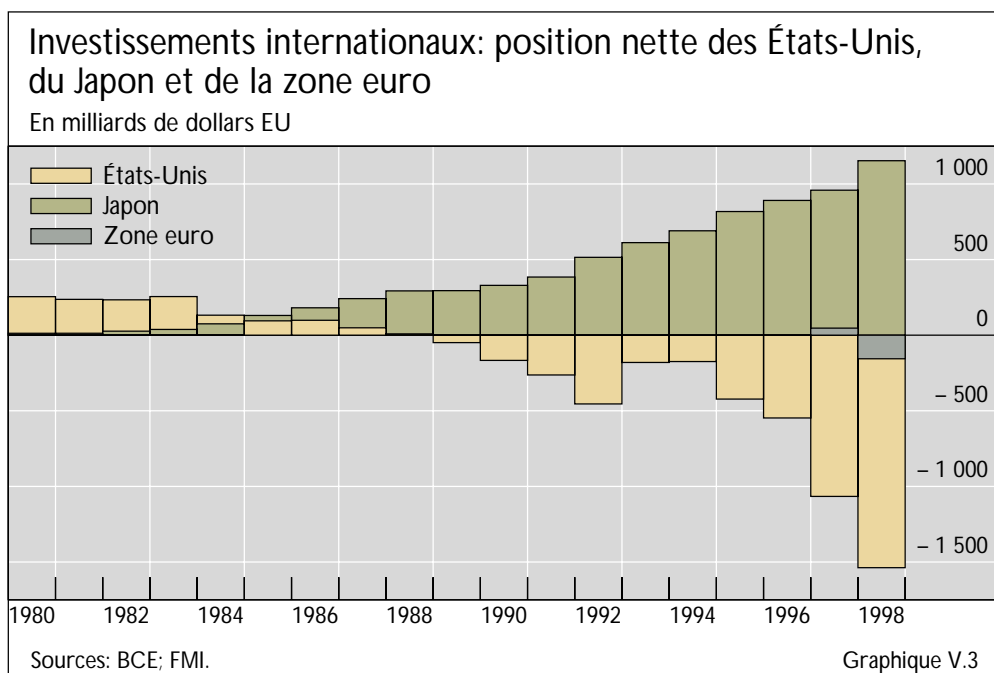
Entre les creux de 1998 et les sommets du début de 2000, le yen a connu une progression de près de 45% par rapport au dollar et de 65% vis-à-vis de l'euro. Quoique de grande ampleur, ces mouvements ne sont pas sans précédent. Au vu des niveaux atteints au début de l'an 2000, le yen est apparu très fort par comparaison avec son évolution antérieure, sa valeur contre dollar n'ayant été dépassée qu'en 1995. En outre, il a atteint un niveau record à l'égard de l'euro, par référence à une grandeur «synthétique» (graphique V.2). Sur la même base de calcul, l'euro est descendu en mars 2000 à son minimum depuis treize ans face au dollar, tout en se situant encore bien au-dessus du creux historique du milieu des années 80. La dernière fois que le dollar a suivi une trajectoire intermédiaire



– dépréciation vis-à-vis du yen et appréciation par rapport à la principale devise européenne – remonte à l'été 1997, lorsque le yen avait sensiblement augmenté contre dollar et davantage contre mark à la suite d'un changement de sentiment des marchés (en l'occurrence mal inspiré) quant aux perspectives de reprise de l'économie japonaise.

Dans la perspective d'une redistribution de la demande mondiale agrégée aux dépens de l'économie américaine, en forte croissance, et au profit des économies où la demande est insuffisante, l'appréciation continue du dollar par rapport à l'euro et, au premier semestre de 1999, vis-à-vis du yen était souhaitable. En revanche, le renforcement du yen à compter de juin 1999 a vraisemblablement limité la demande de produits japonais, à un moment où

Perspectives à court terme ...



l'économie de ce pays ne montrait pas encore de signes de croissance autonome.

... et à long terme

Dans une perspective à plus long terme, l'augmentation du déficit des paiements courants et l'accumulation de la dette extérieure aux États-Unis (graphique V.3) ont soulevé le problème de la viabilité des cours de change actuels. Il est généralement difficile d'évaluer l'adéquation du change sur longue période en l'absence d'estimations précises des cours d'équilibre à long terme. Sur la base des cours effectifs réels, en 1999, le dollar et le yen ont dépassé de 11% et 4% respectivement leur moyenne des dix dernières années, tandis que l'euro se situait à quelque 4% au-dessous.

Les estimations concernant le cours d'équilibre fondamental, qui cherchent à déterminer le cours réel compatible avec un ratio dette extérieure/production durablement stable, peuvent varier fortement et n'apportent donc que des éléments d'information très approximatifs. D'après de telles mesures, le cours yen/dollar observé en avril 2000 était proche de son niveau d'équilibre à long terme, tandis que la monnaie américaine semblait notablement surévaluée vis-à-vis de l'euro. Cette dernière conclusion doit néanmoins être nuancée, dans le sens où le revenu net au titre de la position extérieure américaine n'est négatif que depuis quelques années et reste encore très limité par rapport au PIB, les investissements américains à l'étranger ayant traditionnellement présenté des rendements plus élevés que les investissements étrangers aux États-Unis.

Les investisseurs privés et officiels restent apparemment particulièrement désireux de financer le déficit courant des États-Unis, qui a atteint \$339 milliards

Réserves officielles en devises					
	1996	1997	1998	1999	Encours à fin 1999
	en milliards de dollars EU				
	Variation, à cours de change courants				
Total	172,3	62,4	58,4	127,5	1 746,0
Pays industriels	69,6	-12,0	-10,5	46,1	704,7
Asie ¹	64,4	8,5	62,2	79,1	642,0
Amérique latine ²	18,4	16,5	- 8,4	- 8,0	124,7
Europe orientale ³	-2,6	4,9	5,1	0,8	74,3
Autres pays	22,5	44,5	9,9	9,4	200,3
	Variation, à cours de change constants ⁴				
Total	200,3	121,2	21,0	159,4	1 746,0
En dollars	161,7	87,6	40,2	191,1	1 358,9
En autres monnaies	38,7	33,7	-19,2	-31,7	387,1
1999: variation corrigée de la réduction des réserves consécutive à la disparition des avoirs des pays membres de l'UEM dans les monnaies remplacées par l'euro.					
¹ Chine, Corée, Hong-Kong, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taiwan et Thaïlande.					
² Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique et Venezuela. ³ Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Russie, Slovaquie et Slovénie. ⁴ Chiffres en partie estimés; cours de fin d'année.					
Sources: FMI; données nationales; BRI.					

Tableau V.1

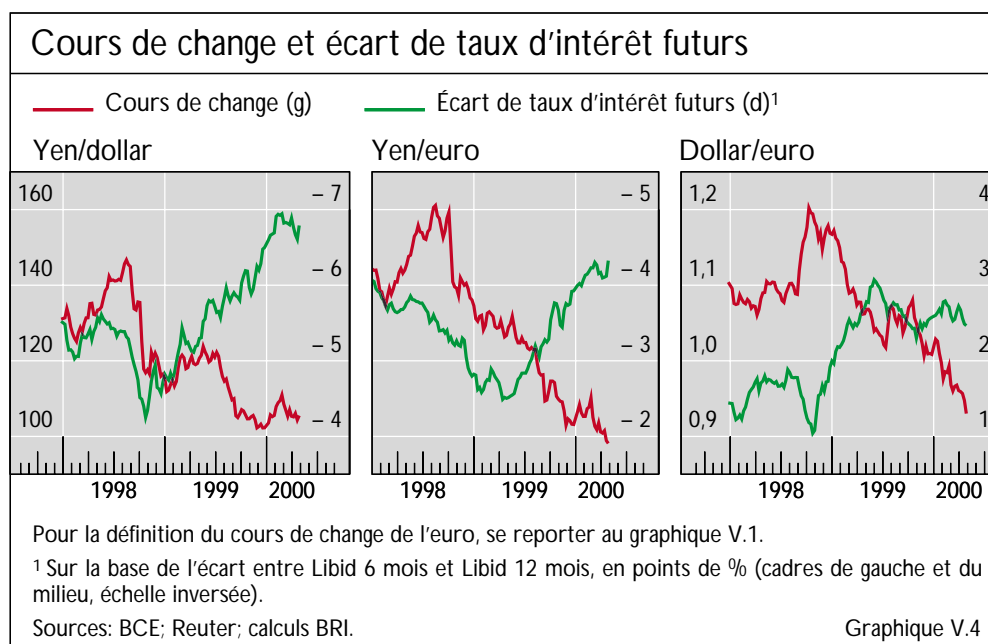
en 1999. Les réserves officielles libellées en dollars ont fortement progressé, surtout en Asie (tableau V.1). Les flux d'investissements privés vers les États-Unis ont, eux aussi, considérablement augmenté (chapitre II), les IDE représentant quelque 40% du déficit courant américain, ce qui a réduit la dépendance globale du pays vis-à-vis des entrées d'investissements de portefeuille. Cependant, l'accroissement marqué des apports de capitaux internationaux aux marchés américains des actions a suscité des inquiétudes sur l'avenir du financement du déficit extérieur en cas de tensions sur ces marchés (voir ci-après).

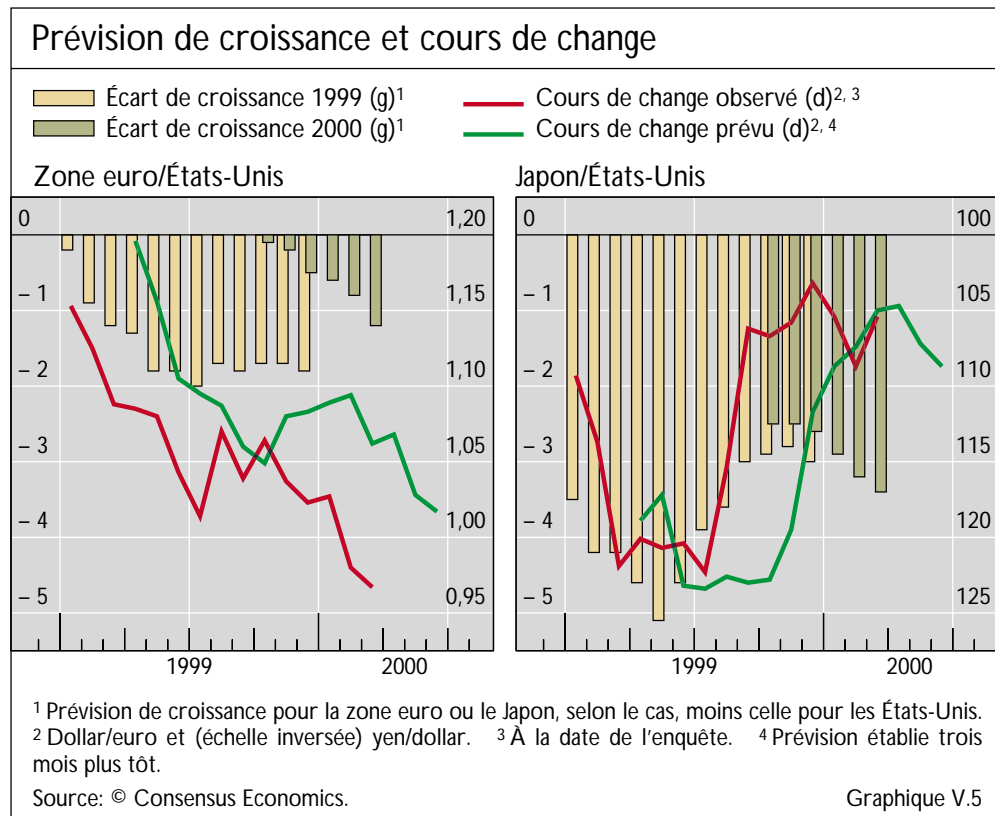
Origines des fluctuations de change

La vigueur du dollar contre euro et son appréciation face au yen au premier semestre de 1999 concordaient avec les excellentes performances de l'économie américaine par rapport à la croissance plus lente observée ailleurs. En outre, la succession de bonnes surprises à propos de l'expansion aux États-Unis en 1999 tranchait avec des signaux plus mitigés dans la zone euro et au Japon et expliquait le creusement des écarts de taux d'intérêt à court terme au profit du dollar (graphique V.4).

L'ascension du yen à compter de juin 1999 peut être attribuée, dans une certaine mesure, à la réduction du différentiel de croissance attendu entre les États-Unis et le Japon (graphique V.5). En revanche, l'euro a continué de s'affaiblir à la fin de 1999, bien que les opinions concernant ce différentiel entre la zone euro et les États-Unis n'aient pas varié. Il est tout aussi vrai que l'euro, en particulier au second semestre, ne semble pas avoir réagi systématiquement aux bonnes nouvelles macroéconomiques. Cela peut s'expliquer en partie par l'intérêt excessif et persistant accordé par les cambistes, de même que par les gestionnaires de portefeuilles, à l'évolution de l'économie allemande, sur laquelle ils avaient traditionnellement tendance à concentrer leur attention. Le 28 janvier 2000, par exemple, l'euro a reculé de plusieurs cents pour passer au-dessous de sa parité avec le dollar, alors que, le jour même, étaient publiés divers bons

Modification des perceptions sur la conjoncture





indicateurs macroéconomiques dans d'autres pays de la zone. De janvier à mars 2000, la dépréciation s'est poursuivie, alors que les écarts de taux à terme avec les États-Unis se sont réduits.

Dynamique à court terme influencée par des facteurs techniques

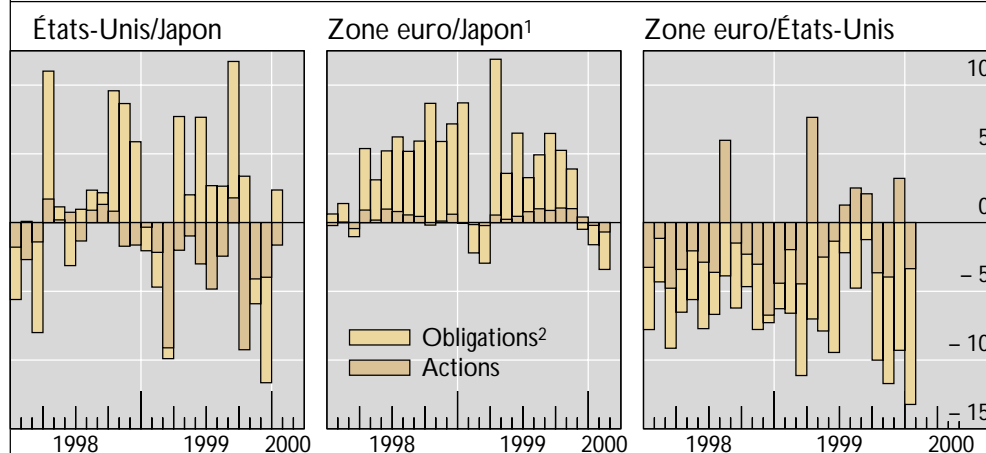
Des facteurs techniques peuvent aussi expliquer partiellement la dynamique des cours de change des trois grandes devises durant la période sous revue. Le dénouement de positions courtes sur yen constituées, probablement par des fonds spéculatifs, pour profiter du bas coût des financements dans cette monnaie (*yen carry trades*) lorsque le yen avait tendance à se renforcer après juin 1999 a peut-être amplifié par moments l'appréciation de la devise japonaise. Des ordres *stop-loss* à l'approche de seuils symboliques, comme le dollar à parité ou à un cours implicite de DM 2,00, semblent avoir accéléré l'affaiblissement de l'euro. Au début de 2000, la dynamique des anticipations des cambistes a pu parfois jouer un rôle. L'indicateur du risque de retournement pour la paire dollar/euro donne une idée de l'orientation privilégiée par les négociateurs d'options, entre un euro beaucoup plus fort et un euro beaucoup plus faible, sur la base du cours à terme. Cet indicateur suggère l'existence de craintes extrapolées lorsque l'euro subissait une baisse marquée (graphique V.1). Le rapatriement de capitaux par les institutions japonaises en mars 2000, pour la fin de l'exercice, a sans doute aussi stimulé la vigueur du yen. Le 28 février 2000, le peu de volumes traités et le manque de liquidité ont amplifié la flambée soudaine du yen par rapport à l'euro, qui a abouti à une variation passagère d'environ ¥3 en l'espace de quelques heures.

Rôle des flux d'investissements de portefeuille et d'IDE

Cependant, même si de tels facteurs techniques peuvent avoir un impact marqué sur les mouvements de change à court terme, cette influence est généralement brève. Il est probable, par conséquent, que les grandes fluctuations

Flux d'investissements de portefeuille entre les trois grandes économies

En milliards de dollars EU



Une valeur positive indique une entrée nette aux États-Unis (cadre de gauche) et (autres cadres) dans la zone euro (Allemagne, France, Pays-Bas et Luxembourg exclusivement).

¹ Investisseurs japonais uniquement. ² Les données peuvent inclure des transactions officielles.

Sources: ministère japonais des Finances; Trésor américain.

Graphique V.6

à moyen terme des principaux cours ont été provoquées par d'autres facteurs, comme les variations des flux internationaux d'investissements de portefeuille, qui n'étaient liés qu'en partie à des considérations conjoncturelles. Les achats nets massifs d'actions japonaises par les investisseurs américains en 1999, qui ont largement compensé les acquisitions nettes d'obligations américaines par les résidents nippons, ont pu contribuer à la dépréciation du dollar face au yen (graphique V.6). De même, la vigueur du dollar par rapport à l'euro peut s'expliquer, compte tenu des flux d'investissements de portefeuille considérables de la zone euro vers les États-Unis en 1999 et au début de 2000. Ceux-ci résultent, en termes nets, d'achats d'obligations et d'actions américaines par des investisseurs de la zone euro ainsi que de cessions d'actifs libellés en euros par les investisseurs américains. À l'incidence des flux d'investissements de portefeuille sur l'euro s'est ajoutée celle d'IDE encore plus importants, avec \$130 milliards d'entrées aux États-Unis et €147 milliards de sorties de la zone euro en 1999 (chapitre II). Cependant, si le sens des flux nets liés aux fusions et acquisitions entre sociétés américaines et européennes cadre avec la faiblesse de l'euro par rapport au dollar, le cours de change ne semble pas avoir été systématiquement influencé par l'annonce de telles opérations ni par les transferts de fonds correspondants.

Les grands courants d'investissements internationaux ont pu être modifiés non seulement par des considérations conjoncturelles mais aussi, en particulier pour les IDE, par la perception de mutations structurelles plus rapides dans certaines zones monétaires. L'orientation des flux nets d'investissements de portefeuille, qui se sont détournés d'Europe continentale pour se diriger vers le Japon, est conforme à l'optimisme des intervenants sur la restructuration des entreprises nippones. Les marchés, en revanche, ont évalué avec plus de scepticisme les progrès des réformes structurelles dans la zone euro. Les sorties

d'investissements de portefeuille de cette zone reflètent peut-être aussi en partie la déception des investisseurs américains, après leurs pertes sur actifs libellés en euros en 1999, et l'attrait des gains étonnants réalisés sur les actifs japonais. Les investisseurs nippons n'en ont pas moins acheté des actifs en euros durant la période sous revue, sauf pendant les mois précédant la fin de l'exercice.

Dans le cas de l'euro, l'influence des flux d'investissements internationaux a été amplifiée par l'attitude des gestionnaires de passifs. On a pu observer une forte augmentation des émissions en euros en 1999, par rapport aux monnaies antérieures, à la fois dans les secteurs privé et officiel (graphique VII.4). Même s'il est difficile de cerner l'incidence de cette évolution sur les mouvements de change, en raison du manque d'informations sur les stratégies de couverture adoptées par les gestionnaires de passifs, le déséquilibre entre les réactions des emprunteurs et des prêteurs face à l'introduction de l'euro a peut-être également pesé sur la nouvelle monnaie.

Marchés boursiers et cours de change

Corrélations
différentes ...

L'influence des flux d'investissements de portefeuille sur les récentes fluctuations de change coïncide avec une réorientation des investissements internationaux des obligations vers les actions (tableau V.2). Ce phénomène soulève la question plus générale de la relation entre marchés boursiers et cours de change, étant donné la crainte qu'une chute des actions américaines, conjuguée à un fléchissement du dollar, n'exerce une influence déflationniste sur le reste du monde.

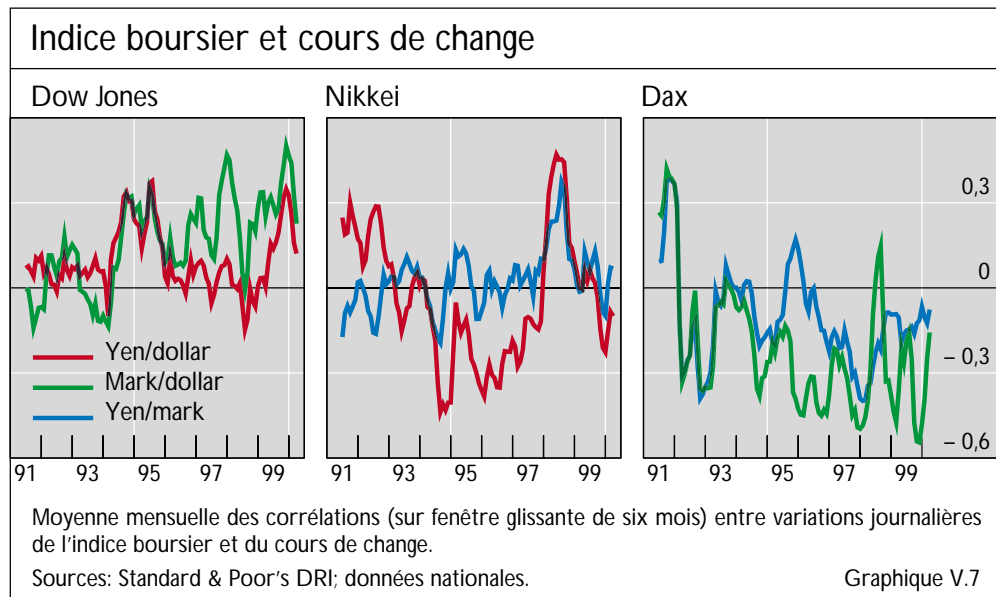
... selon les pays ...

Le lien entre marchés boursiers et cours de change diffère sensiblement d'un pays à un autre. Ces vingt-cinq dernières années, la corrélation entre la variation mensuelle de l'indice boursier et celle de la valeur de la monnaie nationale, mesurée par le cours de change effectif nominal, a été positive en Australie, au Canada, au Japon, en Italie et au Royaume-Uni, mais négative aux États-Unis, en Allemagne et dans quelques autres pays d'Europe continentale (tableau V.3). Sur cette période, les rendements des marchés boursiers permettent d'expliquer, à hauteur de 5–20%, l'évolution mensuelle des cours de change dans les pays examinés.

Opérations transfrontières sur obligations et actions ¹								
	1975–79	1980–89	1990–94	1995	1996	1997	1998	1999 dp
	en % du PIB							
États-Unis								
Obligations	4,0	36,5	94,0	110,2	129,0	163,6	166,3	125,8
Actions	1,9	6,7	14,7	22,4	27,2	44,3	56,5	53,1
Japon								
Obligations	2,2	63,3	74,5	55,2	66,1	78,3	72,4	56,0
Actions	0,6	9,7	9,8	9,6	13,4	17,1	18,2	29,1
Allemagne								
Obligations	5,3	25,0	87,3	148,8	171,0	211,6	259,1	250,9
Actions	1,6	7,3	15,2	18,5	24,8	44,7	69,8	83,4

¹ Achats et ventes, en termes bruts, entre résidents et non-résidents.
Sources: données nationales.

Tableau V.2



Le sens et l'ampleur de la relation statistique entre rendement boursier et variation du change se modifient aussi beaucoup avec le temps (graphique V.7). Le rendement journalier sur le marché boursier américain a étroitement suivi les fluctuations du dollar par rapport au yen et au mark au milieu des années 90. Cette covariance s'est accentuée en 1999, les fluctuations quotidiennes des cours des actions américaines correspondant alors, pour moitié environ, aux variations des cours du yen ou du mark. Toutefois, elle s'est nettement assouplie au début de l'an 2000, lorsque des phases de baisse des actions américaines ne se sont pas accompagnées d'un repli du dollar. Il convient de noter que la relation avec l'indice Dow Jones (graphique V.7) s'applique de la même façon à l'indice S&P 500, plus large, et à l'indice Nasdaq, qui accorde plus de poids aux valeurs de haute technologie.

... et d'une période à l'autre ...

Les corrélations des fluctuations journalières des marchés boursiers japonais et allemand avec le yen et le mark (ou l'euro) présentent une configuration différente. Le rendement de l'indice Nikkei et les variations du yen par rapport au dollar ont évolué dans le même sens en 1996 et 1997, au moment où la baisse des actions japonaises s'est accompagnée d'une dépréciation du yen. Toutefois, contrairement au Dow Jones et au dollar, les fluctuations quotidiennes du Nikkei et du yen n'ont pas suivi de corrélation étroite en 1999. Pour le marché boursier allemand et le mark, les résultats sont encore moins probants, car la hausse de l'indice Dax au cours des cinq dernières années a souvent connu une corrélation positive avec les variations du mark vis-à-vis du dollar, mais non face au yen. En

Marchés des actions et cours de change dans certains pays industriels ¹									
AU	CA	JP	IT	GB	FR	US	SE	CH	DE
0,20**	0,17*	0,11*	0,10	0,06	-0,02	-0,06	-0,08	-0,09	-0,15**

Pour les codes-pays, se reporter au graphique II.2. * et **: significatif au niveau de 95% et 99% respectivement.

¹ Coefficients de corrélation, sur la période 1975–2000, entre rendement mensuel de l'indice boursier et cours de change effectif nominal, définis comme écarts de logarithmes.

Sources: données nationales; BRI; calculs BRI. Tableau V.3

outre, la dépréciation de l'euro en 1999 coïncide avec une progression du Dax (et des autres indices boursiers de la zone euro).

... mais faibles dans l'ensemble

D'une manière générale, ces résultats dénotent une relation faible entre fluctuations de change et rendements des actions. Les mouvements des principaux cours de change bilatéraux n'ont apparemment pas été affectés outre mesure par les performances (relatives ou absolues) des marchés boursiers américain, japonais et allemand. Le schéma temporel de ces corrélations ne corrobore pas non plus l'hypothèse selon laquelle elles ont été essentiellement déterminées par des données macroéconomiques fondamentales, comme la position dans le cycle, ou par les orientations relatives des politiques monétaires.

Autres marchés des changes

Les fluctuations des principales monnaies européennes hors zone euro ont été déterminées, dans une large mesure, par des facteurs conjoncturels. Les monnaies des autres pays industriels ont, en outre, réagi aux changements de tendance des cours des produits de base. Celles des économies émergentes sont restées assez stables, ce qui traduit l'amélioration des situations économiques nationales, le renchérissement des matières premières et l'abondance des liquidités mondiales. Dans ces économies, les marchés boursiers locaux ont suivi assez étroitement l'évolution du marché américain des actions et celle du cours de change par rapport au dollar.

Monnaies européennes

Soutien conjoncturel à la livre ...

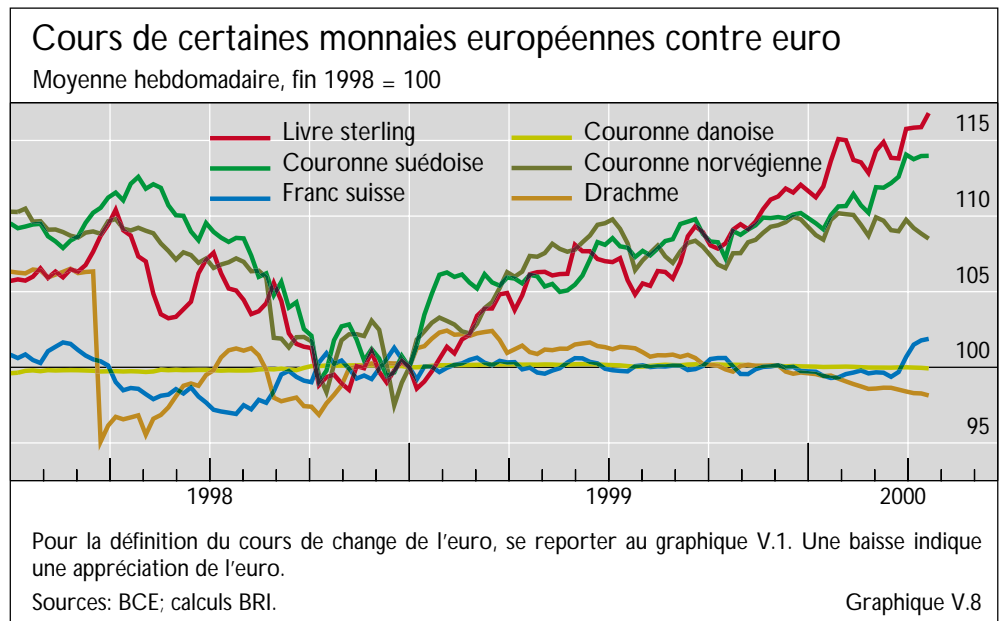
La livre sterling a fait preuve d'une grande vigueur pendant une longue période, soutenue par une économie tournant pratiquement à pleine capacité, dans un contexte de taux à court terme élevés par rapport aux autres économies industrialisées. De janvier 1999 à mars 2000, la monnaie britannique a enregistré une progression de quelque 15% vis-à-vis de l'euro (graphique V.8), tout en restant assez stable contre dollar, et s'est rapprochée de son niveau record de 1980 en termes effectifs réels. Tant sur longue période que dans ses variations journalières, elle s'est maintenue en position intermédiaire entre dollar et euro, comme elle l'avait fait avec le mark par le passé, quand elle tendait à suivre, pour moitié environ, les mouvements quotidiens du dollar à l'égard du mark.

... et à la couronne

Un peu comme la livre sterling, la couronne suédoise s'est régulièrement appréciée par rapport à l'euro au cours de la période sous revue, dans un contexte d'écart de croissance positifs entre la Suède et la zone euro (chapitre II). Dans l'ensemble, sa corrélation avec l'euro est comparable à celle qui existait précédemment avec le mark. En 1999, à chaque baisse de 1% de l'euro contre dollar, la couronne a eu tendance à céder en moyenne quelque 0,7% face à la monnaie américaine.

Changement de relation entre franc suisse et euro

En 1999, le franc suisse a essentiellement évolué dans une étroite fourchette de 1,59–1,61 par rapport à l'euro et a épousé, dans l'ensemble, les fluctuations journalières de l'euro vis-à-vis du dollar, tandis qu'on a observé, durant l'année, une assez grande synchronisation des décisions de politique monétaire de la Suisse et de la zone euro. Cette situation tranche avec le



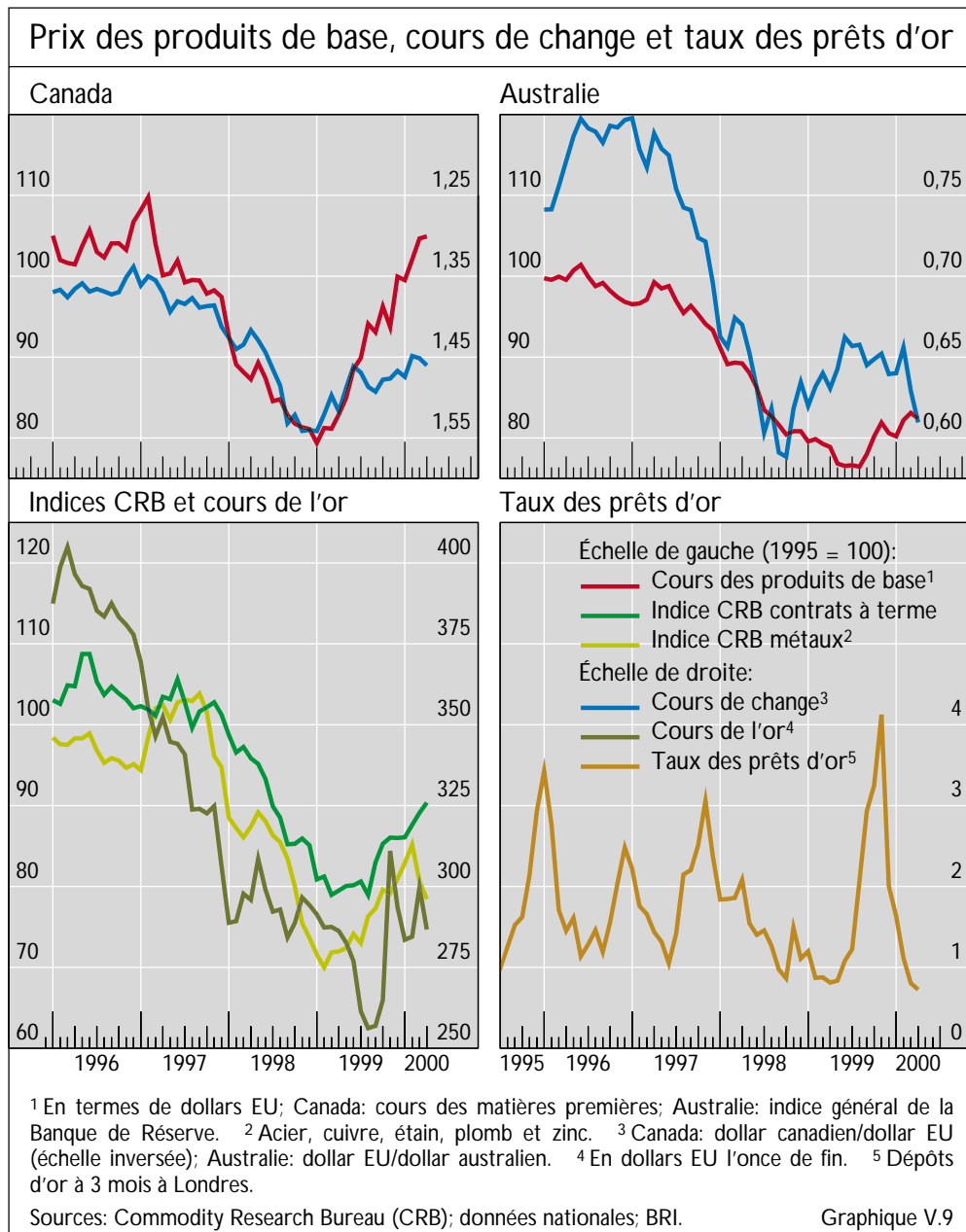
comportement passé du franc suisse, lorsque celui-ci tendait à se déprécier (s'apprécier) à l'égard du mark quand la monnaie allemande faiblissait (se renforçait) face au dollar. L'opinion des cambistes selon laquelle le resserrement des liens entre franc suisse et euro réduisait les possibilités de gains sur ce marché a été confirmée par la nette augmentation du volume des transactions contre dollar, par rapport au mark, la plus échangée des monnaies remplacées par l'euro. À la fin de mars 2000, toutefois, les autorités helvétiques ont durci leur politique monétaire nettement plus que la BCE et, dans les semaines qui ont suivi, le franc a gagné 2,5% contre euro.

Monnaies des autres pays industriels

Les cours des matières premières ont toujours été considérés comme un facteur important pour l'évolution du dollar canadien et, plus encore, du dollar australien. On pense généralement que les cambistes, à l'extérieur de ces pays, associent les deux monnaies à l'indice du Commodity Research Bureau (CRB), qui a progressé de 10% depuis le milieu de 1999. Ce lien semble cependant s'être relâché l'an passé. Lorsque ces cours se sont redressés pendant l'été, après plusieurs années de baisse, le dollar canadien s'est raffermi, tandis que le dollar australien s'inscrivait en repli par rapport à la monnaie américaine (graphique V.9). Cette divergence peut en partie s'expliquer par le fait que les opérateurs ont commencé à accorder davantage d'attention à la composition différente des exportations australiennes et canadiennes, puisque l'indice des matières premières pertinent pour le Canada a augmenté plus tôt et beaucoup plus fortement que l'indice correspondant pour l'Australie. Elle peut être due également à des anticipations de croissance plus lente en Australie, face à des signes d'expansion toujours vigoureuse au Canada.

Les observateurs ont attribué la faiblesse des marchés australiens des changes et des actions durant les premiers mois de l'an 2000 au fait que les investisseurs étrangers n'ont pas manqué de noter le poids modeste des sociétés de haute technologie sur le marché boursier local. On aurait donc tendance à

Évolution
divergente des
dollars australien
et canadien



classer l'Australie dans l'«ancienne» économie plutôt que dans la «nouvelle», contrairement au Canada. Pourtant, il est encore bien trop tôt pour évaluer l'impact du secteur technologique sur les marchés des changes. De surcroît, alors que le pays n'est pas un important producteur de nouvelles technologies, ses forts gains de productivité donnent à penser qu'il en est gros utilisateur.

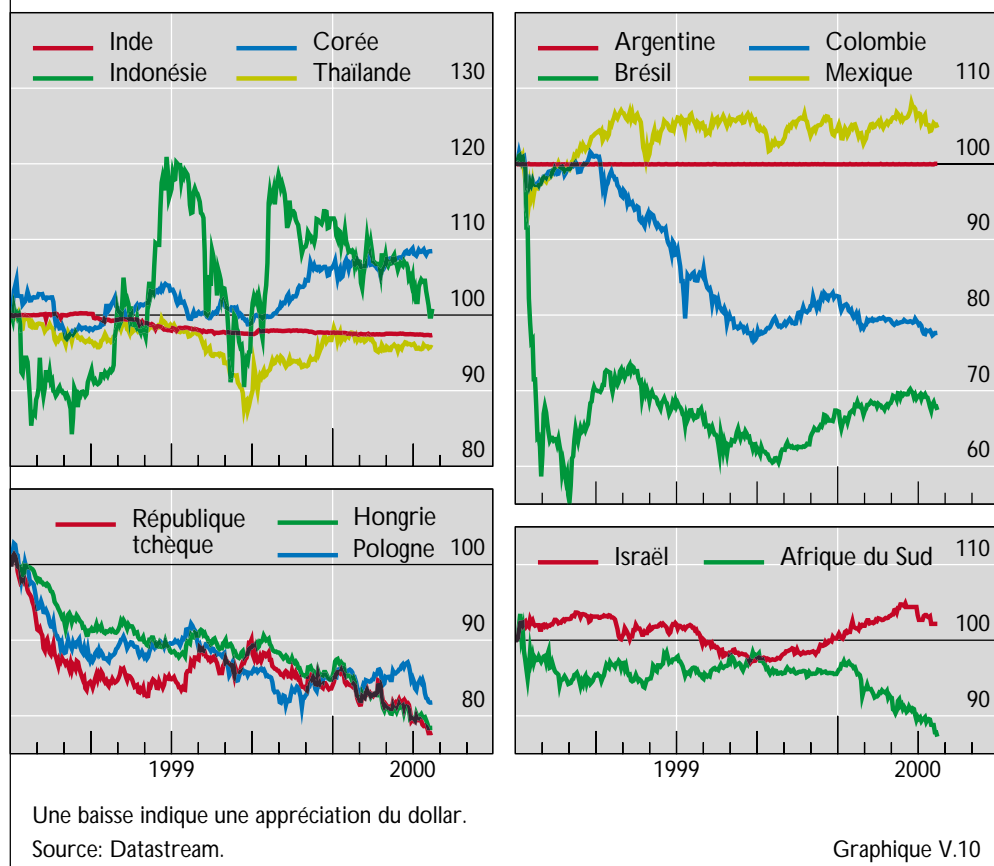
Monnaies des économies émergentes

Contrairement à ces dernières années, les marchés des changes des économies émergentes sont restés assez calmes durant la période sous revue. Dans l'ensemble, la plupart des monnaies asiatiques sont demeurées stables ou se sont raffermies en 1999 et au début de l'an 2000 (graphique V.10). Au second semestre de 1999, le won s'est renforcé de quelque 7% par rapport au dollar, tandis que le baht et la rupiah ont commencé par se déprécier avant de regagner le terrain

Marchés assez calmes

Cours de change contre dollar sur certains marchés émergents

Fin décembre 1998 = 100

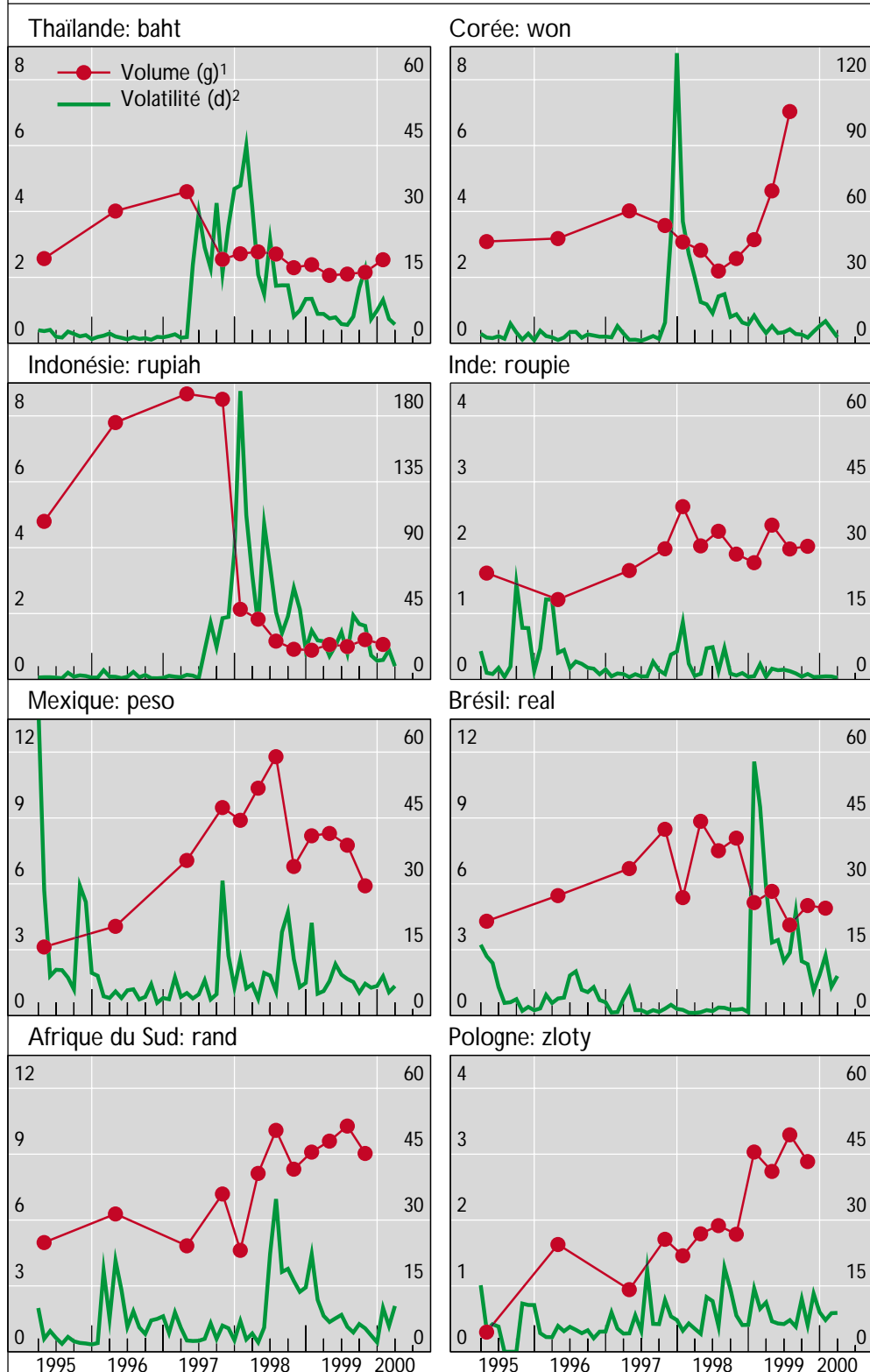


perdu. Pendant les mois suivant l'attaque spéculative sur le real qui a abouti à sa mise en flottage, les marchés d'Amérique latine ont été soumis à des pressions, notamment en Colombie, où le peso a chuté d'avril à juillet 1999, et en Équateur, où la dollarisation a été officiellement instaurée au début de l'an 2000. Néanmoins, les marchés des changes de cette région n'ont pas connu de turbulences majeures. Les monnaies d'Europe orientale sont généralement restées stables face à l'euro et se sont affaiblies de près de 20% vis-à-vis du dollar. Le rand, quant à lui, a également subi des pressions au début de 1999 puis en janvier 2000, avec l'assouplissement de la politique monétaire.

La volatilité des cours de change a, en général, continué de s'atténuer sur les marchés d'Asie et, dans certains cas, d'Amérique latine, mais elle est demeurée supérieure, dans quelques pays, à ce que l'on observait avant la crise asiatique de 1997 et 1998 (graphique V.11). Les volumes traités localement ont été stables ou ont augmenté, tout en restant souvent très en deçà de leurs niveaux du milieu des années 90. Le marché des changes coréen a constitué une exception notable à cet égard: on a assisté, en effet, à une vive progression de l'activité en 1999, parallèlement à une forte hausse des marchés boursiers locaux, qui ont bénéficié d'apports de fonds étrangers: \$5,2 milliards en 1999, puis plus de \$6 milliards de janvier à mi-mars 2000.

Dans une large mesure, cette amélioration générale de la situation a reflété des facteurs internes, comme la reprise de la croissance. Dans certains pays

Volume de transactions et volatilité sur certains marchés émergents



¹ Volume local de transactions en monnaie nationale, par jour ouvré pour le mois représenté, corrigé des doubles comptages (estimation de la banque centrale, en milliards de dollars EU); Mexique, Brésil et Afrique du Sud: monnaie nationale plus devises; Indonésie et Pologne: chiffres bruts; Thaïlande: moyenne sur le second semestre pour 1995 et sur l'année pour 1996; Indonésie: moyenne annuelle pour 1995 et 1996. ² Écart type sur un mois annualisé de la variation quotidienne, en %, du cours de change par rapport au dollar EU.

Sources: banques centrales; Datastream; calculs BRI.

Graphique V.11

asiatiques, des excédents substantiels des paiements courants, associés à des entrées de capitaux, ont poussé le cours de change à la hausse et, dans plusieurs cas, les autorités monétaires ont dû intervenir sur les changes afin d'endiguer l'appréciation de leur monnaie.

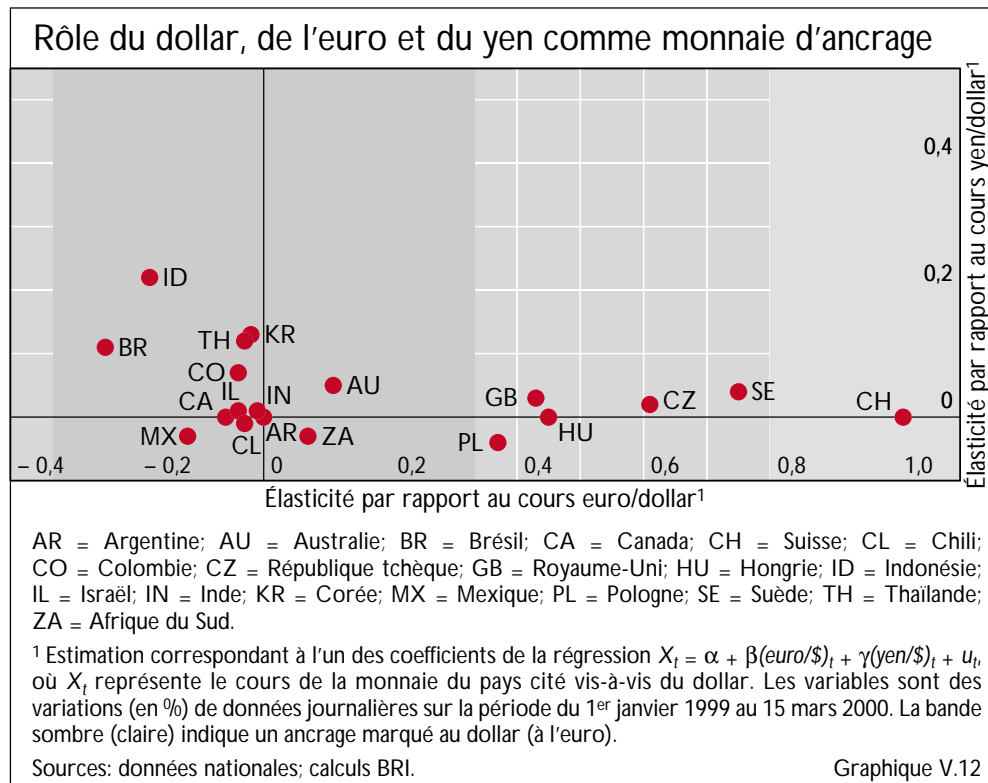
Pendant la période sous revue, les devises d'Amérique latine et d'Asie sont demeurées largement influencées par le comportement du dollar et ont eu tendance à en suivre étroitement les mouvements vis-à-vis du yen et de l'euro (graphique V.12). En revanche, le yen a continué de jouer un rôle mineur, même dans la région asiatique, tandis que l'influence de l'euro a été tout à fait comparable à celle du mark.

La meilleure tenue des devises des économies émergentes peut être associée aussi à l'embellie du marché des actions des États-Unis. Si la faiblesse des taux d'intérêt dans ces économies a probablement favorisé l'acquisition d'actions par les résidents, il est également vrai que, ces dernières années, les marchés boursiers locaux ont suivi de près leurs homologues américains (graphique V.13); en outre, leur évolution présente une corrélation très étroite, pendant la même période, avec la variation du cours de change du dollar par rapport à la monnaie nationale. Étant donné le lien marqué entre les monnaies des économies émergentes d'Amérique latine et d'Asie et le dollar, cette corrélation semble due en partie à l'impact notable des changements d'orientation de la politique monétaire américaine.

Plusieurs autres facteurs externes ont également eu des répercussions positives sur les monnaies des économies émergentes en 1999 et au début de l'an 2000. Celles des pays dont l'économie dépend traditionnellement des exportations de matières premières ont été favorisées par leur renchérissement

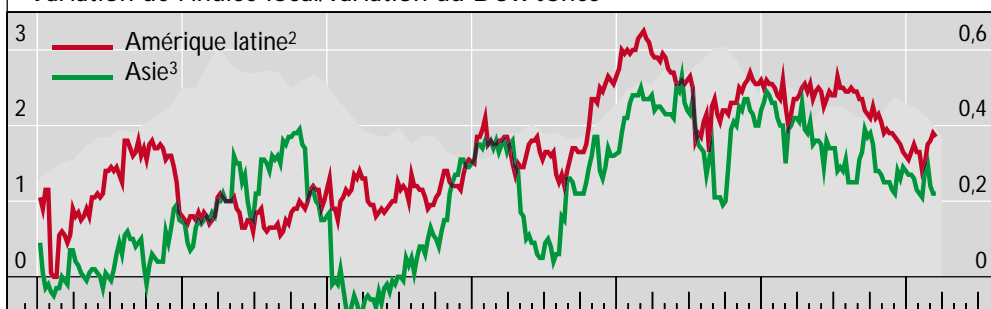
Rôle du dollar ...

... et du marché américain des actions

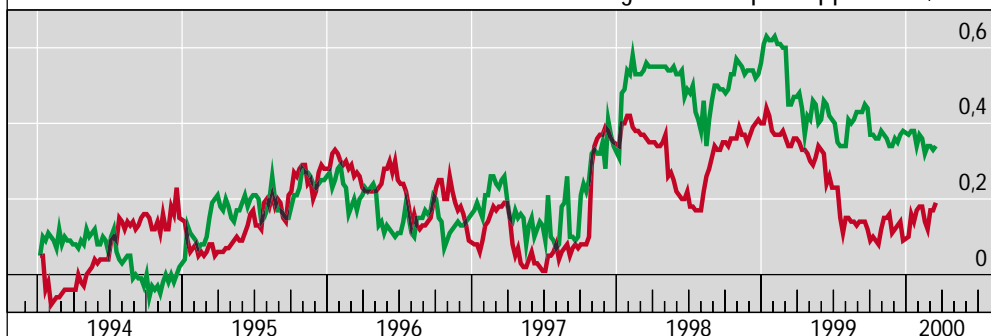


Indices boursiers¹ des économies émergentes: corrélations avec le Dow Jones et le cours de change

Variation de l'indice local/variation du Dow Jones



Variation de l'indice local/variation du cours de change bilatéral par rapport au \$EU



Corrélations sur fenêtre glissante de vingt-six semaines. Le contour de la zone ombrée (g) représente la moyenne, pondérée par le PIB, du taux réel au jour le jour pour les États-Unis, le Japon, l'Allemagne, la France et le Royaume-Uni, constaté sur le marché des euromonnaies.

¹ En termes de dollars EU. ² Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela; moyenne non pondérée. ³ Corée, Indonésie, Malaysia, Philippines et Thaïlande; moyenne non pondérée.

Sources: Datastream; données nationales; calculs BRI.

Graphique V.13

pendant l'été. Surtout, l'abondance persistante des liquidités sur les marchés internationaux des capitaux (zone grisée du graphique V.13) s'est, de façon générale, avérée bénéfique.

Changements structurels et activité sur les marchés des changes

Ralentissement de l'activité globale ...

La période sous revue a été caractérisée par un ralentissement de l'activité de change dans son ensemble. D'après les estimations des opérateurs, le volume des transactions a sensiblement baissé sur les grandes places, l'origine de cette tendance remontant à l'automne 1998, quand l'activité avait nettement diminué en réaction aux perturbations généralisées sur les marchés des capitaux et à la contraction correspondante des liquidités à l'échelle mondiale. Cependant, si les évolutions à court terme ont influé sur cette baisse, l'activité a peut-être aussi subi les effets des mutations structurelles qui ont affecté les marchés des changes ces dernières années. Une question importante est de savoir si ce repli a également affecté de façon durable la liquidité.

... sous l'effet de l'UEM ...

Les marchés européens ont commencé à décroître plusieurs années avant l'avènement de l'UEM. Les enquêtes triennales des banques centrales de 1995 et 1998 sur les marchés des changes et dérivés montrent une réduction progressive

d'environ 8% du volume total des transactions de change à l'approche de l'UEM. En 1999, ce recul n'a pas été contrebalancé par une augmentation dans le compartiment de l'euro par rapport aux monnaies dont il est issu. La part de la paire euro/dollar équivalait à peu près à celle des opérations en marks, francs français et lires face au dollar en avril 1998. Contre yen, en outre, le négoce de l'euro a été tout aussi faible que celui du mark en 1998. La volonté des banques commerciales de compenser la perte attendue de leurs recettes de transactions sur monnaies européennes avait favorisé l'expansion rapide des marchés des changes dans les économies émergentes. Cependant, lorsque la crise a éclaté en Asie, ces marchés se sont également contractés et n'ont pu compenser la baisse du volume en Europe.

L'introduction de l'euro n'a pas seulement entraîné la disparition des opérations de négociation intraeuropéennes. Apparemment, elle a aussi eu des répercussions indirectes, en déclenchant un mouvement de concentration bancaire en Europe continentale (chapitre VII) et en réduisant ainsi le nombre d'intervenants. Cette influence a été amplifiée par la multiplication des fusions et acquisitions dans le secteur bancaire aux États-Unis et au Royaume-Uni ces dernières années.

L'affaiblissement du volume des transactions en 1999 peut sans doute s'expliquer également par l'accélération de la tendance à la concentration chez les courtiers de change. Sur le marché au comptant, durant l'année, le courtage électronique a poursuivi son développement au détriment des méthodes traditionnelles, comme le courtage par téléphone ou la négociation directe. Sa part est passée de 10% environ à quelque 15% de 1995 à 1998 et a doublé au cours des deux années suivantes; dans certains segments du marché, comme ceux sur lesquels se traitent les principales devises, elle atteindrait même 50–80% du total.

... et du développement du courtage électronique

Volatilité des principaux marchés des changes			
	Yen/dollar	Yen/euro ¹	Dollar/euro ¹
Volatilité historique ²			
1980–89	10,1	7,3	11,4
1990–98	10,9	10,4	10,3
Volatilité implicite ³			
1997	11,6	10,9	10,1
1998	16,1	14,9	9,8
1999	14,5	14,4	10,0
2000 T1	13,6	16,5	13,5
Amplitude ⁴			
1997	6,9
1998	17,7	15,8	0,4
1999	14,3	17,4	2,7
2000 T1	4,6	16,9	21,5
¹ Avant 1999: yen/mark et dollar/mark. ² Écart type annualisé, calculé par mois civil, de la variation journalière. ³ Sur un mois. ⁴ Fréquence (en %) des jours où la différence entre maximum et minimum a été supérieure à 2%.			
Sources: BCE; Standard & Poor's DRI; calculs BRI.			Tableau V.4

La percée du courtage électronique s'explique en bonne partie par son coût inférieur, sa plus grande efficacité et, surtout, par une transparence accrue par rapport aux méthodes classiques de négociation. Les marchés des changes au comptant sont traditionnellement opaques, car il est difficile de diffuser des informations sur les cours, en l'absence de marchés organisés centralisés. Avant l'avènement du courtage électronique, les cambistes devaient généralement conclure plusieurs transactions pour obtenir des informations sur les cotations du marché. Les opérateurs recourant au courtage électronique, en revanche, ont instantanément connaissance des «meilleures» conditions que leur offre le marché en fonction de leurs limites de crédit et de celles de leurs contreparties, sans passer par un processus imprécis de détermination des prix. Ainsi, ils ne sont pas tenus de participer à un grand nombre de transactions. Il est possible, par conséquent, qu'un volume d'opérations plus faible assure le même degré de liquidité. Autre conséquence de cette évolution, les écarts entre cours vendeurs et acheteurs sur les principales paires se sont considérablement réduits, pour ne plus représenter qu'environ deux à trois centièmes de cent EU.

Incidence sur la
volatilité

L'expansion du courtage en ligne a eu, certes, un impact négatif sur les volumes, mais aucune information disponible ne laisse penser pour autant que la liquidité en ait pâti, car ce mode de négociation permet de changer de position facilement et à peu de frais. Quant aux autres mutations structurelles évoquées précédemment, leur influence sur la liquidité n'est pas plus claire. La volatilité s'est accrue, ces dernières années, par rapport à la moyenne des deux décennies écoulées, en particulier pour le dollar et l'euro (le mark) contre yen (tableau V.4). La chute sans précédent du dollar, qui avait perdu 10% contre yen en deux jours au début d'octobre 1998, montre que l'amplitude des variations intrajournalières a également connu des pics. De plus, certains signes semblent indiquer une augmentation de fréquence des fortes variations de change intrajournalières, tel le recul de ¥3 de l'euro en quelques heures le 28 février 2000. Cependant, rien ne porte à croire que la persistance des pics de volatilité ait été modifiée en 1999. Dans l'ensemble, il est donc encore trop tôt pour décider si les caractéristiques de la volatilité ont évolué de manière significative.

Marché de l'or

La période sous revue a été animée pour le marché de l'or. Sur les trois premiers trimestres de 1999, le cours a baissé, revenant d'environ \$291 l'once en janvier à un creux de \$254 fin août (graphique V.9). Le reste de la période a été marqué par deux événements. Le premier s'est produit en l'espace de quinze jours, après la déclaration conjointe des banques centrales du 26 septembre 1999; le cours a alors progressé d'un quart environ, puis a reperdu une partie de ses gains les semaines suivantes, sur un marché très volatil. Le second a eu lieu le 7 février 2000, lorsque le cours s'est envolé d'environ \$20 l'once en quelques heures, après la décision d'une grande société minière de modifier ses stratégies de couverture; ce mouvement s'est cependant inversé en peu de jours.

Des facteurs conjoncturels, durables ou plus techniques, ont influencé le marché de l'or. Durant la décennie précédente, la décreuse des anticipations d'inflation à l'échelle mondiale avait limité l'intérêt de l'or en tant que valeur

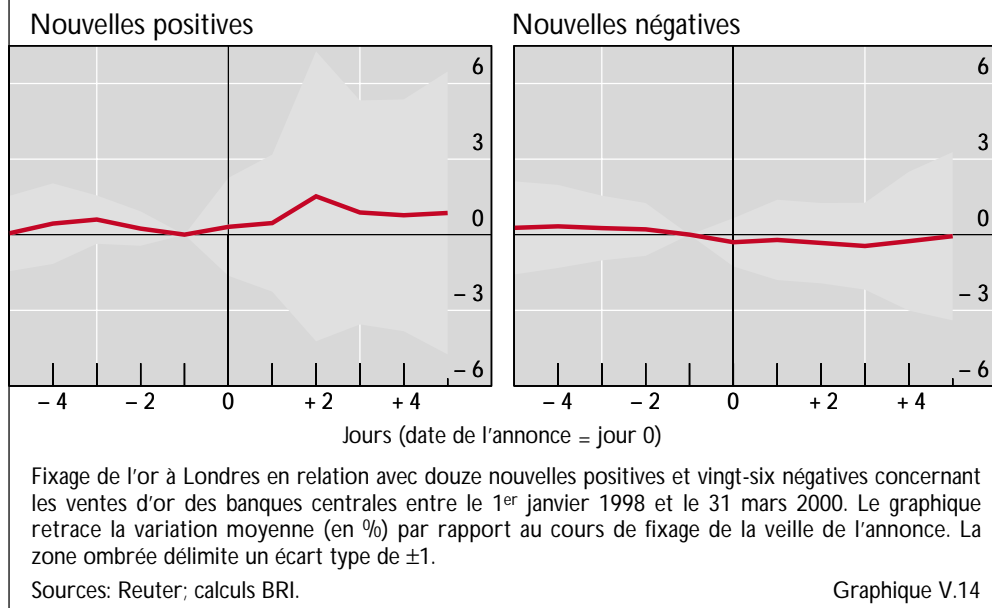
refuge et déprimé son cours. Ces dernières années, le cours a souffert, en outre, du repli général des prix des produits de base et de la faiblesse de la demande en Asie. La dépréciation notable de 1999 peut aussi être attribuée à une intensification des ventes à terme par les producteurs. Pour se prémunir contre de possibles baisses, les sociétés minières ont accru, en effet, leurs ventes de couverture de plus de 400% sur les trois premiers trimestres, augmentation qui représente environ 10% du total de l'offre annuelle de métal. L'envolée du taux des prêts d'or durant l'été 1999 a pesé sur les banques qui, en temps normal, auraient acheté de l'or à terme auprès des producteurs à des échéances éloignées et auraient couvert leurs positions en empruntant de l'or à des échéances rapprochées pour le vendre sur le marché au comptant. En 1999, les producteurs d'or ont commencé, en fait, à assurer le prix de leur production à des échéances plus lointaines (10–15 ans plutôt que 5–10 ans), tandis que les banques essayaient, en réaction, de prolonger leurs emprunts d'or au-delà de trois à six mois. Bien que les conditions des prêts d'or se soient assouplies à l'automne, les opérations de couverture semblent avoir été aussi à l'origine de l'accroissement temporaire de la volatilité en octobre 1999 et de la flambée qui, le 7 février 2000, a fait passer le cours de \$294 à \$313.

La déclaration conjointe sur l'or, qui a fait grimper le prix du métal jaune, fin septembre 1999, a été publiée par les banques centrales de l'Eurosystème,

Avoirs officiels en or ¹		
	Tonnes	Part du total (en %)
Signataires de la déclaration ²	15 998	47,6
Allemagne	3 469	10,3
France	3 024	9,0
Suisse	2 590	7,7
Italie	2 452	7,3
Pays-Bas	1 012	3,0
BCE	747	2,2
Royaume-Uni	665	2,0
Portugal	607	1,8
Espagne	523	1,6
Autriche	407	1,2
Belgique	258	0,8
Suède	185	0,6
Finlande	49	0,1
Irlande	6	–
Luxembourg	2	–
Autres	17 623	52,4
<i>dont:</i>		
États-Unis	8 138	24,2
FMI	3 217	9,6
Japon	754	2,2
BRI	192	0,6
Afrique du Sud	124	0,4
Australie	80	0,2

¹ À fin septembre 1999. ² Déclaration conjointe sur les ventes d'or en date du 26 septembre 1999.
Sources: FMI; World Gold Council; BRI. Tableau V.5

Annonces concernant les ventes d'or des banques centrales et cours de l'or



La déclaration
conjointe a soutenu
le cours de l'or

d'Angleterre, de Suède et de Suisse, qui détiennent environ la moitié du total des réserves officielles d'or (tableau V.5). Les signataires sont convenus de limiter les ventes à un maximum de 400 tonnes par an et de 2 000 tonnes sur cinq ans. Ils ont aussi affirmé que l'or resterait une composante importante de leurs réserves officielles, que seules les ventes déjà décidées pourraient avoir lieu et qu'ils ne développeraient pas leurs activités sur les marchés des prêts d'or et dérivés connexes. Cet accord entre banques centrales a interrompu la tendance baissière du cours de l'or, qui est ensuite remonté d'environ \$260 à plus de \$330, début octobre. Dans l'ensemble, le marché a recouvré un certain calme.

Les nouvelles concernant les ventes des banques centrales ont aussi été citées comme un facteur d'influence sur le cours de l'or durant la période sous revue. Même si cet argument peut se justifier par le fait que de telles cessions modifient l'équilibre entre offre et demande, ces ventes ont porté sur des volumes relativement mineurs par rapport à la taille du marché. En effet, une vente de 100 tonnes, par exemple, équivaut à quelque 4% de la production annuelle mondiale estimée et à environ 10% du volume moyen estimé des transactions quotidiennes sur le marché au comptant de Londres. On a évoqué comme autre explication de l'incidence des ventes officielles le fait que, malgré leur faible importance relative, elles émettent des signaux forts sur les intentions des autorités monétaires. Les banques centrales constituent, avec le FMI, le plus gros groupe de détenteurs d'or, et les réserves officielles atteignent quelque 33 000 tonnes au total, soit treize ans de production: si le marché commençait donc à anticiper de nouvelles cessions, le cours en serait vraisemblablement affecté.

Compte tenu de l'incidence de l'accord, il est intéressant d'analyser le comportement du cours aux alentours des jours où les annonces concernant les

ventes officielles, sur la période janvier 1998–mars 2000, sont parvenues aux opérateurs. Il convient de souligner que l'étude ne s'intéresse pas aux chiffres de cessions effectives, mais qu'elle se situe dans la logique de signal que l'on vient d'évoquer: les nouvelles contribuent plus que les ventes à déterminer la réaction des opérateurs, et donc le cours. Les événements ont été classés en deux catégories, selon qu'ils sont susceptibles, a priori, d'avoir un effet positif ou négatif. La première regroupe les décisions d'abandon de ventes d'or prévues et les commentaires de responsables opposés aux cessions de métal. La seconde comprend les annonces de ventes officielles effectives et d'accroissement probable des ventes futures. De toute évidence, cette classification n'est pas parfaite. Il est également possible que l'annonce d'une vente déjà réalisée produise un effet favorable sur le cours de l'or, le marché étant satisfait d'apprendre qu'elle a été facilement absorbée.

En moyenne, le cours de l'or a régressé les jours marqués par des nouvelles négatives (graphique V.14). Néanmoins, ce recul a été très limité (pas plus de 0,25%) et presque entièrement compensé les jours suivants. Dans le cas de nouvelles positives, le cours a en moyenne progressé, mais, là encore, uniquement de façon temporaire. Il importe d'ajouter que ce dernier résultat semble principalement dû à l'accord du 26 septembre 1999. Abstraction faite de cet événement, les faits positifs entraînent dans l'ensemble un léger repli du cours.

Sous les réserves évoquées précédemment, cette analyse tend à montrer que, ces deux dernières années, les nouvelles concernant les ventes officielles ont, en quelques occasions, produit un effet notable sur le cours, mais que leur incidence moyenne n'a pas été significative. Une explication de ce paradoxe apparent réside peut-être dans le caractère rétrospectif de la plupart de ces annonces durant la période considérée. En d'autres termes, elles apportaient aux opérateurs du marché des informations sur des cessions qui avaient déjà eu lieu.

L'annonce des ventes d'or par les banques centrales ...

... n'a généralement pas eu d'effet significatif