

## VI. Marchés des changes

### Faits saillants

Les fluctuations des principaux cours de change, au premier semestre de 1998, ont été largement déterminées par les situations conjoncturelles et leurs perspectives d'évolution. La crise qui a frappé la Russie à la mi-août a fait apparaître la vulnérabilité de l'économie des États-Unis, et l'appréciation du dollar vis-à-vis du mark et du yen s'est inversée. Des facteurs techniques sans lien direct avec les données fondamentales ont accentué la baisse de la monnaie américaine, notamment par rapport au yen. L'amplitude de ces variations pose à nouveau la question de savoir si le déficit courant des États-Unis est supportable à long terme.

Les crises traversées par la Russie en août 1998 et le Brésil au début de 1999 soulignent la vulnérabilité persistante des économies émergentes. Malgré une stabilisation assez générale des cours de change – notamment en Asie – en 1998, le volume d'activité sur les monnaies de ces pays est demeuré modéré et bien inférieur aux maximums de 1996.

L'instauration de l'euro a été précédée d'une année de convergence et de stabilité sur les marchés des changes européens. Durant les premiers mois de son existence, la nouvelle monnaie s'est affaiblie sous l'effet de facteurs conjoncturels. Elle est susceptible d'entraîner d'importantes modifications structurelles sur les changes, mais il est encore trop tôt pour déterminer dans quelle mesure elle sera utilisée comme monnaie de transaction, de réserve, de placement et d'ancrage.

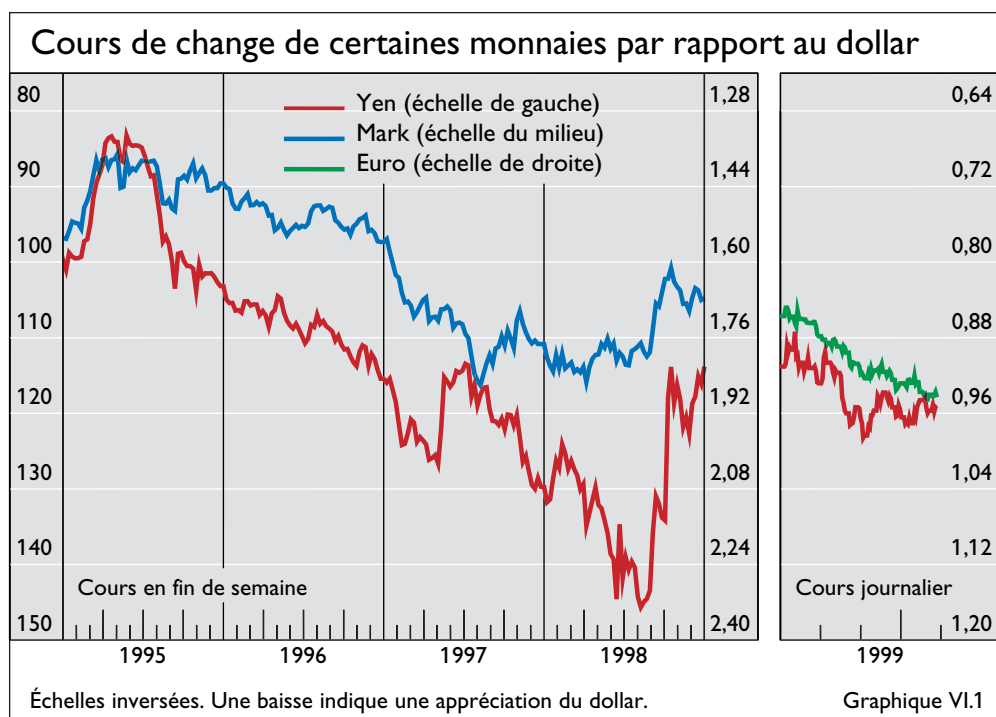
### Dollar, yen, mark et euro

#### *Déterminants conjoncturels et techniques du cours du dollar*

Les amples fluctuations des principales monnaies au premier semestre de 1998 s'expliquent essentiellement par la vigueur relative de l'économie réelle et les perspectives d'inflation aux États-Unis, au Japon et en Allemagne. Toutefois, à partir de l'été, elles ont commencé à refléter l'interaction entre ces facteurs conjoncturels et d'autres, plus « techniques ».

La période de vigueur du dollar face au yen et au mark, qui avait commencé au printemps de 1995, s'est poursuivie jusqu'à l'été de 1998 (graphique VI.1). En trois ans, la monnaie américaine s'est ainsi appréciée de 36% par rapport au mark et de 81% vis-à-vis du yen, renouant avec des niveaux qu'on n'avait pas connus depuis le début des années 90. Comme dans le passé, la fermeté du dollar à l'égard du yen a été étayée jusqu'en août 1998 par des signes persistants d'une croissance économique solide aux États-Unis et hésitante au Japon. Ces évolutions conjoncturelles ont suscité des anticipations de resserrement de la politique monétaire dans ce premier pays et d'assouplissement dans le

Les monnaies des pays du G3 réagissent aux évolutions conjoncturelles

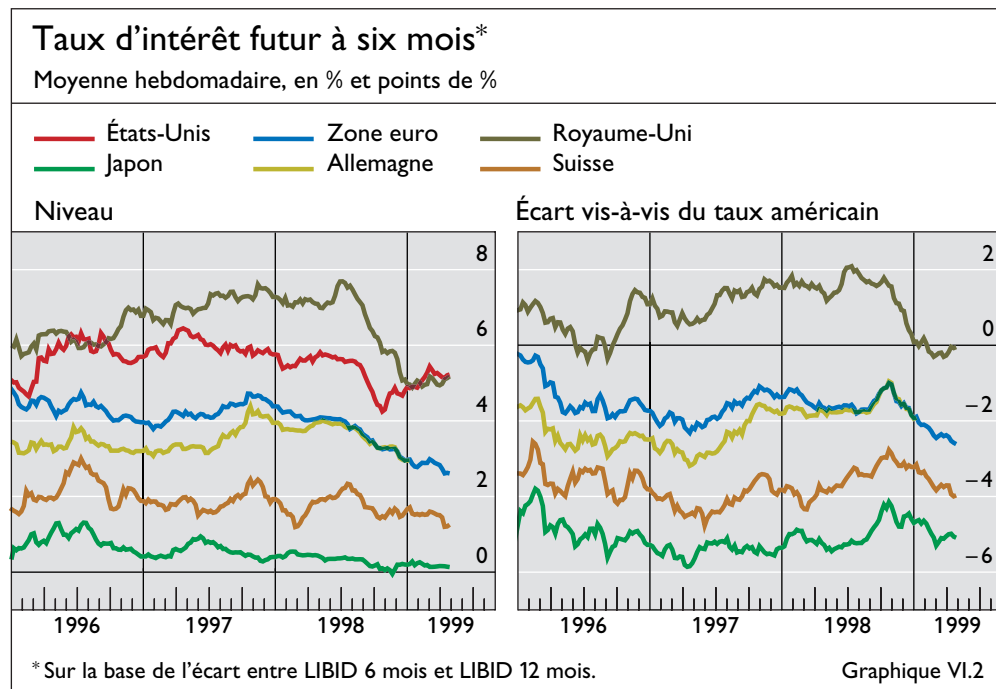


second, qui se sont traduites par un élargissement de l'écart de taux futurs (graphique VI.2). Des préoccupations au sujet de la fragilité du secteur bancaire japonais ont pu accentuer la faiblesse du yen.

Il est beaucoup plus difficile de dégager des tendances dans l'évolution du cours mark/dollar durant cette période. Les gains enregistrés par la monnaie américaine entre janvier et début avril, où elle avait culminé à DM 1,85, ont été annulés le mois suivant, les statistiques indiquant alors une consolidation de la reprise en Allemagne et les opérateurs commençant à anticiper un resserrement de la part de la Bundesbank. Le mark a également bénéficié de la poursuite de la convergence des taux officiels en Europe, qui témoignait d'une confiance accrue dans un lancement sans heurts de l'euro. Une fois l'incertitude dissipée par l'annonce officielle, le 3 mai, des monnaies participant à l'UEM, de la procédure de détermination de leurs taux de conversion et de la composition du directoire de la Banque centrale européenne, le mark a pu rebondir à DM 1,76 vis-à-vis du dollar. En juin et début juillet, il a perdu une partie de ces gains, retombant à DM 1,82. Cette baisse peut s'expliquer par les attaques répétées sur le rouble, à partir de fin mai, et par le sentiment prédominant selon lequel ses liens financiers et commerciaux avec la Russie rendaient l'Allemagne relativement plus vulnérable.

L'annonce officielle de la mise en flottement du rouble et du moratoire unilatéral sur la dette russe, mi-août, a fait craindre une propagation de la crise à l'Amérique latine (chapitre III). Les marchés des actions ont alors baissé aux États-Unis et surtout en Europe, et les opérateurs se sont mis à anticiper une détente de la part de la Réserve fédérale. Celle-ci leur a finalement donné raison en décidant de réduire les taux d'intérêt en trois étapes entre septembre et novembre (chapitre IV). Dans ce contexte, le dollar a chuté lourdement en deux temps. Entre le 27 août et le 7 septembre, il a perdu environ 5% à l'égard du mark, se repliant de DM 1,81 à DM 1,72, et a fortement baissé par rapport au yen

Chute du dollar  
après la crise russe

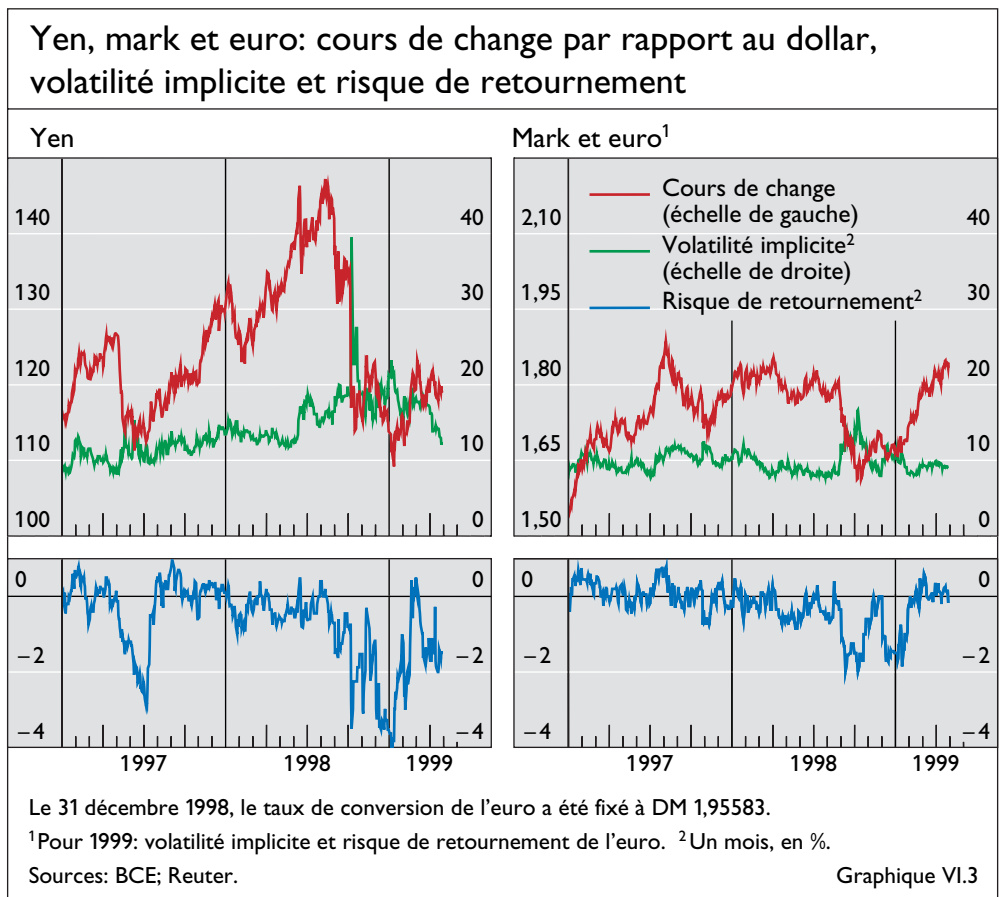


(de quelque 8%), revenant de ¥143 à ¥131. Les semaines suivantes, il a encore cédé 5%, touchant un plancher de DM 1,61 début octobre. Vis-à-vis du yen, il est resté un moment autour de ¥132–136, avant de connaître, les 7 et 8 octobre, un recul sans précédent (plus de 13%) qui l'a ramené à ¥117.

Les cours des options illustrent le revirement du sentiment du marché envers le dollar durant cette période. Fin août, les opérateurs ont commencé à penser qu'une forte dépréciation du dollar vis-à-vis du yen était bien plus probable que l'inverse, comme le suggérait la prime sur les options d'achat en yens à un mois par rapport à leurs équivalents en dollars, également hors du cours (le risque de retournement devient alors vraiment négatif: graphique VI.3). La vive hausse simultanée de la volatilité implicite des options yen/dollar suggère que l'incertitude concernant l'orientation future du cours yen/dollar s'était notablement accrue. Le changement de perception du marché s'est aussi manifesté, quoique plus discrètement, dans le cours mark/dollar: les opérateurs se sont mis à privilégier l'hypothèse d'une importante dépréciation du dollar, et la volatilité implicite a augmenté. Le revirement s'est accentué début octobre, où la balance entre anticipations d'une forte appréciation du dollar et d'une forte appréciation du yen a clairement penché en faveur de la seconde solution. La volatilité implicite des options yen/dollar a alors plus que doublé, touchant en quelques jours des sommets. La volatilité du cours mark/dollar s'est également nettement amplifiée, mais elle est restée inférieure à la moitié de celle de la paire yen/dollar.

Des facteurs  
conjoncturels  
pèsent sur le dollar

Les événements de septembre et d'octobre peuvent trouver deux explications: soit des facteurs liés à l'évolution conjoncturelle et à d'autres données fondamentales, soit des facteurs techniques, nés des conditions spécifiques du marché. Ainsi, les nouvelles perspectives des économies du G3 ont pu favoriser le mark et le yen face au dollar, contribuant au moins en partie

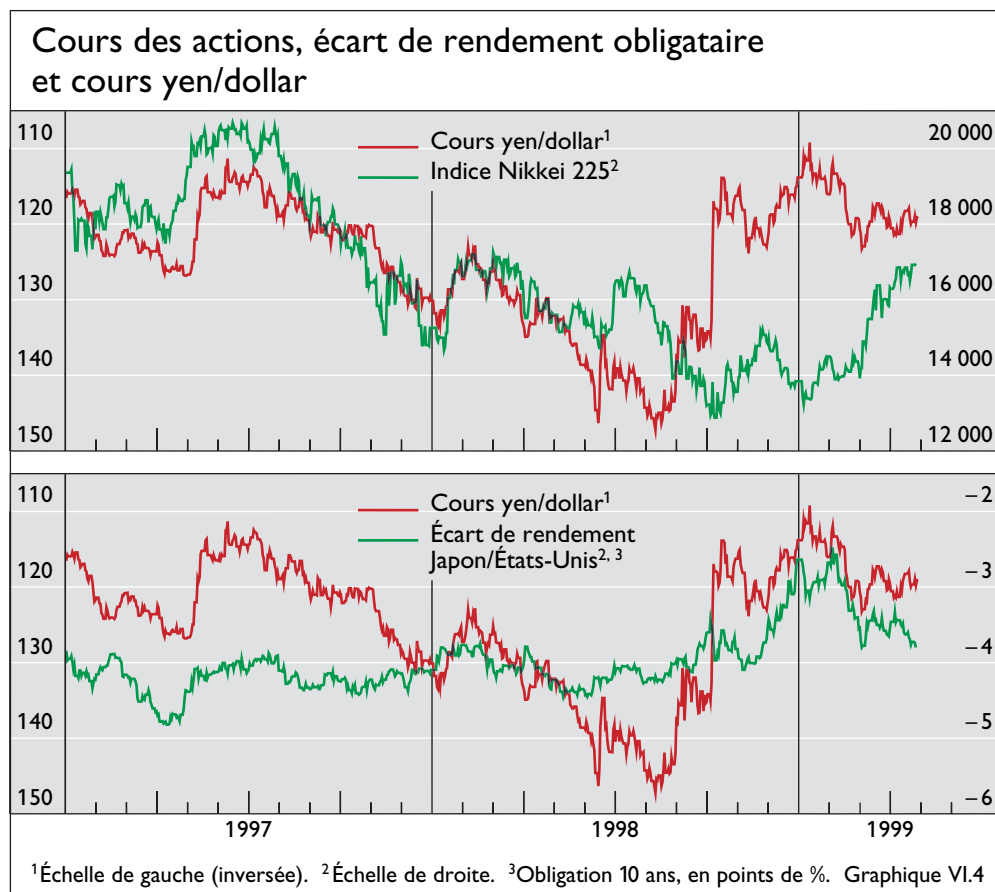


à la dépréciation de la monnaie américaine vis-à-vis de ces deux devises, début septembre. Plusieurs éléments viennent étayer cette hypothèse: les préoccupations qui se sont propagées sur la vulnérabilité de l'économie américaine aux retombées de la tempête financière en Amérique latine; la contraction des marchés américains des actions, fin août et début septembre; le renversement des anticipations du marché, qui s'est mis à croire à une détente de la politique monétaire; la baisse des taux obligataires aux États-Unis.

En revanche, les facteurs conjoncturels ne semblent pas expliquer la chute du dollar début octobre. En effet, la baisse des prix des actifs aux États-Unis s'est apparemment interrompue à ce moment-là. De plus, le marché des actions japonais, qui, depuis 1997, suivait d'assez près la dépréciation du yen, ne s'est pas redressé en même temps que la monnaie nationale, en septembre et octobre. Cet épisode contraste fortement avec la corrélation positive observée durant la période janvier 1997–juillet 1998 entre le marché des actions japonais et le cours yen/dollar, tous deux déprimés par les préoccupations concernant la faiblesse de la croissance économique et la fragilité du secteur bancaire nippon (graphique VI.4). Il laisse penser que, début octobre, les opérateurs n'ont pas révisé leurs anticipations sur l'économie japonaise. En outre, rien n'indiquait que la reprise allait s'accélérer en Allemagne.

Ces facteurs n'expliquent pas non plus la dépréciation inhabituelle du dollar, notamment par rapport au yen. Elle peut être la conséquence de facteurs techniques sans lien avec l'évolution de l'économie réelle dans les pays du G3. Il est possible que, en septembre et octobre, des fonds spéculatifs et entreprises

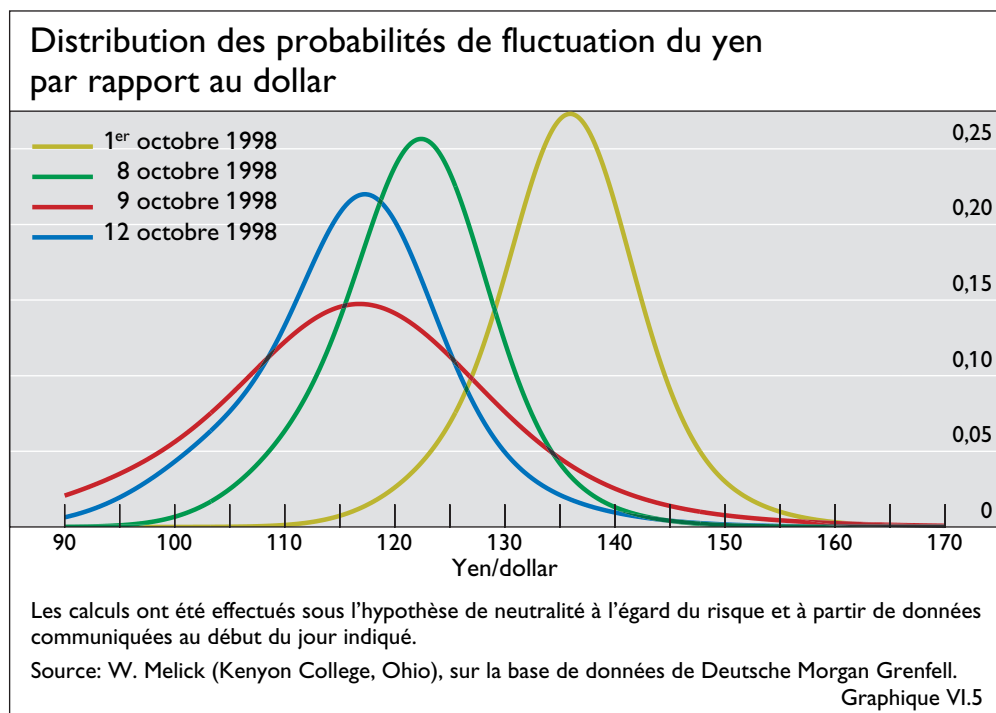
Les fonds spéculatifs à effet de levier précipitent la chute du dollar de deux façons



d'investissement à fort effet de levier aient dénoué d'importantes positions courtes en yens constituées pour profiter du faible coût des financements dans cette monnaie (*yen carry trades*) et que ces liquidations aient précipité la chute du dollar de deux façons. Premièrement, le portefeuille de ces investisseurs a sans doute été sérieusement affecté par la baisse des prix des actifs qui a suivi la crise russe. Leurs lourdes pertes entraînant des appels de marge, ils ont pu être contraints de liquider leurs positions spéculatives courtes sur le yen, créant brutalement une vive demande dans cette monnaie. Ce mécanisme peut contribuer à expliquer l'ampleur de la dépréciation du dollar, début septembre.

Deuxièmement, ces stratégies ont pu amplifier les ondes de choc parties du marché yen/dollar. Début octobre, les opérateurs semblent avoir revu leurs anticipations concernant les fluctuations à court terme du cours yen/dollar et il est possible que ce soudain changement d'attitude ait, à son tour, conduit les investisseurs à dénouer leurs positions spéculatives courtes sur le yen, précipitant ainsi la chute du dollar. Des liquidations massives, les 7–8 octobre, expliquent sans doute l'intensité des fluctuations sur ces deux jours.

Les distributions de probabilités estimées à partir des cours des options montrent un net changement du sentiment du marché aux environs de ces dates (graphique VI.5). Elles indiquent que, pendant la première semaine d'octobre, la perception du risque a progressivement évolué vers un scénario privilégiant, à court terme, une forte hausse plutôt qu'une forte baisse du yen (courbe décalée vers la gauche sur le graphique). À partir des 7 et 8 octobre, toutefois, le revirement s'est brutalement accentué: la balance a largement penché en faveur

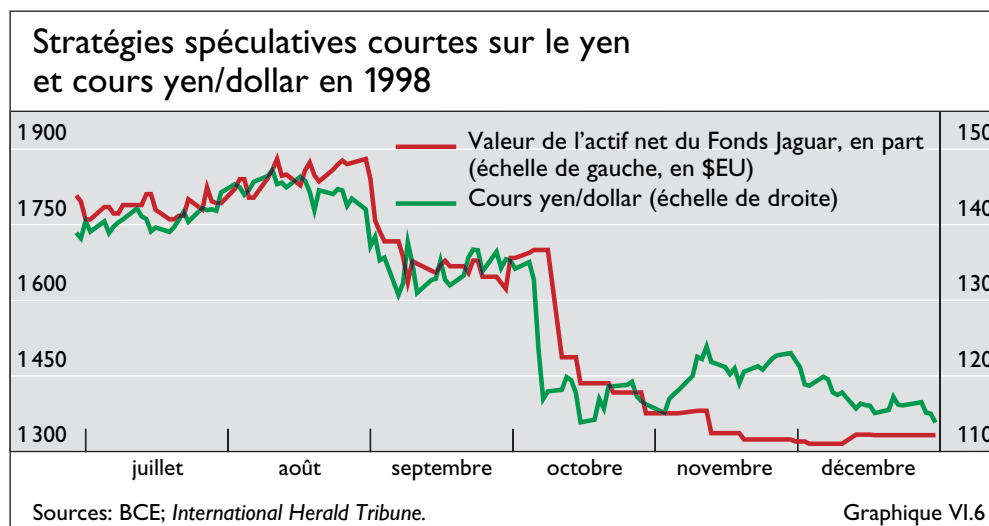


d'une vive appréciation du yen et l'incertitude s'est notablement accrue (la variance augmente beaucoup sur le graphique). Les conditions se sont quelque peu normalisées le 12 octobre, l'incertitude au sujet des cours futurs yen/dollar s'étant atténuée.

L'étude *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Markets Activity* de 1998 fournit deux éléments montrant indirectement que les placements hors du Japon ont été financés par des emprunts en yens à faible coût. Premièrement, les options yen/dollar de gré à gré ont nettement augmenté entre 1995 et 1998. Deuxièmement, le volume des transactions en yens sur les marchés au comptant et à terme, à cours de change constant, a progressé à un rythme exceptionnel. En outre, le degré de dépendance des investisseurs pratiquant l'effet de levier vis-à-vis de ces stratégies peut être illustré par une forte diminution de la valeur de l'actif net d'un des grands fonds spéculatifs correspondant aux deux jours de hausse marquée du yen (graphique VI.6).

Le rôle des fonds spéculatifs en septembre et octobre 1998 peut également comporter des implications pour l'action des autorités. Ces dernières années, l'attention s'est souvent concentrée sur la dette extérieure accumulée par les États-Unis depuis les années 80. La forte dépréciation du dollar montre que non seulement le niveau de la dette mais aussi ses sources de financement peuvent avoir une influence notable sur l'évolution à court terme du cours de change. La dette peut ainsi être absorbée par les investisseurs opérant dans une perspective longue, capables, sans se couvrir, de résister à des chocs temporaires sur leurs portefeuilles (par exemple, compagnies d'assurances et fonds de pension). Étant donné qu'ils ne réagissent généralement pas aux mouvements à court terme, ils jouent habituellement un rôle stabilisateur pour le dollar. En revanche, les investisseurs misant sur l'effet de levier et exposés au même type de chocs sont,

Implications pour les autorités



de plus, sensibles au risque de change inhérent à leur propre endettement. Toutefois, comme ils réagissent très vite et très violemment aux pertes, ils peuvent contribuer à accroître la volatilité du cours du dollar en essayant de se couvrir périodiquement. Or, ils semblent avoir été particulièrement actifs en 1998. L'orientation future du dollar peut donc dépendre dans une certaine mesure du type d'investisseurs dominant, sous réserve, bien entendu, que la volatilité accrue du cours de change ne pousse pas ceux qui sont traditionnellement orientés vers le long terme, notamment au Japon, à couvrir avec plus d'empressement leurs positions. Cela pourrait constituer, en effet, une autre source de volatilité à court terme et de pressions baissières généralisées sur le dollar durant la période d'ajustement.

Parti d'un plancher de DM 1,61 et ¥114, mi-octobre, le dollar est remonté, pour atteindre DM 1,69 et ¥124, mi-novembre. Au cours des deux mois suivants, toutefois, le yen a recouvré le terrain perdu. Son appréciation s'est accompagnée d'une importante hausse des rendements sur obligations d'État japonaises, d'environ 1% à près de 2,5%, et, partant, d'une diminution de l'écart avec les États-Unis. Cette envolée des taux longs japonais, généralement attribuée à une modification temporaire de l'équilibre entre offre et demande de titres, semble avoir constitué le principal facteur de soutien du yen. Les préoccupations suscitées par l'accroissement du déficit courant américain, qui a atteint des niveaux sans précédent au troisième trimestre de 1998, ont pu également contribuer à la dépréciation du dollar par rapport au yen. La progression de la monnaie nippone ne s'est interrompue que lorsque la Banque du Japon est intervenue, le 12 janvier 1999, son cours avoisinant ¥108 pour un dollar. Entre mi-janvier et mi-février, le dollar s'est repris, passant à ¥120, sous l'effet de la détente monétaire opérée par la Banque du Japon et surtout après que le Trust Fund Bureau fut revenu sur sa décision de réduire ses achats d'obligations d'État.

Le lancement de l'euro, le 1<sup>er</sup> janvier 1999, a créé une forte demande qui a porté la monnaie européenne, ce jour-là, de \$1,1668 (cours de clôture de l'Écu le 31 décembre 1998) à \$1,18. Peu de temps après, toutefois, l'incertitude au sujet de la croissance et la persistance de taux de chômage élevés dans une grande partie de la zone euro ont ravivé les préoccupations. La dépréciation continue de

Les fluctuations de l'euro reflètent les anticipations de croissance économique

l'euro de janvier à avril 1999 peut s'expliquer par les divergences de l'activité économique entre les États-Unis et de nombreux pays de la zone. Ainsi, des chiffres officiels publiés au début de 1999 faisaient état d'une vigueur surprenante de l'économie américaine, dont la croissance a atteint 6,1% en taux annualisé au dernier trimestre de 1998, alors qu'elle a été parfois un peu plus faible qu'escompté au sein de la zone euro, notamment en Allemagne. Les anticipations du marché sur les taux courts ont alors évolué en faveur du dollar, comme en témoigne l'élargissement de l'écart entre taux futurs implicites aux États-Unis et dans la zone euro. Malgré l'ampleur de la détente monétaire décidée par la BCE le 8 avril, qui a pris le marché par surprise, l'euro n'a pratiquement pas varié par rapport au dollar les jours suivants.

Durant les tout premiers mois de 1999, le rapport entre demande et offre sur les marchés obligataires européens a sans doute également contribué à la dépréciation de l'euro. De nombreux titres internationaux libellés en euros ont été émis, mais les gestionnaires d'actifs ne leur ont porté, semble-t-il, qu'un intérêt modéré. Mi-avril, l'euro s'était replié à quelque \$1,06 alors que les hostilités se poursuivaient dans les Balkans. Les semaines suivantes, il s'échangeait autour de \$1,06–1,07, non loin de ce qu'indiquaient les monnaies de la zone en avril 1998. Sa dépréciation depuis janvier a été régulière, comme en témoignent les niveaux assez faibles de volatilité, tant effective qu'implicite. Plus généralement, l'incertitude accrue qui aurait pu entourer le comportement d'une monnaie nouvellement créée est demeurée très limitée, la volatilité de l'euro vis-à-vis du dollar étant semblable à celle du mark, du franc français et des autres devises européennes en 1998.

#### *Évolution à long terme du dollar*

Le net renforcement du dollar entre le printemps de 1995 et l'été de 1998 ainsi que sa chute et son nouveau redressement ultérieur mettent une fois encore en évidence la différence entre ses perspectives à moyen et à long terme. Dans une vision à moyenne échéance et en termes de flux, les larges fluctuations de change observées durant cette période semblent compatibles avec les situations conjoncturelles relatives. La hausse de la monnaie américaine a ainsi contribué à déplacer la demande mondiale des économies à forte croissance vers celles qui étaient insuffisamment sollicitées. Le même phénomène s'est produit début 1999, lors de l'appréciation du dollar face à l'euro.

Sur longue période, toutefois, le renforcement du dollar paraît plus difficile à expliquer. Il existe essentiellement deux façons d'appréhender les valeurs d'équilibre à long terme des cours de change, qui ne peuvent donner, l'une comme l'autre, que des résultats imprécis. Selon la première approche, qui considère la parité de pouvoir d'achat des monnaies, le dollar se situe actuellement légèrement au-dessus de sa valeur d'équilibre à long terme vis-à-vis du yen et de l'euro (tableau VI.1). On arrive à des résultats analogues si l'on mesure le dollar par des estimations, forcément approximatives, de sa valeur d'équilibre fondamental, c'est-à-dire celle qui permet d'assurer la stabilité à long terme du ratio dette extérieure/production.

Les effets conjugués de l'augmentation du déficit commercial et de l'alourdissement du service de la dette ont porté le déficit courant des États-Unis

Les fluctuations du dollar peuvent jouer un rôle stabilisateur à moyen terme ...

... mais pas nécessairement à long terme



Valeur d'équilibre à long terme du dollar (estimations)				
	Cours du marché <sup>1</sup>	Parité de pouvoir d'achat (PPA) <sup>2</sup>	PPA tendancielle <sup>3</sup>	Cours d'équilibre fondamental <sup>4</sup>
Yen/dollar	119	163	102	100
Dollar/euro	1,06	1,05	1,15	1,25-1,30

<sup>1</sup> Au 29 avril 1999. <sup>2</sup> OCDE; yen/dollar: 1998; dollar/euro «reconstitué»: 1996. <sup>3</sup> Warburg Dillon Read; début 1999. <sup>4</sup> Institute for International Economics; début 1999. Tableau VI.1

au niveau record de \$233 milliards en 1998. Ainsi, la dette extérieure nette est passée de 16% du PIB à près de 19%. Toutefois, les conséquences qui en résultent pour le futur service de la dette sont atténuées par le fait que le taux de rendement des créances sur l'étranger est généralement plus élevé que celui des engagements extérieurs. Le revenu net n'est devenu négatif qu'en 1997 et représentait encore moins de 1% du PIB en 1998. Au Japon, en revanche, les avoirs extérieurs nets, qui dépassent aujourd'hui 25% du PIB, ne produisent qu'un revenu net d'environ 1,5% du PIB.

## Marchés émergents

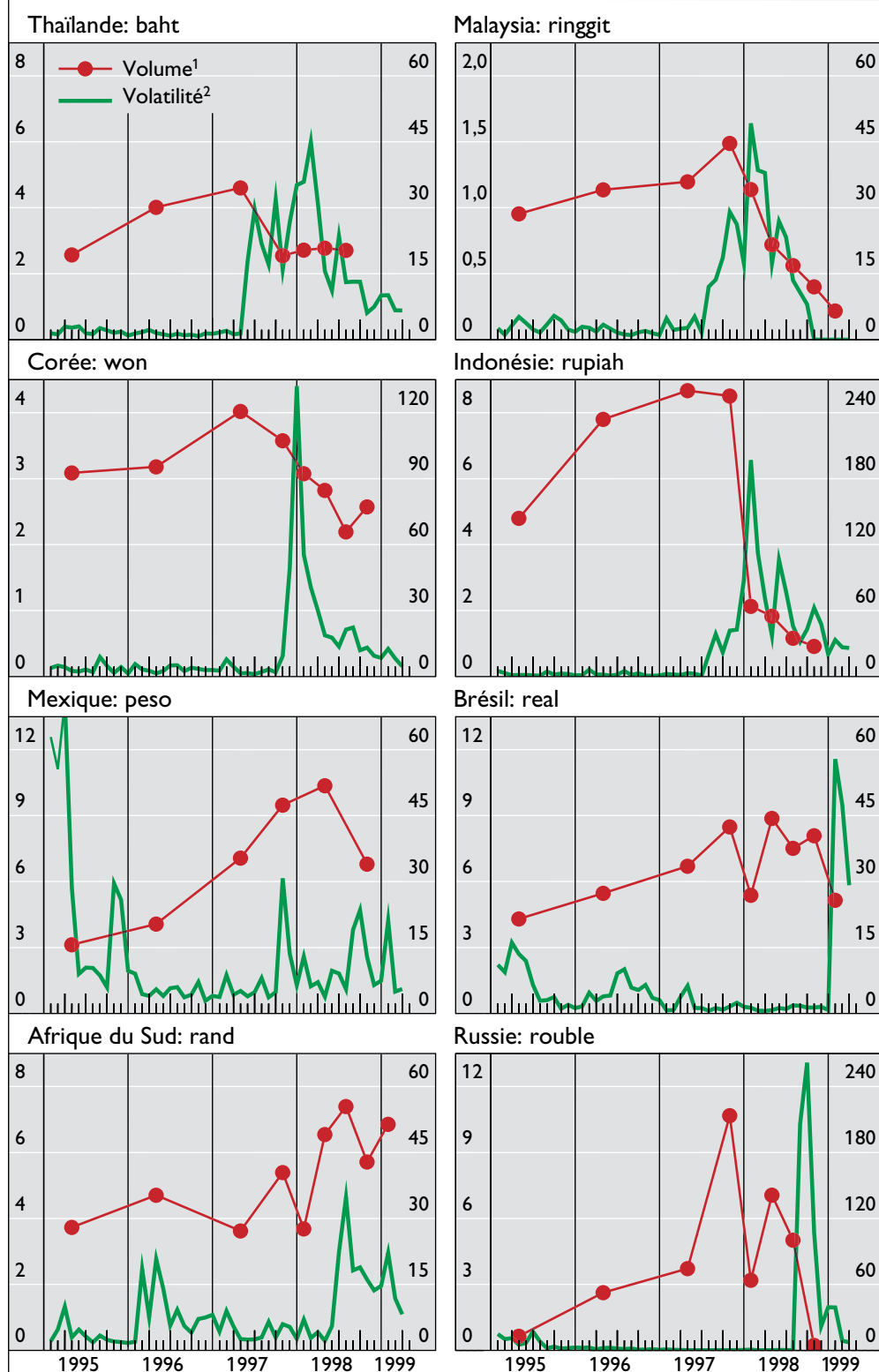
La Russie et le Brésil sont frappés par la crise

Deux évolutions importantes ont caractérisé les marchés des changes des économies émergentes en 1998 et début 1999 (chapitre III). Premièrement, une vague de turbulences s'est abattue sur le rouble en août 1998, se propageant ensuite au Mexique, où les entrées de capitaux ont fortement diminué et où la monnaie s'est nettement dépréciée. En janvier 1999, le Brésil a été contraint de dévaluer le real sous la force d'intenses pressions spéculatives. Deuxièmement, les marchés des changes asiatiques ont manifesté des signes de stabilisation, après une période de profonde agitation en 1997 et au début de 1998, ce qui a permis aux autorités monétaires d'abaisser progressivement les taux courts. Comme le montre l'exemple du won (graphique VI.7), la volatilité par rapport au dollar, qui s'était considérablement accrue durant la crise, est ensuite revenue à ses niveaux antérieurs. Ce retour à la normale concordait avec une stabilisation des marchés financiers de la région et une amélioration des résultats économiques. D'autres monnaies qui avaient mieux résisté aux perturbations en 1997, tels le yuan et le dollar de Hong-Kong, sont demeurées stables en 1998 et au début de 1999.

Les marchés des changes d'Asie se stabilisent

La stabilisation des cours de change a reflété dans une large mesure des facteurs internes, mais elle a été également étayée par les fluctuations de la paire yen/dollar et par l'évolution de la relation des monnaies asiatiques avec ce cours. Avant le déclenchement de la crise en 1997, la plupart des monnaies des marchés émergents d'Asie étaient fermement ancrées au dollar. Après l'importante appréciation de ce dernier face au mark et surtout au yen entre 1995 et 1997, les cours effectifs avaient fortement augmenté, entraînant de graves pertes de compétitivité. Les pressions subies par de nombreuses devises asiatiques avaient alors abouti à la rupture de leur lien avec le dollar. Au second semestre de 1997 et au premier de 1998, la rupiah, le won, le ringgit et le baht ont gardé leurs distances vis-à-vis du dollar EU en hausse et suivi d'assez près le repli du yen par rapport à la monnaie américaine (graphique VI.8). Jusqu'en août 1998, cette

## Volume de transactions et volatilité sur certains marchés émergents

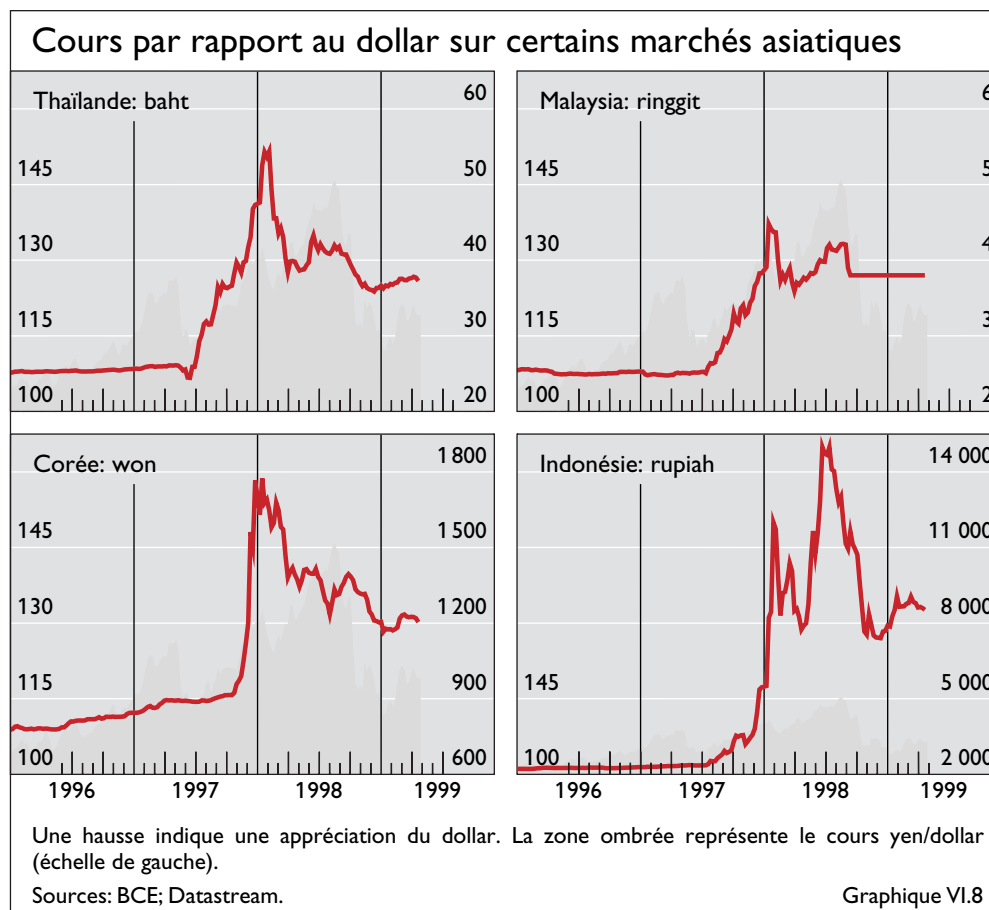


Divers changements structurels sur le marché des changes russe ont contribué à la forte baisse d'activité après juillet 1998.

<sup>1</sup>Volume local de transactions en monnaie nationale, par jour ouvré pour le mois indiqué, sauf pour le Brésil et le Mexique, où il englobe d'autres monnaies (en milliards de dollars EU; échelle de gauche). Pour de plus amples informations, voir 68<sup>e</sup> Rapport annuel, tableau VI.5. <sup>2</sup>Écart type sur un mois annualisé de la variation quotidienne (en %) du cours par rapport au dollar EU (échelle de droite).

Sources: banques centrales; Datastream; calculs BRI.

Graphique VI.7



évolution leur a permis de regagner une certaine compétitivité. La plupart des autres monnaies asiatiques ont eu un comportement analogue, à l'exception notable du yuan et du dollar de Hong-Kong, qui sont demeurés étroitement liés à la monnaie américaine.

La ventilation par secteur des exportations de la Chine vers les États-Unis, l'Union européenne et le Japon étant très semblable à celle de la Corée, de la Thaïlande et des Philippines (tableau VI.2), dont la monnaie s'était fortement dépréciée, le lien du yuan avec le dollar est apparu particulièrement fragile lorsque ce dernier a frôlé ¥150, à la mi-août 1998. Toutefois, quand la monnaie américaine a perdu environ un quart de sa valeur contre yen, au cours des six semaines suivantes, les préoccupations des opérateurs concernant un éventuel décrochage du yuan se sont dissipées. Simultanément, d'autres monnaies d'Asie se sont éloignées du yen pour se rapprocher du dollar en baisse.

Après janvier 1999, une plus forte corrélation entre les mouvements de la plupart des monnaies asiatiques et ceux du yen est réapparue. Le fait que, depuis la mi-1997, ces monnaies tendent à suivre étroitement celle qui se déprécie (dollar ou yen) laisse penser que les pratiques de gestion du cours de change sont devenues moins exclusives dans la région. La Malaysia constitue une exception à ce schéma: elle a ancré sa monnaie au dollar en septembre 1998 et instauré des contrôles stricts sur les mouvements de capitaux, qui ont toutefois été partiellement supprimés au début de 1999.

Bien que les cours de change se soient stabilisés en Asie en 1998, l'effondrement du rouble en août, les pressions sur le peso mexicain les mois

Sources des pressions concurrentielles sur les monnaies asiatiques									
	Corée	Inde	Thaï- lande	Malaysia	Singa- pour	Indo- nésie	Philip- pines	Chine	Taiwan
Inde	38								
Thaïlande	63	44							
Malaysia	66	23	58						
Singapour	53	17	46	56					
Indonésie	37	42	45	41	21				
Philippines	69	38	67	71	51	42			
Chine	55	53	62	43	33	47	55		
Taiwan	69	30	68	58	60	32	60	54	
Hong-Kong	52	41	55	45	40	30	56	63	53

La similarité dans la composition par produits des exportations des pays d'Asie vers les États-Unis, le Japon et l'Union européenne est mesurée par l'indice de Finger, à partir d'une nomenclature CTCI à deux chiffres des exportations totales ( $X_*$ ).

Pour deux pays  $i$  et  $j$ , l'indice de Finger est donné par la formule suivante:

$$100 \sum_{k=1}^{64} \text{Min}[(X_{ik}/X_i^*), (X_{jk}/X_j^*)], \text{ où } 64 \text{ représente le nombre de secteurs.}$$

L'indice varie entre 0 (aucune similarité) et 100 (même composition des exportations).

Sources: F. M. Finger et M. E. Kreinin, «A measure of export similarity and its possible uses», *The Economic Journal*, vol. 89, pp. 905–12; OCDE; calculs BRI.

Tableau VI.2

suiuants et les attaques spéculatives sur le real brésilien, qui ont abouti à sa mise en flottement en janvier 1999, attestent que les monnaies des marchés émergents demeurent vulnérables. En outre, les statistiques sur leurs volumes d'échanges de ces dernières années font état d'une activité toujours faible (graphique VI.7), voire, comme en Indonésie et en Malaysia, moindre qu'en 1995. Cela reflète le renversement des flux de capitaux destinés aux marchés émergents (chapitre VII) et, depuis août 1998, la recherche généralisée de la qualité et de la liquidité (chapitre V) déclenchée par la crise russe.

L'activité reste faible

Le graphique VI.7 illustre deux types de relations entre niveau d'activité et volatilité. Selon un schéma courant sur les marchés des actions, la volatilité accrue des changes en Afrique du Sud, en 1998, s'est accompagnée d'une augmentation des volumes traités. En revanche, les pays qui ont connu de graves turbulences, tels que l'Indonésie en 1997 et au début de 1998 ou la Russie à l'été de 1998, présentent une corrélation négative entre volatilité et activité. En Russie, par exemple, les transactions ont progressé à un rythme très rapide entre 1995 et 1997, avant de cesser pratiquement lors de l'effondrement du rouble, situation qui a sans doute été aggravée par des modifications structurelles sur les changes.

## Marchés intra-européens

Les marchés des changes européens ont été caractérisés en 1998 par la perspective d'un lancement sans heurts de l'union monétaire et une remarquable stabilité face aux perturbations des marchés mondiaux des capitaux. Au premier semestre, alors que taux directeurs et rendements obligataires convergeaient en Europe, les cours intra-européens sont demeurés stables et le volume de transactions a baissé. Selon l'enquête menée par les banques centrales en 1998, la part des échanges mark allemand/franc français sur les marchés au comptant,

La perspective de l'UEM joue un rôle stabilisateur

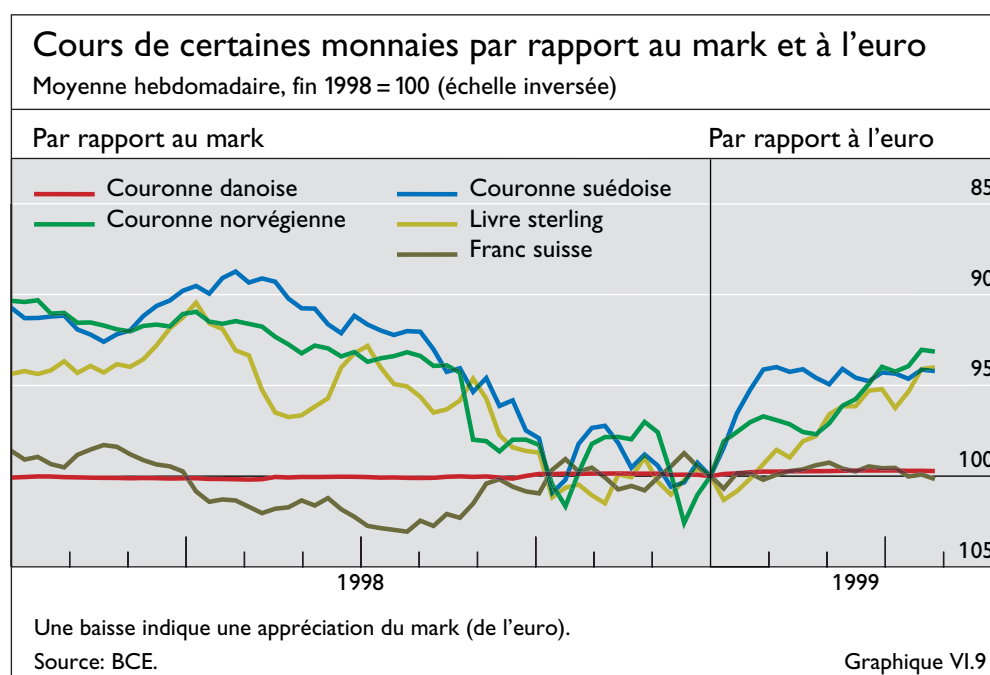
à terme et d'options sur devises a fortement diminué entre 1995 et 1998. La tendance s'est accélérée après l'annonce, le 3 mai, de la liste des monnaies participant à l'UEM et de la procédure de détermination des taux de conversion.

Lors de la recherche généralisée de la qualité et de la liquidité déclenchée par la crise russe, les marchés des changes de la future zone euro sont demeurés remarquablement calmes. Les mois suivants, la volatilité par rapport au mark des monnaies antérieures à l'euro a été modérée et les taux courts ont convergé en fin d'année (chapitre IV), démontrant l'effet stabilisateur de l'approche de l'union monétaire. En revanche, certaines monnaies européennes extérieures à la future zone euro ont été soumises à des pressions entre fin août et octobre 1998. Les réactions différentes du mark finlandais, d'une part, des couronnes norvégienne et suédoise, d'autre part, montrent que la perspective d'adhésion à l'union monétaire a joué un rôle stabilisateur. Le mark finlandais n'a pas varié face au mark allemand, alors que la volatilité de la couronne suédoise a triplé entre août et octobre, du fait de son affaiblissement contre la monnaie allemande (graphique VI.9). Pour ce qui est de la couronne norvégienne, la dépréciation a été aggravée par la baisse persistante des prix du pétrole, de sorte que les autorités monétaires ont été contraintes de relever fortement les taux directeurs en août, puis d'abandonner leur objectif de change.

La faiblesse de la couronne suédoise par rapport au mark allemand pendant la majeure partie de 1998 traduit également le ralentissement de l'économie, qui a conduit les autorités à plusieurs réductions de taux. Au quatrième trimestre, la couronne s'est stabilisée face au mark et l'écart de rendement entre obligations suédoises et allemandes a diminué, les opérateurs anticipant une entrée plus rapide de la Suède dans l'UEM.

La livre sterling et le franc suisse suivent l'euro ...

Le comportement de deux grandes monnaies européennes n'appartenant pas à la zone euro – livre sterling et franc suisse – a également été guidé par des facteurs conjoncturels et par les mesures de politique monétaire



correspondantes. L'affaiblissement de la livre face au mark durant les trois premiers trimestres de 1998 peut ainsi s'expliquer par un changement des anticipations concernant les taux d'intérêt au Royaume-Uni, les données récentes indiquant un ralentissement de la croissance. Cette réorientation, qui apparaît nettement dans les taux d'intérêt futurs implicites (graphique VI.2), a été confirmée par le repli progressif des taux courts britanniques entre octobre 1998 et avril 1999. Vis-à-vis de l'euro, la livre a évolué à l'intérieur d'une étroite fourchette, s'appréciant peu à peu de £0,71 à £0,66 entre janvier et avril 1999. Cette hausse, à un moment où l'euro cédait du terrain par rapport au dollar, ne fait que reproduire l'évolution de la monnaie britannique face au mark et au dollar depuis le début des années 90.

Le franc suisse, conformément au schéma déjà observé dans le passé, s'est déprécié à l'égard du mark lorsque celui-ci s'est affaibli, au premier semestre de 1998, et apprécié quand la monnaie allemande a refait ses pertes face au dollar les six mois suivants. Vis-à-vis de l'euro, le franc suisse a légèrement baissé entre janvier et avril 1999, alors que l'euro fléchissait par rapport au dollar, ses fluctuations envers la nouvelle monnaie européenne reproduisant celles qu'il avait connues autrefois face au mark. Le désir des autorités suisses de conserver cette relation s'est manifesté par le fait qu'elles ont réduit leurs taux en même temps que la BCE, le 8 avril 1999.

... comme ils suivaient précédemment le mark

## Conséquences de l'instauration de l'euro

Durant les premiers mois qui ont suivi l'instauration de l'euro, l'attention s'est concentrée sur son évolution à court terme et notamment sur sa dépréciation face au dollar. Toutefois, l'avènement de la monnaie unique pourrait entraîner des modifications structurelles sur les changes. Ces modifications, qu'il est difficile de situer dans le temps, sont liées à son rôle futur en tant que monnaie de transaction, de réserve, de placement et d'ancrage. L'euro représente une zone économique correspondant à 16% du PIB mondial et à 30% du commerce mondial, parts comparables à celles des États-Unis, mais on ignore encore s'il parviendra à prendre la même importance que la monnaie américaine.

L'euro est susceptible de jouer un rôle majeur en tant que monnaie véhiculaire. Le volume de transactions d'une monnaie sur les changes sert souvent à mesurer son importance à cet égard. D'après les données de l'enquête triennale de 1998, le dollar conserve de loin la première place (tableau VI.3). Compte tenu de la part d'activité qui a disparu avec l'avènement de l'UEM, on estime qu'il intervient dans 94% des opérations au comptant et à terme. Selon des estimations reposant sur les transactions en devises de la zone euro effectuées en 1998, la monnaie unique, au début de l'UEM, était utilisée dans environ 50% des opérations de change. À long terme, cette part augmentera probablement, plus ou moins cependant, selon le rôle de l'euro en tant que monnaie de réserve, de placement et d'ancrage.

L'importance de l'euro dépendra de son rôle en tant que monnaie de transaction ...

Il est d'ores et déjà certain que l'instauration de l'euro a entraîné une contraction des opérations de change. Selon l'enquête de 1998, les transactions entre monnaies UEM sont revenues de 13% du total en 1995 à moins de 6% en 1998. Il convient de noter que la disparition de ce compartiment important n'a

Marchés des changes et Union économique et monétaire						
	Volume de transactions <sup>1</sup> en 1995			Volume de transactions <sup>1</sup> en 1998		
	Total	contre dollar EU	contre monnaies UEM <sup>2</sup>	Total	contre dollar EU	contre monnaies UEM <sup>2</sup>
	en milliards de dollars EU					
Dollar EU	1 313,4	–		1 741,0	–	
Monnaies UEM <sup>2</sup>	869,8	551,4	201,1 <sup>3</sup>	968,4	709,1	125,1 <sup>3</sup>
Mark allemand	583,8	364,9	106,1	602,7	413,1	62,4
Franc français	127,2	72,5	51,7	102,6	82,6	17,1
Écu	36,2	25,2	10,9	28,2	22,7	5,6
Yen	371,4	329,9		407,2	363,3	
Livre sterling	139,7	102,8		211,9	159,4	
Franc suisse	116,3	85,7		138,8	108,7	
Total	1 571,8	1 313,4		1 981,6	1 741,0	

Chiffres en italique: estimations.

<sup>1</sup> Moyenne journalière, corrigée des doubles comptages entre opérateurs locaux. Comme le volume est indiqué chaque fois qu'une monnaie apparaît dans l'un des volets d'une transaction, les opérations sont enregistrées deux fois. Pour en tenir compte, le total (qui comprend également les autres monnaies et les montants non attribués) est divisé par deux. <sup>2</sup> L'enquête ne fournit de décomposition que pour le mark, le franc français, la livre sterling, l'Écu et la somme de toutes les autres monnaies du SME. Pour obtenir une estimation du volume des monnaies UEM, la somme de ces autres monnaies est désagrégée sur la base des chiffres des échanges en monnaie locale, selon la méthodologie utilisée dans le tableau V.5 du 67<sup>e</sup> Rapport annuel. <sup>3</sup> Avant le début de l'UEM, les opérations de change entre monnaies des futurs membres s'effectuaient parfois par le truchement du dollar EU. Par conséquent, l'estimation de l'importance actuelle de l'euro, du dollar et du yen, obtenue par soustraction du volume des transactions intra-UEM en 1998, conduit à surévaluer la part de l'euro, sous-évaluer celle du yen et évaluer correctement celle du dollar.

Sources: *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity* (1995, 1998); calculs BRI. Tableau VI.3

pas été compensée par un accroissement de l'activité sur les monnaies des marchés émergents, comme on l'avait pensé. Les échanges sur ces monnaies ont en fait baissé entre 1997 et 1998.

... de réserve ...

Pour évaluer le poids de l'euro en tant que monnaie de réserve, il est nécessaire de dissocier son évolution à court terme de ses perspectives à long terme. Ces dernières années, la proportion des réserves officielles mondiales investies en instruments libellés en dollars est demeurée assez stable, autour de 70% (tableau VI.4). Le mark et le yen occupaient une place beaucoup plus réduite, non loin de 11% et 5% respectivement fin 1998. La perte d'influence des autres monnaies européennes, Écu compris, explique largement la baisse des réserves hors dollar en 1998. Globalement, les monnaies de l'UEM représentaient environ 15% des réserves mondiales à cette date; du fait de la disparition des réserves en monnaies des pays de la zone euro, la part du dollar aura sans doute un peu augmenté. À long terme, le poids de l'euro dans les réserves mondiales par rapport à la somme des monnaies constituantes dépendra des stratégies de gestion des réserves adoptées par les banques centrales. Son rôle comme point d'ancrage doit aussi être pris en compte si les pays dont la monnaie lui est rattachée choisissent de détenir leurs réserves dans cette devise. Les politiques de change des marchés émergents peuvent revêtir à cet égard une importance particulière en raison du niveau élevé de leurs réserves.

Réerves officielles en devises					
	1995	1996	1997	1998	Encours à fin 1998
en milliards de dollars EU					
	Variation, à cours de change courants				
Total	198,5	172,3	52,7	63,8	1 636,1
Pays industriels	79,3	69,6	-12,0	- 0,5	690,4
Asie <sup>1</sup>	49,4	64,2	8,8	61,9	562,9
Amérique latine <sup>2</sup>	21,4	24,0	10,8	- 8,4	132,7
Europe orientale <sup>3</sup>	34,6	-2,6	5,1	4,8	73,3
Autres pays	13,8	17,1	40,0	6,0	176,8
	Variation, à cours de change constants <sup>4</sup>				
Total	180,8	200,3	111,4	28,8	1 636,1
En dollars	142,5	162,1	78,3	25,7	1 144,6
Avoirs aux États-Unis <sup>5</sup>	106,0	128,0	22,1	- 7,2	727,3
Dépôts bancaires hors des États-Unis <sup>6</sup>	-15,4	19,2	- 4,4	- 4,8	117,0
Non attribué	51,9	14,9	60,5	38,3	300,9
En autres monnaies	38,3	38,2	33,1	3,1	491,5
dont dépôts bancaires <sup>6</sup>	7,6	8,0	17,2	-22,9	111,7

<sup>1</sup> Chine, Corée, Hong-Kong, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taiwan et Thaïlande. <sup>2</sup> Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique et Venezuela. <sup>3</sup> Bulgarie, Croatie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Russie, Slovaquie et Slovénie. <sup>4</sup> Chiffres en partie estimés; cours de fin d'année. Le montant résiduel a été attribué sur la base des réserves connues. <sup>5</sup> À l'exclusion des paiements anticipés d'achats de matériel militaire par 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. <sup>6</sup> Dépôts des institutions monétaires officielles auprès des banques déclarantes BRI.

Sources: FMI; données nationales; BRI. Tableau VI.4

Dans le contexte d'une forte augmentation des flux transfrontières d'obligations et actions (tableau VI.5), l'euro peut jouer un rôle notable en tant que monnaie de placement. Au premier trimestre de 1999, on a enregistré d'importantes émissions obligataires dans cette monnaie. Comme l'indiquait le 67<sup>e</sup> Rapport annuel, la réaction des gestionnaires de passifs et d'actifs à l'instauration de l'euro sera déterminante pour son évolution. Nul doute qu'il

... de placement ...

Opérations transfrontières sur obligations et actions*												
	1975	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
en % du PIB												
États-Unis	4	9	35	89	96	107	129	131	135	159	213	230
Japon	2	8	62	119	92	72	78	60	65	79	96	91
Allemagne	5	7	33	57	55	85	170	158	172	200	257	334
France	n.d.	5	21	54	79	122	187	197	187	258	314	415
Italie	1	1	4	27	60	92	192	207	253	470	677	640
Canada	3	9	27	65	83	114	153	206	187	251	355	331

\* Achats et ventes, en termes bruts, entre résidents et non-résidents.

Sources: données nationales de balance des paiements. Tableau VI.5



## Rôle du dollar, du mark et du yen comme monnaies d'ancrage

	Part (en % du total) des opérations en monnaie locale contre <sup>1</sup>			Élasticité du cours de change <sup>2</sup>		Part (en % du total) des opérations en monnaie locale contre <sup>1</sup>			Élasticité du cours de change <sup>2</sup>
	\$EU	DM	Yen			\$EU	DM	Yen	
<b>Asie</b>					<b>Europe orientale</b>				
Corée: won	97,3	0,5	1,5	0,29	Hongrie: forint	71,5	25,4	0	0,45
Inde: roupie	90,0	2,9	1,0	0,09	Pologne: zloty	78,9	19,8	n.d.	0,33
Taiwan: dollar <sup>3</sup>	90,5	1,3	4,4	0,24	Rép. tchèque: couronne <sup>4</sup>	42,8	53,5	3,6 <sup>5</sup>	0,75
Thaïlande: baht	96,7	0,3	1,9	0,33	Slovaquie: couronne	85,0	11,9	3,2 <sup>5</sup>	0,63
<b>Amérique latine</b>					<b>Autres monnaies</b>				
Brésil: real	85-90 <sup>6</sup>	n.d.	n.d.	0,55	Afrique du Sud: rand	95,0	1,8	3,2	0,11
Colombie: peso	100,0	0	0	-0,08	Arabie Saoudite: riyal	98,1	0,2	0,1	0
Mexique: peso	n.d.	n.d.	n.d.	-0,96	Israël: nouveau shekel	89,2	n.d.	n.d.	0,28
Pérou: nouveau sol	100,0	0	0	0,03	Turquie: livre	100,0	0	0	0,68

<sup>1</sup> Rapport des transactions locales en monnaie du pays considéré contre dollar/mark/yen au total des transactions locales dans cette monnaie (juillet 1998). <sup>2</sup> Élasticité du cours de change: un des coefficients de la régression  $X_t = \alpha + \beta (DM/\$)_t + \gamma (yen/\$)_t + u_t$ , où  $X_t$  représente le cours vis-à-vis du dollar. Toutes les variables sont exprimées sous forme de variations en %. Régression sur données mensuelles (période 01.1993-12.1998). Les valeurs sont des élasticités par rapport au cours yen/dollar pour les monnaies asiatiques et par rapport au cours mark/dollar pour les autres monnaies. Une élasticité proche de zéro indique une forte corrélation avec le dollar. <sup>3</sup> Avril 1998. <sup>4</sup> Octobre 1997. <sup>5</sup> Chiffres incluant d'autres monnaies. <sup>6</sup> Estimation.

Sources: banques centrales; Datastream; FMI; calculs BRI.

Tableau VI.6

profitera de l'intégration croissante des marchés des obligations publiques et privées en Europe. La segmentation qui subsiste sur certains de ces marchés, par suite notamment des différences dans les réglementations, régimes fiscaux et pratiques de place des divers pays, montre qu'il faudra aussi du temps avant que l'euro n'ait une influence sur les portefeuilles privés.

... et d'ancrage

L'euro en tant que monnaie d'ancrage reprendra sans doute le rôle joué par le mark jusqu'à la fin de 1998. L'examen des corrélations des cours de change avec le dollar, le mark et le yen semble indiquer que la monnaie américaine est prépondérante en Asie, en Amérique latine et dans d'autres régions (tableau VI.6). La ventilation par monnaie des volumes échangés conduit à la même conclusion. En 1998, le rôle du mark comme monnaie d'ancrage se réduisait à l'Europe, ce qui laisse penser que celui de l'euro, dans le futur proche, pourrait également se limiter à cette région et à la zone d'influence du franc français. Au début de 1999, la livre sterling, le franc suisse, la couronne suédoise et la plupart des monnaies d'Europe orientale réagissaient aux fluctuations du cours euro/dollar à peu près de la même façon qu'auparavant aux variations mark/dollar. En moyenne, chaque fois que l'euro perdait 1% face au dollar, le franc suisse cédait environ 1,1%. La couronne suédoise suivait moins étroitement l'euro, ne répercutant généralement que quelque 0,7% de ses mouvements vis-à-vis du dollar, et la livre autour de 0,5%. La couronne tchèque présentait un comportement semblable à celui de la couronne suédoise, tandis que le zloty partageait en moyenne moins d'un tiers des fluctuations de l'euro contre dollar. Le forint, quant à lui, évoluait davantage dans le sillage de l'euro que dans celui du mark.