BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

66e RAPPORT ANNUEL

1er AVRIL 1995–31 MARS 1996

BÂLE, 10 JUIN 1996

Banque des Règlements Internationaux

66e Rapport annuel

1er avril 1995 – 31 mars 1996

Bâle, 10 juin 1996

© Banque des Règlements Internationaux, 1996
CH-4002 Bâle, Suisse

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

ISSN 1021-2493
ISBN 92-9131-296-7
Également publié en allemand, anglais et italien.

Table des matières

Page

Lettre introductive 1

I. Politiques à moyen terme et changements structurels: dans l'attente des résultats 3

Poursuite de politiques macroéconomiques à moyen terme 4
Changements structurels sur les marchés des actifs réels et financiers 5
Réactions dans les domaines monétaire et réglementaire en 1995 7

II. Évolution dans les pays industriels 10

Faits saillants 10
Ralentissement de la croissance et persistance de l'asymétrie 10
Évolution dans les trois principales économies 10
Autres pays européens 13
Autres pays industriels 15
Croissance de la production: contribution des facteurs et des politiques 16
Principales caractéristiques communes 16
Politiques budgétaires et monétaires 18
Deux problèmes étroitement liés: les niveaux élevés du chômage et des déficits budgétaires 20
Évolutions contrastées des marchés du travail 20
Adaptabilité du marché du travail: mesure et effets 21
Rigidités salariales 23
Niveau élevé des coûts de main-d'œuvre 25
Conclusions 26
Recul de l'inflation dans la plupart des pays 26
Variations des prix, coûts unitaires de main-d'œuvre et marges bénéficiaires 26
Évolution structurelle des conditions et du comportement des marchés des produits et du travail 29
Commerce international, paiements courants et cours de change 30
Commerce international 30
Soldes des paiements courants 32

III. Évolution dans le reste du monde 37

Faits saillants 37
Demande intérieure, exportations et réactions des autorités 39
Principales évolutions dans les divers pays 44
Mexique et Argentine 44
Brésil 47
Autres pays d'Amérique latine 48
Asie de l'Est 48
Asie du Sud-Est 50
Inde 51
Europe orientale 52
Russie 54
Développement de l'épargne 55

Page

IV. Politique monétaire dans les pays industriels 58

Faits saillants 58
Politique monétaire dans les trois grandes économies 58
États-Unis 59
Japon 61
Allemagne 63
Politique monétaire dans les autres pays du MCE 65
France 65
Autres pays du MCE 66
Politique monétaire dans les pays à objectif d'inflation 68
Cours de change et orientation monétaire 72
Questions liées à la poursuite d'un objectif d'inflation 73
Objectif d'inflation comme cadre opérationnel de la politique monétaire 73
Définition de la stratégie en termes d'objectif d'inflation 75

V. Marchés nationaux des actifs et institutions financières dans les pays industriels 78

Faits saillants 78
Prix des actifs 78
Obligations 78
Actions 83
Prix de l'immobilier 86
Secteur bancaire 88
Résultats récents 88
Nécessité d'une restructuration à long terme 90
Caractéristiques de la restructuration 92
Risques inhérents au processus de restructuration 95
Évaluation des risques 97
Défis pour l'avenir 98

VI. Cours de change et mouvements de capitaux dans le monde industriel 101

Faits saillants 101
L'enquête de 1995 sur les marchés des changes 103
Dollar EU, yen japonais et mark allemand 104
Mouvements de capitaux et cours du yen 105
Cycle d'activité et cours du mark allemand 111
Évolution des réserves mondiales 113
Valeur fondamentale du dollar EU: trois approches 114
Monnaies européennes et dollar canadien 116
Points communs 116
Évolution propre à l'Europe 119
Sentiment du marché concernant l'union monétaire européenne 121
Dollar canadien 122
Cours de l'or 122

VII. Mouvements de capitaux et systèmes financiers dans les marchés émergents 124

Faits saillants 124
Mouvements de capitaux après la crise mexicaine 125
Stabilité macroéconomique et solidité des systèmes financiers 128
Marchés des titres 130

Page

Système bancaire et croissance du crédit 133
Cadre institutionnel 135
Pratiques bancaires déficientes 137
Surveillance prudentielle 138
Difficultés inhérentes à la transition 141
Maîtriser la croissance du crédit bancaire 142
Crises bancaires 143
Conséquences préjudiciables 147

VIII. Marchés internationaux des capitaux 150

Faits saillants 150
Marché bancaire 151
Évolution par monnaie, centre et nationalité des banques déclarantes 152
Opérations avec les pays hors zone 154
Prêts consortiaux internationaux 156
Marchés des titres 157
Catégorie et pays de résidence des émetteurs 158
Répartition par monnaie 160
Catégories d'instruments 161
Aspects réglementaires 164
Marchés dérivés mondiaux 165
Marchés organisés 166
Marchés de gré à gré 169
Enquête des banques centrales sur les marchés dérivés 170
Cadre réglementaire et gestion des risques 173

IX. Conclusion: promouvoir la stabilité dans un monde en mutation 175

Maintenir la stabilité des prix 176
Maintenir la stabilité financière 179
Promouvoir la coopération financière internationale 182

Activités de la Banque 185

Coopération entre banques centrales et organisations internationales 185
Fonctions d'Agent et de Mandataire (Trustee) 190
Agent du Système de compensation et de règlement de l'Écu privé 191
Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux 191
Agent détenteur des sûretés garantissant les obligations brésiliennes 191
Assistance financière aux banques centrales 191
Opérations du Département bancaire 192
Passif 192
Actif 193
Bénéfice net et répartition 193
Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction .. 194

Bilan et compte de profits et pertes au 31 mars 1996 197

Conseil d'administration 210

Direction 211

Les chapitres du présent Rapport ont été mis sous presse successivement entre le 15 mai et le 24 mai 1996.

Liste des graphiques (*) et tableaux

Page

Évolution dans les pays industriels

Croissance du PIB et écart de production* 11
Cours de change effectif nominal et réel* 12
Contribution de la demande intérieure et des exportations nettes à la croissance du PIB* 14
Épargne des ménages dans certains pays durant les récentes périodes de reprise . . 17
Salaires réels et consommation* 18
Soldes financiers et endettement des administrations publiques 19
Solde budgétaire, chômage et croissance* 20
Marché du travail: indicateurs représentatifs* 21
Croissance de l'emploi, création de postes et adaptabilité 22
Indicateurs du revenu réel et de la production par habitant* 24
Total des coûts de main-d'œuvre de l'industrie manufacturière dans certains pays 25
Prix à la consommation et coûts unitaires de main-d'œuvre 27
Indicateurs des prix à la production, des coûts et des bénéfices nets* 28
Indicateurs des échanges internationaux* 31
Compétitivité, position conjoncturelle et solde des paiements courants* 33
Pays industriels: soldes des paiements courants 35

Évolution dans le reste du monde

Croissance, inflation et épargne 38
Évolution du solde commercial réel et vigueur de la demande intérieure* 39
Solde des paiements courants et commerce extérieur 41
Cours de change et inflation dans certains pays 43
Inflation, taux d'intérêt réel et cours de change* 45
Amérique latine: solde commercial et production industrielle* 46
Indicateurs de pression de la demande en 1995 49
Asie du Sud-Est: tendances des cours de change* 50
Rouble et taux d'intérêt* 54

Politique monétaire dans les pays industriels

États-Unis* 59
États-Unis: taux des fonds fédéraux* 60
Japon* 62
Allemagne* 63
Expansion monétaire et variation de la courbe des rendements* 64
France* 66
Taux d'intérêt et inflation dans certains pays* 67
Inflation: évolution et objectif dans certains pays* 68
Taux d'intérêt et cours de change dans certains pays* 70
Indicateurs de l'inflation future dans certains pays 71
Objectif d'inflation dans certains pays: caractéristiques 75

Page

Marchés nationaux des actifs et institutions financières dans les pays industriels

Rendement obligataire* 79
Indicateurs représentatifs de l'effet de levier sur les marchés obligataires internationaux 80
Volatilité des rendements obligataires* 81
Asymétrie de couverture sur certains marchés obligataires* 82
Indices boursiers 83
Ratio cours/bénéfices et rendement obligataire* 84
Indicateurs d'évaluation des cours des actions 85
Volatilité et asymétrie de couverture sur le marché des actions aux États-Unis* . . . 86
Immobilier: prix nominaux et corrigés de l'inflation 87
Rentabilité des grandes banques en 1994 et 1995 88
Indicateurs comptables à long terme des résultats des banques 89
Variation à long terme des cours des actions des banques 90
Crédit et prix global réel des actifs* 91
Restructuration bancaire: nombre d'établissements et concentration de l'activité . . 93
Restructuration bancaire: nombre de succursales 94
Restructuration bancaire: effectifs et coûts de personnel 95
Fusions et acquisitions dans le secteur bancaire 97
Réactions comparées des cours des actions aux fusions et acquisitions* 99

Cours de change et mouvements de capitaux dans le monde industriel

Dollar EU: cours de change bilatéral par rapport à certaines monnaies et cours effectif nominal* 102
Transactions de change de gré à gré 104
Comptes extérieurs des États-Unis, du Japon et de l'Allemagne 105
Opérations transfrontières sur obligations et actions 106
Flux d'investissements de portefeuille privés du Japon vers les États-Unis* 107
Yen japonais et dollar EU* 108
Distributions de probabilités des fluctuations du yen japonais et du mark allemand par rapport au dollar EU* 109
Taux d'intérêt futurs* 111
Mark allemand et dollar EU* 112
Réserves officielles en devises 113
Parité de pouvoir d'achat et valeur d'équilibre fondamental du dollar EU (estimations) 115
Part du dollar EU dans les réserves de change, les avoirs internationaux et le PIB du G 10* 116
Monnaies européennes: cours de change bilatéral par rapport au mark allemand* . . 117
Sensibilité des cours de change aux fluctuations du mark allemand par rapport au dollar EU* 118
Franc français et mark allemand* 120
Cours de change à terme par rapport au mark allemand* 121
Or: cours et volatilité* 123

Mouvements de capitaux et systèmes financiers dans les marchés émergents

Taux d'intérêt dans les pays industriels et cours des actifs financiers dans les marchés émergents* 125
Entrées de capitaux en Asie et Amérique latine 127
Marchés des titres 130
Volatilité du cours de change, des taux d'intérêt et des cours des actions 131
Volatilité d'indicateurs macroéconomiques et agrégats bancaires représentatifs . . . 134
Volatilité de l'activité bancaire rapportée à celle du PIB* 134

Page

Indicateurs de la structure du secteur bancaire 136
Indicateurs des résultats des banques* 137
Expansion du crédit bancaire au secteur privé par rapport à la croissance du PIB 143
Prêts improductifs, en % du total 144

Marchés internationaux des capitaux

Financements internationaux* 150
Financements nets sur les marchés internationaux (estimations) 151
Principales caractéristiques de l'activité bancaire internationale 152
Prêts bancaires internationaux* 153
Prêts bancaires internationaux: structure par monnaie et pays d'origine* 154
Activité des banques avec les pays hors zone 155
Financements internationaux en Asie et Amérique latine: emprunts bancaires et émissions de titres* 156
Principales caractéristiques des émissions de titres internationaux 159
Taux d'intérêt internationaux* 160
Emprunts sur les marchés des titres, par secteur et pays de résidence de l'émetteur 161
Principales caractéristiques du marché obligataire international* 162
Marchés de certains instruments financiers dérivés 165
Instruments financiers dérivés négociés sur les marchés organisés 167
Instruments financiers à terme et options négociés sur les marchés organisés* 168
Contrats d'échange de taux d'intérêt et de devises* 169
Instruments dérivés négociés de gré à gré, à fin mars 1995 171

66e Rapport annuel

soumis à l'Assemblée générale ordinaire
de la Banque des Règlements Internationaux
tenue à Bâle le 10 juin 1996

Mesdames, Messieurs,

J'ai le plaisir de vous soumettre le soixante-sixième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice commencé le 1er avril 1995 et clos le 31 mars 1996. Vous observerez qu'un certain nombre de modifications ont été apportées à la présentation des comptes financiers de la Banque, qui figurent à la fin de ce Rapport; leur comparabilité d'une année sur l'autre ne s'en trouve toutefois pas affectée.

Après transfert de 3 529 792 francs or à la Provision pour frais d'administration exceptionnels et de 3 073 940 francs or à la Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement, le bénéfice net de l'exercice s'élève à 181 333 300 francs or, contre 162 408 716 francs or au titre du précédent exercice.

Le Conseil d'administration recommande à la présente Assemblée générale d'affecter, en application de l'article 51 des Statuts de la Banque, la somme de 53 333 300 francs or au paiement d'un dividende de 260 francs suisses par action.

Le Conseil recommande, en outre, de transférer 38 400 000 francs or au Fonds de réserve générale, 3 000 000 de francs or au Fonds spécial de réserve de dividendes et le reliquat du bénéfice net, soit 86 600 000 francs or, au Fonds de réserve libre.

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 1995/96 sera payable aux actionnaires le 1er juillet 1996.

Bâle, 23 mai 1996

ANDREW CROCKETT
Directeur Général

I. Politiques à moyen terme et changements structurels: dans l'attente des résultats

La situation économique dans le monde a évolué dans un sens généralement favorable en 1995, démontrant ainsi les bienfaits conjugués de l'application de politiques macroéconomiques plus rigoureuses et du recours plus important aux mécanismes de marché à la fois dans les économies développées et en développement. Malgré divers chocs subis par les marchés des capitaux, dont la crise mexicaine en début d'année, le système financier international a continué de fonctionner sans à-coups et a su s'adapter à l'accroissement constant du volume des transactions. Ce résultat satisfaisant peut aussi être porté au crédit des politiques antérieures, les organes de surveillance ayant insisté de plus en plus sur la nécessité de meilleures procédures de gestion du risque au sein de chaque établissement ainsi que d'autres mesures pour assurer la stabilité du système.

L'une des principales sources de préoccupation, durant la période sous revue, a été la crainte d'un ralentissement trop marqué de la croissance économique dans les pays industriels (chapitre II). Pour une large part, la décélération de l'activité apparaît due à présent à la hausse des taux d'intérêt en 1994 et à un mouvement correspondant des stocks. Elle a pu, cependant, être amplifiée par des problèmes transitoires liés à la poursuite d'objectifs macroéconomiques à moyen terme ainsi que par des changements économiques structurels. Les premiers devraient se dissiper à mesure que les effets de l'assainissement budgétaire et de la stabilité des prix se feront pleinement sentir. En revanche, l'adaptation indispensable aux pressions économiques mondiales, qu'engendre l'interaction des mutations commerciales et technologiques, semble devoir mobiliser encore dans l'avenir l'attention des agents économiques et des décideurs.

Sur les marchés des capitaux des pays industriels (chapitre V), les opérateurs ont généralement anticipé une croissance et des prix stables à moyen terme. Dans la plupart des cas, les rendements obligataires n'ont cessé de baisser en 1995, annulant pratiquement la hausse de l'année précédente; en outre, on a constaté une diminution des marges imposées en 1994 aux pays paraissant présenter un degré de risque plus grand, du fait de leur long passé d'inflation et de déficit public ou extérieur élevés. Les marchés des actions, aux États-Unis en particulier, ont enregistré une progression marquée, anticipant la persistance d'un haut niveau de profit et de faibles taux d'intérêt nominaux. Même lorsque, au début de 1996, les rendements obligataires ont nettement augmenté tandis qu'aux États-Unis comme au Japon les indicateurs économiques se redressaient, les cours des actions sont demeurés bien soutenus dans les deux pays jusqu'à la mi-avril, dans l'espoir de bénéfices plus importants.

La situation économique du monde en développement (chapitre III), y compris les pays précédemment sous planification centralisée, a également connu,

dans l'ensemble, une évolution favorable en 1995. En Asie du Sud-Est, la croissance est restée très soutenue, tandis qu'en Europe orientale et en Afrique subsaharienne les progrès de 1994 ont été consolidés. Si la production a continué de baisser dans l'ex-Union soviétique, le mouvement s'est toutefois nettement ralenti: les effets positifs de la stabilisation macroéconomique et de la privatisation devraient bientôt se faire sentir. Même en Amérique latine, la croissance est restée satisfaisante dans la plupart des pays; l'Argentine et le Mexique ont constitué à cet égard deux exceptions importantes durant la majeure partie de l'année, ce qui était prévisible compte tenu de la crise mexicaine. Dans les économies en développement, l'inflation s'inscrit toujours à des niveaux généralement excessifs, alimentés bien souvent par des déficits budgétaires, mais une volonté officielle de contenir la hausse des prix se manifeste de plus en plus et des progrès sensibles ont, de fait, été obtenus dans certains pays.

La formulation et la mise en œuvre des politiques économiques ont été rendues plus difficiles, ces dernières années, à la fois par les incertitudes conjoncturelles habituelles et par l'interaction des nombreux changements structurels en cours. Dans ce climat de plus grande incertitude, il importe encore davantage que les responsables des politiques fassent preuve de clarté et de transparence à l'égard de leur propre objectif: la poursuite de politiques à moyen terme soutenables. En ce qui concerne les pressions structurelles, il est également nécessaire d'encourager l'ajustement plutôt que la résistance. Dans la mesure où ces changements sont la conséquence de progrès technologiques, résister ne pourrait être que vain; une telle attitude reviendrait, en outre, à accepter des coûts économiques permanents dans le seul souci d'en éviter de temporaires. Pour des responsables tournés vers l'avenir, ce ne serait sans doute pas un très bon calcul.

Poursuite de politiques macroéconomiques à moyen terme

En 1995, les responsables de la politique économique de nombreux pays se sont montrés davantage résolus à poursuivre des objectifs à moyen terme axés sur une situation budgétaire soutenable et des prix stables. Dans certaines économies en développement et plusieurs pays industriels à «risque plus élevé», cette attitude a résulté d'une discipline de marché renforcée, mise en évidence par les événements qui ont entouré la crise mexicaine. Dans divers pays d'Europe occidentale, le regain d'attention accordé aux critères de Maastricht pour la participation à l'union économique et monétaire a joué un rôle analogue. Aux États-Unis, la détermination manifestée par la Réserve fédérale pour prévenir les pressions inflationnistes en 1994, et sa réaction prudente aux signes de ralentissement de la croissance l'an passé, ont été généralement interprétées par les marchés comme la confirmation de son engagement envers la stabilité à long terme des prix. Dans le même ordre d'idées, les autorités de nombreux pays industriels ont plus volontiers reconnu ouvertement qu'une situation budgétaire satisfaisante ne pouvait être obtenue sans s'attaquer au problème de l'augmentation rapide des charges de sécurité sociale.

Les marchés des capitaux ont réagi de manière très positive à cet engagement plus marqué envers des objectifs à moyen terme. Comme on l'a

mentionné précédemment, les cours des obligations et des actions ont enregistré, dans l'ensemble, une forte progression et la volatilité s'est quelque peu atténuée, réduisant ainsi la demande d'instruments dérivés sur les marchés organisés. Dans cet environnement, l'année 1995 a été aussi caractérisée par un volume d'émissions nettes de titres internationaux proche des plus hauts historiques et par la persistance d'afflux substantiels de capitaux privés vers les marchés émergents (chapitre VII). Si l'Asie du Sud-Est et le Brésil en ont été les principaux bénéficiaires, le Mexique et l'Argentine ont retrouvé, pour leur part, l'accès aux marchés internationaux, le meilleur accueil ayant cependant été réservé aux emprunteurs du secteur public. Tous ces éléments peuvent paraître de nature à accélérer l'expansion de la demande, non seulement dans les économies émergentes mais également dans le monde industriel.

Il serait imprudent, après avoir noté les effets positifs de ces modifications des politiques, de négliger certaines complications passagères qui ont pu accentuer le ralentissement récent de la croissance dans quelques pays industriels. Ainsi, l'engagement en faveur de la stabilité des prix a eu des conséquences disproportionnées sur les prix des actifs, fondés jusque-là sur des anticipations d'inflation persistante. Par ricochet, la faiblesse des prix de l'immobilier dans divers pays peut avoir concouru, ces dernières années, à l'absence constante d'un sentiment de confiance et au niveau généralement bas des dépenses de consommation. De même, les préoccupations concernant la valeur intrinsèque des garanties peuvent avoir incité les banques de plusieurs pays, dont le Japon, à une prudence accrue envers les emprunteurs, qui s'est répercutée en particulier sur les petites et moyennes entreprises. Enfin, le resserrement budgétaire a été prononcé en 1995 dans la plupart des pays industriels en dehors du Japon et a eu rapidement des conséquences directes pour les dépenses; l'épargne privée a même pu s'en trouver dynamisée, dans la mesure où la possibilité d'une action ultérieure des gouvernements en faveur des revenus est apparue plus hypothétique et une baisse de la fiscalité moins probable.

Compte tenu des effets transitoires qui pourraient ainsi s'exercer, il importe d'autant plus que l'engagement à l'égard des objectifs à moyen terme soit crédible et que les avantages résultant de la diminution du niveau et de la volatilité des taux d'intérêt se matérialisent. Comme les marchés continuent d'être influencés par les incertitudes entourant la conclusion d'un accord budgétaire aux États-Unis, la transition vers l'union économique et monétaire en Europe et la stabilité, dans un avenir proche, des gouvernements de plusieurs pays industriels, les retombées bénéfiques de politiques crédibles axées sur la stabilité à moyen terme ne deviendront manifestes que lorsque le calme sera revenu sur la scène politique. Cela demandera sans doute quelque temps, mais la poursuite d'objectifs à moyen terme n'en demeure pas moins souhaitable.

Changements structurels sur les marchés des actifs réels et financiers

Au cours des dernières années, l'interaction des progrès de la technologie et de l'expansion du commerce international a eu d'importantes répercussions, à

l'échelle mondiale, sur les prix relatifs, les structures de production et les perspectives d'emplois. Les échanges commerciaux ont encouragé les transferts de technologie et les innovations concurrentielles, tandis que les avancées technologiques ont favorisé le commerce en abaissant les coûts des communications et des transports. La déréglementation, souvent induite par ces tendances fondamentales, a encore stimulé les changements structurels, tout comme l'attrait de plus en plus grand exercé par le monde en développement y a accéléré l'investissement direct. Certes, ces évolutions auront en fin de compte des retombées bénéfiques partout; cependant, certains pays industriels n'en ont pas moins connu des problèmes d'ajustement.

C'est aux États-Unis que les effets de ces forces apparaissent le plus nettement. Bien que la libéralisation des marchés s'y inscrive dans une longue tradition et que des bénéfices records aient été enregistrés en 1995, les annonces de reprises, fusions et licenciements se sont poursuivies sans discontinuer. Même si le marché du travail, grâce à sa grande flexibilité, a contribué à un faible taux de chômage, la précarité de l'emploi n'a sans doute pas été étrangère à la récente faiblesse des revendications salariales et des dépenses de consommation. Salaires et prix ont, l'an dernier, légèrement moins progressé qu'on aurait pu s'y attendre compte tenu de leurs liens traditionnels avec le niveau de l'activité.

En Europe occidentale et au Japon, ces tendances se trouvent à un stade moins avancé et ne se sont pas manifestées de la même façon, surtout parce que le fonctionnement des marchés du travail y est assez différent. En Europe continentale, la reprise observée en 1994 n'a pas tenu toutes ses promesses en matière de création d'emplois, et, plus récemment, une nouvelle vague de restructurations et de pertes d'emplois semble s'être amorcée, avec ses incidences sur le chômage et la confiance des consommateurs. Par suite de la rigidité relative des marchés du travail et des produits, et d'une orientation plus marquée de la production vers des biens soumis à la concurrence internationale dont les prix relatifs ont fléchi, l'incidence de ces chocs pourrait être plus durable en Europe qu'en Amérique du Nord. Au Japon, malgré la souplesse relative des salaires réels et une culture d'entreprise attachée au maintien de l'emploi, le taux de chômage a sensiblement augmenté en 1995, surtout chez les jeunes. Si cette situation traduit en grande partie les conséquences tardives de la «bulle» spéculative et la nécessité de nouvelles réformes structurelles, il se peut également que la réorientation des investissements directs du Japon vers des pays aux coûts moins élevés ait contribué au caractère hésitant de la reprise.

Une interaction analogue entre progrès technologique, déréglementation et concurrence internationale a également entraîné, ces dernières années, de profonds changements structurels sur les marchés mondiaux des capitaux (chapitres V et VIII); ce processus risque d'ailleurs de s'amplifier, surtout en Europe continentale et au Japon. Dans les principaux centres financiers, l'année 1995 a été marquée, en particulier, par des fusions importantes entre sociétés financières, une symbiose de plus en plus étroite entre activités bancaires et opérations sur titres et l'utilisation plus systématique de nouveaux instruments financiers dans la gestion de portefeuille. L'intensification des pressions de la concurrence s'est également reflétée dans le volume record des prêts bancaires consortiaux, accordés bien souvent à des marges faibles et avec des clauses plus

avantageuses, ainsi que dans la reprise prononcée de l'intermédiation bancaire internationale. Dans la plupart des pays, ces pressions s'exercent sur des systèmes financiers rentables et sains; malheureusement, ce n'est pas le cas partout.

Dans les économies en développement, les réformes financières ont généralement porté en priorité sur la déréglementation des marchés domestiques (chapitre VII); néanmoins, les influences internationales et les pressions de la concurrence s'y font aussi de plus en plus sentir. Si la crise mexicaine a contraint certains pays à freiner le rythme prévu de leur intégration financière internationale, il n'y a cependant pas eu, en 1995, de remise en cause générale des mesures de libéralisation adoptées antérieurement. La crise a toutefois attiré l'attention sur les profondes imperfections structurelles des systèmes bancaires dans plusieurs de ces pays. Soumises pendant longtemps à des mesures administratives de contrôle du crédit, les banques n'y disposent encore que de moyens limités pour évaluer le risque et sont souvent, en outre, lourdement grevées de créances douteuses héritées de la période précédente. Les implications de cette fragilité financière, surtout en présence d'entrées ou de sorties massives de capitaux internationaux, ont constitué un sujet de préoccupation majeur pour les dirigeants des banques centrales et pour les autorités de tutelle des marchés émergents au cours des quelque douze derniers mois.

Réactions dans les domaines monétaire et réglementaire en 1995

Bien que cela ne soit pas toujours bien compris, un engagement en faveur de la stabilité des prix à moyen terme n'empêche pas les autorités monétaires de chercher à atténuer les ralentissements conjoncturels. De même, un tel engagement ne leur interdit pas de réagir par des mesures appropriées aux effets des changements structurels dans l'économie, que ceux-ci aient une incidence passagère (affaiblissement de la demande) ou permanente (accroissement de l'offre). En fait, c'est pour toutes ces raisons que les conditions monétaires ont été notablement assouplies, l'an passé, dans la plupart des grands pays industriels (chapitre IV).

Dans le même temps, le processus continu de changements structurels sur les marchés économiques et financiers complique, à coup sûr, la conduite de la politique monétaire. En présence des variations de la demande de monnaie qui en résultent, les banques centrales de plusieurs pays industriels se sont rendu compte que le contrôle d'un agrégat ne suffit plus pour assurer la maîtrise de l'inflation. C'est pourquoi, ces dernières années, elles ont été de plus en plus nombreuses, parfois après avoir tenté l'expérience d'un objectif de change, à fonder leurs décisions de taux d'intérêt sur des prévisions d'inflation explicites. Malheureusement, même dans un tel cadre, les changements structurels rendent plus complexe l'élaboration des politiques. Il devient plus difficile, notamment, d'évaluer le niveau de production compatible avec une inflation stable; en outre, le mécanisme de transmission de la politique monétaire est moins facile à percevoir, à cause des nouveaux circuits de financement, de l'impact croissant des variations de change et des flux commerciaux sur les prix ainsi que du recours plus systématique aux instruments dérivés dans la gestion des risques.

Compte tenu de ces incertitudes, et des coûts qu'exigerait la réduction de l'inflation si, par mégarde, on la laissait se raviver, l'assouplissement de la politique monétaire en 1995 ne pouvait être que prudent et mesuré.

Des mouvements notables de certains indicateurs financiers et prix d'actifs, l'an dernier, ont également compliqué l'évaluation de l'orientation monétaire. Ainsi, en Allemagne, sur la base des relations traditionnelles entre la courbe des rendements et l'évolution de l'économie, l'accentuation de la pente de cette courbe apparaissait prometteuse pour la croissance, à l'inverse d'autres indicateurs, plus négatifs. Aux États-Unis, la progression exceptionnelle des cours des actions a amené certains observateurs à estimer que la politique monétaire pourrait finalement avoir été plus expansionniste qu'on ne le pensait initialement. Enfin, la vive appréciation, au début de 1995, des cours de change effectifs du yen, en particulier, et du mark allemand (chapitre VI) a pesé, en définitive, sur les décisions d'abaisser les taux courts au Japon et en Allemagne. En fait, dans le premier cas, les implications du renforcement du yen sont apparues suffisamment sérieuses pour justifier les interventions effectuées avec succès, en août, sur les marchés des changes par les trois principaux pays.

Les incertitudes entourant les conséquences possibles des mutations au sein des établissements et marchés financiers mondiaux, conjuguées aux préoccupations suscitées par la crise mexicaine, ont déclenché, durant l'année, de nouvelles initiatives visant à consolider les fondements du système financier international. S'agissant de la stabilité des institutions financières, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, en collaboration avec l'Organisation internationale des commissions de valeurs, a franchi une étape importante dans le domaine des risques de marché, en publiant deux documents encourageant les institutions financières à communiquer davantage d'informations sur leurs risques et leurs résultats sur les marchés dérivés. En outre, le Comité de Bâle a étendu l'accord sur les fonds propres aux risques de marché et autorisé pour la première fois l'utilisation des modèles internes pour déterminer les exigences prudentielles de fonds propres. La publication d'un document sur la réglementation des conglomérats financiers, préparé conjointement par les autorités de tutelle des banques, des opérateurs sur titres et des sociétés d'assurance, a constitué un autre fait marquant de la coopération en 1995. La capacité de remboursement des emprunteurs souverains a également fait l'objet d'une attention plus étroite, le Fonds monétaire international annonçant un programme de surveillance renforcée, parallèlement à des normes de communication d'informations et de transparence plus rigoureuses pour les pays désirant solliciter les marchés internationaux des capitaux.

En ce qui concerne les efforts entrepris pour assurer le bon fonctionnement des marchés des capitaux, une étude conduite en avril 1995 par les banques centrales, en liaison avec la Banque des Règlements Internationaux, a fourni la première vue d'ensemble sur la nature et la dimension des marchés dérivés dans le monde. De plus, un rapport de mars 1996 du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement des banques centrales des pays du Groupe des Dix a attiré l'attention sur le risque de règlement encouru par les banques dans leurs opérations de change, en suggérant des mesures que le secteur privé pourrait adopter pour réduire ce risque.

Dans le prolongement de nombreuses initiatives antérieures, ces mesures devraient aider à la fois à prévenir les crises financières internationales et à en limiter les répercussions si elles devaient se produire. Il serait toutefois présomptueux de penser qu'il n'est plus nécessaire de rechercher de meilleurs moyens de gérer les crises. D'ailleurs, le communiqué du Sommet du Groupe des Sept de juin 1995 appelait explicitement à améliorer les procédures destinées à faire face aux crises de liquidité d'emprunteurs souverains et à élargir les Accords généraux d'emprunt. S'il convient d'attendre pour que ces efforts de réduction des risques systémiques et autres actions du même ordre produisent leurs résultats, une conclusion s'impose d'ores et déjà cependant: doter le secteur public de moyens financiers adéquats pour affronter les crises est certes indispensable, mais en laissant planer un doute quant aux circonstances dans lesquelles de telles ressources seraient, le cas échéant, mobilisées. En d'autres termes, emprunteurs souverains et prêteurs privés doivent comprendre qu'une attitude imprudente de leur part ne sera pas nécessairement corrigée par appel aux deniers publics. Si cette prise de conscience incite l'ensemble des participants à la prudence, elle constituera également la meilleure garantie d'un fonctionnement harmonieux du système financier international.

II. Évolution dans les pays industriels

Faits saillants

La croissance économique s'est ralentie l'an dernier, contre toute attente, dans les pays industriels. Si la chronologie et les causes de ce ralentissement ont varié selon les cas, la plupart des pays ont présenté des caractéristiques communes: accroissement relativement faible de la consommation privée, les ménages hésitant à réduire leur épargne autant que lors des cycles antérieurs du fait de la précarité de l'emploi; suite à cela notamment, retournement marqué du cycle des stocks; enfin, tassement des dépenses portant sur des actifs à durée de vie longue, dû aux effets différés de la hausse des taux d'intérêt de 1994.

La situation des marchés du travail a reflété l'évolution de la demande globale et a connu d'amples variations en cours d'année et d'un pays à l'autre. Aux États-Unis, le chômage a reculé jusqu'à s'incrire à un taux généralement considéré comme analogue au «plein» emploi, alors que, dans de nombreux pays d'Europe occidentale, il approchait en fin d'année ses maximums antérieurs. Certains signes montrent cependant que les politiques de réformes structurelles commencent à agir sur la capacité d'adaptation des marchés du travail en Europe, même si cela ne s'est pas encore traduit par une accélération des créations d'emplois. En raison du ralentissement général de l'expansion de la demande, l'inflation a encore diminué l'année dernière, les prix moyens ayant même baissé au Japon. Dans le même temps, une légère aggravation s'est produite dans quelques pays plus avancés dans la reprise.

Comme les années précédentes, les variations des soldes des paiements courants ont été principalement influencées par trois facteurs: différences dans les positions conjoncturelles relatives, modifications de la compétitivité dues aux mouvements de change et flux de revenus d'investissements liés aux positions créditrices internationales. Le déficit courant américain s'est encore creusé, du fait d'un profond changement dans la balance commerciale avec le Mexique et du stade de reprise relativement avancé des États-Unis, qui ont plus que contrebalancé les effets différés de la faiblesse antérieure du dollar. Au Japon, en revanche, l'excédent des paiements courants a progressivement diminué en cours d'année malgré la faible expansion de la demande intérieure, conséquence à retardement de l'ascension du yen. La situation des pays européens s'est améliorée dans l'ensemble, mais pas de façon uniforme; ainsi, le déficit du Royaume-Uni s'est aggravé, alors que l'excédent de la France et de l'Italie a augmenté.

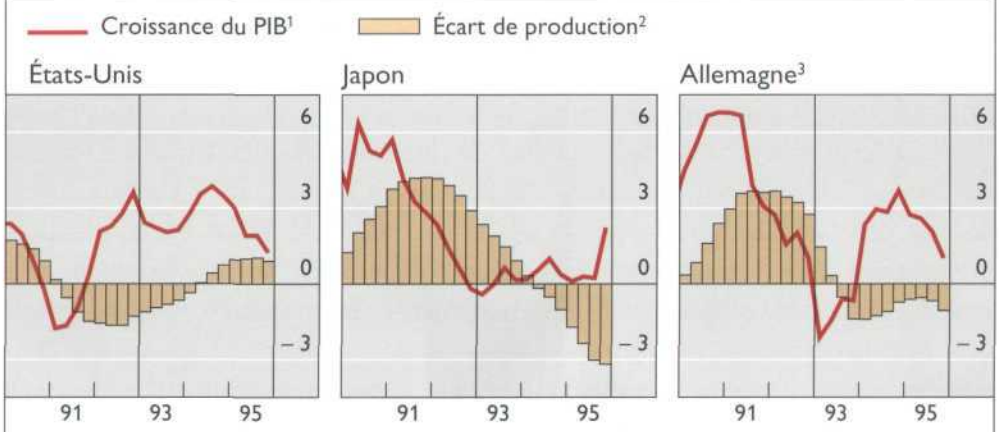
Ralentissement de la croissance et persistance de l'asymétrie

Évolution dans les trois principales économies

L'évolution asymétrique de la croissance depuis 1991 entre les trois principales économies s'est confirmée en 1995, bien qu'une certaine convergence soit

Croissance du PIB et écart de production

En %



[1] Variation sur quatre trimestres. [2] Un chiffre positif indique une demande excédentaire. États-Unis: sur la base du PIB à pondération fixe. [3] Avant 1992 (croissance du PIB) et 1991 (écart de production), Allemagne occidentale.

Sources: OCDE, *Perspectives économiques*, et données nationales. Graphique II.1

Physionomie de la croissance en 1995 caractérisée par ...

apparue (graphique II.1). Le rythme de l'activité s'est ralenti aux États-Unis pour s'approcher d'un niveau plus soutenable, tandis qu'au Japon des indices de reprise ont été observés au second semestre. En Allemagne, en revanche, les perspectives de croissance semblent s'être détériorées au fil des mois.

... un ralentissement de l'économie américaine vers un rythme soutenable ...

Aux *États-Unis*, le profil de la croissance d'un trimestre à l'autre a été très irrégulier en 1995, ce qui ne permet pas de dégager des tendances claires. Durant les deux premiers, elle n'a atteint en moyenne que ½% en rythme annuel, les effets retardés de la hausse des taux d'intérêt ayant freiné l'investissement résidentiel ainsi que la consommation de biens durables, tandis que les entreprises étaient contraintes de réduire leurs stocks. En outre, les exportations nettes ont baissé à la suite de la récession au Mexique. Cependant, sous l'influence de la détente des taux obligataires, l'expansion de la production s'est fortement accélérée au cours de l'été, pour ralentir à nouveau vers la fin de l'année lorsque l'économie a été affectée par divers facteurs défavorables de caractère exceptionnel.

... accompagné d'une faible inflation ...

Alors que, selon la plupart des estimations, le PIB effectif se situait déjà, fin 1994, non loin ou au-dessus de son niveau potentiel et que le chômage était proche, voire au-dessous, de la valeur généralement considérée comme le taux «naturel», l'inflation s'est encore ralentie au cours de 1995. Si ce résultat favorable est dû en partie à une évolution des comportements perceptible sur les marchés domestiques, il peut également s'expliquer par le rythme moins soutenu de l'activité au Japon et en Europe. Malgré la baisse du dollar au premier semestre et l'apparition de tensions sur les capacités de production, les pressions de la demande ont pu être allégées par des importations en provenance de pays disposant d'une plus grande réserve de capacités.

... tandis que l'économie japonaise s'est d'abord grippée ...

Au *Japon*, après avoir montré des signes de reprise en 1994, l'économie s'est de nouveau grippée au début de 1995. En conséquence, le taux officiel de chômage a atteint un maximum historique et le niveau global du sous-emploi, en

termes corrigés du chômage latent (travailleurs découragés et main-d'œuvre en surnombre), a encore augmenté davantage. Toutefois, la physionomie de la croissance s'est sensiblement modifiée en cours d'année. Durant les six premiers mois, l'expansion de la production s'est ralentie, les effets cumulés de plusieurs facteurs défavorables créant un environnement déflationniste qui s'est progressivement communiqué des prix aux volumes. Le tremblement de terre de Kobé, la forte appréciation de la monnaie, la chute des prix des actifs et la fragilité du secteur financier ont été autant d'éléments qui ont affecté la confiance ainsi que les dépenses des entreprises et des consommateurs. En outre, les mesures prises pour libéraliser l'économie ont été limitées, de sorte que les petites entreprises ont éprouvé des difficultés particulières pour s'adapter à la baisse des prix des marchandises et à l'augmentation rapide des importations à faible coût en provenance d'autres pays asiatiques. Enfin, la nécessité de résorber le stock de capital excessif constitué antérieurement, conjuguée à une contraction marquée des exportations nettes, a freiné le redressement des bénéfices et l'investissement des entreprises.

... mais a redémarré ensuite

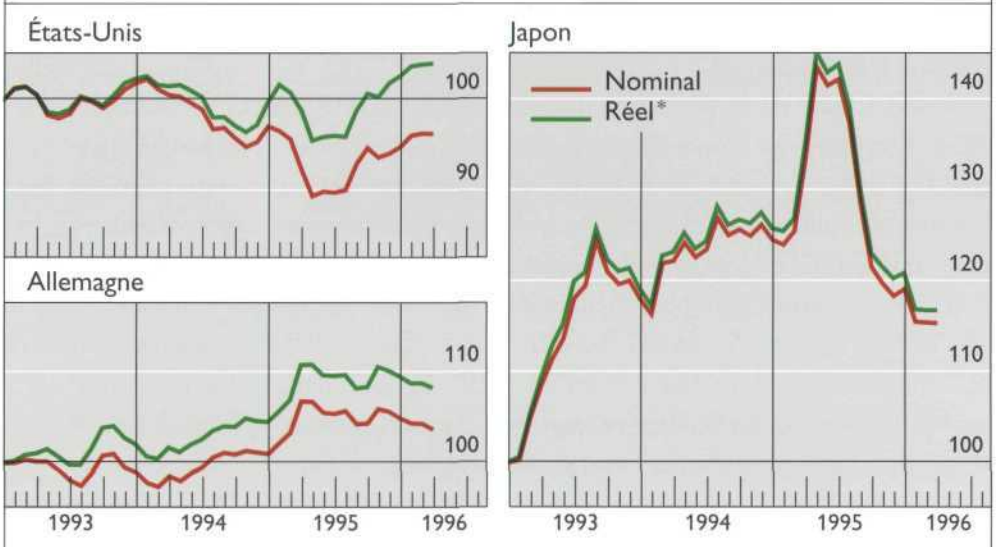
Cette tendance baissière s'est inversée au second semestre. La croissance de la production globale a redémarré sous l'effet de plusieurs facteurs: mesures de relance budgétaires et monétaires, correction du cours de change, embellie du marché des actions et réapparition de résultats positifs pour les entreprises. Toutefois, le rythme de la reprise est demeuré jusqu'à présent assez modéré par rapport au passé, des obstacles structurels et d'autres facteurs fondamentaux ayant continué de freiner les dépenses des ménages et des entreprises.

Ralentissement de la croissance en Allemagne ...

En *Allemagne*, la croissance de la production s'est ralentie au premier semestre tout en demeurant positive: les dépenses des ménages se sont révélées particulièrement résistantes à l'orientation plus restrictive de la politique budgétaire et le redémarrage progressif de l'investissement en capital fixe des entreprises a largement compensé la baisse de l'investissement résidentiel et

Cours de change effectif nominal et réel

Décembre 1992 = 100



* En termes de coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre.

Graphique II.2

public. En outre, les exportations nettes ont continué d'augmenter malgré l'appréciation de la monnaie.

... en raison de l'appréciation de la monnaie et d'un mouvement de correction des stocks

À la différence toutefois du Japon et des États-Unis, la croissance a continué de baisser en Allemagne au semestre suivant, en raison de plusieurs éléments défavorables. En premier lieu, l'appréciation effective du mark au cours des six mois précédents (graphique II.2), d'une ampleur plus importante encore en termes effectifs réels à cause de la forte augmentation des salaires, a notablement érodé la compétitivité allemande. Bien que les entreprises soient parvenues, dans une certaine mesure, à compenser cette appréciation par des gains de productivité plus rapides, l'expansion des exportations a cependant fléchi. En deuxième lieu, la détérioration des conditions du marché du travail, résultant notamment des efforts des entreprises pour stimuler la productivité, a peu à peu pesé sur la confiance et les dépenses des consommateurs. Enfin, confrontées à une faible progression de la demande finale, les entreprises ont réduit leur production afin de limiter la constitution involontaire de stocks, et le redémarrage de l'investissement a fait place à un mouvement en sens inverse.

Autres pays européens

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

En raison des liens commerciaux étroits qui existent en Europe, le ralentissement de l'activité en Allemagne s'est propagé à d'autres pays, où la demande intérieure, parfois, était déjà en baisse. En *France*, la croissance a été assez dynamique au premier semestre de 1995, sous l'effet notamment de mesures d'incitation à l'achat d'automobiles et d'acquisitions effectuées par anticipation, avant la hausse de la T.V.A. L'économie a toutefois commencé à s'essouffler pendant l'été, les taux d'intérêt réels demeurant élevés du fait des incertitudes budgétaires. La détérioration progressive de la situation du marché du travail a pesé sur la confiance des consommateurs, conduisant les ménages à augmenter leur épargne et à restreindre leurs dépenses en biens durables et en logements. Lorsque l'expansion des exportations nettes est à son tour devenue négative, l'affaiblissement inattendu de la demande finale a forcé les entreprises à réduire leurs stocks et à revoir leurs investissements.

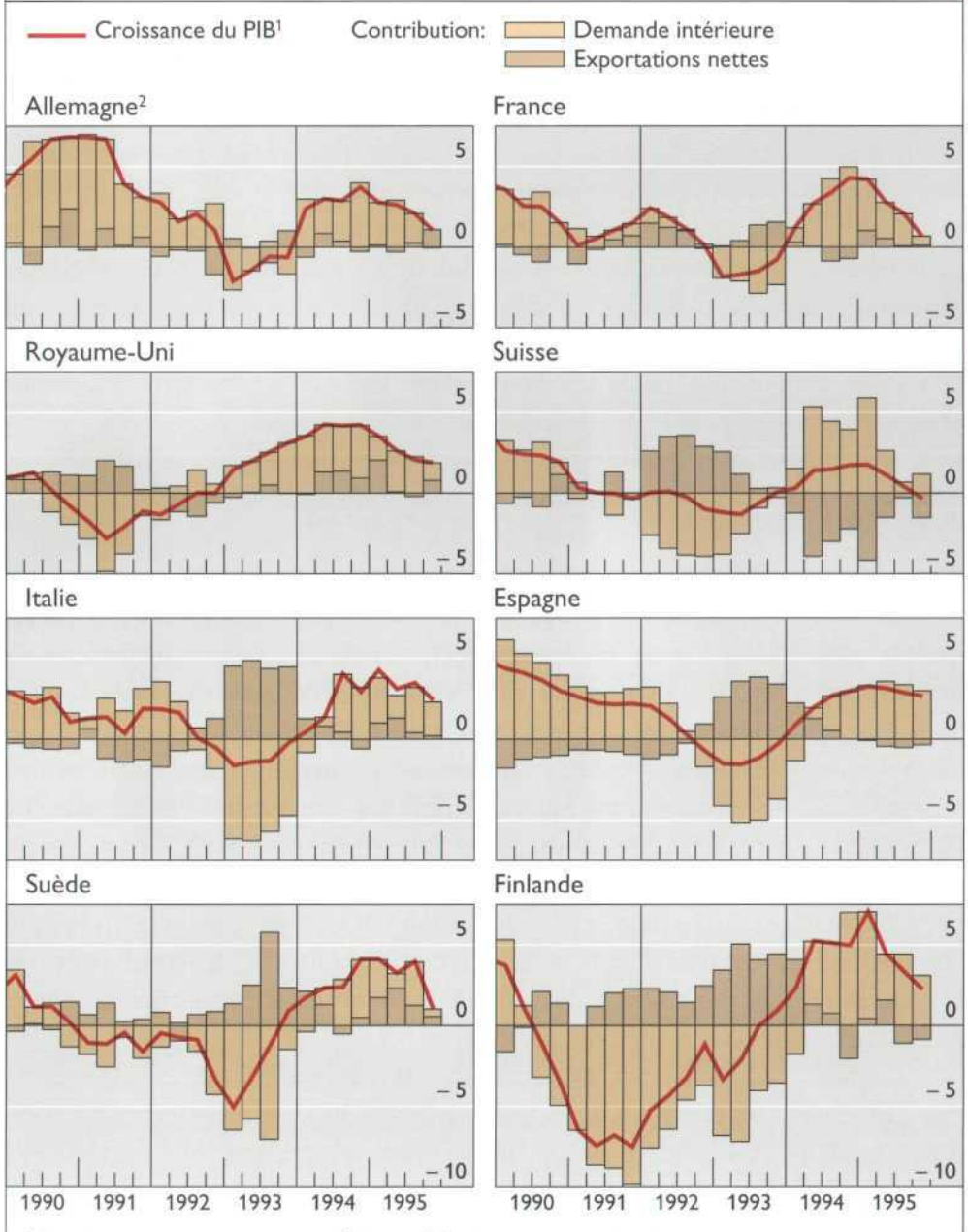
... en Belgique ...

Certains, mais non la totalité, des autres pays étroitement liés à l'Allemagne ont aussi connu des difficultés. La *Belgique*, avec un ratio commerce extérieur/PIB d'environ 70% et une forte dépendance envers les exportations de matières premières et de produits semi-finis, s'est trouvée particulièrement exposée au cycle des stocks de 1994–95 (voir plus bas). L'augmentation du revenu réel des ménages ayant été freinée par la hausse du chômage et par une politique de rigueur budgétaire, la consommation a été faible et le taux d'épargne est demeuré voisin de 20%, le plus haut d'Europe. En conséquence, la croissance totale de la production a notablement diminué durant l'année. La *Suisse* a enregistré une régression encore plus brutale, en raison d'une importante appréciation de sa monnaie qui a eu des conséquences extrêmement néfastes pour le tourisme. Les autres facteurs expliquant la détérioration tendancielle de la production réelle ont été la confiance chancelante des consommateurs, après plusieurs années de baisse des salaires réels, et le fléchissement de l'activité dans la construction résidentielle, en réaction tardive au boum de l'immobilier de la fin des années 80.

... et en Suisse ...

Contribution de la demande intérieure et des exportations nettes à la croissance du PIB

En % et points de %



[1] Variation sur quatre trimestres. [2] Avant 1992, Allemagne occidentale.

Sources: données nationales. Graphique II.3

D'autres pays d'Europe continentale, cependant, ont été moins touchés jusqu'à présent par le ralentissement observé chez leur principal partenaire commercial. En *Autriche*, l'incidence de l'appréciation effective de la monnaie a été en partie compensée par une augmentation des exportations vers l'Europe orientale et une forte expansion de l'investissement. En outre, d'importants gains de productivité, obtenus sans accroissement du chômage, ont permis une progression des salaires réels et de la consommation des ménages. Au *Danemark* et aux *Pays-Bas* également, la croissance a été assez soutenue et s'est

… mais elle est demeurée relativement vigoureuse dans d'autres pays européens

accompagnée d'une lente amélioration sur le marché du travail et de dépenses des ménages comparativement dynamiques. L'investissement fixe des entreprises, qui a contribué à soutenir l'activité dans les deux pays, a toutefois stimulé aussi les importations de biens d'équipement.

Par ailleurs, la situation s'est plutôt améliorée en *Grèce* et au *Portugal*, malgré une politique budgétaire plus restrictive. Le Portugal est caractérisé depuis quelques années par une forte progression de ses ventes à l'étranger; en raison toutefois d'un important déséquilibre initial, la contribution des exportations nettes à la croissance a, en fait, été négative en 1995. Contrairement à la plupart des autres pays, le secteur de la construction a été dynamique, mais les dépenses des ménages sont demeurées modestes dans un contexte de restriction budgétaire et salariale et d'aggravation du chômage. En *Turquie*, la croissance a vivement rebondi, après la récession de 1994. La dépense intérieure réelle, tirée par la consommation privée et soutenue par une expansion marquée du crédit et une certaine détente de la politique budgétaire, paraît s'être accrue de près de 10%. Cependant, comme un tel rythme dépassait de loin les capacités disponibles, le bond des importations, conjugué au ralentissement de la progression des exportations, a fortement freiné la croissance du PIB.

Renforcement de la demande intérieure en Italie ...

Dans les pays dont la monnaie s'est sensiblement dépréciée en 1992–93, des facteurs internes ont progressivement remplacé les exportations nettes comme principal moteur de la croissance (graphique II.3). Cela a été le cas notamment de l'*Italie* l'an passé, où les dépenses d'investissement ont fortement augmenté, en raison de bénéfices élevés et du manque de capacités de production dans le secteur des exportations. La consommation des ménages est cependant restée modérée, à cause surtout de la baisse continue des salaires réels. Au *Royaume-Uni*, au contraire, l'investissement a été nettement moins important que ne le laissaient prévoir les bénéfices substantiels des entreprises. Le secteur de la construction à usage d'habitation a également été déprimé et les prix des logements ont diminué durant la majeure partie de l'année. La consommation privée, par contre, a été plutôt dynamique, ce qui a un peu contrebalancé le recul des exportations nettes. En *Finlande*, *Norvège* et *Suède*, la progression des exportations nettes s'est aussi ralentie l'année dernière, alors que l'accroissement de l'investissement fixe des entreprises dépassait 10%. En *Espagne*, à la différence des années passées, la reprise a également été davantage induite par l'investissement que par la consommation des ménages. En outre, la hausse des salaires est restée modeste, sous l'influence peut-être des mesures de déréglementation. En *Irlande*, enfin, les exportations nettes et les composantes internes de la demande ont considérablement progressé, de sorte que le taux moyen d'expansion y a été le plus rapide du monde industriel au cours des trois dernières années, avec 5,5%.

... au Royaume-Uni ...

... et dans certains autres pays européens

Autres pays industriels

Dans les autres pays industriels (Canada, Australie et Nouvelle-Zélande), la croissance s'est nettement ralentie en 1995, reflétant la conjonction de facteurs spécifiques et leur position relativement avancée dans le cycle conjoncturel. Au *Canada*, la production a stagné au premier semestre, sous l'effet d'un net repli des exportations vers les États-Unis et d'un durcissement de la politique

Ralentissement au Canada ...

budgétaire. Le tassement a été particulièrement marqué pour les dépenses des ménages, alors que l'investissement en capital fixe et la constitution de stocks des entreprises ont apporté une contribution positive à la croissance. Au second semestre, l'économie s'est redressée grâce à un essor des exportations, mais, comme le renforcement de stocks avait été en partie involontaire, une importante correction a maintenu le taux de croissance annuelle un peu au-dessus de 2%. La progression de l'emploi total s'est également ralentie, mouvement qui masque cependant des tendances divergentes d'un secteur à l'autre. Le recul prononcé dans le secteur public, dû aux compressions budgétaires, a été largement compensé par une vive augmentation dans le secteur privé, ce qui s'est traduit par une baisse du taux de chômage.

... en Australie et en Nouvelle-Zélande

En *Australie* et en *Nouvelle-Zélande*, le ralentissement peut être attribué à la conjonction de plusieurs facteurs: politiques plus restrictives, décélération de l'investissement en capital fixe des entreprises et, pour l'Australie, recul marqué de la construction à usage d'habitation, conséquence tardive de la hausse des taux hypothécaires en 1994; en Nouvelle-Zélande, par contre, la forte demande de logements a fait monter les prix de l'immobilier de plus de 35% au cours des deux dernières années. La consommation des ménages est demeurée assez soutenue dans les deux pays et la contribution des exportations nettes a été négative, bien que l'accroissement des importations ait fléchi en liaison avec la diminution de l'investissement.

Croissance de la production: contribution des facteurs et des politiques

Principales caractéristiques communes

Caractéristiques communes:

En dépit de la divergence d'évolution de la croissance dans les différents pays, des caractéristiques communes sont apparues l'an dernier. L'une d'entre elles est la faiblesse des dépenses des ménages. Dans la plupart des cas, la baisse du taux d'épargne des ménages, très importante durant la précédente reprise conjoncturelle, a été beaucoup moins prononcée au cours de la phase actuelle (tableau II.1); on peut même dire que le manque de vigueur de la reprise au Japon est attribuable, entre autres, à une hausse de l'épargne des ménages en 1995. Si ce comportement est dû pour beaucoup au niveau initial généralement bas du taux d'épargne ainsi qu'au désir des ménages de reconstituer leurs avoirs financiers, d'autres motifs de préoccupation les ont également incités à une plus grande prudence.

taux d'épargne relativement élevé ...

... attribuable à la politique budgétaire et à la lenteur de la progression des salaires réels;

Comme cela est précisé ci-après, la politique budgétaire a été resserrée aussi bien en 1994 que l'année dernière, entraînant un ralentissement de la hausse du revenu disponible des ménages, qui a directement contribué à la faiblesse de leurs dépenses. En outre, l'anticipation d'un nouvel effort d'assainissement des finances publiques a pu avoir une influence défavorable. D'autre part, la progression des rémunérations salariales réelles a été lente, du fait à la fois de la modération salariale et du niveau obstinément élevé ou croissant du chômage. Cette influence a été particulièrement sensible dans des pays tels que l'Italie et la Belgique (graphique II.4), où les salaires réels, lorsqu'ils n'ont pas diminué, ont été bloqués dans le cadre d'un plafonnement des salaires nominaux. L'Allemagne,

Épargne des ménages dans certains pays durant les récentes périodes de reprise

Variation cumulée (en %) du taux d'épargne depuis la récession

Pays	Dernière année de la récession	Années postérieures		
		1	2	3
États-Unis	1982	−2,1	−2,5	− 4,4
	1991	0,2	−0,9	− 2,8
Japon	1983	−0,2	−0,6	− 1,1
	1993	−0,6	−0,6	..
Allemagne	1982*	−1,6	−2,8	− 4,0
	1993	−0,7	−1,3	..
France	1983	−1,5	−3,8	− 6,5
	1993	−0,5	−0,3	..
Italie	1983	−1,7	−5,1	− 9,2
	1993	−1,0	−3,2	..
Royaume-Uni	1981	−1,3	−4,3	− 5,8
	1992	−0,9	−3,5	− 5,6
Canada	1982	−3,2	−6,2	−10,9
	1991	0,5	0,2	− 1,7
Belgique	1981	−2,6	−3,8	− 6,5
	1993	−1,2	−3,0	..
Suède	1981	−3,5	−6,2	− 9,2
	1993	0,3	0,2	..

* Allemagne occidentale.

Sources: OCDE, *Perspectives économiques*, et données nationales. Tableau II.1

la France et la Suisse ont connu une évolution semblable, quoique moins prononcée.

retournement du cycle des stocks;

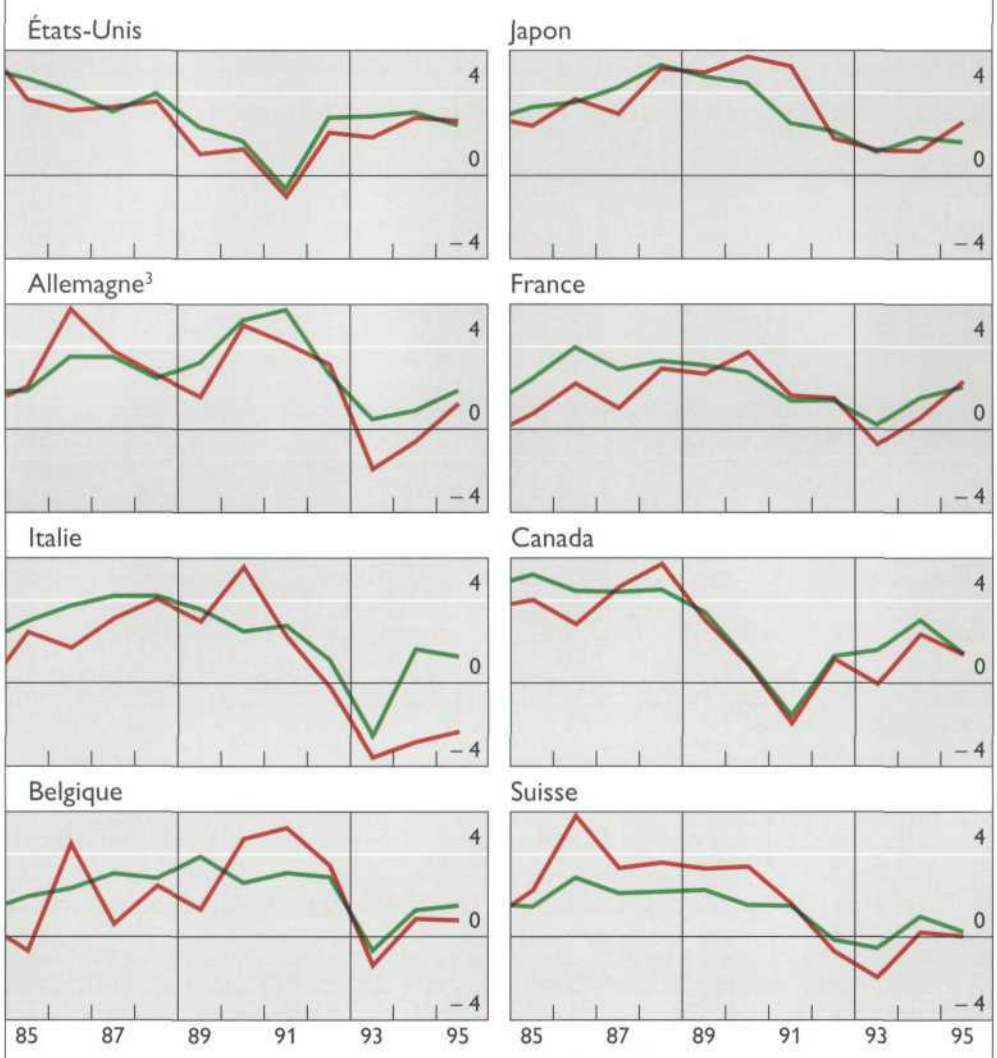
Une autre caractéristique commune, qui est aussi l'une des principales causes du ralentissement brutal de la croissance entre fin 1994 et début 1995, a été le retournement du cycle des stocks. Si, durant la seconde moitié de 1994, les variations des stocks avaient contribué pour près d'un point de pourcentage à la progression annuelle du PIB dans les pays du Groupe des Sept, leur influence a été négative au semestre suivant; en fait, dans plusieurs d'entre eux, notamment aux États-Unis, en Allemagne et en France, les tentatives des entreprises pour résorber leurs stocks excédentaires ont agi comme un frein sur la croissance pendant toute l'année.

vigueur de l'investissement en équipements productifs ...

Une troisième caractéristique, moins généralisée cependant que les deux précédentes, a été la vigueur de l'investissement en capital fixe des entreprises, ce qui est d'autant plus remarquable que le rythme de croissance était lent. La Suisse offre à cet égard l'exemple typique d'une économie qui, en dépit d'une conjoncture médiocre, a réalisé de grosses dépenses en capital, en progression de près de 35% depuis 1993. La composition de l'investissement y est également significative, car celui-ci porte en majeure partie sur les équipements productifs. Malgré un net recul des coûts unitaires réels de main-d'œuvre, les salaires ont augmenté relativement plus que le coût du capital, en raison de la baisse des prix des biens d'équipement et des taux d'intérêt nominaux. Conjuguée à des

Salaires réels et consommation

Variation annuelle, en %



[1] Rémunération des salariés ajustée par le déflateur de la consommation privée. [2] Dépenses, en volume, de consommation finale privée. [3] Avant 1992, Allemagne occidentale.

Sources: données nationales. Graphique II.4

pressions concurrentielles croissantes et au fait que le progrès technologique passe essentiellement par l'acquisition de matériel nouveau, cette variation des prix relatifs a vivement incité les entreprises à substituer le capital au travail. Dans quelques pays, cependant (Allemagne, France et Royaume-Uni), l'investissement des entreprises a été faible, par référence à la fois à la précédente phase de reprise et à la solidité des bénéfices.

… à quelques exceptions près

Politiques budgétaires et monétaires

Les politiques macroéconomiques ont exercé, l'année dernière, une puissante influence sur la physionomie de la croissance et la composition de la demande. Dans la plupart des pays, la politique budgétaire a été notablement durcie (tableau II.2), tandis que la politique monétaire était assouplie (chapitre IV). Étant

Modification du dosage des politiques …

donné que l'une et l'autre affectent les dépenses avec des délais différents, cette modification de leur dosage pourrait expliquer le ralentissement de l'expansion et l'attente générale, fondée également sur les mouvements des stocks, d'une reprise probable de la croissance dans le courant de 1996.

... dans le sens d'une plus grande rigueur budgétaire

En raison des liens financiers étroits entre pays, la décrue des taux d'intérêt a été générale, bien que leurs niveaux nominaux et réels demeurent différents. En revanche, le durcissement de la politique budgétaire n'a pas eu partout la même intensité; il a été très prononcé dans les pays ayant un ratio dette publique/PIB de 70% ou plus et a été notable dans certains autres où ce ratio était moins élevé (par exemple, Royaume-Uni et Australie). D'un autre côté, le déficit structurel s'est même accentué en Allemagne, Autriche, Irlande et, plus particulièrement, au Japon où, depuis le début de la récession en 1991, il s'est accru de plus de 5% du PIB, avec une nouvelle aggravation prévue pour le premier semestre de 1996. Malgré l'assainissement budgétaire et l'excédent du solde primaire dans les deux tiers des pays industriels, les ratios d'endettement brut ont généralement continué de croître l'an dernier. En outre, le besoin de rigueur budgétaire est souligné par les effets qu'exerceront sur la dette publique, durant les dix prochaines années, les charges au titre des retraites et des systèmes de santé.

Soldes financiers et endettement des administrations publiques

En % du PIB effectif ou potentiel

Pays	Solde financier net				Solde structurel				Endettement brut			
	1980	1990	1994	1995[1]	1980	1990	1994	1995[1]	1980	1990	1994	1995[1]
États-Unis	– 1,3	– 2,5	– 2,3	–2,0	– 1,2	– 3,0	– 2,5	–2,0	37,3	53,7	61,0	62,1
Japon	– 4,4	2,9	– 2,0	–3,5	– 4,7	1,7	– 1,0	–1,8	51,2	65,0	73,6	81,1
Allemagne	– 2,9	– 2,1	– 2,6	–3,5	– 3,9	– 3,1	– 1,8	–2,7	32,8	43,4	50,5	59,0
France	– 0,0	– 1,6	– 6,0	–5,0	– 0,4	– 2,2	– 4,1	–3,5	20,1	34,2	48,7	51,5
Italie	– 8,6	–10,9	– 9,0	–7,4	– 9,7	–11,7	– 7,4	–6,1	57,7	98,0	125,5	125,0
Royaume-Uni	– 3,4	– 1,2	– 6,9	–5,7	– 3,2	– 3,1	– 5,3	–4,6	54,0	35,3	50,5	51,8
Canada	– 2,8	– 4,1	– 5,3	–4,2	– 2,9	– 4,7	– 4,0	–3,0	44,3	73,1	95,6	97,3
Australie	– 1,7	0,6	– 4,0	–2,0	– 1,9	0,4	– 4,0	–2,5	..	23,5	36,1	38,1
Autriche	– 1,7	– 2,2	– 4,5	–6,0	– 2,9	– 3,2	– 4,0	–5,5	37,3	58,3	65,0	69,2
Belgique	– 9,3	– 5,8	– 5,3	–4,4	–11,6	– 6,6	– 3,7	–2,8	78,7	130,5	136,0	134,0
Danemark	– 3,3	– 1,5	– 3,8	–1,9	– 3,4	– 0,6	– 2,5	–1,0	37,7	59,6	75,6	75,0
Espagne	– 2,2	– 4,1	– 6,6	–6,0	– 1,0	– 6,7	– 5,0	–4,6	18,3	45,3	63,2	65,8
Finlande	3,4	5,4	– 6,3	–5,7	2,2	2,7	– 2,6	–3,8	12,1	14,5	60,0	61,5
Grèce	– 2,6	–14,1	–11,4	–9,2	– 3,8	–13,6	–11,0	–8,5	33,1	82,7	114,0	115,5
Irlande	–12,1	– 2,3	– 2,3	–2,3	–12,6	– 2,4	– 1,0	–2,0	71,3	97,4	90,3	83,9
Norvège[2]	5,2	2,3	0,4	2,0	– 4,2	– 1,0	– 5,0	–4,5	47,6	32,5	40,5	41,5
Pays-Bas	– 4,3	– 5,1	– 3,2	–3,3	– 5,1	– 6,4	– 2,5	–2,8	46,8	78,8	78,1	78,8
Portugal	5,6	– 5,5	– 5,8	–5,4	4,7	– 7,2	– 4,2	–3,5	43,0	68,6	69,5	70,2
Suède	– 4,0	4,2	–10,4	–8,3	– 4,4	1,4	– 8,6	–7,0	41,3	43,3	79,5	75,8
Suisse	0,0	– 0,0	– 3,0	–2,5	0,0	– 1,2	– 2,0	–1,7	43,0	31,0	47,0	49,0

[1] Chiffres provisoires. [2] Solde structurel hors production et recettes du secteur pétrolier.

Sources: Commission européenne, *Économie européenne*; FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*; OCDE, *Perspectives économiques*; données nationales. Tableau II.2

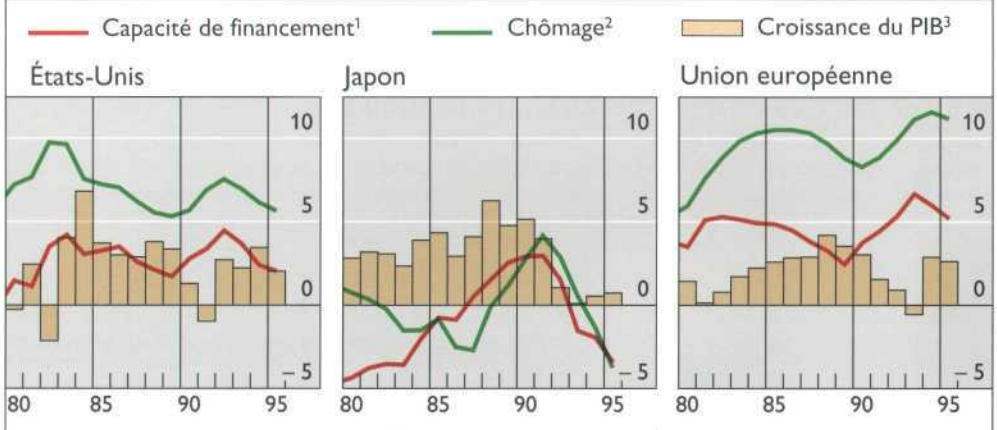
Deux problèmes étroitement liés: les niveaux élevés du chômage et des déficits budgétaires

Mesures structurelles en complément à l'assainissement budgétaire

L'assainissement budgétaire est essentiel pour assurer la viabilité à long terme de l'économie. Il importe toutefois de noter, à cet égard, que la hausse des déficits budgétaires reflète dans une large mesure l'augmentation des transferts sociaux et aides diverses, liés en général, directement ou indirectement, à l'aggravation du chômage structurel. C'est au sein de l'Union européenne que ce phénomène est le plus sensible (graphique II.5), puisque la moitié environ de l'accroissement du déficit depuis 1979 (date à laquelle le taux de chômage était le même qu'aux États-Unis) peut être attribuée à ce facteur. Il en résulte que les réformes de fond destinées à réduire le chômage constituent un complément essentiel à la rigueur budgétaire pour rétablir la viabilité à long terme, d'autant plus que, en présence de structures rigides sur les marchés du travail, cette rigueur pourrait aggraver encore le chômage, ce qui se traduirait alors par des résultats moins bons que prévu sur le plan budgétaire.

Solde budgétaire, chômage et croissance

En %



[1] Administrations publiques, en % du PIB; signe inversé pour les États-Unis et l'Union européenne. [2] En % de la population active; Japon: ratio PIB effectif/potentiel. [3] Variation sur un an.

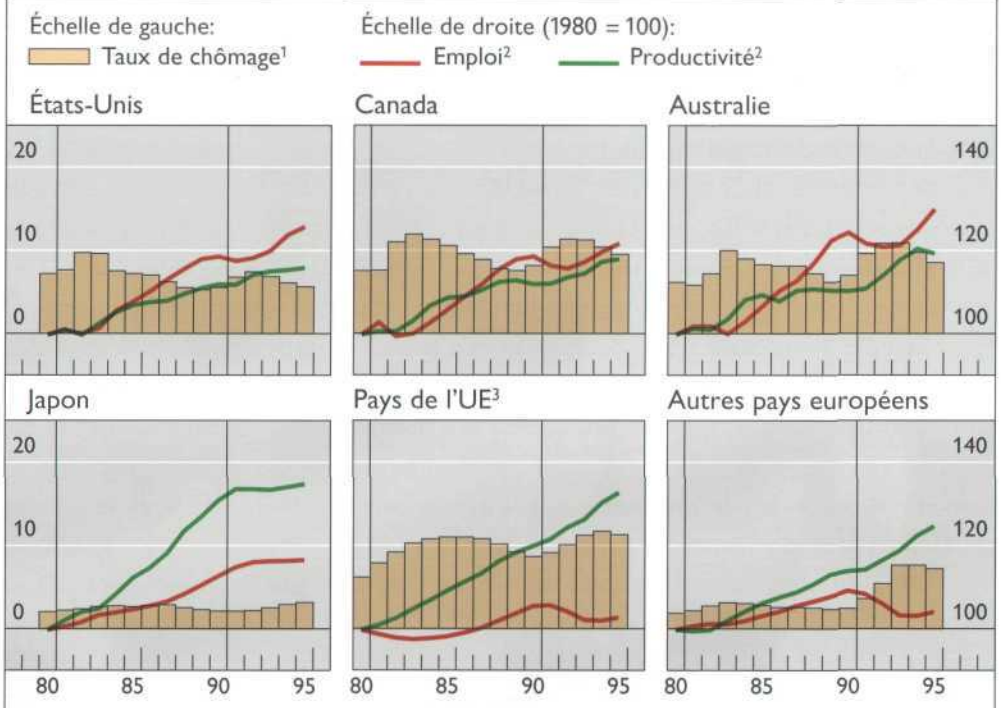
Sources: OCDE, *Perspectives économiques*, et données nationales. Graphique II.5

Évolutions contrastées des marchés du travail

Les évolutions contrastées des marchés du travail l'an dernier ...

Si le taux de chômage a baissé dans l'ensemble des pays industriels l'an dernier, l'amélioration n'a pas été aussi importante que prévu et des différences notables ont été enregistrées durant l'année et d'un pays à l'autre. Il a reculé aux environs de 5½% aux États-Unis et fléchi pour la troisième année consécutive au Canada et en Australie, grâce à la progression rapide de l'emploi; au Canada, ce mouvement s'est toutefois interrompu au cours de 1995 en raison de compressions d'effectifs dans le secteur public. Il a également régressé au Royaume-Uni mais, dans ce cas précis, à cause surtout d'une diminution de la population active. En revanche, dans plusieurs autres pays de l'Union européenne, la situation s'est détériorée d'une année sur l'autre par rapport à fin 1994. Alors que l'emploi s'était accru durant

Marché du travail: indicateurs représentatifs



[1] En % de la population active totale. [2] Ensemble de l'économie. [3] Hors Autriche, Finlande et Suède.

Sources: OCDE, *Perspectives économiques*, et données nationales. Graphique II.6

la première moitié de 1995, il a commencé à fléchir lorsque la reprise s'est essoufflée. Au Japon, le chômage a atteint un nouveau record historique, peu élevé cependant par comparaison avec d'autres pays.

... vont dans le sens des différences sur longue période ...

Les évolutions contrastées observées récemment sur les marchés du travail des États-Unis et des pays de l'UE confirment les tendances sur longue période qui donnent un taux de chômage moyen pour l'UE deux fois supérieur à celui des États-Unis (graphique II.6). En outre, si, aux États-Unis, la question essentielle est de savoir si le taux «naturel» de chômage (taux compatible avec une inflation stable) a diminué par rapport aux années 70 et 80, en Europe on s'interroge plutôt sur l'ampleur de la hausse de ce taux (page 30) et sur les mesures qui pourraient stopper sa progression. À cet égard, trois aspects distincts mais étroitement liés ont particulièrement retenu l'attention: le manque d'adaptabilité des marchés européens du travail, dû principalement aux mesures de protection de l'emploi; la rigidité des salaires tant réels que relatifs, qui s'explique habituellement par des facteurs institutionnels et réglementaires; le niveau élevé des coûts de main-d'œuvre, généralement attribué à diverses formes de charges non salariales.

... reflétant les imperfections du marché

Adaptabilité du marché du travail: mesure et effets

L'adaptabilité du marché du travail ...

En règle générale, les indicateurs de l'adaptabilité du marché du travail mesurent les variations de l'emploi par rapport aux fluctuations correspondantes de la production et à sa variabilité: plus la relation est étroite, plus le marché du travail est supposé adaptable. Le tableau II.3 présente des indicateurs de ce type ainsi

que la croissance globale de l'emploi sur les deux périodes distinguées. Il révèle que le degré de création de postes et d'adaptabilité (telle que définie dans le tableau) a été très nettement inférieur en Europe continentale par comparaison avec les pays anglophones en 1975–85, tandis que le Japon occupait une position intermédiaire. L'adaptabilité a été particulièrement faible en Italie, en France et en Belgique, en raison surtout de diverses mesures de protection de l'emploi, telles qu'indemnités de chômage et de licenciement élevées, ainsi que d'obstacles aux contrats de travail de courte durée ou à temps partiel. Durant la seconde période, toutefois, création de postes et adaptabilité ont progressé dans l'UE, notamment dans les pays ayant déréglementé et libéralisé leur marché du travail. Par exemple, la mise en place de contrats de travail temporaire et une baisse des coûts de licenciement ont nettement accru l'adaptabilité en Espagne et en Italie. Dans d'autres pays, un résultat analogue a été obtenu par le recours plus fréquent au travail à temps partiel ou par la décentralisation des négociations salariales – l'amélioration de la productivité étant la condition essentielle des augmentations de salaires (cas de l'Australie).

... a progressé en Europe ...

On peut attendre de mesures améliorant l'adaptabilité du marché du travail qu'elles finissent par accélérer la croissance de l'emploi, mais pas nécessairement à brève échéance. Si la réduction des coûts de licenciement et l'introduction de contrats de travail temporaire favorisent l'embauche en présence de circonstances favorables, de telles mesures abaissent également les coûts de licenciement dans le cas inverse. En outre, cette plus grande adaptabilité peut conforter les efforts des entreprises qui, dans un contexte de pressions concurrentielles croissantes, cherchent à comprimer les coûts et à renforcer la productivité du travail en recentrant leurs activités et en réduisant leurs effectifs.

... mais ne va pas forcément favoriser la croissance de l'emploi ...

Croissance de l'emploi, création de postes et adaptabilité

Pays	Croissance de l'emploi[1]	Création de postes[2]	Adaptabilité[3]	Croissance de l'emploi[1]	Création de postes[2]	Adaptabilité[3]
	1975–85			1985–95		
États-Unis	2,2	0,80	0,65	1,6	0,60	0,85
Canada	2,1	0,60	0,75	1,4	0,60	0,75
Australie	1,3	0,45	0,70	2,0	0,70	1,10
Nouvelle-Zélande	1,1	0,60	0,35	0,4	0,35	0,85
Japon	1,1	0,25	0,35	1,1	0,40	0,35
Pays de l'UE[4]	0,2	0,05	0,30	0,8	0,30	0,85
dont: Allemagne	0,3	0,10	0,60	0,7	0,25	0,75
France	0,1	0,05	0,50	0,4	0,20	0,50
Italie	0,5	0,15	0,20	–0,1	<0[5]	1,20
Royaume-Uni	–0,1	<0[5]	0,85	0,4	0,15	0,90
Espagne	–1,6	<0[5]	0,80	1,0	0,30	1,30
Autres pays[6]	0,9	0,35	0,40	0,0	0,00	1,05

[1] Variation annuelle, en %. [2] Ratio des variations, en %, de l'emploi et du PIB. [3] Ratio des écarts types de variations de l'emploi et du PIB. [4] Hors Autriche, Finlande et Suède. [5] Croissance négative de l'emploi s'accompagnant d'une croissance positive de la production. [6] Autriche, Finlande, Norvège, Suède et Suisse.

Sources: OCDE, *Perspectives économiques*, et données nationales. Tableau II.3

Cela peut être capital pour la survie de l'établissement mais, en contrepartie, moins de postes sont créés par unité de production, surtout lorsque cette concurrence touche de plus en plus d'entreprises. Enfin, dans quelques cas, les effets positifs de la libéralisation du marché du travail ne sont pas encore perceptibles parce que les marchés des produits demeurent trop réglementés.

Dans la majorité des pays de l'UE ainsi qu'en Australie, les diverses mesures mentionnées ci-dessus semblent avoir favorisé un ajustement plus rapide et plus harmonieux aux modifications de la demande et à l'intensification de la concurrence et ont même amplifié les créations de postes et accéléré légèrement la croissance de l'emploi. Dans d'autres pays, toutefois, la plus grande adaptabilité du marché du travail s'est accompagnée d'une détérioration sur ces deux plans. Ainsi que le montre le tableau, cela a été le cas après 1985 aux États-Unis et, plus encore peut-être, dans des pays qui, comme la Finlande et la Suède, ont subi, entre 1985 et 1995, une récession induite par le cours de change de leur monnaie.

... tout au moins dans l'immédiat

Il en a été de même pour la Nouvelle-Zélande, qui a amorcé la libéralisation de son marché du travail au milieu des années 80 et est allée plus loin que la plupart des autres pays dans cette voie; ce dernier exemple montre aussi les effets bénéfiques qui peuvent résulter d'une plus grande adaptabilité, même si les délais d'ajustement sont désagréablement longs: depuis le début des années 90, la croissance de l'emploi y atteint en moyenne près de 2% par an et le rythme de création de postes y est plus élevé que pendant la période où le marché était réglementé.

Problème du chômage de longue durée

D'après d'autres indicateurs, fondés sur les flux du marché du travail, le manque d'adaptabilité ne semble pas avoir entravé la mobilité professionnelle des salariés en Europe. Le problème serait plutôt que le nombre de créations de postes est insuffisant par rapport aux suppressions, de sorte que les sorties du chômage sont rares; autrement dit, les personnes ayant perdu leur emploi restent très longtemps au chômage. Par conséquent, les mesures visant à améliorer l'adaptabilité doivent être complétées par des initiatives en faveur des chômeurs de longue durée, ce qui a été entrepris avec un certain succès au Royaume-Uni et en Australie.

Rigidités salariales

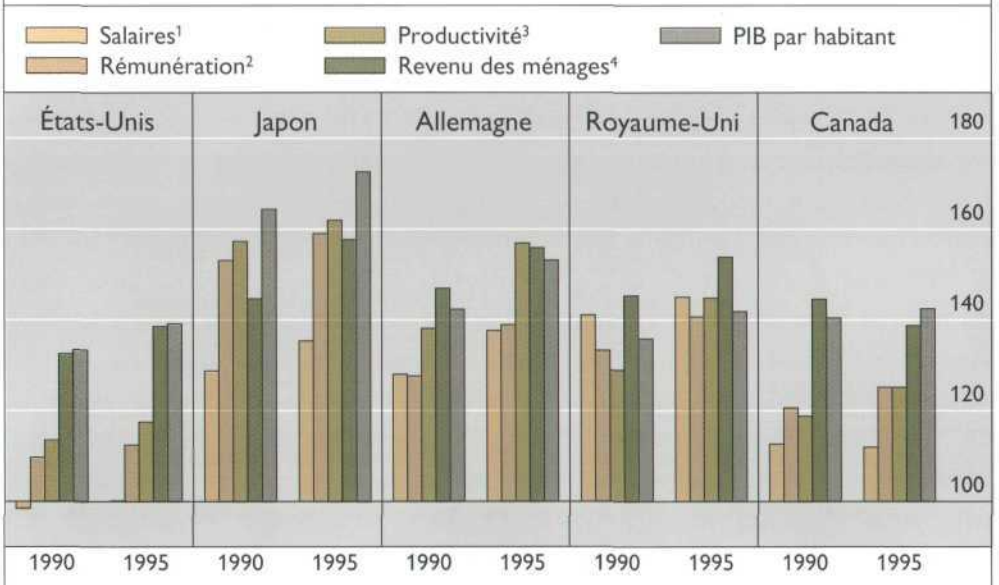
Les rigidités salariales reflètent le manque de flexibilité des salaires relatifs

Il s'agit d'un problème qui présente plusieurs dimensions potentielles. Tout d'abord, les salaires réels *dans leur ensemble* ne sont pas toujours suffisamment sensibles aux augmentations du chômage ni aux variations de la productivité et des termes de l'échange dont ils dépendent pourtant. Ce problème semble perdre cependant de son acuité. En effet, il est frappant de constater qu'en Europe, depuis dix à quinze ans, la part du facteur travail dans le revenu baisse dans tous les pays.

Le problème des rigidités salariales se pose plutôt aujourd'hui en termes de salaires *relatifs*. Si, aux États-Unis et au Royaume-Uni, les changements de la demande relative de divers types de main-d'œuvre se sont traduits par une baisse des salaires des travailleurs non qualifiés par rapport à ceux qui le sont, dans la plupart des pays d'Europe continentale les salaires relatifs ont très peu évolué, de sorte que la proportion de personnes sans qualification ne parvenant pas à trouver un emploi a davantage augmenté qu'aux États-Unis.

Indicateurs du revenu réel et de la production par habitant

1973 = 100



[1] Salaires et traitements par salarié (ensemble de l'économie), ajustés par le déflateur de la consommation. [2] Par salarié, ajustée par le déflateur du PIB. [3] Ratio PIB/emploi total. [4] Revenu disponible des ménages par habitant, ajusté par le déflateur de la consommation.

Sources: OCDE, *Perspectives économiques*, et données nationales. Graphique II.7

Un argument fréquemment avancé contre la flexibilité des salaires relatifs est qu'elle freine les gains de productivité et entraîne une stagnation des salaires réels moyens, une grande proportion de la main-d'œuvre ne pouvant trouver que des emplois faiblement rémunérés, et que les entreprises ont intérêt à offrir de tels emplois lorsque les salaires des travailleurs non qualifiés sont bas et flexibles. On cite souvent à l'appui de cette thèse l'exemple des États-Unis, où les gains réels par salarié ont diminué de plus de 10% depuis 1973. Toutefois, ce raisonnement vaut pour une définition étroite du salaire et, lorsqu'on l'étend aux salaires et traitements par personne employée, il apparaît que les salaires réels sont demeurés stables (graphique II.7). Cependant, même cette mesure au sens large ne signifie pas que la situation des Américains n'est pas meilleure en moyenne qu'il y a vingt-cinq ans, une part croissante du revenu des salariés étant constituée d'avantages non salariaux; compte tenu de ces derniers, les salariés ont bénéficié d'une augmentation de 10% de leur revenu réel. Un autre élément, d'une importance capitale dans ce contexte, est que, grâce à une forte adaptabilité, la partie de la population qui travaille aujourd'hui est plus grande qu'en 1973. Si l'on prend en compte tous ces paramètres, plus l'accroissement des transferts publics hors impôts et des autres revenus versés aux ménages, il apparaît que le revenu réel par habitant a progressé de près de 40% depuis 1973, soit au même rythme que le PIB par habitant. Toutefois, les travailleurs licenciés semblent aujourd'hui avoir moins de chances de retrouver un emploi aussi bien rémunéré que le précédent. Cela peut avoir accru les incertitudes concernant l'évolution future de l'emploi et, par conséquent, érodé la confiance des consommateurs aux États-Unis.

Salaires réels en baisse aux États-Unis ...

... mais hausse importante du revenu réel

D'autres pays ont enregistré un taux global de croissance supérieur à celui des États-Unis, mais, dans la plupart des cas, c'est parce que les gains de

Progression du revenu réel dans d'autres pays

productivité ont été activés par un processus de «rattrapage» des technologies américaines, qui s'est toutefois progressivement atténué. Aussi – et c'est là un aspect déterminant de l'adaptabilité – la décélération généralisée de la productivité depuis les années 70 a été nettement moins prononcée aux États-Unis, malgré un report d'emplois de l'industrie vers les services plus important que dans la plupart des autres pays. En outre, la différence entre la hausse des salaires réels et celle du revenu des ménages est bien moindre dans les autres économies, à l'exception du Canada, où la proportion de la population employée a également augmenté. Au Royaume-Uni, d'ailleurs, la croissance plutôt lente du PIB par habitant s'explique en partie par une diminution de la population active.

Niveau élevé des coûts de main-d'œuvre

Niveau élevé des coûts de main-d'œuvre en Europe ...

Une comparaison portant sur le total des coûts horaires de main-d'œuvre dans l'industrie manufacturière (tableau II.4) montre sans équivoque qu'ils sont élevés en Europe continentale, et surtout en Allemagne. Il apparaît également que la raison en est, dans une large mesure, la proportion importante des charges non salariales, qui consistent essentiellement en cotisations aux caisses de retraite et à la sécurité sociale. De plus, ces charges ne sont guère sensibles aux chocs conjoncturels et autres et pèsent, par le jeu du plafonnement des cotisations, plus fortement sur les travailleurs à salaire relativement bas, dont l'emploi est déjà menacé par ailleurs. Elles expliquent donc, pour beaucoup, non seulement le

Total des coûts de main-d'œuvre de l'industrie manufacturière dans certains pays

Pays	Total des coûts horaires de main-d'œuvre en 1995			Part, en %, des cotisations de sécurité sociale et impôts sur salaires dans les prélèvements obligatoires (1993)
	Indices fondés sur des données en monnaie commune Allemagne = 100	dont[1]		
		Salaires	Charges non salariales	
Allemagne	100	55	45	39
Japon	75	59	41	34
France	61	54	46	47
États-Unis	55	71	29	29
Italie	52	50	50	37
Canada	49	74	26	17
Royaume-Uni	45	73	27	18
Hongrie[2]	10	50	50	39
République tchèque[2]	7	60	40	35
Singapour[2]	23	68	32	30[3]
Corée[2]	19	70	30	8
Malaysia[2]	6	76	24	15[3]

[1] En % du total des coûts de main-d'œuvre. [2] Sur la base des chiffres de 1994. [3] Y compris cotisations aux fonds de prévoyance publics.

Sources: Institut der Deutschen Wirtschaft, *IW-Trends*; FMI, *Government Finance Statistics*; OCDE, *Statistiques des recettes publiques des pays membres de l'OCDE*; Confédération du patronat suédois; données nationales.

Tableau II.4

niveau élevé du total des coûts de main-d'œuvre mais aussi la rigidité des salaires relatifs.

... ayant des effets potentiels mais incertains sur l'emploi

Le niveau élevé des coûts de main-d'œuvre a pu également ralentir la croissance de l'emploi, en incitant les entreprises à investir plutôt à l'étranger. L'année dernière, par exemple, l'investissement direct allemand a inscrit un record. Bien que les entrées à ce titre aient aussi augmenté, les sorties nettes cumulées pour les années 90 s'élèvent jusqu'à présent à DM 180 milliards, soit plus de 10% de l'investissement domestique en équipements productifs. L'effet net de ces sorties est évidemment incertain. Si ces capitaux avaient été investis en Allemagne, ils auraient fait progresser la demande globale et la production, mais beaucoup moins l'emploi (tableau II.3). D'autre part, les entreprises auraient très bien pu, si elles n'avaient pas investi à l'étranger, renforcer leurs actifs financiers. Enfin, une part importante de l'investissement direct de l'Allemagne traduit un désir de consolider les réseaux de commercialisation et de logistique à l'étranger et a ainsi contribué à maintenir l'emploi domestique dans les secteurs tributaires des exportations.

Alléger les charges non salariales

Alléger le poids des charges non salariales en renforçant l'efficacité du système de santé et/ou en réduisant les cotisations de sécurité sociale est souvent l'une des solutions proposées pour résoudre le problème du chômage en Europe. Il s'agit d'une réalisation souhaitable, à condition que l'abaissement de ces charges ne soit pas contrebalancé par une augmentation des salaires directs. De plus, étant donné que les cotisations de sécurité sociale représentent une part substantielle des recettes du secteur public (parfois près de 50%), toute initiative visant à les réduire devrait s'accompagner de mesures d'assainissement budgétaire.

Conclusions

Diverses mesures ont contribué à une plus grande adaptabilité ...

S'il est certain que l'adoption de diverses mesures a contribué à une plus grande adaptabilité des marchés européens du travail ces dernières années, les progrès accomplis ont toutefois été très lents. La flexibilité des salaires relatifs est toujours moindre en Europe continentale qu'aux États-Unis et le total des coûts horaires de main-d'œuvre demeure élevé. Ce bilan reflète non seulement le manque de consistance des réformes menées à ce jour, mais aussi le fait que certaines d'entre elles peuvent s'avérer à court terme à double tranchant. Ainsi, réduire les mesures de protection de l'emploi incite davantage les entreprises à embaucher mais leur permet aussi plus facilement de licencier. D'autre part, les délais d'ajustement sont longs et les impératifs de la compétitivité ont renforcé la priorité pour les entreprises d'abaisser les coûts en améliorant la productivité du travail. Enfin, diminuer les cotisations de sécurité sociale pour résoudre le problème du niveau élevé des coûts de main-d'œuvre ne peut être envisagé que dans le cadre d'un assainissement budgétaire et d'un allégement de la charge de l'État providence.

... mais les effets bénéfiques sont à venir

Recul de l'inflation dans la plupart des pays

Variations des prix, coûts unitaires de main-d'œuvre et marges bénéficiaires

L'année dernière, comme en 1994, l'inflation s'est inscrite en moyenne à 2¼% dans les pays du Groupe des Dix (tableau II.5); il s'agit du taux le plus faible depuis plus

Prix à la consommation et coûts unitaires de main-d'œuvre

Pays	Prix à la consommation					Coûts unitaires de main-d'œuvre[1]				
	1980–89	1990	1993	1994	1995	1980–89	1990	1993	1994	1995
	variation annuelle, en %									
États-Unis	5,5	5,4	3,0	2,6	2,8	2,9	3,0	0,2	–1,3	–0,6
Japon	2,5	3,1	1,3	0,7	–0,1	1,0	2,1	5,3	–0,3	–2,0
Allemagne[2]	2,9	2,7	4,5	2,7	1,8	2,4	2,1	3,6	–6,1	1,1
France	7,3	3,4	2,1	1,7	1,8	4,6	3,3	2,2	–5,9	–1,7
Italie	11,2	6,1	4,2	3,9	5,4	8,3	6,9	2,6	–2,7	–4,3
Royaume-Uni	7,4	9,5	1,6	2,5	3,4	6,0	6,7	–0,2	0,0	3,3
Canada	6,5	4,8	1,8	0,2	2,2	4,9	3,4	–2,8	–1,8	–0,4
Belgique	4,9	3,5	2,8	2,4	1,5	1,3	6,0	0,9	–1,5	–0,3
Pays-Bas	2,8	2,5	2,6	2,8	1,9	0,5	1,3	1,5	–4,4	–5,3
Suède	7,9	10,5	4,6	2,2	2,5	6,7	5,6	–6,2	–0,6	–0,7
Suisse	3,3	5,4	3,3	0,9	1,8	1,8	3,1	0,1	–5,7	–2,7
Groupe des Dix[3]	*5,4*	*4,9*	*2,7*	*2,2*	*2,2*	*3,3*	*3,4*	*1,5*	*–2,1*	*–0,8*
Australie	8,4	7,3	1,8	1,9	4,6	7,9	3,9	–3,8	–3,6	–0,2
Autriche	3,8	3,3	3,6	3,0	2,2	1,6	1,4	0,4	–3,5	–1,7
Danemark	6,9	2,6	1,3	2,0	2,1	5,5	6,4	–3,7	1,6	3,7
Espagne	10,2	6,7	4,6	4,7	4,7	7,8	11,4	1,2	–4,9	0,8
Finlande	7,2	6,2	2,2	1,1	1,0	4,7	8,7	–6,2	–4,4	4,8
Norvège	8,3	4,1	2,3	1,4	2,5	4,4	3,9	–0,1	0,4	3,1
Nouvelle-Zélande	11,8	6,1	1,3	1,8	3,8	10,1	3,7	–0,4	–0,1	4,6
Portugal	17,5	13,4	6,5	5,2	4,1	12,4	15,8	7,3	3,6	2,8
Total[3]	*5,7*	*5,0*	*2,8*	*2,3*	*2,4*	*3,6*	*3,8*	*1,4*	*–2,1*	*–0,7*

[1] Dans l'industrie manufacturière; la définition des séries varie selon les pays. [2] Pour les prix à la consommation (avant 1993) et les coûts unitaires de main-d'œuvre, Allemagne occidentale. [3] Moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 1990.

Sources: OCDE, *Perspectives économiques*; données nationales; estimations BRI. Tableau II.5

de trente ans – si l'on excepte 1986, année où les prix à la consommation avaient été largement influencés par l'effet non récurrent de la baisse des prix pétroliers. Si certains pays n'ont pas suivi cette tendance générale, c'est, dans la plupart des cas, en raison d'influences temporaires, telles que des modifications des impôts indirects et/ou une augmentation des taux hypothécaires. La modération salariale, conjuguée à une croissance relativement forte de la productivité, est, cette fois encore, principalement à l'origine de ces bons résultats. En fait, pour la première fois de l'après-guerre, les coûts unitaires de main-d'œuvre baissent depuis plusieurs années dans de nombreux pays. En 1995, toutefois, leur diminution moyenne a été inférieure à celle de 1994 et, au Danemark et en Suède, le recul du chômage et/ou la hausse des bénéfices dans le secteur exposé ont déjà conduit à un renforcement des revendications salariales.

Persistance d'une faible inflation grâce à la modération salariale

Si les mesures globales de l'inflation convergent, les mouvements des coûts des importations et des marges bénéficiaires diffèrent beaucoup selon les pays, ce qui peut rendre malaisée l'estimation de leur rôle dans la baisse de l'inflation. D'après le graphique II.8, qui montre l'évolution des marges bénéficiaires à partir d'un cadre comptable totalisant les ventes intérieures et extérieures (voir note du graphique), les bénéfices nets avant impôts et la rentabilité nette semblent avoir

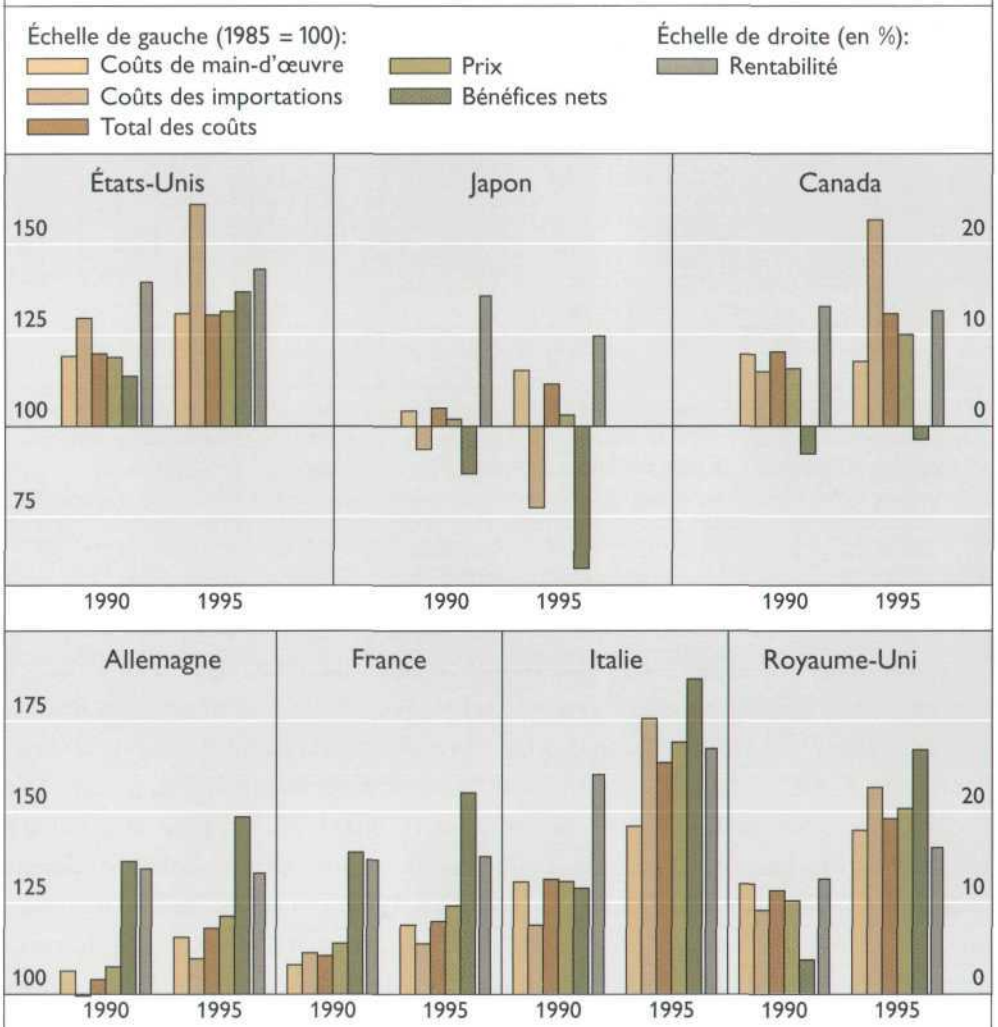
Comportement des bénéfices aux États-Unis ...

progressé aux États-Unis. Principale explication: la diminution des paiements d'intérêts nets et l'augmentation modérée des coûts de main-d'œuvre ont largement contrebalancé l'incidence de l'accroissement marqué des importations en volume et en prix; en conséquence, la hausse des coûts globaux est restée inférieure à celle des prix à la production. Ainsi, dans le contexte limité de ce cadre comptable, on pourrait conclure que le comportement des bénéfices au cours de la phase récente d'expansion a, dans une certaine mesure, alimenté l'inflation.

... au Japon ...

Contrairement aux entreprises des États-Unis, il apparaît que celles du Japon et, à un degré nettement moindre, du Canada ont enregistré une baisse marquée de leurs bénéfices et de leur rentabilité, en termes nets, en particulier durant la récente récession. Si l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre depuis

Indicateurs des prix à la production, des coûts et des bénéfices nets



La production (ou ventes brutes) correspond à la somme de la demande intérieure et des exportations à prix constants et courants respectivement; les prix sont mesurés par le déflateur moyen de ces deux composantes. Le total des coûts se décompose ainsi: rémunération du travail, fiscalité indirecte moins subventions, amortissements et importations, le tout exprimé par unité produite. Les bénéfices nets, également par unité produite, se définissent comme la différence entre l'excédent d'exploitation et les amortissements et paiements d'intérêts nets; la rentabilité est égale aux bénéfices nets, en % des ventes totales à prix courants.

Sources: OCDE, *Comptes nationaux*; données nationales; estimations BRI. Graphique II.8

1990 est moins marquée au Japon que dans les autres pays, la hausse des dotations aux amortissements due à la «bulle» de l'investissement antérieure a alourdi les coûts globaux et, conjuguée à la concurrence accrue des importations à bas prix, obligé les entreprises à réduire leurs marges, notamment sur leurs exportations. De ce fait, les bénéfices par unité produite semblent maintenant inférieurs de 35% environ par rapport à 1985, tandis que les prix à la production n'ont augmenté que de 4%. Cette compression des bénéfices pendant la récente récession a constitué un facteur-clé du processus de désinflation au Japon, bien que, de toute évidence, la réciproque soit également vraie.

... et en Europe ...

Les marges bénéficiaires nettes, en revanche, ont progressé dans toutes les grandes économies européennes. Malgré la persistance de coûts de main-d'œuvre élevés, les entreprises de quelques pays semblent avoir été en mesure de reconstituer en partie leurs marges antérieures dans un contexte de modération salariale généralisée. Cette amélioration a été particulièrement prononcée en Italie et au Royaume-Uni; dans le premier cas, elle est attribuable dans une large mesure au freinage des salaires depuis l'accord de 1992 sur la politique des revenus et à l'augmentation exceptionnelle des volumes et prix (en monnaie locale) des exportations. En France, les marges bénéficiaires des entreprises ont également tiré profit, récemment, de la progression modeste des coûts de main-d'œuvre, tandis qu'en Allemagne la vive croissance des salaires nominaux a été contrebalancée par des mesures de rationalisation, des licenciements et des gains de productivité plus rapides. Contrairement à ce qui s'est passé en Italie et au Royaume-Uni, les coûts des importations ont eu un effet modérateur sur les prix.

... différencié selon les secteurs

Ces indicateurs montrent que les bénéfices des entreprises en Europe ont tiré avantage de l'environnement faiblement inflationniste de ces dernières années, mais qu'ils n'y ont pas contribué; les données globales peuvent cependant masquer d'importantes différences sectorielles. Ainsi, dans les pays dont la monnaie s'est dépréciée, les bénéfices du secteur exposé ont été particulièrement élevés, tandis qu'en Allemagne le secteur protégé a enregistré des gains supérieurs. Au Japon, au contraire, il apparaît que, malgré la baisse de leurs marges, les grandes entreprises de l'industrie de transformation à vocation exportatrice se sont mieux comportées que celles de taille petite ou moyenne du secteur non manufacturier, qui ont plus souffert du développement des importations à bas prix.

Évolution structurelle des conditions et du comportement des marchés des produits et du travail

Évolution structurelle des conditions de faible inflation

Si un bon résultat sur longue période en matière d'inflation est essentiellement à porter au crédit de la politique monétaire, ce sont les évolutions à court terme des prix et des salaires, ainsi que leur interaction, qui constituent les principaux éléments du mécanisme de transmission. Le concept de taux «naturel» de chômage, c'est-à-dire compatible avec une inflation stable, est au cœur de ce mécanisme; il est surtout déterminé par des facteurs structurels du marché du travail, mais dépend aussi du comportement des prix et des bénéfices et, dans certaines conditions, du rythme tendanciel d'augmentation de la productivité. Dans ce contexte, deux questions présentent un intérêt particulier. Premièrement, le taux naturel de chômage a-t-il varié ces dernières années?

Deuxièmement, l'«arbitrage» symétrique à court terme observé par le passé entre inflation et production se vérifie-t-il encore?

Taux «naturel» de chômage

Il ne fait guère de doute que le taux naturel de chômage dans la plupart des pays d'Europe continentale, ainsi qu'au Canada et en Australie, est aujourd'hui supérieur à ce qu'il était il y a dix à quinze ans (voir partie précédente). Aux États-Unis et au Royaume-Uni, en revanche, certains signes tendent à montrer qu'il a pu légèrement diminuer dernièrement: le pouvoir de négociation s'est mis à pencher nettement en faveur des employeurs et le degré de flexibilité des salaires relatifs y est sensiblement plus élevé que dans la majorité des autres pays; l'augmentation des salaires y est également demeurée modérée, bien que le chômage ait reculé par rapport au passé récent. Malgré tout, il est évidemment trop tôt pour en tirer des enseignements précis pour la conduite des politiques.

Modification des bénéfices, des prix et de la productivité

Il est également difficile d'en déduire des conclusions précises concernant les tendances profondes des prix, des bénéfices et de la productivité. D'une part, le renforcement de la concurrence, à la fois domestique et internationale, dans un environnement de faible inflation, a incité les entreprises à comprimer leurs coûts, puisqu'il leur était plus malaisé de les répercuter sur leurs prix. D'autre part, comme on l'a noté plus haut, les marges bénéficiaires nettes se sont accrues, dans certains pays, grâce au ralentissement de la hausse des coûts. La productivité ne paraît pas s'être accélérée non plus, sauf dans l'industrie manufacturière – encore que, dans le secteur des services, les gains soient probablement supérieurs aux chiffres actuels.

Existence d'un arbitrage asymétrique …

Jusqu'à une date récente, la majorité des analyses empiriques semblaient présumer l'existence d'un *arbitrage* symétrique entre inflation et ratio production effective/production potentielle, ce qui signifiait que les poussées inflationnistes dues à une demande excédentaire pouvaient être neutralisées sans aucune perte nette de production. À l'inverse, la plupart des responsables des politiques, forts de l'expérience acquise au cours de vingt années de coûts importants, en termes de production, liés à la neutralisation des forces inflationnistes, avaient compris qu'il fallait éviter des pressions excessives de la demande. Des études plus récentes portant sur les États-Unis et les pays du Groupe des Sept semblent conforter ce point de vue: elles montrent qu'un choc positif de la demande peut accroître l'inflation trois fois plus qu'un choc négatif de même ampleur ne la réduirait. Cela apporte un éclairage nouveau sur la situation des États-Unis et du Royaume-Uni en 1994–95, comparée à celle de 1989–91. En 1988–89, les deux économies se sont trouvées en surchauffe et, comme les mesures d'austérité n'avaient été appliquées qu'*après* l'accélération de l'inflation, le ralentissement avait été profond et prolongé. En revanche, le relèvement des taux d'intérêt opéré au début de 1994 – au moment où l'on s'attendait à ce que la hausse des prix, pourtant modérée, s'amplifie – a supprimé assez rapidement les pressions inflationnistes, sans effet notoire sur la production ni l'emploi.

… et implications pour la politique économique

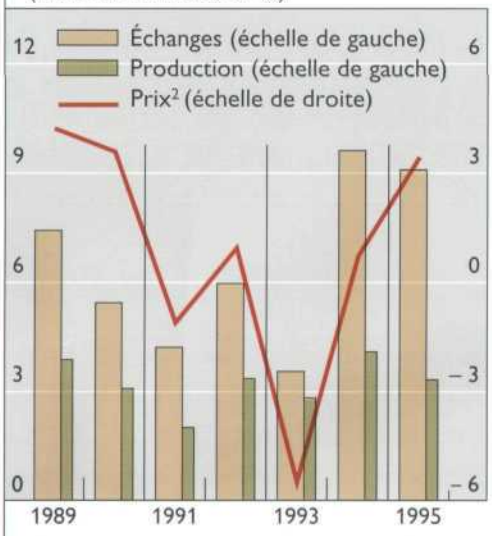
Commerce international, paiements courants et cours de change

Commerce international

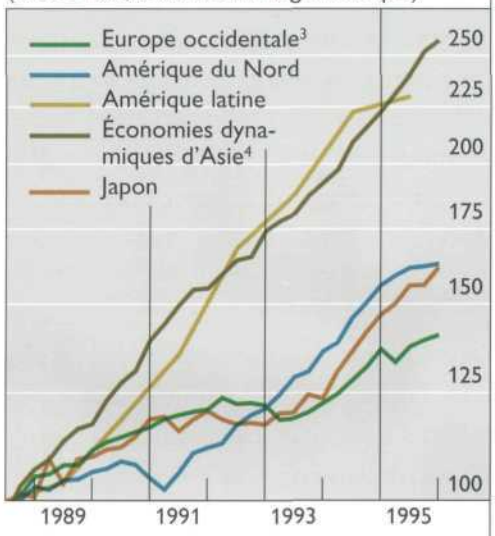
L'expansion du commerce international de biens et services a fléchi l'an dernier dans les pays industriels, sous l'effet du ralentissement économique analysé

Indicateurs des échanges internationaux

Volume et prix des échanges[1]
(variation annuelle, en %)



Volume des importations
(1988 = 100; échelle semi-logarithmique)



[1] À l'exclusion de l'Europe orientale et de l'ex-Union soviétique. Croissance de la production mesurée par la variation du PIB réel, en %. [2] Produits manufacturés, exprimés en DTS. [3] Allemagne, Belgique, Espagne, France, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède et Suisse. [4] Corée, Hong-Kong, Indonésie, Malaysia, Singapour, Taiwan et Thaïlande. Graphique II.9

Développements récents du commerce et des prix internationaux

précédemment. Le volume des échanges, à environ 9%, a néanmoins continué de progresser à un rythme représentant plus de deux fois celui du PIB mondial (graphique II.9). Malgré la récession dans certains pays d'Amérique latine, le commerce extérieur des pays en développement s'est accéléré, non seulement du fait des relations au sein de ce groupe, mais aussi en raison de la pénétration toujours plus grande de leurs importations sur les marchés des pays industriels et des délocalisations opérées par ces derniers. Les prix des échanges (mesurés en DTS) ont augmenté, après une perte cumulée de 5% depuis 1990. Cette hausse globale masque cependant des évolutions différenciées: le renchérissement des produits finis s'est accentué et les prix du pétrole ont partiellement effacé une baisse antérieure, tandis que ceux des produits de base non pétroliers ont progressé beaucoup plus lentement qu'en 1994.

Évolution sur longue période

L'évolution du commerce extérieur et l'utilisation des ressources ont également été influencées par diverses tendances à long terme induites à la fois par les nouvelles technologies et par les modifications de l'offre de main-d'œuvre à bon marché. De récentes techniques de communication moins coûteuses ont vivement incité les entreprises des pays industriels à délocaliser toutes sortes d'activités vers des pays en développement où le coût de la main-d'œuvre qualifiée est très compétitif. De même, les usines conçues pour assembler des pièces importées et exporter des produits finis se sont multipliées dans certaines régions frontalières, les exemples les plus frappants étant le Mexique et quelques provinces du Sud de la Chine. En outre, les échanges de services s'accroissent depuis plusieurs années à un rythme encore plus rapide que ceux des biens, et pourtant les chiffres du commerce extérieur ne tiennent pas compte des ventes des filiales de sociétés étrangères dans leur pays d'implantation (qui représentent

environ la moitié des échanges de services). On peut ajouter l'importance croissante des flux transfrontières au sein des multinationales, dus le plus souvent à des différences sur le plan de la fiscalité et à d'autres coûts liés au pays d'établissement, mais qui peuvent aussi résulter des fluctuations de change. Enfin, comme l'a bien montré l'exemple du Japon l'année dernière, les statistiques du commerce extérieur peuvent être notablement influencées par deux facteurs: la délocalisation de la production vers les pays acheteurs, au détriment des exportations des entreprises nationales, et le gonflement des importations provenant d'unités à bas coûts créées par des groupes étrangers dans les pays en développement.

Soldes des paiements courants

L'évolution des paiements courants, l'année dernière, a généralement résulté de trois facteurs principaux: le décalage des pays dans le cycle conjoncturel, les effets différés des fluctuations de change et l'accentuation des déséquilibres en matière d'investissements. Ces influences ont été particulièrement sensibles dans les deux plus grandes économies (graphique II.10).

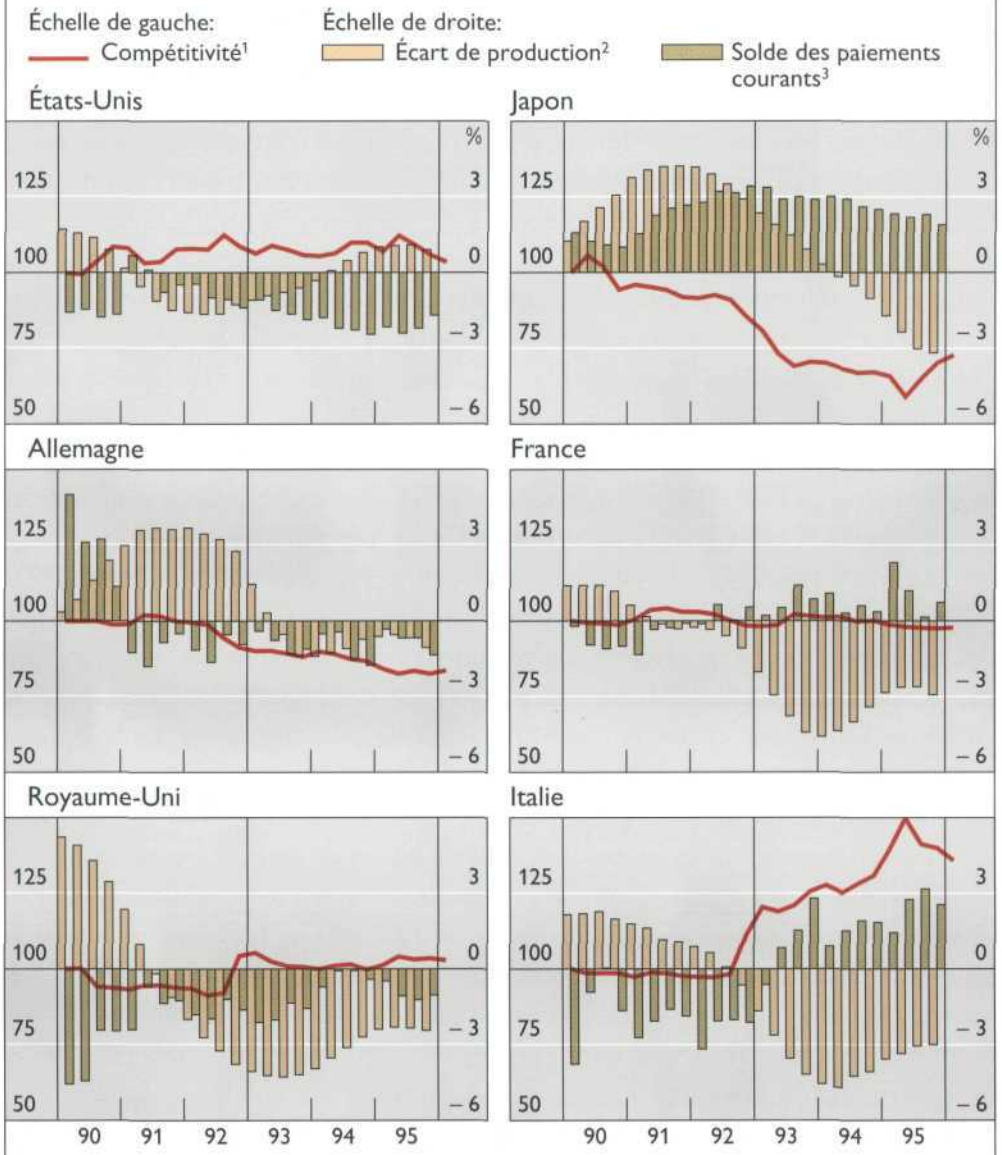
Forte progression des exportations américaines mais aggravation des déséquilibres

Aux États-Unis, les progrès de la compétitivité (environ 10% depuis 1991), dus principalement à la dépréciation effective du dollar, ont contribué à la hausse de près de 15% en volume des exportations en 1995, ce qui, malgré une contraction à l'égard du Mexique, a porté à 65% leur progression cumulée depuis le début de la décennie. Néanmoins, en raison de la position relativement avancée des États-Unis dans le cycle et de la pénétration des importations qui en résulte, l'expansion des achats à l'étranger est demeurée soutenue, si bien que le déficit commercial s'est accru, à plus de $150 milliards, niveau record (tableau II.6); par suite de l'augmentation des paiements d'intérêts nets, celui des transactions courantes s'est également creusé.

Hausse des importations japonaises due à l'appréciation de la monnaie et à des réformes ...

Les facteurs fondamentaux mentionnés ci-dessus ont également joué un rôle dominant dans l'évolution de la balance courante du Japon, mais en sens inverse. Le freinage de la demande d'importations résultant de la faible croissance de la demande intérieure a été largement compensé par les effets de l'appréciation du yen, en termes effectifs réels (40% au total depuis 1991), de sorte que le volume des importations a augmenté de pratiquement 14%, pour la deuxième année consécutive. Le volume total des importations de biens et services a ainsi progressé de près de 35% depuis le début de la récession, en 1991, contre 2,5% seulement pour la demande intérieure. En outre, des réformes dans le secteur de la distribution, conjuguées à la forte hausse de la proportion des produits finis dans l'ensemble des achats à l'étranger, suggèrent l'existence d'une composante permanente à cette pénétration accrue des importations. L'appréciation du yen a également eu une incidence sur les exportations. Si leur expansion a été supérieure à celle de 1994, elle est toutefois demeurée bien en deçà du gonflement de la demande sur les principaux marchés d'exportation, entraînant une nouvelle baisse de la part du Japon dans le total des exportations mondiales ainsi que de son excédent commercial. Enfin, le ralentissement de l'expansion des ventes à l'étranger et, notamment, la diminution de l'excédent commercial avec les États-Unis résultent dans une large mesure du transfert partiel aux États-Unis de l'assemblage de la production automobile japonaise.

Compétitivité, position conjoncturelle et solde des paiements courants



[1] Mesurée par le cours de change effectif réel en termes de coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre (1er trimestre 1990 = 100); une augmentation correspond à une amélioration. [2] Un chiffre positif indique une demande excédentaire. [3] En % du PIB.

Sources: OCDE, *Perspectives économiques*; données nationales; calculs BRI. Graphique II.10

... qui réduit l'excédent courant

Le rééquilibrage extérieur a encore été plus prononcé pour la balance courante globale du Japon, en raison d'une augmentation des dépenses à l'étranger au titre du tourisme et en dépit de la hausse des revenus d'investissements nets. Cette dernière peut s'expliquer à la fois par des paiements d'intérêts nets et par l'accroissement des bénéfices provenant de l'investissement direct, lui-même dû à la vive progression, déjà mentionnée, des importations émanant d'entreprises à capitaux japonais et à la délocalisation de la production destinée à l'exportation. Malgré cela, l'excédent des paiements courants mesuré en yens a baissé de 25% en 1995 et a même fait place, au début de 1996, à un déficit mensuel – temporaire, il est vrai – pour la première fois depuis plus de cinq ans.

Le creusement du déficit extérieur des États-Unis peut être attribué au fait que, sur le plan intérieur, l'épargne n'a pas progressé au même rythme que l'investissement. Le ratio investissement brut/PIB s'est accru de près de 3 points de pourcentage depuis 1991 (date à laquelle les transactions courantes étaient pratiquement équilibrées grâce à des paiements ponctuels effectués après la guerre du Golfe), alors que l'épargne intérieure brute est demeurée globalement inchangée; la réduction de la désépargne publique a été contrebalancée, en effet, par un recul de l'épargne des ménages, à 4½% seulement du revenu disponible – l'un des plus bas taux du monde industriel, puisque seules l'Australie et la Finlande se situent actuellement au-dessous. Au Japon, on a généralement observé des tendances inverses. L'investissement intérieur brut a baissé en proportion du PIB, mais l'épargne intérieure davantage encore, car sa composante publique a plus régressé que celle des ménages n'a augmenté. En résumé, une amélioration durable du déséquilibre extérieur américain nécessite donc un renforcement de l'épargne, tandis qu'au Japon un nouvel effort en ce sens demande peut-être une augmentation de l'absorption par le secteur privé pour compenser la suppression des incitations fiscales prévue pour le courant de cette année.

Évolution de l'épargne et de l'investissement intérieurs

Le mark allemand s'est plus apprécié que le yen en termes réels en 1995, même si celui-ci a globalement beaucoup plus progressé ces dernières années. Les exportateurs allemands sont cependant parvenus à maintenir leur part des exportations mondiales et, comme la progression des importations s'est ralentie en même temps que l'activité, l'excédent commercial a augmenté. Le solde des paiements courants s'est amélioré, bien que la diminution de l'excédent au titre des investissements ait limité le redressement.

Baisse du déficit en Allemagne

Les autres pays européens ont enregistré un retournement marqué de leurs comptes extérieurs dans les années 90. Bénéficiant de la dépréciation de la lire, l'Italie est passée d'un important déficit à un excédent encore plus substantiel. Toutefois, malgré une reprise prononcée de l'investissement en 1996, ce renversement s'explique surtout par un recul du ratio investissement/PIB. Au contraire, le taux d'épargne intérieure a très peu varié, la diminution de la désépargne publique ayant été largement compensée par une baisse tendancielle de l'épargne des ménages. D'autres pays ayant connu à la fois une dépréciation de leur monnaie et une récession relativement profonde ont également vu leur solde des paiements courants s'améliorer considérablement. La Finlande et la Suède, par exemple, ont renforcé leur position extérieure de 8½% et 4½% du PIB respectivement. Comme en Italie, ces variations reflètent surtout une diminution du ratio investissement/PIB. De fait, le taux d'épargne nationale de la Suède est toujours inférieur à son niveau de 1991, bien que des mesures budgétaires récentes semblent avoir inversé la tendance. L'Espagne, aussi, a gonflé sensiblement son solde commercial et résorbé son déficit courant.

Retournement marqué dans certains pays européens ...

Les amples variations des paiements courants ne se limitent toutefois pas aux pays dont la monnaie s'est dépréciée. En Belgique et en Suisse, l'excédent courant augmente depuis plusieurs années, essentiellement en raison d'une hausse des revenus d'investissements. De même, l'important excédent courant des Pays-Bas a tendance à se gonfler, grâce surtout à sa composante commerciale. En France aussi, l'amélioration du compte courant s'explique en grande partie par l'évolution du solde commercial, sans doute sous l'effet, entre autres, de

... et accroissement de l'excédent dans d'autres ...

... à l'exception de la Turquie

l'élargissement de l'écart de production, qui s'est accru de 3–4 points de pourcentage depuis 1991. La Turquie, en revanche, a vu sa position extérieure se détériorer notablement en 1991–93, principalement sous l'effet d'une augmentation substantielle du déficit public. Le programme de stabilisation d'avril 1994 a permis un certain redressement, mais il a été suivi, l'année dernière, d'une hausse de 25% des importations, qui a entraîné une dégradation du solde commercial et des transactions courantes.

La position globale des paiements courants des pays européens s'est améliorée au total de près de $140 milliards au cours des quatre dernières années, bien que l'Allemagne, largement excédentaire en 1990, soit devenue légèrement déficitaire. Ce retournement, beaucoup plus important que celui qu'a connu le Japon, équivaut presque à la détérioration de la position extérieure des États-Unis durant la même période.

Diminution du déficit extérieur au Canada ...

Contrairement aux pays européens, l'Australie, le Canada et la Nouvelle-Zélande se caractérisent par un large déficit des paiements courants, dû principalement au service de la dette extérieure. L'évolution récente de leurs comptes extérieurs est toutefois différenciée. Le Canada, profitant d'un renforcement de sa position concurrentielle et de la croissance vigoureuse aux

Pays industriels: soldes des paiements courants

Groupe et pays	Solde des paiements courants			dont					
				Solde commercial			Solde des revenus d'investissements		
	1991	1993	1995	1991	1993	1995	1991	1993	1995
	en milliards de dollars EU								
Pays industriels	–31,9	22,8	7,8	–11,9	76,3	96,6	– 9,2	– 4,3	–27,8
États-Unis	– 7,4	–99,9	–152,9	–74,1	–132,6	–174,5	15,1	9,0	–11,4
Japon	72,9	131,4	110,6	103,0	141,5	134,9	26,7	41,4	45,1
Europe occidentale	–62,8	25,0	80,9	–49,6	58,7	119,1	–19,1	–23,5	–20,7
dont:									
France	– 6,5	9,1	16,8	– 9,0	8,6	12,1	– 5,1	– 8,2	– 6,2
Allemagne	–19,1	–16,1	– 17,3	18,4	39,7	68,5	19,7	13,8	1,8
Italie	–23,9	11,0	27,4	– 0,3	32,9	44,1	–17,4	–16,2	–15,6
Royaume-Uni	–14,7	–16,6	– 10,5	–18,3	– 20,1	– 18,2	– 1,1	2,8	10,5
Belgique-Luxembourg	4,7	11,2	16,5	– 0,4	3,6	7,0	1,4	3,0	4,2
Espagne	–16,6	– 2,8	7,2	–30,3	– 14,9	– 17,7	– 4,5	– 3,6	– 5,3
Finlande	– 6,7	– 1,1	4,7	1,1	5,4	9,9	– 4,6	– 5,0	– 4,3
Pays-Bas	7,7	11,7	14,2	10,7	14,6	19,0	1,0	0,9	1,8
Suède	– 4,7	– 3,8	4,6	5,1	6,8	14,9	– 6,2	– 8,6	– 6,4
Suisse	10,7	19,4	19,9	– 5,6	1,6	0,1	15,3	14,4	16,4
Turquie	0,3	– 6,4	– 2,3	– 7,3	– 14,2	– 13,2	– 1,9	– 1,5	– 1,9
Autres pays industriels	–34,6	–33,7	– 30,8	8,8	8,8	17,2	–31,9	–31,2	–40,8
Australie	– 9,5	–10,0	– 18,7	3,5	– 0,2	– 4,3	–12,4	– 8,5	–13,1
Canada	–23,6	–22,4	– 9,4	3,2	7,2	20,7	–16,7	–20,2	–23,9
Nouvelle-Zélande	– 1,5	– 1,3	– 2,7	2,1	1,7	0,8	– 2,8	– 2,4	– 3,8

Sources: FMI, *Statistiques de balance des paiements*; OCDE, *Perspectives économiques*; données nationales; estimations BRI.

Tableau II.6

États-Unis, a enregistré une diminution notable de son déficit courant, même si sa position créditrice nette et son solde des revenus d'investissements ne cessent de s'affaiblir; cette amélioration reflète, en outre, une augmentation du taux de l'épargne nationale, car le ratio investissement/PIB est demeuré globalement stable. En Australie et en Nouvelle-Zélande, en revanche, la situation des paiements courants s'est dégradée, ce qui s'explique essentiellement par une croissance relativement dynamique et une détérioration du solde commercial, bien que les exportations se soient développées à destination de l'Asie et incorporent une proportion de plus en plus grande de produits finis et semi-finis. Le déficit extérieur de l'Australie, supérieur à 5% du PIB, semble résulter de deux faiblesses fondamentales: une sensibilité à la conjoncture forte et défavorable ainsi qu'un recul tendanciel de l'épargne nationale, surtout imputable au comportement des ménages.

... mais aggravation en Australie et Nouvelle-Zélande

III. Évolution dans le reste du monde

Faits saillants

La production totale des pays en développement a enregistré en 1995 une croissance presque aussi forte que l'année précédente, l'écart étant dû principalement à la chute de la demande au Mexique et en Argentine. À la suite de la crise du peso, le Mexique s'est trouvé confronté à une volatilité de son cours de change et à de vives fluctuations des taux d'intérêt, qui ont créé un climat d'instabilité financière. Le système bancaire a été aux prises avec de graves difficultés et l'inflation est demeurée très élevée. En Argentine, pays le plus touché par la contagion de la crise mexicaine, la récession n'a pas affaibli la détermination des autorités à préserver la parité fixe avec le dollar. Le Brésil est resté ferme, lui aussi, dans sa résolution de maintenir un change fort, et l'inflation a continué de baisser à mesure que l'activité diminuait. Au début de 1996, des signes de reprise commençaient à apparaître dans ces trois pays.

Dans plusieurs pays d'Afrique, les réformes structurelles et des politiques plus stables ont contribué à ranimer l'activité, alors qu'au Moyen-Orient la nécessité de réduire les déséquilibres budgétaires a limité la croissance des pays exportateurs de pétrole. En Asie, la production a augmenté à un rythme presque aussi rapide qu'en 1994, malgré un certain ralentissement en Chine, à Hong-Kong, Singapour et Taiwan. La progression du PIB s'est également renforcée en Europe orientale, et le tassement de la production russe, mesurée par les statistiques officielles, a été nettement plus faible que les années précédentes. L'expansion de l'activité en Asie et en Europe orientale s'est, une fois encore, centrée sur les exportations: ces pays ont réalisé de nouvelles percées sur les marchés du monde industriel et le commerce intrarégional s'est développé, lui aussi.

Les relations financières internationales se sont encore intensifiées et les flux de capitaux privés ont fait preuve d'une résistance remarquable face à la crise mexicaine (chapitre VII). La libéralisation des mouvements de capitaux et des politiques monétaires s'appuyant de plus en plus sur les taux d'intérêt du marché (plutôt que sur des contrôles quantitatifs) ont rendu plus difficile la poursuite d'un objectif de change. Toutefois, de nombreux pays en développement continuent de donner à la stabilité du change une forte priorité dans la détermination de l'orientation monétaire. Cette attitude peut s'expliquer par le fait que les mouvements du change jouent toujours un rôle essentiel dans l'évolution à court terme de l'inflation. Dans les cas les plus graves d'hyperinflation, plusieurs pays ont adopté un objectif fixe ou quasiment fixe pour sortir du cercle vicieux dévaluation/inflation.

Dans le moyen terme, toutefois, l'instauration d'une croissance durable non inflationniste dépend de la politique macroéconomique interne, et sur ce point

l'évolution récente incite à faire preuve de vigilance. En effet, dans certains pays, le déficit budgétaire est déjà élevé ou recommence à se creuser; les mesures de réduction prises antérieurement ont été parfois superficielles ou éphémères, négligeant de s'attaquer aux déterminants structurels (niveau de protection sociale, efficience des entreprises d'État, conditions d'emploi dans le secteur public, etc.). Or, les pays dont la position budgétaire est la plus fragile enregistrent souvent de faibles taux d'épargne privée, même si quelques-uns ont récemment adopté d'importantes mesures structurelles pour y remédier. Le dilemme qui se pose en Asie du Sud-Est, région qui se démarque des autres par sa tradition

Croissance, inflation et épargne

	PIB réel			Prix à la consommation			Taux d'épargne	
	1980–93	1994	1995	1980–93	1994	1995	1980–93	1994–95
	variation annuelle, en %						en % du PIB	
Chine	9,4	11,9	10,2	8,1	24,9	17,0	34,7	45,8
Inde	5,3	6,3	6,2	8,8[1]	10,5[1]	9,3[1]	21,0	21,7
Autres pays d'Asie[2]	6,6	7,5	7,7	7,5	6,5	6,4	30,7	31,9
Corée	7,8	8,6	9,0	7,8	6,3	4,5	32,5	39,5
Hong-Kong	6,6	5,4	4,6	8,9	8,6	9,2	33,7	32,2
Singapour	7,4	10,2	8,9	2,8	3,1	1,7	43,4	53,0
Taiwan	7,5	6,5	6,1	4,2	4,1	3,7	32,8	26,3
Indonésie	6,1	7,5	8,1	9,3	8,5	9,4	30,7	30,3
Malaysia	6,6	9,2	9,5	3,7	3,7	3,4	33,3	36,7
Philippines	1,6	4,3	4,8	13,8	9,1	8,1	19,8	18,7
Thaïlande	7,7	8,5	8,6	5,4	5,1	5,8	28,8	32,4
Amérique latine[2]	2,3	4,5	0,2	152,0	276,3	42,2	22,9	19,7
Argentine	1,1	7,4	–4,4	284,1	4,2	3,4	20,8	17,3
Brésil	2,0	5,8	4,2	393,4	2084,8	65,1	22,8	18,1
Chili	4,4	4,2	8,5	20,5	11,4	8,2	22,0	29,6
Colombie	3,5	5,7	5,5	24,5	23,8	21,0	20,8	19,9
Mexique	2,3	3,5	–6,9	50,1	7,0	35,0	23,7	20,5
Venezuela	1,6	– 2,8	2,2	25,5	60,8	59,9	24,7	18,9
Europe orientale[2]	–0,5	4,2	5,5	37,6	24,2	23,2	28,4	18,4
Hongrie	–0,4	2,9	1,5	13,9	18,8	28,2	25,2	15,5
Pologne	–0,8	5,2	7,0	61,3	32,2	27,8	27,1	18,2
République tchèque[3]	–0,2	2,6	4,8	7,1	10,0	9,1	33,9	21,0
Fédération de Russie[4]	0,1	–12,6	–4,0	98,1[5]	307,4	197,7	32,6	37,8
Afrique	2,1	2,0	3,2	21,6	33,9	25,8	19,2	19,2
Afrique du Sud	1,4	2,7	3,3	14,2	9,0	8,6	26,5	19,1
Pays de la zone franc	1,4	1,6	3,8	4,8	25,6	16,1	14,3	12,2
Arabie Saoudite	1,7	– 0,1	1,6	0,6	0,6	5,0	26,2	30,6
Israël	3,9	6,5	7,0	73,5	12,3	10,0	12,0	16,0

Les données pour 1995 sont en partie estimées.

[1] Prix de gros. [2] Moyenne pondérée des pays cités, sur la base des PIB et PPA de 1990. [3] Avant 1985, Tchécoslovaquie. [4] Avant 1986, Union soviétique. [5] Moyenne pour 1985–93. Tableau III.1

d'excédent budgétaire et de fort taux d'épargne, est plus complexe. Plusieurs années d'industrialisation accélérée ont suscité une vive pression de la demande et un large déficit des paiements courants dans divers pays. Pourtant, les cours de change ont été maintenus à des niveaux remarquablement stables. En fait, dans certains cas, les objectifs de change ont peut-être contrarié la politique monétaire dans son rôle: freiner l'expansion excessive de la demande et éviter un gonflement insoutenable du crédit bancaire.

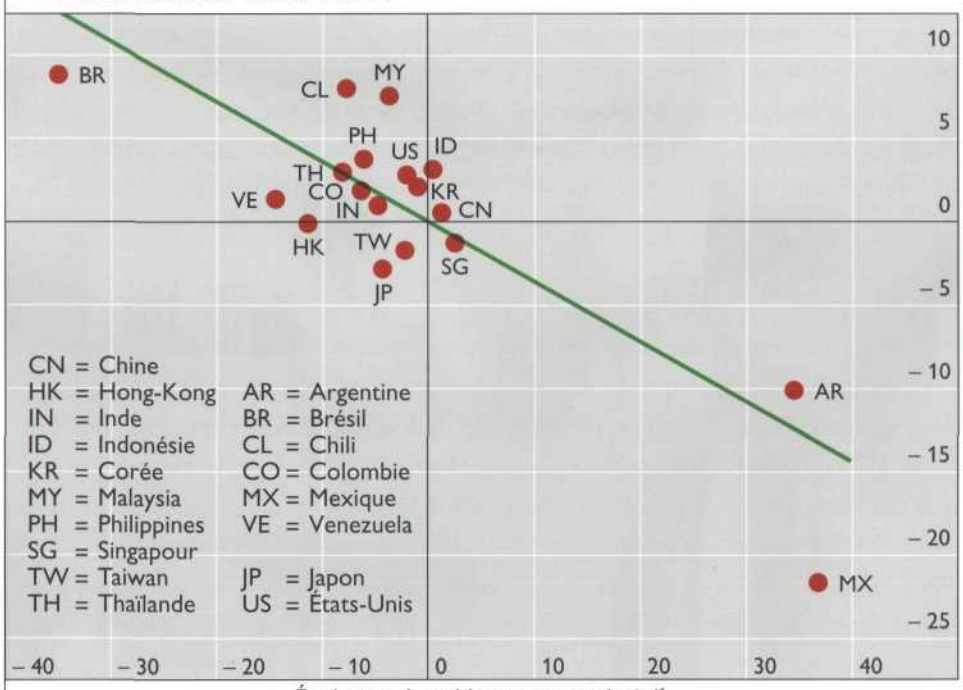
Demande intérieure, exportations et réactions des autorités

Évolution divergente de la demande intérieure ...

Les taux d'expansion de la demande intérieure dans le monde en développement ont largement divergé l'année dernière. Dans de nombreux pays d'Asie, ainsi qu'au Chili et en Israël, la demande est restée vive, allant parfois jusqu'à provoquer une surchauffe; en revanche, elle s'est contractée dans certains grands pays d'Amérique latine. Cette divergence s'est nettement reflétée sur les soldes commerciaux (graphique III.1). L'ampleur de la récession, l'an passé, au Mexique (où la demande intérieure a baissé de 19%) et en Argentine (où elle a diminué de 7%) a aidé ces pays à éliminer leur déficit commercial. À l'opposé, sa progression très soutenue au Brésil à la fin de 1994 et au début de 1995 a entraîné une dégradation notable du solde commercial. De même, la vigueur de la demande intérieure, en particulier de biens d'équipement à forte dominante d'importations,

... et du solde commercial

Évolution du solde commercial réel et vigueur de la demande intérieure



La droite de régression comprend d'autres grands pays industriels que ceux représentés ici.

[1] Évolution du solde commercial en 1995 mesurée à prix constants de 1994 et exprimée en % des exportations et importations moyennes de marchandises de 1994. [2] Évolution de la demande intérieure réelle en 1995 par rapport à la croissance tendancielle du PIB moins variation correspondante dans les pays partenaires. Graphique III.1

a eu des effets négatifs marqués sur le solde commercial de certaines économies d'Asie, notamment la Malaysia et la Thaïlande.

Montée des exportations grâce à ...

Dans toutes les régions, ce sont les exportations qui ont tiré la croissance. Ainsi, leur volume en Amérique latine, Asie et Europe orientale a fortement augmenté et s'est redressé en Afrique, après des années de stagnation. La montée des importations des pays industriels s'est ralentie en 1995, entraînant une réduction des débouchés pour le monde en développement. Néanmoins, cette baisse a été en partie compensée par une pénétration accrue: la part de ces pays dans les achats des États-Unis, du Japon et de l'Allemagne a encore légèrement progressé, pour atteindre près d'un tiers, et celle des économies en transition vis-à-vis de l'Europe occidentale s'est nettement renforcée. Pendant les quatre dernières années, la valeur des exportations des pays en développement vers les nations industrielles s'est accrue deux fois plus vite que celle des importations totales de ces dernières. Dans le même temps, les achats du monde en développement aux grands pays industriels ont enregistré une vive expansion.

... une pénétration accrue des marchés ...

... et à une expansion du commerce intrarégional

En outre, le commerce intrarégional, surtout en Asie et dans le sud de l'Amérique latine, a encore contribué au dynamisme des exportations. L'accroissement des flux d'investissements directs au sein de ces régions en a renforcé l'intégration: près de la moitié des capitaux reçus à ce titre en Indonésie, Malaysia, aux Philippines et en Thaïlande viennent à présent d'autres économies émergentes de la région.

Contribution des exportations à la croissance

L'importance comparée des exportations dans la croissance est présentée dans les deux dernières colonnes du tableau III.2. Ainsi, depuis le début des années 90, les ventes à l'étranger comptent directement pour quelque 38% dans l'augmentation de la demande globale des économies d'Asie autres que la Chine et l'Inde – à l'exclusion des effets indirects de l'accroissement des investissements et des autres dépenses intérieures. Cette expansion des exportations a eu un contenu élevé d'importations, et le volume absorbé par ces pays a plus que doublé. En Amérique latine, les ventes ont représenté 24% de la hausse de la demande pendant la même période – proportion exceptionnellement forte pour cette région. L'Europe orientale et l'Afrique ont également enregistré un renforcement en faveur des exportations.

Adoption d'une orientation monétaire rigoureuse

La volonté de réduire ou de contenir l'inflation domine depuis peu l'orientation macroéconomique en Amérique latine. Dans un certain nombre d'économies dynamiques d'Asie, la politique obéit de plus en plus à la nécessité de ne pas laisser la demande augmenter au-delà de la production potentielle, de sorte que, l'an dernier, les autorités monétaires sont allées généralement dans le sens d'une plus grande rigueur. Les taux d'intérêt réels ont monté et, à la fin de 1995, ils étaient presque partout positifs. Dans le domaine budgétaire, la discipline est loin d'avoir été aussi unanime. Le resserrement opéré en Argentine et au Mexique apparaît d'autant plus remarquable en termes corrigés des variations conjoncturelles. Toutefois, le déficit est resté substantiel en Afrique du Sud, en Inde et au Venezuela, et la situation s'est nettement dégradée au Brésil et en Malaysia. Dans certains cas même, c'est la politique monétaire qui a dû assumer à elle seule la charge de la stabilisation macroéconomique.

Ancrage sur le change

L'ancrage sur le cours de change a continué de guider la politique monétaire dans un certain nombre de pays. Ainsi, la Russie, en adoptant au milieu de l'année

Solde des paiements courants et commerce extérieur

	Solde des paiements courants			Croissance des exportations en volume			Part des exportations dans la demande	
	Moyenne 1980–93[1]	1994	1995	Moyenne 1980–93[2]	1994	1995	Moyenne[3]	Marginale[4]
	en % du PIB			en %				
Chine	0,1	1,3	2,4	11,8	27,7	15,3	9,6	15,5
Inde	–1,6	–0,9	–1,5	6,9	17,0	22,0	5,6	18,6
Autres pays d'Asie[5]	0,9	–0,1	–1,6	8,2	12,3	14,1	31,7	38,2
Corée	0,3	–1,0	–1,9	10,4	14,8	24,0	22,0	29,9
Hong-Kong[6]	6,6	2,2	–2,3	5,7	– 2,3	2,9	52,4	–2,3
Singapour	5,0	17,3	20,4	11,5	28,6	15,8	58,3	90,3
Taiwan	7,6	2,5	1,9	9,4	6,1	4,8	33,5	24,4
Indonésie	–2,5	–1,6	–4,0	3,4	10,1	8,6	20,7	27,2
Malaysia	–3,4	–5,9	–8,4	11,0	19,4	18,8	43,0	51,6
Philippines	–3,8	–4,4	–3,7	7,1	13,1	19,4	14,6	37,9
Thaïlande	–5,1	–5,9	–8,1	13,1	18,4	18,8	20,9	35,0
Amérique latine[5]	–1,8	–2,9	–1,6	8,3	7,2	8,1	10,3	24,0
Argentine	–2,2	–3,3	–0,8	4,3	18,4	17,1	12,9	29,7
Brésil	–1,1	–0,2	–2,5	7,7	5,5	–2,8	7,4	14,0
Chili	–5,1	–1,5	0,2	7,5	8,6	12,5	23,3	28,4
Colombie	–1,7	–4,6	–5,6	9,3	–11,7	–0,3	12,8	13,7
Mexique	–3,2	–7,6	–0,3	11,9	11,8	24,5	9,8	48,2
Venezuela	1,7	4,3	2,0	1,9	8,8	5,4	25,7	49,4
Europe orientale[5]	–1,1	–2,7	–2,9	11,9	22,1	20,4	16,4	74,9
Hongrie	–2,6	–9,4	–5,7	3,1	27,8	16,7	25,3	162,5
Pologne	–1,1	–1,0	–1,7	13,3	25,0	25,3	8,7	55,1
République tchèque	1,1	0,8	–3,2	15,6	11,3	11,8	23,6	95,1
Fédération de Russie	0,2	–1,0	2,7	12,4	33,0	10,9	7,8	..
Afrique	–2,3	–2,9	–3,3	1,5	– 0,4	4,2	16,4	24,6
Moyen-Orient	–0,8	–4,1	–3,4	–0,4	5,9	1,8	14,4	6,2

Les données pour 1995 sont en partie estimées. Les chiffres des exportations se rapportent aux marchandises.

[1] Chine: 1982–93; Europe orientale et Fédération de Russie: 1984–93. [2] Europe orientale: 1988–93; Fédération de Russie: 1990–93. [3] Exportations, en % de la demande totale (PIB plus importations) en 1989; Fédération de Russie: 1990. Europe orientale et Fédération de Russie: en monnaies convertibles uniquement. [4] Variation des exportations, en % de celle de la demande totale pour 1989–95, à prix constants (Europe orientale et Fédération de Russie: 1990–95). [5] Moyenne des pays cités, calculée en utilisant des pondérations fondées sur la valeur en dollars de leurs échanges de marchandises en 1990 (croissance des exportations en volume) et sur les PIB et PPA de 1990 (part des exportations dans la demande). [6] Solde des échanges de biens et services hors revenus de facteurs; la croissance des exportations en volume porte uniquement sur les ventes de biens locaux.

Tableau III.2

une bande de fluctuation relativement étroite, est venue s'ajouter à la liste déjà longue des pays qui utilisent le change comme ancrage nominal pour enrayer l'hyperinflation. Le Brésil et l'Argentine se sont attachés à maintenir une monnaie forte; ce dernier pays a d'ailleurs aujourd'hui l'un des taux d'inflation les plus bas au monde. La Chine enregistre, elle aussi, depuis la fin de 1994 un cours de change stable ou en hausse, malgré une inflation élevée.

Ajustement du cours

En revanche, certaines autres économies émergentes ont procédé à un ajustement notable du change, tantôt sous la pression des marchés, tantôt de leur

propre initiative. Ainsi, la crise de la fin de 1994 a forcé le Mexique à adopter un régime de change flottant, qu'il a ensuite conservé, et les autorités ne sont intervenues qu'occasionnellement. Le Venezuela a corrigé en baisse, en décembre 1995, le cours officiel surévalué du bolivar puis l'a libéré en avril 1996: à la fin de ce même mois, il s'échangeait à environ 40% du cours officiel en vigueur avant décembre 1995. Après plus de deux ans de stabilité, l'Inde a laissé flotter la roupie en septembre 1995. Au début de 1996, l'Indonésie a élargi sa bande d'intervention, pour donner un peu plus de flexibilité au change et augmenter la marge de manœuvre de la politique monétaire. Des entrées massives de capitaux ont poussé les autorités tchèques, au début de 1996, à agrandir leur bande de fluctuation. Enfin, le Chili a modifié, fin 1995, le mode de calcul de son cours de référence pour faciliter l'appréciation du peso en termes réels.

La dévaluation améliore le solde extérieur …

La correction de la surévaluation du change a contribué à orienter l'économie vers les marchés internationaux et à réduire rapidement le déficit commercial notable dans plusieurs pays. Ainsi, la dévalorisation marquée du peso mexicain a stimulé la croissance des exportations et comprimé les importations, si bien que le déficit commercial très élevé a été éliminé en moins d'un an. En Inde, le rétablissement de la compétitivité perdue pendant les années de change stable a préservé l'élan des exportations. Les fortes dépréciations enregistrées en Europe orientale dans les premières années de la transition ont permis à ces pays d'accéder à de nouveaux marchés d'exportation pour compenser la perte du commerce dirigé entre les anciens pays du CAEM. En Afrique, la dévaluation du franc CFA en 1994 a restauré la compétitivité et, appuyée par la remontée des cours des produits de base, résorbé en partie les importants déficits commerciaux. La production de cette région s'est accrue de près de 4% l'an dernier, de sorte qu'elle a plus que doublé son rythme annuel moyen des quinze années précédentes.

… mais ses répercussions sur les prix sont intenses et rapides

Deux raisons, cependant, expliquent pourquoi les pays en développement ont recouru avec prudence à des ajustements modestes du cours de change et, a fortiori, à un régime plus flexible. La première est que la dépréciation a généralement un effet marqué et immédiat sur les prix intérieurs. Le tableau III.3 montre que, dans les économies émergentes, les prix sont très sensibles et réagissent vite aux modifications de change. Ainsi, au Mexique, la dévalorisation du peso a fait monter le rythme de la hausse des prix à la consommation de 45 points de pourcentage, soit 40% du taux de dépréciation. De même, l'accélération de la baisse du forint hongrois, à partir du milieu de 1994, a provoqué une flambée des prix, même si l'instauration d'une surtaxe à l'importation a également joué un rôle à cet égard. Inversement, le ralentissement de la dépréciation du zloty polonais a provoqué une chute de l'inflation.

Dans les pays industriels, la relation entre change et prix est beaucoup moins étroite ou moins directe. Par exemple, malgré une production à forte intensité d'importations, les pays européens dont la monnaie s'est sensiblement dépréciée à la suite de la crise des changes de 1992 n'ont enregistré qu'une petite hausse de l'inflation. La différence peut s'expliquer par le fait que, en présence d'antécédents d'inflation élevée ou variable, le change agit comme un «signal d'inflation» dans la détermination des prix intérieurs. Cette tendance, d'autre part, est souvent renforcée par des dispositifs officiels d'indexation. Un autre

Cours de change et inflation dans certains pays

	Dépréciation[1]	Prix de gros[2]	Prix à la consommation[2]	*Importations, en % de la dépense totale*[3]
	variation annuelle, en %			
Mexique				
Nov. 93–nov. 94	8,9	8,1	7,0	
Nov. 94–nov. 95	122,6	58,1	52,0	*15*
Différence	*+113,7*	*+50,0*	*+45,0*	
Hongrie				
Juil. 93–juil. 94	12,2	13,6	19,5	
Juil. 94–juil. 95	34,0	30,2	29,2	*26*
Différence	*+ 21,8*	*+16,6*	*+ 9,7*	
Pologne				
Janv. 93–janv. 95	24,5	25,5	31,8	
Janv. 95–janv. 96	4,3	13,8	20,4	*19*
Différence	*– 20,2*	*–11,7*	*–11,4*	
Pour mémoire:				
Espagne, Italie et Suède[4]				
Août 91–août 92	1,7	0,1	4,3	
Août 92–août 93	27,5	5,4	4,3	*20*
Différence	*+ 25,8*	*+ 5,3*	*0,0*	

[1] Variation en monnaie locale par unité de monnaie étrangère. Mexique: par rapport au dollar EU; Hongrie et Pologne: par rapport à leur panier de monnaies (soit respectivement 70% Écu, 30% dollar EU et 55% Écu, 45% dollar EU); Espagne, Italie et Suède: par rapport au mark allemand. [2] Avec un retard d'un mois. [3] 1994. [4] Moyenne non pondérée. Tableau III.3

facteur qui entre en jeu est l'élasticité de l'offre dans le secteur exposé: la capacité excédentaire et la diversification poussée des grandes économies européennes leur ont permis de réagir à une dévaluation en accroissant leur production plutôt qu'en augmentant leurs prix. Enfin, l'orientation de la politique macroéconomique interne exerce une influence primordiale sur l'inflation dans le secteur protégé.

Rôle essentiel des politiques d'accompagnement

Le second motif de prudence réside dans le fait qu'une dépréciation du change ou de la marge de fluctuation, et même simplement une tendance générale à une plus grande flexibilité, peut faire naître des doutes sur les intentions profondes des autorités. Les réactions de cette nature se manifestent surtout quand l'engagement envers la stabilité macroéconomique est trop récent pour assurer par lui-même la crédibilité de la politique suivie. Certaines crises survenues sur les marchés des changes, l'an dernier, ont démontré que le laxisme en matière budgétaire, les difficultés politiques liées aux efforts d'ajustement ou la fragilité du système financier suffisent individuellement à susciter la méfiance vis-à-vis de la volonté affichée de stabilisation, même quand les taux d'intérêt sont maintenus à des niveaux élevés. Ainsi, la chute du peso mexicain à l'automne de 1995 s'expliquait par le scepticisme des marchés quant à la viabilité de la politique de rigueur macroéconomique, surtout en présence d'une crise bancaire, elle-même amplifiée par la baisse de la monnaie. En Inde, le nouveau régime de flottement contrôlé a très vite rencontré des difficultés, à cause de l'inquiétude engendrée par l'ampleur du déficit du secteur public et de l'incertitude entourant le niveau de dépréciation de la roupie souhaité par le gouvernement. Le rand

sud-africain s'est beaucoup affaibli, lui aussi, au début de 1996. Même si cette baisse était due en partie à une correction de l'appréciation réelle de la période antérieure, elle traduisait également les préoccupations croissantes soulevées par le déficit budgétaire considérable du pays (5½% du PIB pour le dernier exercice) et les doutes relatifs à la mise en œuvre de la libéralisation des mouvements de capitaux.

Principales évolutions dans les divers pays

Mexique et Argentine

Crise au début de 1995 ...

Après l'attaque contre le peso amorcée à la fin de 1994, les autorités du *Mexique* se sont trouvées confrontées en 1995 à une tâche délicate: rétablir rapidement l'équilibre intérieur et extérieur sans recourir à l'ancrage de change qui avait joué un rôle essentiel dans la politique de stabilisation mise en place à la fin des années 80. De plus, les réserves de change étaient en grande partie empruntées, le pays devait rembourser une lourde dette à court terme indexée sur le dollar et il n'avait plus accès aux marchés internationaux des capitaux. La monnaie a continué de baisser pendant les premiers mois de 1995, en raison d'un retard dans la mise en œuvre du programme de stabilisation et de doutes persistants sur l'ampleur de l'aide financière extérieure (graphique III.2). Toutefois, l'élimination rapide du déficit commercial, conjuguée à la flambée des taux courts (au-dessus de 70% en mars), a contribué à stabiliser le peso. Les marchés ont été encore plus rassurés par l'annonce d'une aide publique extérieure d'une importance sans précédent: les tirages nets effectués pendant l'année sur les crédits officiels se sont élevés à quelque $26 milliards. Les autorités ont racheté aux non-résidents en 1995 des *tesobonos* indexés sur le dollar pour une valeur légèrement inférieure à $17 milliards et les réserves de change brutes se sont accrues de $10 milliards.

... suivie par un lent retour à la stabilité

Le peso, qui était tombé à 7,6 pour un dollar en mars 1995, est remonté, pour se stabiliser entre 6,0 et 6,5 d'avril à septembre, alors que le taux d'inflation mensuel, qui avait atteint 8% en avril, était revenu à 2% à l'été. Les taux d'intérêt ont été abaissés plus progressivement et sont restés positifs en termes réels pendant la plus grande partie de l'année.

Une forte récession ...

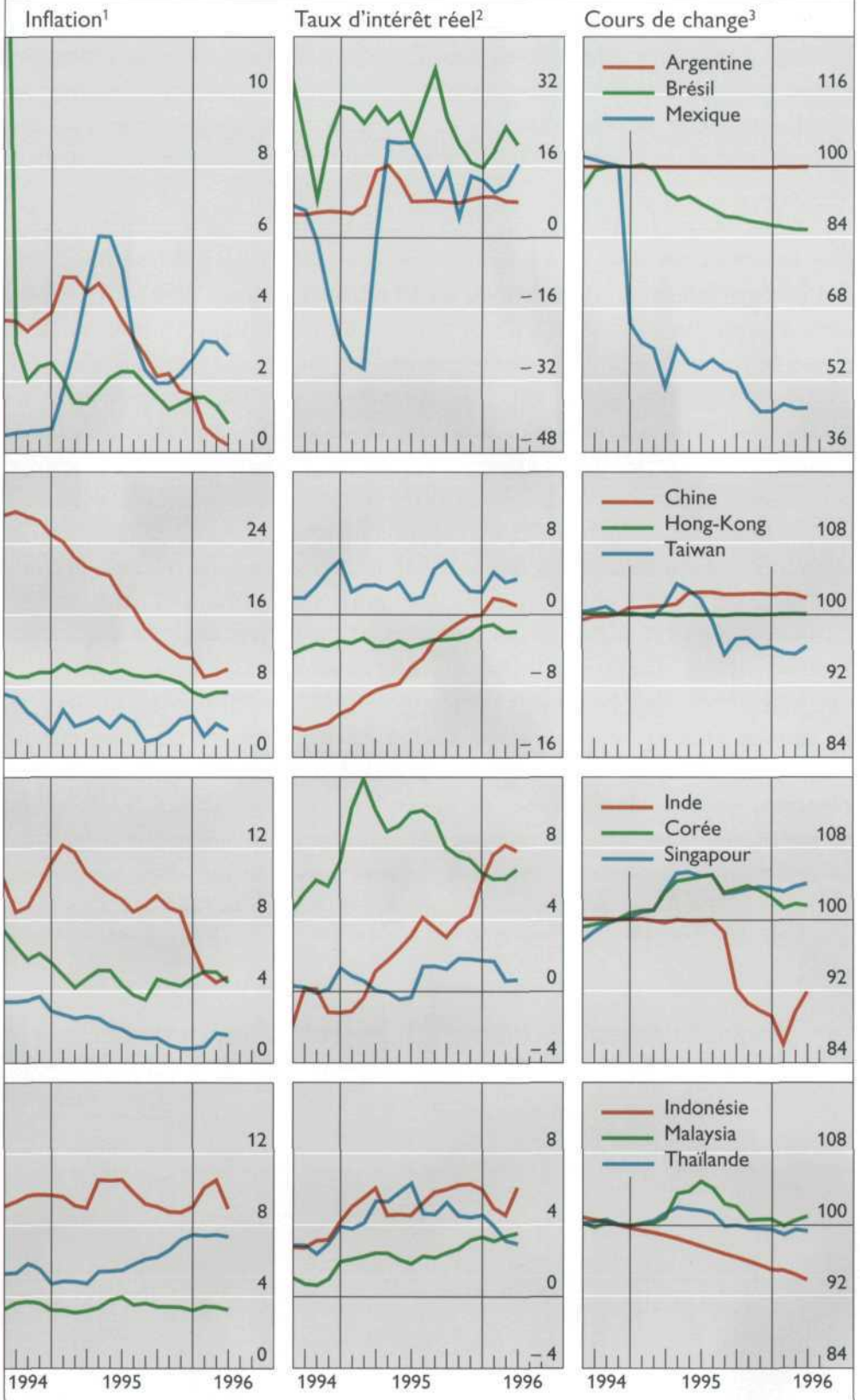
La politique de rigueur et la nette dépréciation du cours de change ont réduit les salaires réels et déprimé la demande intérieure. Au milieu de 1995, la production était inférieure de 10% à son niveau d'un an auparavant, l'investissement privé s'était effondré et l'emploi avait brutalement chuté. Dans ces conditions, un grand nombre de crédits bancaires n'étaient plus viables, ce qui a incité les autorités à adopter diverses mesures, afin d'aider emprunteurs et prêteurs et de réduire ainsi le risque de faillite du système (chapitre VII).

... et les difficultés du système bancaire ...

À l'automne de 1995, comme aucun signe crédible ne laissait entrevoir la fin de la grave récession et que les problèmes du système bancaire prenaient une ampleur inquiétante, les marchés ont recommencé à douter de la viabilité de la politique de lutte contre l'inflation. En conséquence, le peso a de nouveau été l'objet d'attaques, tombant à un peu plus de 8 pour un dollar au début de novembre, moment où l'augmentation des taux d'intérêt et les interventions des autorités ont procuré quelque répit. Une nouvelle vague d'inflation a suivi

... déclenchent des turbulences à la fin de 1995 ...

Inflation, taux d'intérêt réel et cours de change



[1] Hausse annuelle, en % des prix à la consommation (sauf Brésil et Mexique: moyenne mobile sur trois mois des hausses mensuelles). [2] Taux court corrigé du taux annuel d'inflation (sauf Brésil et Mexique: corrigé de la hausse moyenne annualisée des mois suivants). [3] Dollars EU par unité de monnaie nationale, fin novembre 1994 = 100.

Graphique III.2

l'affaiblissement du peso, la hausse mensuelle des prix à la consommation atteignant environ 3½% en fin d'année. Il semble toutefois que le Mexique a maintenant passé le creux de la vague, puisque l'inflation est retombée et que le solde des paiements courants est à peu près en équilibre. Le pays a retrouvé l'accès aux marchés internationaux des capitaux, bien qu'il doive assumer un lourd échéancier de remboursements de dette dans les prochaines années; compte tenu de cette obligation, la confiance des marchés demeure un élément essentiel.

... mais la reprise semble en bonne voie

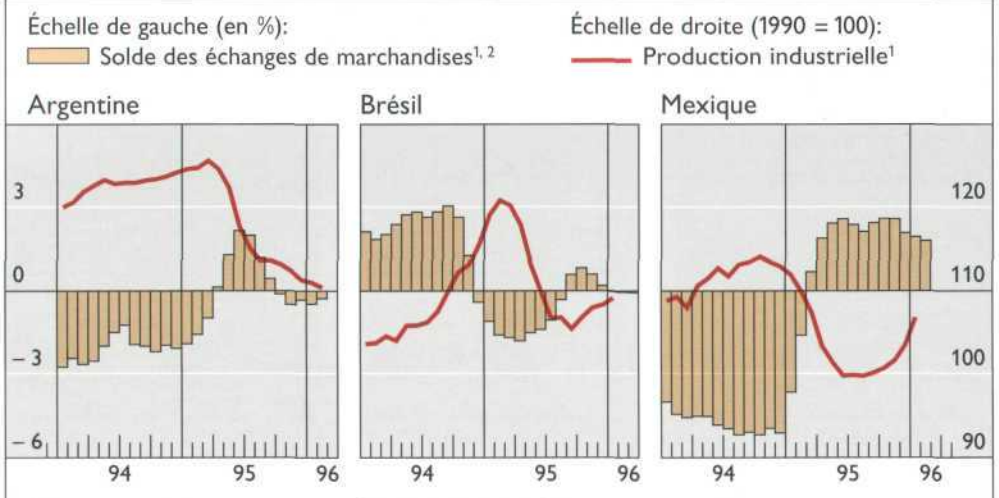
C'est l'*Argentine* qui a le plus souffert des retombées de la crise mexicaine. Des sorties massives de capitaux ont ramené les réserves de change de plus de $14 milliards à la fin de 1994 à moins de $9 milliards en mars 1995, et les dépôts bancaires en monnaie nationale ont diminué d'environ 20%. La défense de la parité de change a nécessité une forte hausse des taux réels, qui dépassaient 15% au début du printemps de 1995. Un abaissement sensible des coefficients de réserve a aidé les banques à faire face à une vague soudaine de retraits. L'effet de la diminution des réserves de change sur l'offre de monnaie a encore été atténué par l'accroissement des émissions de titres d'État libellés en dollars, destinés à renforcer la base monétaire. Enfin, les réserves ont été reconstituées par des emprunts substantiels, les créanciers officiels étrangers fournissant plus de $3½ milliards en 1995 et les émissions d'obligations internationales par le secteur public procurant $5 milliards. Les taux d'intérêt ont fléchi, mais ont cependant avoisiné 10% en termes réels pendant une grande partie de l'année.

La contagion atteint l'Argentine ...

L'économie s'est nettement contractée en 1995, le PIB baissant de 4½%, et le taux de chômage est monté en flèche. Au début de 1996, l'inflation était tombée au-dessous de 1% en rythme annuel. Les effets conjugués de la forte récession, de la dépréciation du cours de change effectif réel et du renchérissement des produits de base, renforcés par le dynamisme de la demande au Brésil jusqu'au début de 1995, ont doté le pays d'un excédent commercial appréciable. Toutefois, avec le ralentissement de l'économie brésilienne, le solde est redevenu négatif (graphique III.3).

... provoquant une récession ...

Amérique latine: solde commercial et production industrielle



[1] Moyenne mobile sur trois mois. [2] En % du PIB de 1994.

Graphique III.3

... et nécessitant une orientation budgétaire rigoureuse

Dans le cadre d'un programme de stabilisation appuyé par le FMI, le déficit budgétaire du secteur public non financier a été limité à 1% du PIB en 1995, malgré la récession. Cette politique a été facilitée par une hausse de la taxe à la valeur ajoutée, le produit des privatisations et une amnistie fiscale. Les autorités se sont fixé comme objectif pour 1996 d'atteindre à l'équilibre budgétaire, la vente d'actifs publics étant comprise dans les recettes. Dans ce but, le gouvernement a obtenu des pouvoirs plus étendus pour augmenter les impôts et réduire les dépenses.

Brésil

Le Plan real ...

La politique de stabilisation du *Brésil*, qui avait abouti à la mise en place du Plan real en juillet 1994, a mieux réussi que les réformes monétaires antérieures. Ce succès peut s'expliquer par trois facteurs. Premièrement, les mesures prises pour s'attaquer dès le départ à l'inertie de l'inflation (en faisant accepter une unité de compte rattachée au change et en éliminant l'indexation sur les valeurs passées) ont permis de ne pas recourir au contrôle des prix et des salaires. Deuxièmement, l'équilibre budgétaire a appuyé la mise en œuvre des réformes. Enfin, les taux d'intérêt très élevés ont attiré les capitaux, provoquant une augmentation notable des réserves de change. Dans le même temps, les autorités ont laissé au change une certaine flexibilité, ce qui a permis une appréciation nominale modeste pendant les premières étapes des réformes et, à partir du début de 1995, une dépréciation contrôlée à peu près parallèle à l'inflation mesurée par l'indice des prix de gros.

... stimule trop la demande dans un premier temps ...

Paradoxalement, la demande intérieure s'est développée très rapidement, malgré des taux d'intérêt réels élevés en début de processus. Ce phénomène a été dû principalement à la plus grande stabilité du revenu réel des ménages résultant du Plan real et au fait que les consommateurs n'avaient pas encore pris conscience du niveau particulièrement haut des taux d'intérêt réels. On a donc enregistré une très forte expansion des dépenses privées, financées dans une large mesure par le crédit à la consommation. En outre, entre les deux premiers semestres de 1994 et 1995, les importations exprimées en dollars ont pratiquement doublé, provoquant un déficit commercial (graphique III.3). Les sorties de capitaux déclenchées par le début de la crise mexicaine ont amputé les réserves internationales du pays. Pour lutter contre l'aggravation des déséquilibres extérieur et intérieur, les autorités ont imposé des contingents à l'importation, augmenté les droits de douane et laissé glisser le change. De plus, elles ont durci la politique monétaire au moyen de contrôles quantitatifs et de hausses des taux d'intérêt (avec des taux réels nettement supérieurs à 30%).

... et provoque des déséquilibres

La politique de rigueur monétaire ...

Vers le milieu de 1995, ces mesures avaient réussi à freiner la demande intérieure et à limiter le déficit commercial. Comme précédemment, toutefois, les taux d'intérêt élevés et le change relativement stabilisé ont attiré d'abondants capitaux à court terme, obligeant les autorités à imposer de nouvelles restrictions. Au début de 1996, le taux mensuel d'inflation avait été ramené à moins de 1%, ce qui constitue un exploit dans un pays accoutumé à l'hyperinflation. Néanmoins, comme on ne pourra pas indéfiniment combattre l'inflation au moyen de taux d'intérêt réels supérieurs à 15%, il faudra s'appuyer

... doit s'appuyer sur des mesures budgétaires

sur une discipline budgétaire et des réformes structurelles soutenues. Or, après un léger excédent en 1994, le solde budgétaire est devenu déficitaire en 1995, à hauteur de près de 5% du PIB. Pour que la réussite du Plan real se confirme, les autorités devront donc résoudre les problèmes de fond que sont la réforme de la fiscalité et du système de sécurité sociale, un véritable contrôle des finances des États et la privatisation des entreprises publiques.

Autres pays d'Amérique latine

La croissance est restée soutenue dans la plupart des autres pays d'Amérique latine. Grâce à une position budgétaire saine, un taux d'épargne élevé et une inflation modérée, le *Chili* a encore enregistré une année d'expansion vigoureuse, mais équilibrée. Toutefois, pour éviter la surchauffe, la politique monétaire a été resserrée et les taux d'intérêt réels ont augmenté à la fin de 1995. En *Colombie*, le rythme de croissance a été presque le même qu'en 1994 (5½%) et l'inflation a légèrement diminué, à 21%, niveau proche de celui que le pays connaît pratiquement depuis 1973. Cependant, le déficit des finances publiques et celui des paiements courants se sont creusés l'un et l'autre. Dans le cas du *Venezuela*, le regain de dynamisme de l'industrie pétrolière a permis une modeste reprise, l'an dernier. Le déficit du secteur public y était encore considérable (plus de 6% du PIB) et les conséquences de la crise bancaire de 1994 compliquaient la tâche de la politique monétaire dans la lutte contre l'inflation. Bien qu'en hausse, les taux d'intérêt réels restaient nettement négatifs à la fin de l'année. En avril 1996, les autorités ont annoncé un nouveau programme global de stabilisation: elles ont libéré le cours de change ainsi que les taux d'intérêt et relevé sensiblement les impôts indirects et le prix de l'essence.

Chili

Colombie

Venezuela

Asie de l'Est

Le programme de stabilisation appliqué en *Chine* depuis le milieu de 1993 a réussi, l'an dernier, à ralentir quelque peu le rythme de la croissance et à réduire l'inflation. Les contrôles administratifs et les restrictions de crédit ont fortement comprimé les dépenses d'investissement (tableau III.4). L'orientation plus rigoureuse de la politique monétaire s'est traduite par une contraction des prêts de la banque centrale aux institutions financières et un abaissement des plafonds de crédit; de plus, les autorités ont laissé les taux d'intérêt devenir positifs en termes réels à la fin de 1995, en ne diminuant pas les taux nominaux parallèlement à la décrue de l'inflation. En outre, la création de primes spéciales sur les dépôts d'épargne à long terme des ménages a accru le rendement réel de ces avoirs. D'autre part, bien que les exportations se soient nettement ralenties, elles ont continué d'augmenter plus vite que les importations, faisant monter l'excédent commercial à plus de $23 milliards. La tendance de la monnaie à s'apprécier en termes nominaux et le taux d'inflation toujours relativement élevé ont provoqué en 1995 une hausse de 8% du cours effectif réel. Cette évolution a porté à 25% l'appréciation totale depuis l'unification des cours de change en janvier 1994, corrigeant ainsi en grande partie la dépréciation du début des années 90.

En Chine, la stabilisation ralentit fortement l'inflation ...

Pourtant, au fil des mois, les restrictions sur le crédit ont perdu de leur efficacité. En effet, les limites imposées à son expansion ont été peu à peu

Indicateurs de pression de la demande en 1995

	Croissance du PIB réel	Solde des paiements courants, en % du PIB	Expansion de l'investissement fixe réel	Hausse des prix à la consommation[1]
	1995 moins moyenne 1990–94			
Chine	0,1	1,2	– 6,3	11,1
Inde	2,0	–0,2	7,3	6,5[2]
Autres pays d'Asie[3]	0,8	–1,8	2,3	6,8
Corée	1,4	–0,8	4,0	4,7
Hong-Kong	– 0,7	–7,8	– 2,4	7,3
Singapour	0,5	8,3	– 2,9	0,8
Taiwan	– 0,2	–2,4	– 2,5	4,6
Indonésie	1,2	–1,8	3,8	9,0
Malaysia	0,8	–3,4	3,1	3,2
Philippines	3,0	0,4	7,5	10,9
Thaïlande	– 0,3	–1,6	1,6	7,4
Amérique latine[3]	– 2,6	0,5	– 7,8	30,0
Argentine	–10,6	1,0	–32,7	1,6
Brésil	3,3	–2,5	15,3	22,0
Chili	2,1	2,2	3,1	8,2
Colombie	1,3	–5,1	– 3.5	19,4
Mexique	– 9,9	5,9	–33,7	52,0
Venezuela	– 1,7	–0,4	– 3,5	56,6

Les données pour 1995 sont en partie estimées.

[1] Décembre 1995/décembre 1994. [2] Prix de gros. [3] Moyenne pondérée des pays cités, sur la base des PIB et PPA de 1990.

Tableau III.4

... mais plusieurs problèmes restent à résoudre

contournées par un développement rapide des prêts bancaires non contingentés et par une forte accumulation de dettes interentreprises (qui auraient ainsi augmenté de 25%, pour atteindre environ 15% du PIB). En outre, le pays n'a progressé que lentement dans l'assainissement des finances publiques et la réforme du vaste secteur des entreprises d'État, lequel n'est toujours pas assujetti à de strictes contraintes budgétaires. Les pertes subies par les entreprises d'État industrielles se seraient accrues d'un tiers l'an dernier et dépasseraient $10 milliards. Les subventions destinées à couvrir ces pertes et l'accumulation d'arriérés d'impôts ont maintenu le déficit de l'administration centrale à un niveau élevé, malgré une série de mesures visant à élargir l'assiette et à accroître la part de recettes qui lui est affectée.

Hong-Kong et Taiwan

La consommation privée et l'investissement ont fléchi à *Hong-Kong* et *Taiwan*. Le ralentissement observé à Hong-Kong a été dû à la chute des dépenses de construction et aux mesures de stabilisation mises en place à la fin de 1994. Dans le cas de Taiwan, les problèmes du secteur financier et la langueur du marché immobilier ont déprimé les dépenses. Les autorités ont réagi en assouplissant leurs politiques budgétaire et monétaire. Le déficit de l'administration centrale est monté à 5% du PIB et l'expansion monétaire a été stimulée par l'abaissement des taux d'intérêt et des coefficients de réserve. Malgré le large excédent des paiements courants, les tensions politiques ont provoqué des sorties de capitaux:

les réserves officielles se sont contractées et la monnaie a été soumise à des pressions.

Corée

Confrontées à une accélération de l'inflation en 1994, les autorités monétaires de la *République de Corée* ont adopté une orientation restrictive, et, au début de 1995, les taux d'intérêt étaient en forte hausse. Toutefois, au fur et à mesure du ralentissement de l'activité à partir du milieu de l'année et du recul de l'inflation, la politique monétaire a été progressivement détendue. Le tassement de la croissance a limité l'expansion des importations et réduit le déficit des paiements courants.

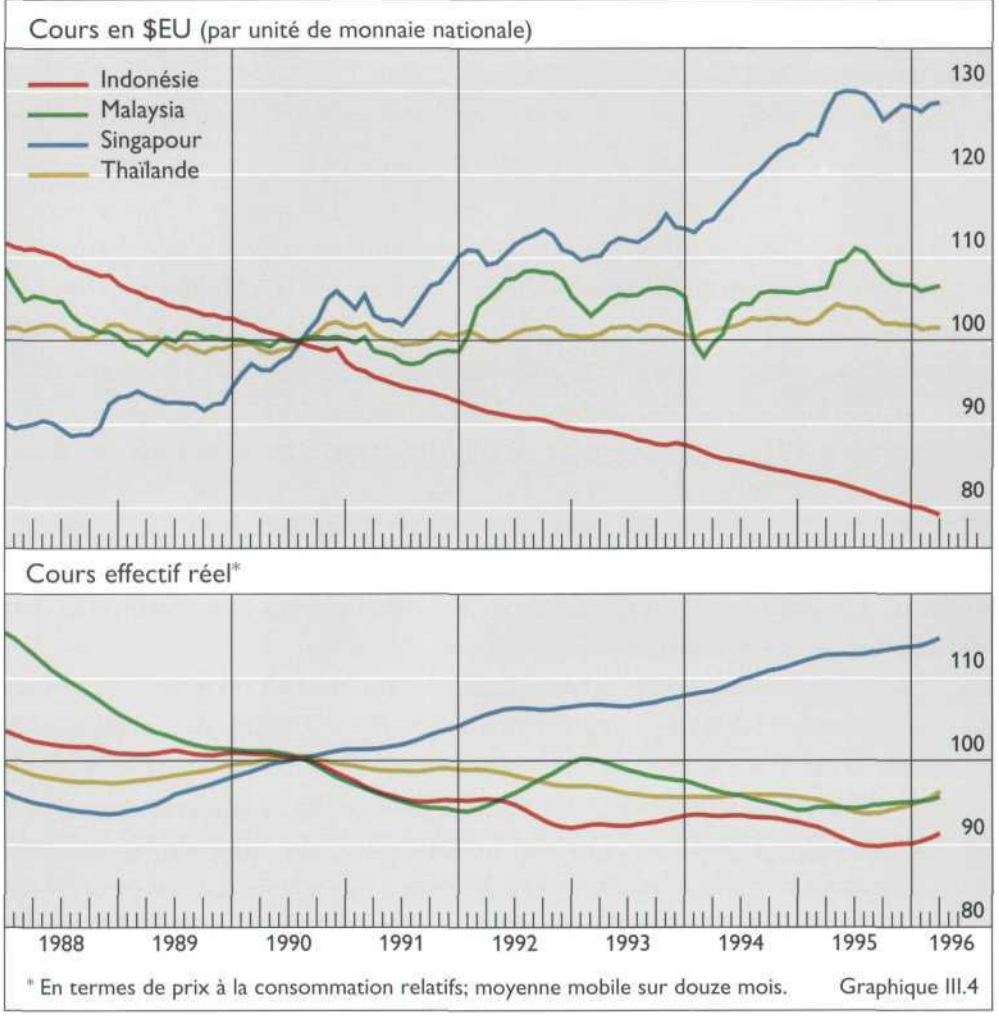
Asie du Sud-Est

Stabilité relative des changes ...

Malgré des entrées massives de capitaux et une industrialisation rapide, les pays d'Asie du Sud-Est ont maintenu depuis la fin des années 80 des cours de change vis-à-vis du dollar EU, qui sont restés relativement stables (Thaïlande et Malaysia) ou ont évolué à un rythme remarquablement régulier – à la hausse pour le dollar de Singapour et à la baisse pour la rupiah indonésienne (partie supérieure du graphique III.4). Les cours réels (définis en termes de prix à la consommation

Asie du Sud-Est: tendances des cours de change

Moyenne mensuelle, 1990 = 100



* En termes de prix à la consommation relatifs; moyenne mobile sur douze mois. Graphique III.4

relatifs) n'ont guère varié non plus, malgré l'augmentation rapide de la productivité, sauf à Singapour, qui a été le seul cas, en effet, où, grâce à une politique d'appréciation régulière, les gains de productivité et l'ampleur de l'excédent courant ont limité l'inflation d'origine interne – moins de 2% l'an dernier –, tandis que la croissance restait soutenue.

... et croissance rapide en Asie du Sud-Est

L'an dernier encore, le dynamisme de la croissance en Indonésie, Malaysia et Thaïlande a été dû aux exportations et au boum des investissements, avec une forte progression des dépenses consacrées aux grands projets d'infrastructure. Ces investissements étaient, certes, nécessaires pour éliminer les dangereux goulets d'étranglement provoqués par plusieurs années d'industrialisation accélérée, mais ils ne peuvent avoir qu'un effet indirect et lent sur les exportations.

L'ampleur des déséquilibres extérieurs ...

Ces trois pays se heurtent aujourd'hui à des pénuries de capacités et de main-d'œuvre qualifiée. La pression excessive de la demande s'est traduite par une très forte dégradation de leur solde des paiements courants. Ainsi, le déficit de la Malaysia et de la Thaïlande a atteint quelque 8% du PIB. La pression de la demande se répercutant en grande partie sur les comptes extérieurs, la hausse des prix intérieurs est restée assez modérée, bien qu'elle se soit nettement accélérée en Thaïlande en cours d'année.

... et l'expansion rapide du crédit entraînent un durcissement monétaire

L'expansion extrêmement rapide du crédit au secteur privé, liée à cette forte croissance (tableau VII.6), a entraîné un durcissement de la politique monétaire, dont l'ampleur et l'échelonnement dans le temps ont varié selon les pays (graphique III.2). En Thaïlande, les taux d'intérêt ont été relevés au début de 1995 pour protéger la monnaie après la crise mexicaine. Quand les entrées de capitaux ont repris dans le courant de l'année, les autorités ont adopté des mesures directes pour limiter l'expansion du crédit et réduire les tensions sur les taux. La production manufacturière s'est ralentie et les investissements privés ont perdu de leur dynamisme, mais des entrées considérables de fonds ont gonflé la liquidité. À la fin de l'année, les autorités ont annoncé un nouvel abaissement de l'objectif d'expansion du crédit intérieur; en outre, elles ont pris d'autres dispositions destinées à freiner les afflux de fonds. En Indonésie, le resserrement de la politique monétaire a été plus graduel. Au début de 1996, les autorités ont majoré les coefficients de réserve et agi de manière plus directe pour freiner la progression du crédit qui restait vive. En Malaysia, les conditions monétaires n'ont été sensiblement durcies qu'à partir de la fin de 1995. Comme le ringgit s'était légèrement apprécié jusqu'au milieu de l'année, les autorités n'ont pas eu à relever les taux d'intérêt pour ralentir l'accroissement du crédit. Quand la monnaie a fléchi, leur première ligne de défense a consisté à intervenir sur les changes, et elles n'ont agi que plus tard sur les taux d'intérêt.

Inde

La politique s'oriente vers le freinage du crédit ...

En Inde, les réformes structurelles ont dopé la croissance, et la production industrielle augmente à un rythme annuel supérieur à 10% depuis le milieu de 1994. Les pressions inflationnistes provoquées par l'essor de la production et de l'investissement ont incité les autorités monétaires à adopter une politique plus restrictive à partir de la fin de 1994. Ainsi, le taux des bons du Trésor a régulièrement monté, passant de moins de 8% au début de 1994 (il était alors

négatif en termes réels) à 13% en octobre 1995, époque où il s'est trouvé plafonné, la banque centrale ayant dû absorber des titres qui n'avaient pas trouvé preneur lors de l'adjudication. Pourtant, cette tension des taux n'a pas empêché l'accélération de l'expansion globale du crédit en 1995. En plus de l'augmentation très rapide des prêts aux entreprises, le financement à faible coût du secteur public par la banque centrale a, lui aussi, nettement progressé. Néanmoins, la hausse des prix de gros s'est notablement ralentie, revenant à 6½% à la fin de l'année, décélération due surtout à la réduction des droits de douane et d'accise ainsi qu'à la stabilité des prix administrés.

... et une plus grande flexibilité du change

Le cours quasiment fixe de la roupie, qui avait abouti à une perte substantielle de compétitivité, a fait place en septembre 1995 à un régime de flottement contrôlé. À la fin de l'année, la monnaie s'était dépréciée de plus de 10% vis-à-vis du dollar et de près de 7% en termes effectifs réels. Au début de 1996, elle a de nouveau été soumise à de fortes pressions et, début février, avait encore perdu 7%, avant de remonter à la suite d'interventions de la banque centrale et de mesures rendant plus coûteux le financement du commerce extérieur. Les causes immédiates de cet accès de faiblesse résidaient dans les incertitudes politiques à l'approche des élections et la crainte d'un nouveau recours au contrôle des changes. Toutefois, l'une des raisons plus profondes de l'inquiétude des marchés financiers était la persistance d'un ample déficit des finances publiques: bien que la croissance rapide ait gonflé les recettes fiscales, le déficit de l'administration centrale atteignait presque 6% du PIB et il était élevé également dans le reste du secteur public. En outre, la lenteur de la mise en œuvre des réformes dans un certain nombre de domaines sensibles (notamment la restructuration, et parfois la privatisation, des entreprises publiques, l'élimination des pratiques restrictives dans quelques segments du marché du travail et la déréglementation dans les secteurs de l'énergie et des transports) a pu aussi alimenter la méfiance des marchés.

Pressions successives sur la roupie

Europe orientale

Forte progression des exportations

L'essor des exportations a soutenu l'expansion dans un certain nombre de pays d'Europe orientale. En République tchèque et en Pologne, cette tendance a été renforcée l'an dernier par la hausse la plus forte de la demande intérieure depuis le début de la transition, alors qu'en Hongrie la mise en œuvre de l'ajustement macroéconomique a entraîné une contraction marquée de la consommation publique et privée. Ainsi, le PIB a augmenté l'an dernier de 7% en Pologne et d'un peu moins de 5% en République tchèque, mais de 1½% seulement en Hongrie. La hausse des prix à la consommation a légèrement fléchi en République tchèque; elle s'est accélérée en Hongrie, alors qu'elle a diminué en Pologne. Cette divergence a été due en partie à des politiques de change différentes.

République tchèque

La forte expansion de la demande intérieure en *République tchèque* a stimulé la production. Grâce aux bons résultats de l'économie et à des perspectives prometteuses, la conjonction d'un cours de change fixe et de taux d'intérêt nominaux élevés a déclenché des entrées massives de capitaux. Ces afflux ont entraîné un doublement des réserves de change et, malgré la stérilisation et d'autres mesures prises pour limiter l'expansion de la liquidité, une accélération continue du taux d'accroissement de la monnaie au sens large. La libéralisation

des mouvements de capitaux en octobre 1995 a permis aux résidents d'investir à l'étranger, mais les taux d'intérêt nominaux favorables ont continué de provoquer d'abondantes entrées. Cette pression a incité les autorités à élargir, à la fin de février 1996, la bande de fluctuation de la couronne, qui est passée de ±½% à ±7½%. La forte baisse enregistrée à ce moment a été rapidement corrigée et, mi-avril, le cours du marché se situait autour de la parité centrale. La stabilité du cours nominal depuis cinq ans a contribué à maintenir l'inflation à un niveau plus bas que dans la plupart des autres pays de la région; il convient de noter que cette politique a été également soutenue par un budget en équilibre. Toutefois, l'essor de la demande intérieure est aussi responsable de la nette aggravation du déficit commercial.

Pologne

La *Pologne* a dû faire face, elle aussi, à des entrées de devises, résultant principalement de la très forte expansion des exportations, y compris les achats non recensés des touristes étrangers. Comme l'inflation dépassait de beaucoup celle des pays partenaires, le régime de change fixe adopté au début du processus de réformes avait été remplacé, en octobre 1991, par un système de parités glissantes, caractérisé par un taux de dépréciation annoncé à l'avance et fixé à un niveau légèrement inférieur à l'écart de hausse des prix à la consommation. Dans les années suivantes, le taux de glissement a été réduit pour tenir compte de la décrue de l'inflation, bien qu'une dévaluation ait été également effectuée de temps à autre. Tout en préservant la compétitivité de la Pologne, cette politique a permis une augmentation de 85% de la valeur en dollars des exportations recensées de marchandises vers les pays industriels entre 1992 et 1995.

Les autorités sont intervenues pour combattre les tensions sur le change, ce qui a provoqué un accroissement rapide des réserves. Toutefois, une nouvelle vague d'entrées pendant les premiers mois de 1995 s'est traduite en mai par l'élargissement de la marge de fluctuation effective. Par la suite, malgré l'appréciation du zloty, les entrées de capitaux se sont poursuivies. En conséquence, la parité centrale a été relevée de 6½% en décembre et le taux de glissement abaissé à 1% par mois à partir de janvier 1996. La Pologne a évité une forte appréciation réelle de sa monnaie dans la mesure où l'inflation a continué de diminuer, même si elle reste relativement élevée.

Hongrie

La politique économique de la *Hongrie* est dominée par la nécessité de corriger le déficit considérable des administrations publiques (7½% du PIB en 1994) et le déséquilibre croissant des comptes extérieurs. Le pays a réalisé un certain ajustement budgétaire l'an dernier, et les mesures annoncées devraient lui permettre de continuer dans cette voie en 1996: les autorités prévoient cette année un déficit inférieur à 4%. Une notable dépréciation réelle du forint et une surtaxe à l'importation, instituée en mars 1995, ont déclenché une vive accélération de l'inflation (tableau III.1). Les salaires réels ont diminué de 12% et la consommation ainsi que les importations ont fléchi. Comme la valeur en dollars des exportations vers les pays industriels s'est accrue de près de 17%, la réduction du déficit des paiements courants et les entrées de capitaux liées aux privatisations (plus de $3 milliards en 1995) ont concouru à une hausse de $5 milliards des réserves officielles. Toutefois, la répercussion marquée et rapide de la dépréciation sur les prix intérieurs souligne la nécessité de poursuivre la politique de rigueur.

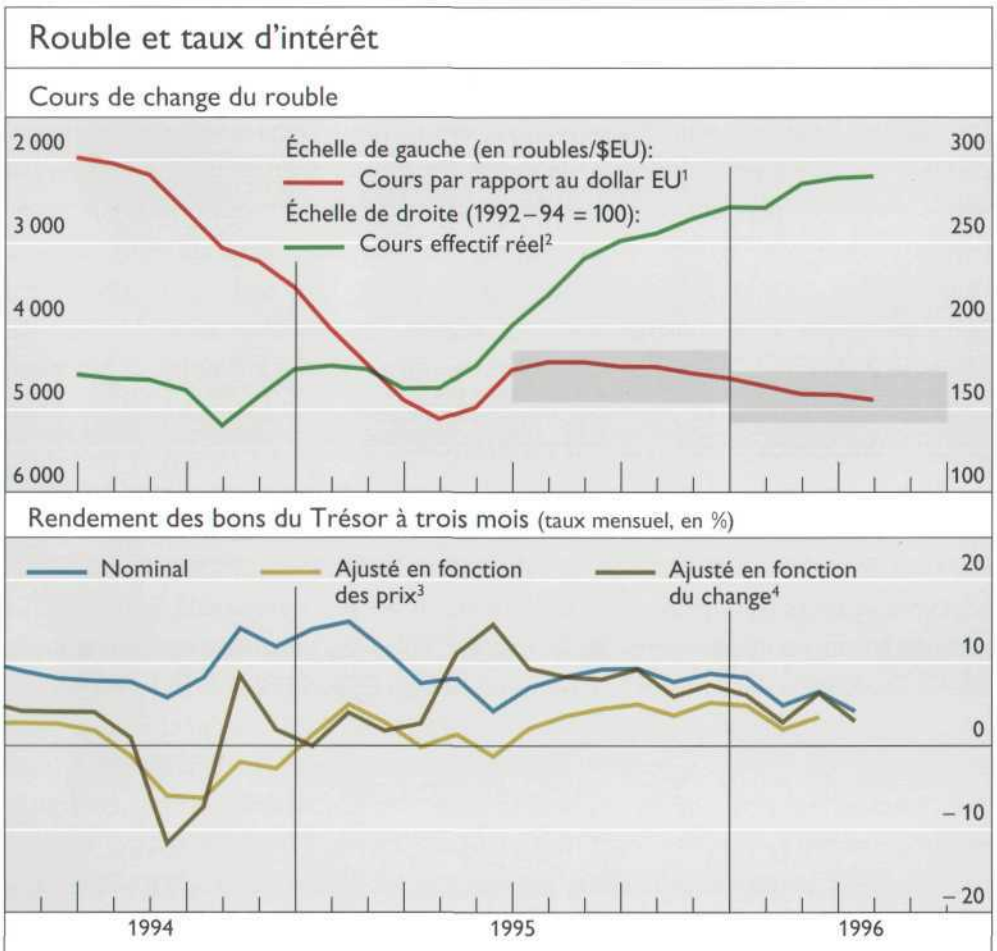
Russie

La *Russie* a traversé une crise financière au début de 1995. Les réserves de change étaient alors pratiquement épuisées et l'inflation s'était accélérée, jusqu'à atteindre près de 18% en rythme mensuel. Les autorités ont réagi en prévoyant une forte réduction des dépenses fédérales réelles, en vue de diminuer le déficit budgétaire de quelque 5% du PIB. En outre, elles envisageaient d'utiliser davantage les émissions de titres à court terme pour le financer et donc de réduire le recours à la banque centrale. Bien que cette réorientation de la politique (appuyée par l'annonce d'un prêt de $6,8 milliards du FMI) ait d'abord été accueillie avec scepticisme par le marché, elle a finalement réussi à arrêter la dérive du rouble.

Des politiques budgétaire et monétaire restrictives ...

En fait, le déficit a pu être sensiblement réduit, grâce notamment à l'expédient consistant à retarder le paiement des salaires des agents de l'État. En outre, le resserrement monétaire, qui comportait un fort relèvement des coefficients de réserve et des taux élevés de rendement sur les bons du Trésor libellés en roubles, donnait aux banques russes et aux autres investisseurs un puissant motif pour transférer leurs actifs du dollar sur le rouble. Quand le public a commencé à croire à la stabilité du change à court terme, les entrées de fonds

Rouble et taux d'intérêt



[1] La zone ombrée représente la bande de fluctuation fixée par les autorités monétaires. [2] En termes de prix à la consommation relatifs. [3] Ajusté en fonction de la hausse des prix pendant les trois mois suivants. [4] Ajusté en fonction de la variation courante en % du cours roubles/$EU. Graphique III.5

ont augmenté et les capitaux qui avaient fui le pays sont revenus, de sorte que la monnaie s'est appréciée, donnant à la banque centrale l'occasion de reconstituer ses réserves. Pour contenir la pression à la hausse sur le cours de change, d'une part, et utiliser ce dernier comme ancrage contre l'inflation, d'autre part, les autorités ont annoncé une marge de fluctuation du rouble pour le second semestre de 1995, suivie par l'adoption d'une bande similaire, mais un peu plus basse, pour le premier semestre de 1996 (graphique III.5). Ainsi, la valeur du rouble, qui partait certes d'un niveau très déprécié, a doublé en termes effectifs réels.

... et l'adoption d'une marge de fluctuation ...

La mise en œuvre de cet ajustement macroéconomique substantiel a ramené l'inflation à un rythme mensuel inférieur à 3% au début de 1996, son taux le plus bas depuis 1991. Dans le même temps, le tassement de la production en 1995 et au début de 1996 a été beaucoup plus faible qu'au cours des années précédentes, la demande étant stimulée par les exportations et la construction de logements. Cette évolution favorable ne pourra cependant se poursuivre que si le pays persiste dans ses efforts visant à créer un environnement de stabilité économique et financière. Beaucoup reste à faire pour mener à bien les réformes de structure, qui passent notamment par une véritable privatisation. Afin d'appuyer un programme à moyen terme orienté sur la stabilité macroéconomique et les réformes structurelles, le FMI a approuvé, en mars 1996, un crédit conditionnel d'environ $10 milliards.

... contribuent à la stabilité macro-économique ...

... mais des efforts restent à accomplir

Développement de l'épargne

Importance d'un taux d'épargne élevé

Les événements récents ont fait ressortir le rôle crucial des taux nationaux d'épargne et d'investissement dans la croissance. En outre, le recours à des capitaux d'origine intérieure plutôt qu'étrangère réduit le risque d'une crise financière déclenchée par des sorties de fonds. Enfin, les systèmes financiers des pays à taux d'épargne élevé sont mieux armés pour résister aux chocs économiques.

Différences marquées des taux d'épargne dues en partie ...

Les différences déjà notables des taux d'épargne et d'investissement, constatées dans les années 80 entre les principales régions du monde en développement, se sont encore creusées depuis. En Asie, à l'exception de l'Inde et des Philippines, le taux d'épargne a nettement dépassé 30% du PIB. En revanche, dans la plupart des pays d'Afrique et d'Amérique latine, il ne se situe qu'à environ 20% (tableau III.1), d'où une insuffisance d'investissement qui a limité la croissance. Une exception remarquable à cet égard est celle du Chili, où le taux d'épargne a atteint ces dernières années un niveau comparable à ceux des pays d'Asie. Les écarts sont tout aussi marqués pour l'investissement, les taux en Asie excédant de loin ceux des autres pays en développement.

... au rythme des réformes financières ...

Les réformes structurelles, en particulier les vastes programmes de libéralisation du secteur financier, ont stimulé non seulement l'investissement, mais aussi la consommation privée, souvent alimentée par une vive expansion du crédit bancaire (tableau VII.6). Cependant, la libéralisation financière peut agir sur l'épargne globale dans un sens ou dans l'autre: en effet, l'allégement des contraintes qui freinaient les emprunts des ménages risque de la réduire dans le court terme, alors que l'élargissement de la gamme des instruments financiers

peut fort bien l'encourager. En Asie, la libéralisation, qui a généralement été menée de façon progressive, est allée de pair avec une augmentation de l'épargne. Dans les autres régions, au contraire, les taux d'épargne ont diminué. D'ailleurs, leur baisse sensible a été l'un des problèmes de transition auxquels se sont heurtés les programmes de stabilisation et de libéralisation en Amérique latine au début de la décennie; il en avait été de même pour les réformes appliquées dans de nombreux pays industriels au début des années 80. La mise en œuvre du Plan real au Brésil s'est aussi accompagnée d'un fléchissement de l'épargne. Hors d'Amérique latine, le taux d'épargne a également baissé dans nombre de pays. En Afrique du Sud, il est tombé bien au-dessous du niveau qui serait nécessaire pour améliorer l'emploi. En Europe orientale, non seulement il s'est effondré au *moment de la libéralisation (réaction normale à la fin de l'épargne forcée), mais* il est ensuite resté faible malgré les progrès de la transition.

... et à la situation des finances publiques

Depuis le milieu des années 80, la plupart des pays en développement se sont efforcés d'activer l'épargne du secteur public, ou tout au moins de diminuer sa désépargne. Ainsi, l'important assainissement budgétaire à moyen terme accompli par plusieurs pays d'Amérique latine a réduit le niveau élevé de la désépargne publique enregistré au début et au milieu des années 80. Les politiques de rigueur pratiquées dans certaines économies d'Asie (avec, en particulier, l'accumulation de confortables excédents dans les caisses publiques de retraite) ont donné lieu à des taux d'épargne publique très soutenus.

En général, les pays à fort taux d'épargne publique jouissent aussi de bons niveaux d'épargne privée. Ceux qui enregistrent un excédent budgétaire depuis le début de la décennie ont habituellement un taux élevé, voire croissant, d'épargne privée (Chili, Corée, Malaysia avant 1995, Singapour et Thaïlande). Inversement, les pays où l'épargne privée est relativement basse ont des positions budgétaires beaucoup plus précaires (Afrique du Sud, Brésil, Colombie, Inde et Venezuela). L'Argentine est le seul cas où un faible taux d'épargne privée coïncide avec des finances publiques en équilibre mais, même là, il a notablement augmenté.

Les régimes de retraite entièrement capitalisés ...

Bien que l'épargne privée soit largement déterminée par des facteurs structurels (comme les tendances démographiques) ou des variables à évolution lente (comme le niveau du revenu par habitant), elle peut quand même être stimulée par l'action des pouvoirs publics. La réforme des systèmes de sécurité sociale constitue l'un de ses principaux aspects. La mise en place d'un régime obligatoire de retraite entièrement capitalisé en est peut-être l'exemple le plus réussi. Un dispositif de ce type, assurant le financement d'un vaste système de sécurité sociale, avait été mis en place à Singapour dès 1955; le Chili a institué le sien au début des années 80. En Argentine, Colombie et Malaysia, des programmes similaires ont été créés plus récemment (quelquefois à côté de systèmes par répartition). Une réforme des caisses de retraite est prévue au Brésil et au Mexique et figure également dans la liste des priorités de certains pays d'Europe orientale. Ce sont le Chili, la Malaysia et Singapour qui ont mis au point les régimes de retraite les plus complets: l'épargne ainsi dégagée annuellement en Malaysia et à Singapour représente environ 10% du PIB.

... peuvent stimuler l'épargne privée ...

Du fait de leur caractère peu liquide, les régimes obligatoires de retraite par capitalisation ne pourront vraisemblablement pas se substituer complètement à

d'autres formes plus disponibles de l'épargne des ménages. En outre, les catégories de population à faible revenu qui participent à de tels systèmes disposent rarement de sommes qu'elles peuvent déplacer à leur gré. Ces régimes pourraient donc accroître l'épargne privée; ils présentent un autre avantage: si les investisseurs institutionnels qui gèrent les fonds de pension ne sont pas trop contraints dans leurs décisions financières (par exemple, en devant acheter des obligations d'État), le développement des marchés nationaux des capitaux se trouve encouragé. Les placements des fonds de pension du Chili, par exemple, ont contribué à l'essor des marchés locaux d'obligations de sociétés et d'actions et ont soutenu les programmes de privatisation. Sur un plan plus général, le lancement de nouveaux instruments d'épargne et le développement des marchés dans un environnement macroéconomique stable pourraient fort bien, eux aussi, stimuler l'épargne.

... et le développement des marchés des capitaux

Quoi qu'il en soit, les réformes financières doivent faire en sorte que l'épargne disponible soit utilisée de manière efficiente. Pour cela, il est tout aussi important que le pays dispose d'un système financier solide; il s'agit là d'un aspect essentiel qui est analysé de façon approfondie au chapitre VII.

IV. Politique monétaire dans les pays industriels

Faits saillants

Compte tenu des progrès continus vers la stabilité des prix et du ralentissement économique, la politique monétaire a été assouplie dans les grands pays industriels l'an dernier, comme en témoignent la baisse des taux d'intérêt à court terme et l'expansion plus rapide des agrégats monétaires larges.

Aux États-Unis, la série de relèvements des taux commencée au début de 1994 a été interrompue quand l'activité a donné des signes d'essoufflement au printemps de 1995; la politique a alors été desserrée à plusieurs reprises, en juillet et décembre 1995, puis en janvier 1996, afin de soutenir l'économie. Au Japon, l'orientation a été assouplie de façon significative lorsque la banque centrale a adopté un programme destiné à stimuler la timide reprise amorcée en 1994 mais qui marquait le pas au premier semestre de l'année suivante. Le taux d'escompte, abaissé en deux étapes, est revenu de 1,75% aux premiers jours de l'année à 0,5% au début de l'automne. Les taux de marché à court terme ont été amenés à un niveau encore plus bas, ce qui illustre le rôle accru dévolu au pilotage de ces taux comme instrument de la politique monétaire.

La détente a aussi été générale dans les pays membres du mécanisme de change européen (MCE), dans un environnement marqué par une diminution de l'inflation, une fermeté des cours de change, une augmentation du chômage et, en Allemagne, une expansion de M3 bien inférieure à l'objectif. Dans certains cas, les autorités ont toutefois resserré temporairement leur politique, au printemps et à l'automne, pour faire face à des tensions sur les changes liées à l'évolution du dollar et à des préoccupations d'ordre budgétaire, manifestant ainsi leur engagement de maintenir la monnaie à son cours pivot ou à proximité.

Dans les pays où la politique monétaire est guidée par un objectif d'inflation implicite ou explicite, l'orientation a été rendue plus restrictive au premier semestre de 1995, pour contrer l'accumulation de pressions inflationnistes, ce qui, avec le ralentissement général de l'activité, a amélioré les perspectives d'évolution des prix et permis une détente monétaire au semestre suivant. L'inflation est généralement demeurée à l'intérieur des limites visées, mais elle est aussi restée modérée ailleurs. Il est trop tôt, de ce fait, pour juger si l'annonce d'un objectif d'inflation officiel a eu un effet sur le mouvement des prix.

Politique monétaire dans les trois grandes économies

Stabilité des prix: but premier de la politique monétaire

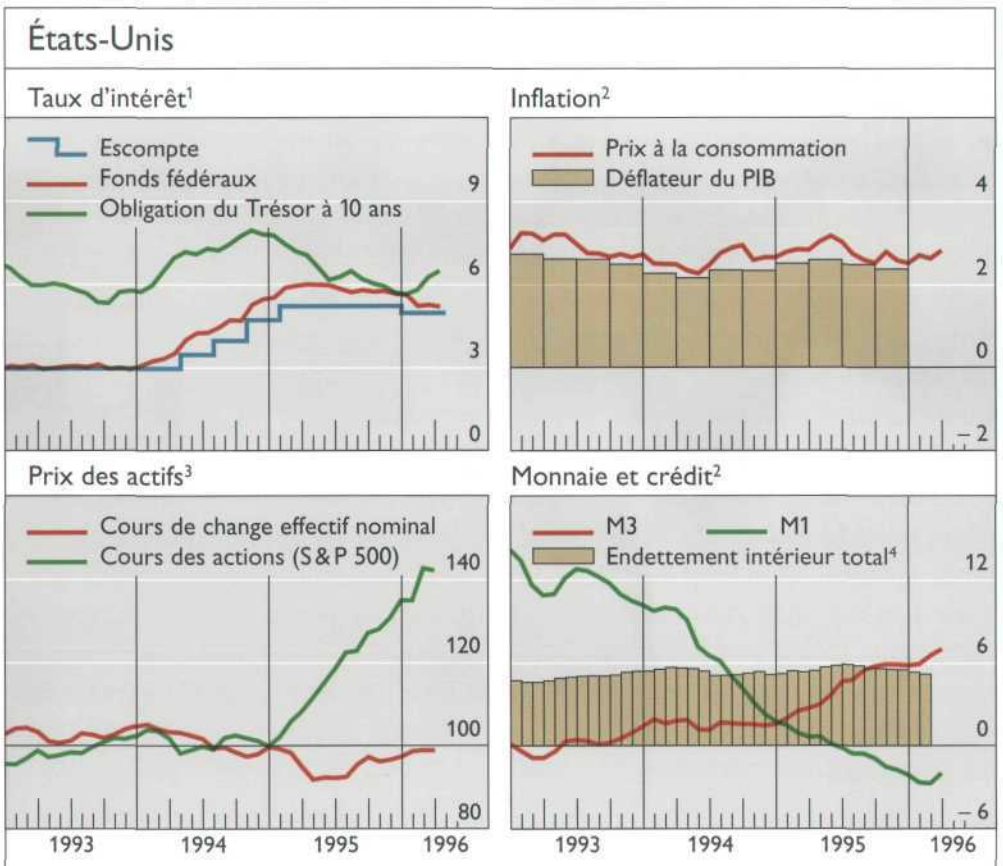
On s'accorde généralement à considérer, dans les trois grandes économies comme ailleurs, que la politique monétaire a pour but premier la stabilité des prix. Les différences concernent les cadres opérationnels et portent sur deux points essentiels: la transparence de l'objectif et le recours ou non à des repères intermédiaires pour guider l'action des autorités. En Allemagne, la Bundesbank,

qui a maintes fois déclaré qu'un taux supérieur à 2% l'an n'est pas compatible avec la stabilité des prix, fixe un objectif intermédiaire d'expansion à moyen terme pour M3. En revanche, aux États-Unis – où un projet de loi a été déposé au Congrès en vue de clarifier le mandat de la Réserve fédérale – et au Japon, les autorités agissent de manière éclectique, sans objectif intermédiaire, et n'ont pas défini leur objectif en termes quantitatifs. Dans ces trois pays, la politique a été progressivement desserrée, l'an dernier, dans un contexte caractérisé par une inflation faible, un ralentissement de l'activité et, en Allemagne, une trajectoire de M3 inférieure à la norme.

États-Unis

Recul de l'inflation et détente monétaire

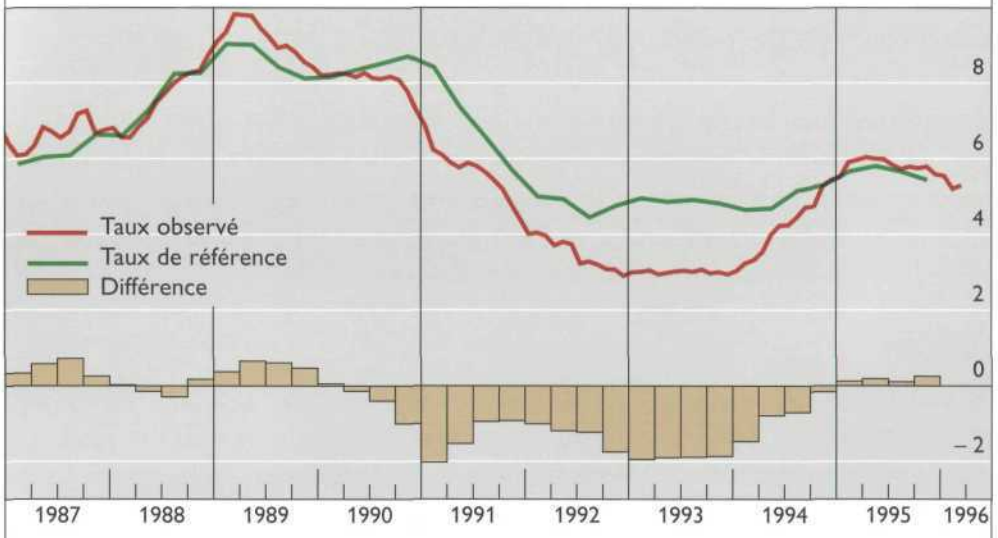
Aux États-Unis, le durcissement monétaire décidé au début de 1994, face à une croissance rapide et à l'apparition de pressions inflationnistes, s'est prolongé durant les premiers mois de 1995: le taux des fonds fédéraux a été relevé à sept reprises, jusqu'à 6% en février. Au printemps, toutefois, l'activité s'est ralentie et les pressions inflationnistes se sont atténuées, si bien que les marchés s'attendaient à une détente. Les taux longs ont ainsi commencé à baisser, le dollar s'est déprécié – touchant des minimums historiques contre yen et mark allemand – et les cours des actions ont monté. La Réserve fédérale a un peu desserré l'étreinte, en juillet, réduisant le taux des fonds fédéraux de 0,25 point, à 5,75%. Tandis que le dollar se stabilisait, puis s'appréciait à partir de l'été, aidé par une orientation plus souple au Japon et en Allemagne, les taux longs ont continué leur décrue en automne,



[1] En %. [2] Variation sur un an, en %. [3] Décembre 1994 = 100. [4] Des agents non financiers.

Graphique IV.1

États-Unis: taux des fonds fédéraux



Le taux de référence se calcule en appliquant la formule: 2,5 + *infl* + ½ (*cpe* + (*infl* – 2)), où *cpe* = capacité de production excédentaire et *infl* = variation (en %) sur quatre trimestres du déflateur du PIB. Graphique IV.2

alors que les opérateurs tablaient de plus en plus sur une poursuite de l'assouplissement et percevaient de meilleures perspectives d'accord entre l'Administration et le Congrès sur le budget. Comme l'inflation diminuait encore, une réduction des taux d'intérêt nominaux s'imposait pour éviter qu'ils n'augmentent en termes réels: le taux des fonds fédéraux a été de nouveau abaissé, à 5,5% en décembre, puis à 5% en janvier. Parallèlement au repli des taux courts, les cotations des actions se sont envolées en 1995 et au premier trimestre de 1996. Dans la mesure où l'effet de richesse qui en est résulté a contribué à soutenir l'activité, une détente supplémentaire s'est avérée moins nécessaire.

Vive hausse des cours des actions

Au commencement de 1996, la baisse progressive des taux à long terme s'est inversée et la pente des taux s'est de nouveau accentuée. Les taux longs sont remontés au début du printemps, lorsqu'il est apparu qu'un accord sur l'équilibre budgétaire ne serait peut-être pas réalisable dans un avenir proche. En outre, les signes de reprise ont incité les opérateurs à considérer un assouplissement supplémentaire comme de plus en plus improbable.

La détente monétaire opérée entre l'été de 1995 et le printemps de 1996 a été moins marquée et plus mesurée que le durcissement mis en œuvre entre le début de 1994 et celui de 1995. Il avait pris la forme de relèvements du taux des fonds fédéraux compris entre 0,25 point dans un premier temps et 0,75 point ensuite, alors que l'assouplissement s'est effectué par paliers de 0,25 point seulement. Cette asymétrie peut s'expliquer par la volonté des autorités de ramener progressivement les prix à un niveau proche de la stabilité, en réagissant plus fermement à une accentuation qu'à une atténuation des pressions inflationnistes.

Asymétrie de l'ajustement monétaire

Une autre raison pour laquelle le taux des fonds fédéraux a été relevé plus fortement que ne le suggérait l'évolution des prix et des capacités de production disponibles réside dans le fait que la Réserve fédérale avait, en 1991–93, abaissé les taux courts à des niveaux exceptionnellement faibles, en termes nominaux et

Taux d'intérêt exceptionnellement bas au début de 1994

réels, en présence d'un endettement élevé des agents non financiers et d'une certaine réticence des prêteurs. Ces problèmes étant en grande partie résolus, un durcissement plus prononcé s'est révélé approprié. Le graphique IV.2 montre que, au début de 1994, le taux des fonds fédéraux se situait au-dessous d'un indicateur simple qui, dans le passé, s'est avéré significatif.

Japon

Assouplissement marqué au Japon

L'assouplissement marqué de la politique de la Banque du Japon, l'an passé, qui s'inscrivait dans un programme entrepris par les autorités monétaires et le gouvernement pour soutenir l'activité, a aussi contribué à alléger les difficultés du secteur bancaire (chapitre V).

Après une vive appréciation du yen contre dollar en février–mars et une chute des cours des actions au premier trimestre, il apparaissait de plus en plus clairement que la reprise modérée amorcée en 1994 marquait le pas. Les marchés des capitaux anticipaient une détente, comme l'indique la décrue des taux longs entre janvier et mars (de 4,7% à 3,8%), et la Banque du Japon a alors effectivement orienté les taux du marché monétaire à la baisse, fin mars, puis, mi-avril, ramené son taux d'escompte de 1,75%, déjà minimum historique, à 1%. Le ralentissement de l'activité s'est prolongé à la fin du printemps et les prix à la consommation ont reculé, en glissement annuel, pour la première fois depuis près de dix ans.

Taux du marché monétaire inférieurs au taux d'escompte

Début juillet, les taux longs étaient à un creux historique (2,7%), la Banque du Japon incitant les taux courts du marché monétaire à descendre au-dessous du taux d'escompte, auquel ils sont habituellement supérieurs. Ce desserrement de la politique explique en partie la dépréciation ultérieure du yen par rapport au dollar et le rebond des actions; les taux longs, également, sont remontés temporairement à 3,4% en août, avant de revenir à 2,8% en septembre. Pour stimuler davantage l'économie, le taux d'escompte a été diminué, une fois encore, de 0,5 point en septembre.

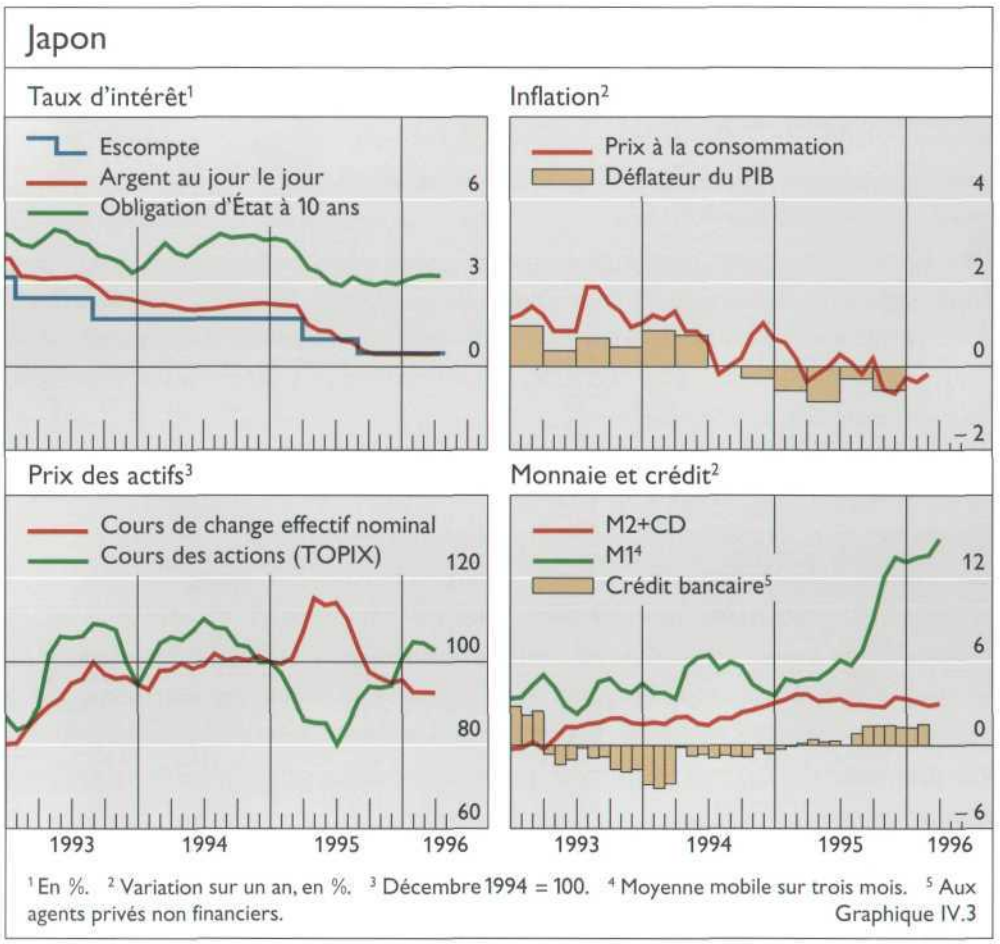
Baisse des taux courts réels et nominaux

Bien que les marges d'intermédiation se soient étoffées ces dernières années, il ne fait guère de doute que la chute des taux du marché monétaire à partir du printemps de 1995 s'est traduite par une vive diminution des taux réels des prêts bancaires à court terme. La baisse s'est chiffrée à quelque 1,5 point, en termes nominaux, entre le printemps de 1995 et celui de 1996, par exemple; avec une inflation proche de zéro, mesurée en glissement annuel par l'indice des prix à la consommation ou le déflateur du PIB, elle a dû être quasiment identique en termes réels.

Hausse des taux longs ...

Alors que les taux courts se situaient aux environs de 0,5% depuis le début de l'automne, les taux longs ont un peu augmenté, s'inscrivant à 3,5% à fin février 1996. Si cette accentuation progressive de la pente des rendements peut s'expliquer par plusieurs facteurs, elle semble surtout due au fait que les marchés des capitaux tablaient sur une croissance durable et sur un resserrement de la politique monétaire, fortement expansionniste. Comme, pour les échéances longues, les taux des crédits bancaires sont liés aux rendements obligataires, de telles anticipations renchérissent immédiatement les financements auprès des banques et peuvent freiner la reprise. Pour atténuer la tension haussière sur les taux des obligations, la Banque du Japon a donc précisé qu'elle n'entendait pas

... pouvant freiner la reprise



durcir sa politique avant que la croissance ne soit solidement implantée. Dans la conjoncture actuelle, une telle attitude se justifie, mais, si les taux courts sont maintenus aussi bas pendant une période prolongée, il faudra, au moment de l'ajustement, opérer avec prudence pour s'assurer que les marchés obligataires ne surréagissent pas.

Les prêts bancaires et concours aux agents privés non financiers se sont certes accrus, l'an dernier, mais à un rythme tempéré par la faiblesse de la demande de crédit et une certaine réticence des banques. Cette attitude hésitante reflète la fragilité des bilans – des banques et emprunteurs – ainsi que la qualité médiocre des garanties. Elle peut expliquer aussi le retard pris par les programmes d'investissement des petites entreprises, qui font traditionnellement appel aux crédits bancaires, par rapport aux grandes, qui ont plus facilement accès à d'autres sources de financement.

Le comportement des agrégats monétaires, lui aussi, semble indiquer que l'offre de crédit est encore freinée au niveau de l'intermédiation bancaire. Si M2+CD s'est accru de 3,1% en 1995, dans les limites des prévisions de la Banque du Japon, M1 a connu une très vive expansion au second semestre (graphique IV.3), le bas niveau des taux d'intérêt et les préoccupations au sujet de la fragilité du système bancaire incitant les déposants à redistribuer leurs portefeuilles. Cette préférence pour la liquidité pourrait avoir, si elle perdure, des répercussions sur la capacité des banques à financer leurs prêts. À l'inverse, la hausse des cours des actions depuis mi-1995 a amélioré les bilans des banques et

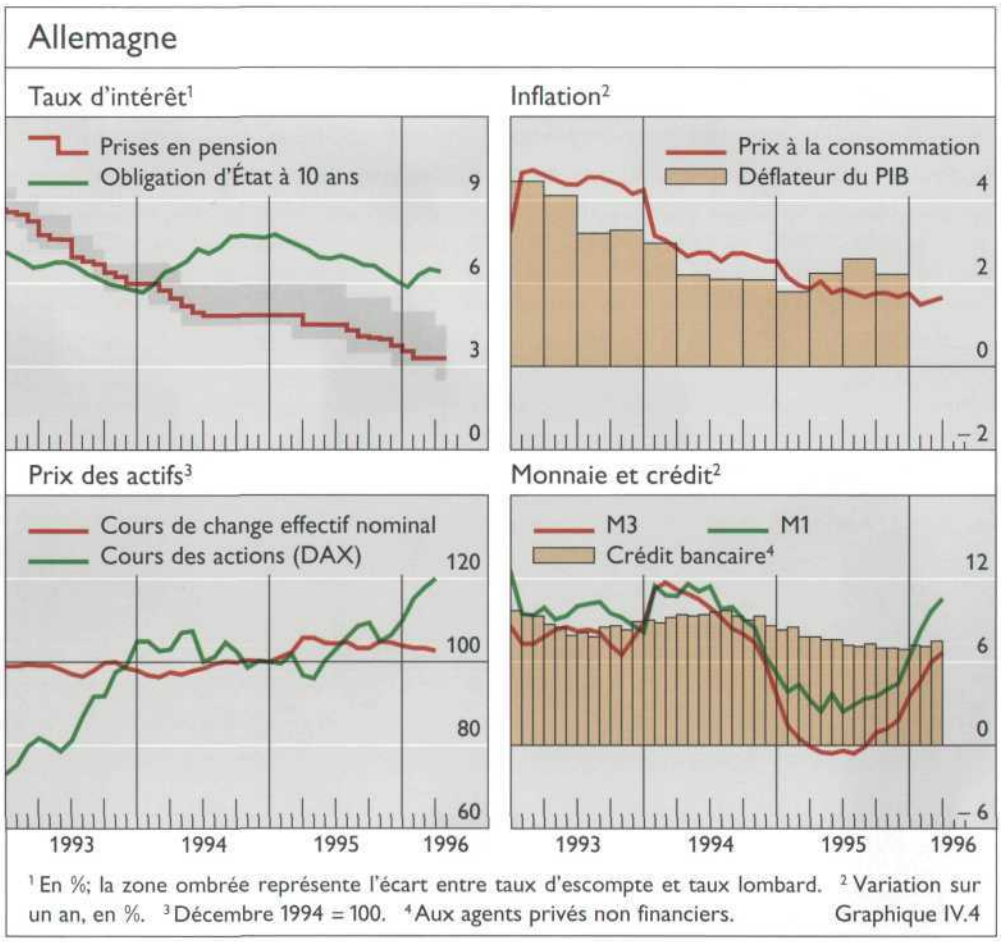
emprunteurs, ce qui est de nature à renforcer les effets expansionnistes de l'orientation monétaire actuelle.

Allemagne

Desserrement de la politique face à une expansion de M3 ...

En Allemagne, le processus de réduction des taux d'intérêt engagé en septembre 1992 s'est poursuivi l'an passé. La conduite de la politique a été guidée par l'évolution de M3, objectif intermédiaire de la Bundesbank, dont la faible expansion indiquait l'absence de pressions inflationnistes et un ralentissement de l'activité. L'évolution de l'agrégat étant négative au début de 1995, les taux longs sont revenus de 7,8% à la fin de 1994 à 7,3% en mars, dans l'attente de plus en plus forte d'un assouplissement de la politique monétaire. Comme la progression de M3 est restée bien inférieure à l'objectif durant les premiers mois, la Bundesbank, après une vive appréciation du mark, a amorcé une détente en avril en abaissant le taux d'escompte à 4% et le lombard à 6% et en fixant à 4,5% (au lieu de 4,85%) le taux de ses prises en pension. La banque centrale n'a pas pour objectif d'influencer le cours de change mais, comme les fluctuations de la valeur externe de la monnaie ont une incidence sur la tendance future de l'inflation, elle en tient compte dans la détermination du niveau de ses taux directeurs.

Après la détente d'avril 1995, les taux des pensions et des obligations à long terme sont restés inchangés jusqu'à ce que la Bundesbank réduise, en août, le



[1] En %; la zone ombrée représente l'écart entre taux d'escompte et taux lombard. [2] Variation sur un an, en %. [3] Décembre 1994 = 100. [4] Aux agents privés non financiers. Graphique IV.4

taux d'escompte et le lombard de 0,5 point, dans le contexte d'une expansion encore lente de M3 et d'une vigueur persistante du cours de change. Si la progression de l'agrégat s'est accélérée au troisième trimestre, elle s'est ensuite affaiblie, alors que les taux longs continuaient de fléchir. Les taux officiels ont, de nouveau, été abaissés en décembre: à 3% pour l'escompte, 5% pour le lombard et 3,75% pour les adjudications de pensions à taux fixe. Malgré cet assouplissement, la progression de M3 entre le quatrième trimestre de 1994 et la période correspondante de 1995 n'a atteint que 2,1%, demeurant nettement au-dessous de la fourchette-objectif de 4–6%.

… inférieure à l'objectif

Au commencement de 1996, le taux des prises en pension a encore été fortement abaissé et s'inscrivait à 3,3% au début de février; toutefois, l'expansion de M3 s'est ravivée et les taux longs, qui avaient touché un creux de 5,8%, se sont mis à remonter fin janvier, ce qui traduisait le scepticisme des opérateurs quant à une poursuite de la détente (chapitre V). En avril, néanmoins, la Bundesbank réduisait son taux d'escompte à 2,5% et le lombard à 4,5%, compte tenu des perspectives favorables en matière de prix.

La courbe des rendements complique la poursuite des objectifs monétaires …

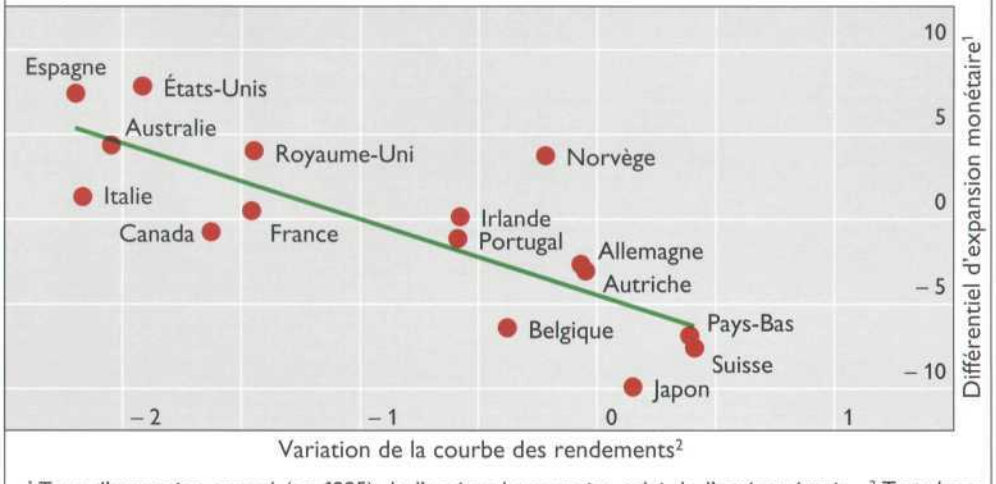
La mise en œuvre de l'objectif d'agrégat monétaire en Allemagne a été rendue plus complexe par les inflexions de la courbe des rendements, qui ont des répercussions sur la demande d'actifs inclus dans M3. L'écart entre taux court et taux long est surtout déterminé par les anticipations des opérateurs en matière de conjoncture et échappe donc au contrôle direct des autorités. Une modification des anticipations peut ainsi amener l'agrégat à dévier temporairement de sa trajectoire cible. Sans remettre en cause la validité de la stratégie d'objectifs monétaires en termes d'agrégats, ce phénomène peut en affecter la crédibilité, dans la mesure où il est difficile pour les autorités d'expliquer au public les raisons d'une telle déviation.

… et modifie la valeur informative des agrégats de monnaie

La modification de la pente des rendements peut aussi compliquer la conduite de la politique monétaire là où les statistiques de masse monétaire sont principalement utilisées comme de simples indicateurs, car elle influence les taux

Expansion monétaire et variation de la courbe des rendements

En points de %



[1] Taux d'expansion annuel (en 1995) de l'agrégat large moins celui de l'agrégat étroit. [2] Taux long moins taux court, évolution de 1994 T4 à 1995 T4. Graphique IV.5

d'expansion relatifs des divers agrégats et en rend l'interprétation complexe. Dans plusieurs pays, il a été constaté que les agrégats étroit et large avaient évolué à un rythme différent l'an dernier. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, par exemple, le second s'est accru beaucoup plus rapidement que le premier, à l'inverse du Japon, de la Suisse et des Pays-Bas.

Si cette divergence des rythmes d'expansion des agrégats a été due en partie à des facteurs spécifiques, comme l'innovation financière ou un changement de sentiment du public à l'égard de la stabilité du système bancaire, l'aplatissement de la courbe des rendements en 1995 a, en général, freiné la croissance de l'agrégat étroit par rapport à celle de la définition large (graphique IV.5). L'explication du phénomène est double: d'une part, la baisse des taux longs a induit un report des actifs non monétaires vers ceux qui sont compris dans l'agrégat large; d'autre part, la hausse des taux courts a augmenté le rendement des composantes de l'agrégat large, attirant vers lui les avoirs plus liquides inclus dans la définition étroite.

Politique monétaire dans les autres pays du MCE

Dans de nombreux pays d'Europe occidentale, la recherche de la stabilité des prix passe par l'adoption d'un objectif intermédiaire de change au sein du MCE. Face à la baisse du taux d'inflation, ramené aux alentours de 2% ou moins, et à un ralentissement temporaire de l'activité, ces pays ont généralement assoupli, eux aussi, leur politique monétaire en 1995, suivant l'exemple des réductions des taux directeurs allemands.

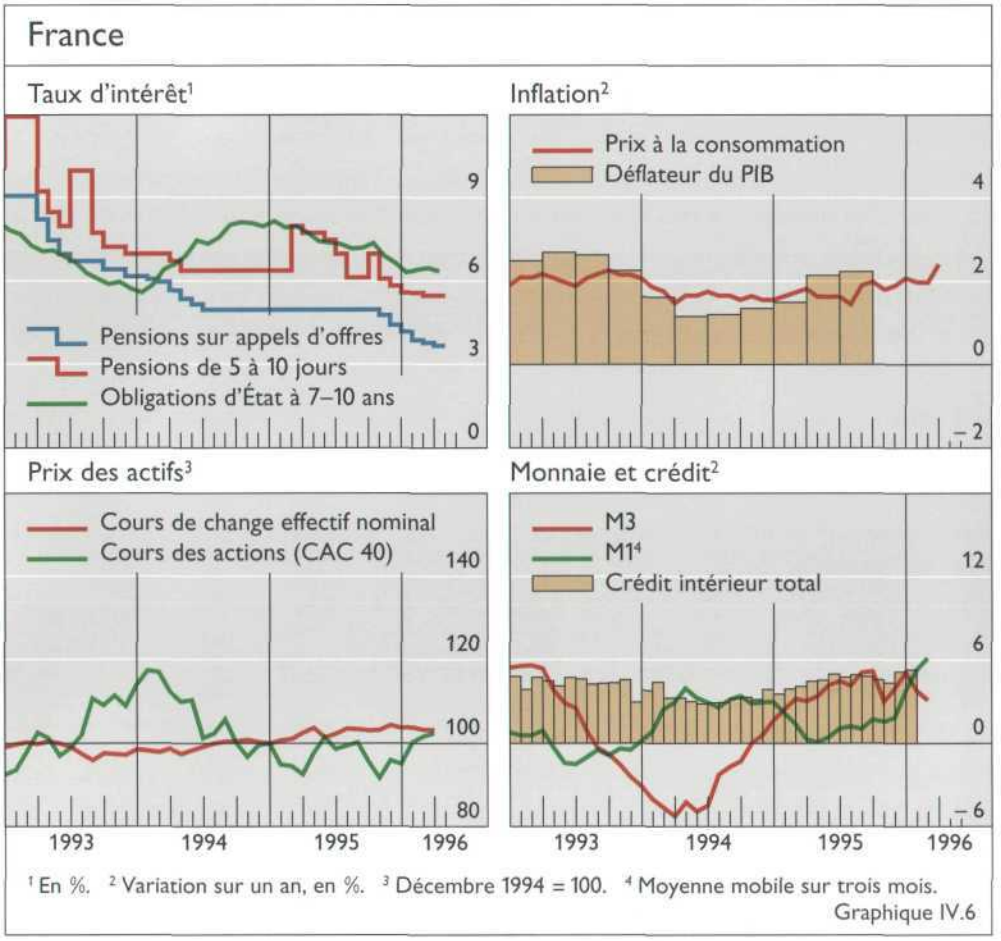
France

Objectif de la politique monétaire: la stabilité des prix

En France, la politique monétaire a continué d'être axée sur l'objectif de stabilité des prix, soit, pour la Banque de France, un taux d'inflation ne dépassant pas 2% en moyenne période. Comme par le passé, cet objectif final a été poursuivi au moyen de deux objectifs intermédiaires: l'un externe – stabilité du change vis-à-vis des monnaies les plus crédibles du MCE –, l'autre interne – croissance à moyen terme de M3. Ce dernier pèse cependant relativement moins dans la formulation de la politique que l'objectif de change, en vigueur depuis 1979 et grâce auquel le cours pivot avec le mark allemand est resté inchangé depuis près de dix ans.

Engagement de change mis brièvement à l'épreuve

Néanmoins, cet engagement de change a été brièvement mis à l'épreuve, l'an passé, au printemps et à l'automne. Des facteurs internationaux et internes – dépréciation du dollar et incertitudes budgétaires – semblent avoir joué un rôle dans le déclenchement de pressions sur le change. En ces deux circonstances, la Banque de France a durci les conditions monétaires et a remplacé ses pensions de 5 à 10 jours par des pensions à 24 heures, qui accroissent le risque inhérent aux positions contre la monnaie nationale. Ces mesures, conjuguées à une réorientation de la politique budgétaire visant à limiter les déficits publics dans l'avenir, ont permis de restaurer la confiance dans le franc. Les taux de marché courts et longs ont nettement baissé en 1995, l'écart à long terme avec l'Allemagne restant pratiquement inchangé. Au début de 1996, ce différentiel s'est contracté, car l'augmentation des rendements dans le



Graphique IV.6

compartiment long a été moins sensible en France qu'outre-Rhin, alors que le franc se renforçait face au mark.

L'expansion de M3 s'est établie à 4,1% en 1995, soit au-dessous de l'objectif à moyen terme de 5%. L'accroissement de l'endettement intérieur total, qui joue un grand rôle comme variable indicative, s'est situé à 5%, mais ce résultat a été presque uniquement dû à l'intensification des emprunts d'État.

Autres pays du MCE

Autriche et Pays-Bas

Comme par le passé, la politique monétaire des autres pays du MCE a été influencée par l'évolution dans les grandes économies. En Autriche et aux Pays-Bas, l'activité et les prix ont continué d'être étroitement liés à la conjoncture allemande. Le recul de l'inflation en 1995 a permis aux autorités de ces deux pays de desserrer leur politique à la suite de la réduction des taux officiels en Allemagne. Devant la vigueur de sa monnaie, la banque centrale néerlandaise a même incité les taux courts à descendre au-dessous des taux allemands correspondants.

Belgique, Irlande et Danemark

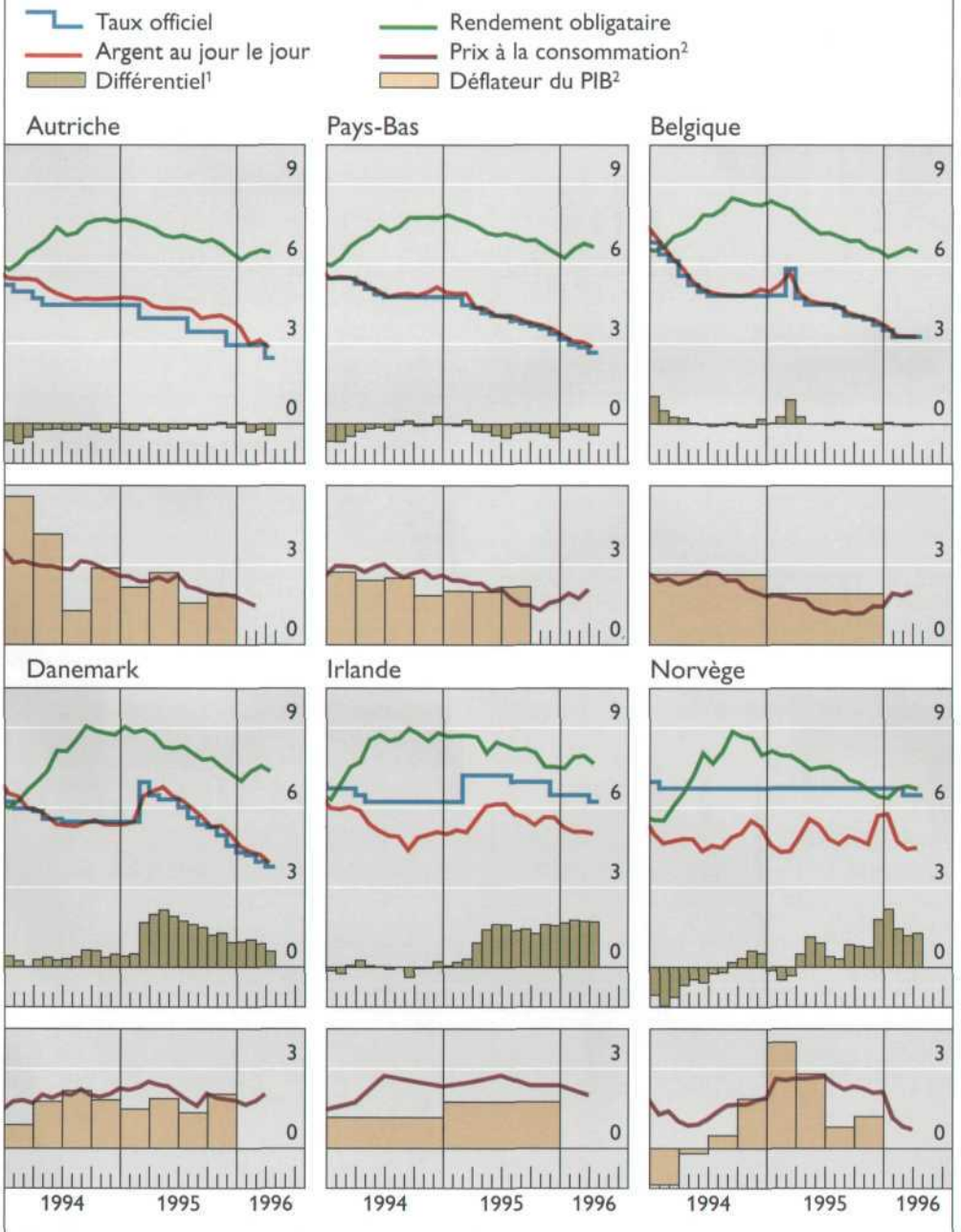
La politique monétaire a également été relâchée en Belgique, Irlande et au Danemark en 1995, parallèlement aux réductions de taux en Allemagne. Toutefois, des pressions sur le franc belge durant la période d'incertitude au sein du MCE, qui a commencé au début de mars 1995, ont amené les autorités à durcir l'orientation pour maintenir le change proche de son cours pivot avec le mark. Les turbulences se sont rapidement atténuées dans le courant du mois, de sorte

que la Banque Nationale de Belgique a pu baisser ses taux, à l'instar de l'Allemagne. Au Danemark et en Irlande, aussi, la politique a été fortement influencée par la situation dans le MCE au printemps. Cependant, si les autorités des deux pays ont été en mesure de ramener ensuite les taux directeurs au-dessous de leurs niveaux du début du printemps, l'écart à court terme avec l'Allemagne est demeuré plus large pendant une bonne partie de l'année.

Norvège

L'orientation monétaire a également été assouplie en Norvège, qui, bien que n'appartenant pas au MCE, continue depuis la crise de 1992 à poursuivre un objectif de stabilité du change vis-à-vis de l'Écu, à un niveau cependant inférieur de 3–5% à la norme précédente. À l'exception d'une brève période au printemps

Taux d'intérêt et inflation dans certains pays



[1] Vis-à-vis de l'Allemagne (argent au jour le jour). [2] Variation sur un an, en %. Graphique IV.7

de 1995, quand le taux d'un jour à l'autre s'est tendu sous l'effet d'un durcissement temporaire destiné à stopper la dépréciation de la couronne, les taux du marché monétaire ont progressivement diminué au fil des mois.

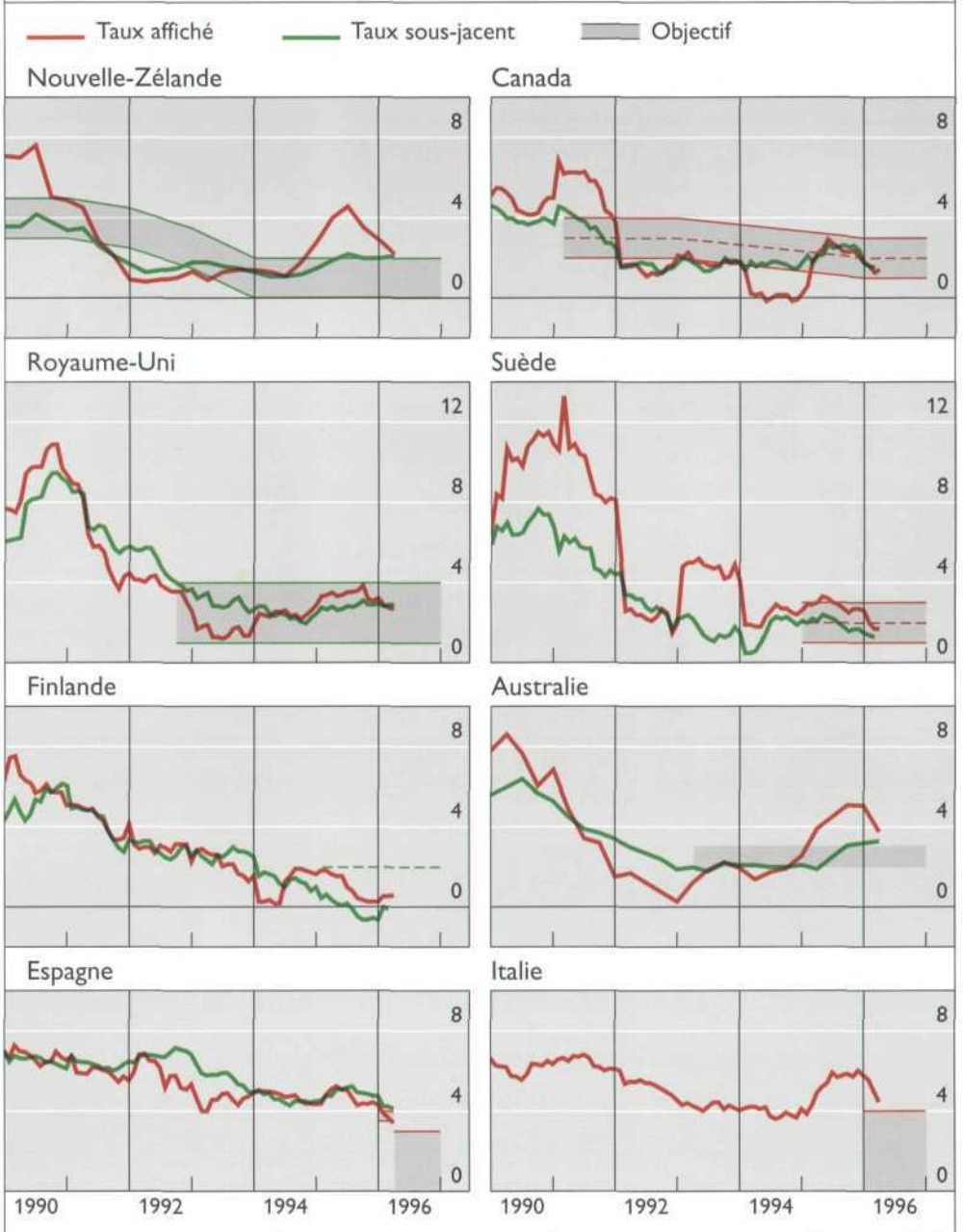
Politique monétaire dans les pays à objectif d'inflation

Inflation proche de l'objectif

Depuis quelque temps, divers pays, parmi lesquels la Nouvelle-Zélande, le Canada, le Royaume-Uni, la Suède, la Finlande, l'Australie et l'Espagne, ont adopté et rendu public un objectif d'inflation, souvent après avoir rencontré des

Inflation: évolution et objectif dans certains pays

Variation sur douze mois de l'indice des prix à la consommation, en %



Taux sous-jacent et objectif: voir précisions au tableau IV.2. Graphique IV.8

difficultés dans la mise en œuvre de leur politique d'objectifs intermédiaires. Le graphique IV.8 montre que, en 1995, la plupart d'entre eux ont maintenu les prix à proximité du niveau recherché. En Nouvelle-Zélande et en Suède, la limite supérieure de la bande a été temporairement dépassée à la fin du printemps, alors qu'en Australie l'inflation sous-jacente s'est élevée, en fin d'année, au-dessus de son objectif à moyen terme (2–3%). La Banque d'Italie, pour sa part, n'a pas formellement retenu d'approche en termes d'objectif d'inflation, mais sa politique vise bien à ramener celle-ci à moins de 4% en 1996.

Comme les inflexions de la politique influent sur les prix avec un délai important, les banques centrales qui se sont fixé un tel objectif doivent réagir non pas à la hausse des prix courante, mais à l'inflation attendue. Elles s'appuient, pour cela, sur un large éventail d'indicateurs: capacités de production disponibles, augmentations salariales, cours de change, agrégats monétaires, prix des actifs et enquêtes sur les anticipations. Le poids relatif accordé à ces divers facteurs varie dans le temps et selon les pays; tous, cependant, surveillent étroitement les conditions de l'offre et de la demande globales, qui figurent parmi les principaux déterminants à court terme des pressions inflationnistes. L'information fournie par les volumes et les cours sur les marchés financiers peut aussi être très utile, car elle est instantanée et peut refléter les attentes du secteur privé, qui jouent un rôle majeur dans le mécanisme de l'inflation.

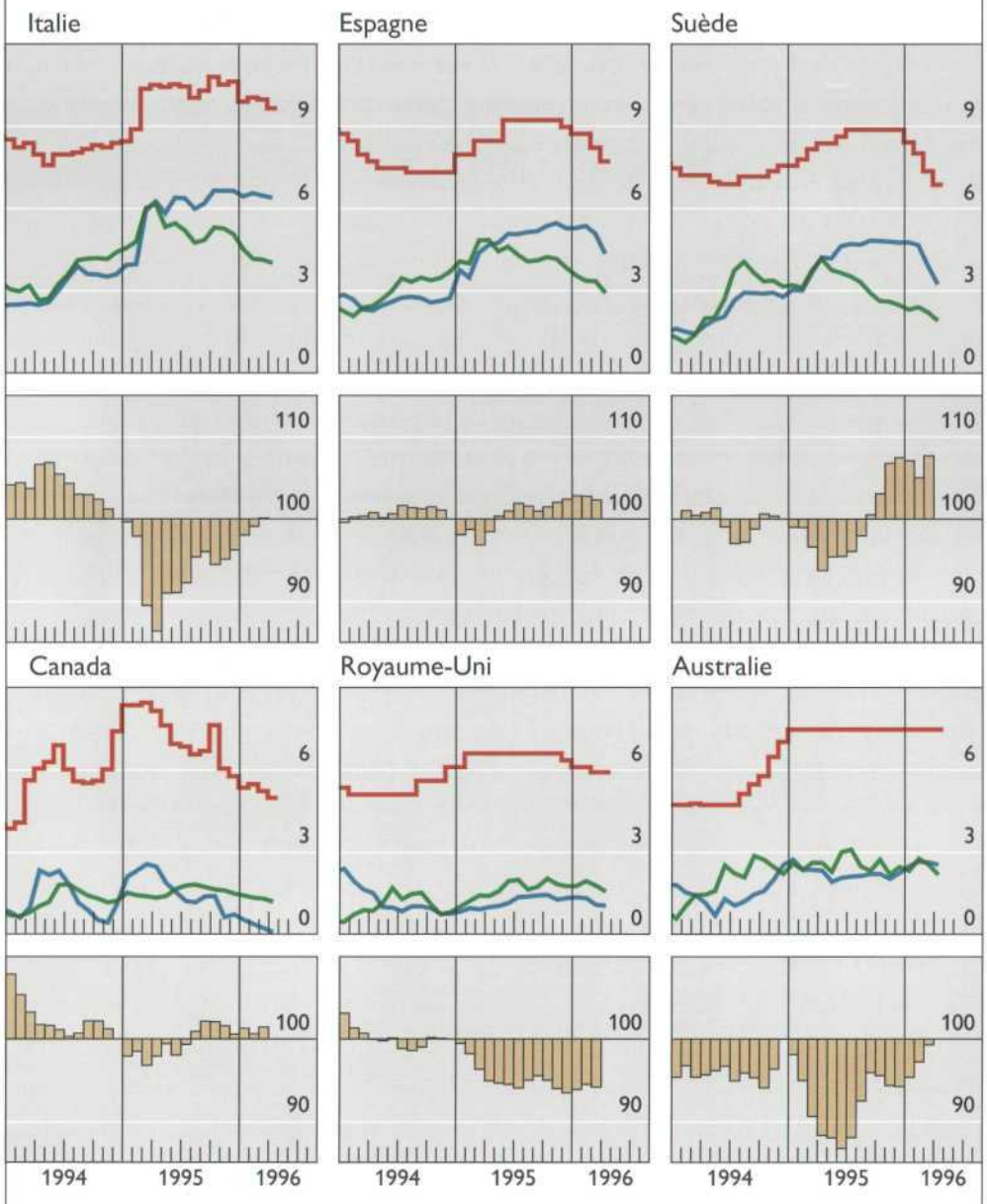
Nouveau resserrement en partie corrigé

Dans l'ensemble, l'orientation restrictive suivie depuis 1994 dans les pays à objectif d'inflation a été maintenue au premier semestre de 1995 en raison de la persistance des pressions inflationnistes. La marge de production disponible s'est assez vite résorbée et la hausse des prix des produits de base, en présence d'une monnaie le plus souvent faible, sauf en Nouvelle-Zélande et en Finlande, a provoqué une vive augmentation des prix des biens de production et intermédiaires. Pour éviter que ce mouvement ne se répercute sur l'indice général des prix et n'entraîne un dépassement de l'objectif annoncé, un resserrement des conditions monétaires a été jugé nécessaire. Après l'été, une amélioration des perspectives d'inflation a permis, dans un premier temps, d'arrêter la hausse des taux directeurs, puis, plus récemment, d'inverser partiellement l'orientation restrictive (graphique IV.9). Plusieurs éléments ont contribué, à des degrés divers, à cette embellie: disparition de facteurs temporaires d'inflation, ralentissement généralisé de l'activité et effet du durcissement antérieur.

Turbulences sur les changes au début de 1995

Le moment choisi pour les ajustements de taux d'intérêt a souvent été conditionné par les variations irrégulières des prix des actifs. La période prolongée de faiblesse sur les marchés des changes et des obligations au début de 1995 s'explique par les répercussions internationales de la crise mexicaine et les préoccupations croissantes des opérateurs concernant les incertitudes budgétaires et politiques au Canada, en Espagne, Italie et Suède ainsi que le déséquilibre extérieur en Australie. Le graphique IV.9 montre que ces facteurs ont amené, dans de nombreux pays, une augmentation des taux courts. Ainsi, en février 1995, la Banque d'Italie a relevé le taux d'escompte de 0,75 point et celui des avances de 1,25 point. Au Canada, le taux à 24 heures sur le marché monétaire s'est tendu de près de 3 points au premier trimestre de 1995, stabilisant la monnaie qui avait commencé à fléchir en octobre 1994. En Australie

Taux d'intérêt et cours de change dans certains pays



[1] Italie, Espagne et Suède: taux des pensions; Canada: taux d'escompte; Royaume-Uni: taux directeur de la Banque d'Angleterre (bande 1); Australie: taux (non officiel) des avances au jour le jour. [2] Sur rendement des obligations d'État; Italie, Espagne et Suède: par rapport à l'Allemagne; autres pays: par rapport aux États-Unis. [3] Sur taux à trois mois; termes de référence: comme note 2. [4] Décembre 1994 = 100. Graphique IV.9

et au Royaume-Uni, en revanche, les autorités monétaires n'ont pas rehaussé leurs taux, malgré une dépréciation substantielle du cours de change.

Durcissement supplémentaire en Espagne, Italie et Suède ...

Après de fortes hausses des prix à la production (tableau IV.1), les autorités d'Espagne, d'Italie et de Suède ont adopté des mesures supplémentaires pour durcir les conditions monétaires au début de l'été, ce qui, avec leur décision de ne pas accompagner la baisse des taux officiels allemands, en août, a renforcé la crédibilité de leur objectif d'inflation et entraîné à la fois une revalorisation de la

monnaie et une diminution de l'écart d'intérêt à long terme vis-à-vis du mark. À la fin de 1995, de nettes différences étaient toutefois perceptibles entre les trois pays, le recul des anticipations inflationnistes étant davantage sensible en Suède et moins prononcé en Italie. Par ailleurs, la plus grande fermeté du change en Espagne et en Suède qu'en Italie a permis un reflux plus marqué de la hausse des prix à la production et des anticipations d'inflation à court terme après l'été.

Pour expliquer ces différences, il est difficile de faire la part entre, d'un côté, le cadre opérationnel de la politique monétaire et, de l'autre, le sentiment des marchés sur l'évolution des finances publiques et de la situation politique. En Suède, l'objectif d'inflation a été annoncé peu après l'abandon du rattachement à l'Écu, en 1992, et la bande-objectif est entrée en vigueur pour la première fois en 1995. En Italie, c'est le contrôle de l'offre de monnaie qui a fait l'objet d'une plus grande attention après la sortie de la lire du MCE, en septembre 1992; en 1994 et 1995, toutefois, l'expansion de M2 est tombée au-dessous de l'objectif de 5%, en raison principalement de l'élargissement de l'écart d'intérêt entre dépôts bancaires et bons du Trésor, qui a contraint la Banque d'Italie à se concentrer plus directement sur l'objectif d'inflation et à suivre étroitement les prix des actifs comme indicateurs des pressions inflationnistes. L'Espagne, quant à elle, a adopté un objectif explicite d'inflation en

Indicateurs de l'inflation future dans certains pays

	Italie	Royaume-Uni	Canada	Australie	Espagne	Finlande	Nouvelle-Zélande	Suède
	variation sur l'année précédente, en %							
IPC 1996, prévisions								
Janvier 1995	4,6	4,0	2,7	3,9	4,7	3,1	1,2	3,8
Juin 1995	5,6	3,8	2,8	3,6	5,2	3,2	1,3	3,6
Mars 1996	4,4	2,4	1,7	3,7	3,7	1,6	1,7	2,0
Prix à la production								
Décembre 1994	5,2	2,8	8,1	1,7	5,3	2,1	1,0	6,5
Juin 1995	12,4	4,2	8,7	3,9	7,1	0,1	0,7	11,5
Février 1996	8,2	3,7	1,9	2,1	2,7	0,8	1,2[1]	1,5
PIB 1995, prévisions								
Décembre 1994	3,0	3,6	3,8	4,0	3,1	4,5	3,5	2,5
Juin 1995	3,0	3,2	2,6	3,5	3,2	4,7	3,9	2,5
Décembre 1995	3,1	2,6	2,4	3,2	3,0	4,6	3,4	3,5
Monnaie, agrégat étroit								
Décembre 1994	2,9	6,7	7,0	11,1	8,0	9,1	6,0	..
Juin 1995	−0,3	5,7	5,6	2,7	3,8	7,6	−1,4	..
Février 1996	−1,1	6,0	5,9	9,4	2,4	12,6	1,0	..
Monnaie, agrégat large								
Décembre 1994	1,7	4,1	2,4	10,4	8,2	2,0	3,5	0,4
Juin 1995	−0,2	6,7	4,6	7,2	10,1	0,5	8,8	−2,6
Février 1996	2,6	10,1	4,6	10,0	8,4	−0,7	11,2	5,5
Crédit bancaire								
Décembre 1994	1,0	4,0	9,8	12,2	3,2	−9,6	8,2	11,8
Juin 1995	2,0	7,1	5,8	9,3	6,5	−4,3	11,3	3,3
Février 1996	2,3	9,4	7,5	12,5	5,9	−2,7[2]	12,3	3,7

[1] Quatrième trimestre 1995. [2] Décembre 1995.

Sources: © *Consensus Economics*, Londres; © *The Economist*, Londres; données nationales. Tableau IV.1

1994; comme elle est membre du MCE, elle utilise la bande de fluctuation du mécanisme pour assurer le suivi de sa politique de lutte contre l'inflation.

Dans chacun de ces pays, l'assainissement budgétaire constituait un préalable au renforcement de la crédibilité. Grâce à une croissance plus vigoureuse que prévu, le déficit public de la Suède s'est fortement contracté en 1995. En Italie également, le redressement du ratio déficit/PIB a dépassé les attentes, mais les incertitudes politiques et budgétaires ont continué d'avoir une incidence négative sur les actifs en lires. Devant l'amélioration des perspectives d'inflation, la Banque de Suède a réduit de près de 2 points ses taux directeurs au début de 1996, tandis que les autorités monétaires en Italie et en Espagne ne permettaient qu'une détente plus limitée des taux du marché monétaire.

À l'inverse de la situation en Espagne, Italie et Suède, où la croissance était conforme aux anticipations, il est devenu de plus en plus évident, après l'été, que l'activité resterait inférieure aux attentes au Canada et au Royaume-Uni (tableau IV.1). Au Canada, l'amorce d'un redressement de la monnaie après le premier trimestre de 1995 a fourni l'occasion de réduire l'écart d'intérêt à court terme avec les États-Unis, qui était alors exceptionnellement large, et de rééquilibrer le dosage des conditions monétaires dans le sens d'une baisse des taux d'intérêt. L'augmentation de la marge de capacités inutilisées a continué d'exercer des pressions baissières sur les prix et les salaires. Cependant, après une décélération au début de 1995, M1 a recommencé à croître en termes réels, faisant penser que le ralentissement économique pouvait être temporaire.

... mais baisse des taux directeurs au Canada ...

Une difficulté inhérente à l'évaluation des perspectives d'inflation au Canada réside dans la détermination du rôle joué dans l'accélération de la hausse des prix par la dépréciation de la monnaie en 1994 et le renchérissement des produits de base en 1994–95. La Banque du Canada estime que l'augmentation temporaire de l'inflation sous-jacente au milieu de 1995 est surtout attribuable à ces facteurs. Par contre, les anticipations d'inflation, appréhendées au moyen d'enquêtes et par l'écart entre rendements obligataires réels et nominaux, ont reflué pendant la majeure partie de 1995, tandis que M2+ progressait à un rythme de 3–5%, compatible avec une inflation tendancielle inférieure à 2%.

Au Royaume-Uni, les anticipations d'inflation se sont également infléchies, pour le court et le moyen terme, en réaction à un ralentissement de l'activité, mais se sont, en fait, amplifiées pour le long terme, ce qui peut avoir contribué à la forte dépréciation de la livre, en termes effectifs, en 1995. Les agrégats monétaires étroit et large ont dépassé la limite supérieure de leur bande de surveillance. Il convient néanmoins de préciser que, si la définition étroite constituait par le passé un bon indicateur avancé de l'inflation, cette corrélation s'est affaiblie ces dernières années.

... et au Royaume-Uni

Cours de change et orientation monétaire

Dans les économies ouvertes qui poursuivent directement un objectif d'inflation, le cours de change joue un rôle prépondérant en tant qu'indicateur, en raison de son importance dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Partant de cette constatation, plusieurs pays, dont le Canada, la Finlande, l'Islande, la Norvège et la Suède, utilisent un indice des conditions monétaires (ICM) pour évaluer l'orientation de leur action; la Nouvelle-Zélande envisage de faire de

même. Fondamentalement, l'ICM est une moyenne pondérée des variations d'un taux à court terme et d'un cours de change effectif, les pondérations reflétant l'influence relative des deux variables dans le mécanisme de transmission.

Difficultés du contrôle du dosage des conditions monétaires ...

Bien que les effets des perturbations de change sur les conditions monétaires puissent, en principe, être contrebalancés par une modification des taux directeurs, les turbulences affectant la monnaie compliquent de diverses manières la conduite de la politique monétaire. Premièrement, d'amples variations de change peuvent déséquilibrer le dosage des conditions monétaires. L'affaiblissement de la monnaie dans certains pays poursuivant un objectif d'inflation, au premier semestre de 1995, a contribué à la nature duale de la reprise économique: si une dépréciation stimule le secteur exposé, le haut niveau des taux d'intérêt pèse sur la consommation, en particulier dans les pays où les ménages supportent encore des ratios d'endettement élevés, tels le Canada, le Royaume-Uni et la Suède. C'est seulement quand certaines faiblesses affectant le cours de change auront été corrigées que la banque centrale sera en mesure de rééquilibrer le dosage des conditions monétaires et de réduire les taux d'intérêt; c'est ce qui s'est passé récemment au Canada et en Suède.

En Nouvelle-Zélande, également, des difficultés sont apparues pour maîtriser le dosage monétaire. Puisque les pressions inflationnistes, ces derniers temps, trouvent surtout leur origine dans les secteurs des services et du logement, comme en témoigne par ailleurs la poursuite de la vive expansion du crédit bancaire, il aurait été préférable que le durcissement récent prît la forme d'un relèvement plus sensible des taux d'intérêt et d'une appréciation moins marquée du cours de change.

... et de leur niveau

Deuxièmement, le degré de contrôle des autorités sur le niveau de l'ICM peut dépendre de la crédibilité de leur objectif d'inflation et de leur cadre opérationnel général. Une détente monétaire justifiée en soi peut s'avérer difficile à mettre en œuvre si elle est perçue comme une révision de l'objectif d'inflation et entraîne une baisse excessive du cours de change. La Banque du Canada a tenté à plusieurs reprises, ces trois dernières années, d'amener les taux courts au-dessous de ceux des États-Unis, étant donné que le Canada enregistre, par rapport à ce pays, un taux de capacités inutilisées plus élevé et une inflation plus faible. Dans deux cas au moins, ces tentatives ont échoué parce que les pressions sur les changes, liées aux incertitudes budgétaires et politiques, ont contraint les autorités à remonter très fortement ces taux courts. À l'inverse, quand une monnaie est dépréciée par suite d'une crise de confiance liée à un chômage important ou à la fragilité du secteur bancaire, c'est un relèvement marqué des taux d'intérêt qui peut être difficile à appliquer, si les participants au marché estiment qu'il ne fera qu'aggraver la situation. Cependant, à mesure que ces déficiences structurelles seront corrigées et que la crédibilité se renforcera, le problème de la maîtrise des conditions monétaires devrait s'atténuer.

Questions liées à la poursuite d'un objectif d'inflation

Objectif d'inflation comme cadre opérationnel de la politique monétaire

Les régimes d'objectifs d'inflation annoncés ces dernières années présentent deux caractéristiques communes. Premièrement, la recherche de la stabilité des prix,

implicite dans les statuts de nombreuses banques centrales, est rendue explicite sous forme d'objectif d'inflation chiffré et publié, souvent fixé pour une période de plusieurs années, afin de tenir compte du fait que la politique monétaire agit sur les prix avec un long délai. Cette stratégie indique clairement que le but premier de la politique monétaire est la stabilité des prix, tout en créant un cadre opérationnel plus transparent. En Australie et en Suède, par exemple, elle a permis de mieux faire accepter par le public la décision de ne pas suivre l'Allemagne et les États-Unis sur la voie de la baisse des taux directeurs en 1995. Elle fournit aussi un point d'ancrage clair pour les anticipations d'inflation et confère une plus grande responsabilité aux décideurs.

Deux traits communs: annonce d'un objectif d'inflation ...

La seconde caractéristique de ces régimes a trait à l'absence d'objectif intermédiaire, ce qui accroît la liberté d'action nécessaire aux autorités dans le réglage de leurs instruments, mais peut ainsi réduire la transparence. La plupart des banques centrales ont cherché à atténuer ce problème en publiant, à intervalles réguliers, des rapports sur la politique monétaire ou l'évolution des prix, où elles analysent les perspectives d'inflation et expliquent leur démarche. La transparence de leur action peut aussi leur permettre de se bâtir rapidement une réputation d'inflexibilité face à l'inflation et d'éviter des problèmes de crédibilité pouvant résulter d'une erreur d'orientation. Néanmoins, par comparaison avec le ciblage d'une variable directement observable, comme le cours de change ou l'offre de monnaie, l'incertitude inhérente aux prévisions en matière de prix peut porter atteinte à la crédibilité, en particulier lorsque les responsables de la politique et le secteur privé ont des points de vue divergents à ce sujet.

... et absence d'objectif intermédiaire

En même temps, il conviendrait de ne pas surestimer les différences entre la poursuite d'objectifs d'inflation et les autres approches de la politique monétaire, qui, dans de nombreux cas, fixent également une valeur chiffrée de l'inflation en déterminant leur objectif intermédiaire. La marge de manœuvre de la banque centrale est, certes, bien limitée dès lors qu'elle s'engage à respecter une bande de fluctuation étroite pour le change, mais les pays qui ont recours à un objectif d'expansion monétaire, comme l'Allemagne et la Suisse, tolèrent les déviations jugées nécessaires pour atteindre le but primordial de stabilité des prix. Inversement, ceux qui fondent leur stratégie sur un objectif d'inflation, tels l'Espagne et le Royaume-Uni, estiment parfois utile de se guider simultanément sur un agrégat de monnaie et/ou le cours de change. Enfin, si le fait d'assigner un objectif explicite au but primordial de stabilité des prix accroît la marge de manœuvre des autorités, cela n'en facilite pas pour autant leur action.

Comme les pays qui se sont dotés d'un objectif d'inflation n'ont pas encore parcouru un cycle économique complet, il est trop tôt pour évaluer pleinement l'efficacité de cette stratégie. Il lui est souvent reproché de ne pas accorder une attention suffisante à l'évolution de la production, critique injustifiée cependant. Étant donné que la marge de capacités inutilisées a une incidence sur les prix futurs, la poursuite d'un objectif d'inflation comporte en elle-même un degré significatif de stabilisation anticyclique automatique. Quant aux chocs concernant l'offre, la plupart des régimes actuellement appliqués prennent soin d'en éliminer les effets immédiats.

Définition de la stratégie en termes d'objectif d'inflation

Une stratégie fondée sur un objectif d'inflation doit s'appuyer sur plusieurs décisions fondamentales: centrer l'objectif sur le niveau des prix ou le taux d'inflation, sélectionner l'indice des prix de référence, déterminer des exclusions et exceptions, fixer le point médian et la largeur de la bande cible. Ces choix impliquent un compromis entre le risque de perte de crédibilité, si les buts s'avèrent trop ambitieux, et celui d'un manque de crédibilité, si le cadre

Objectif d'inflation dans certains pays: caractéristiques

Pays	Première annonce	Valeur actuelle	Autres caractéristiques a. Variable cible b. Exceptions c. Instance de décision d. Horizon
Nouvelle-Zélande	mars 1990	bande 0–2%; *sans point* médian explicite	a. IPC, hors paiements d'intérêts, tarifs des services publics, impôts *indirects et subventions et variations importantes des prix* à l'importation ou à l'exportation. b. Catastrophes naturelles. c. Accord sur l'objectif monétaire entre le ministre des Finances et le gouverneur de la banque centrale. d. Accord valide pendant la durée du mandat du gouverneur (cinq ans).
Canada	février 1991	*point médian* 2%; bande ±1%	a. IPC. b. Produits alimentaires et énergétiques, impôts indirects et catastrophes naturelles. c. Ministre des Finances et gouverneur de la banque centrale. d. En décembre 1993: 1995–98; nouvel objectif avant fin 1997.
Royaume-Uni	octobre 1992	bande 1–4%; d'ici à 1997: 1–2,5%	a. Indice des prix de détail, hors paiements d'intérêts hypothécaires. b. Impôts indirects et subventions. c. Chancelier de l'Échiquier. d. À partir de 1997: <2,5%.
Suède	janvier 1993	point médian 2%; bande ±1%	a. IPC. b. Impôts indirects et subventions, paiements d'intérêts et effets de la dépréciation après l'adoption d'un cours de change variable. c. Banque de Suède. d. «Pour 1995 et au-delà».
Finlande	février 1993	2%; sans bande explicite	a. IPC, hors impôts indirects, subventions et coûts en capital liés au logement. b. – c. Banque de Finlande. d. «Objectif permanent».
Australie	1993	moyenne 2–3% à moyen terme	a. IPC, hors fruits et légumes, produits pétroliers, paiements d'intérêts, tarifs du secteur public et autres prix volatils. b. – c. Banque de Réserve d'Australie. d. Durée indéterminée.
Espagne	été 1994	D'ici au 1er trimestre 1996: 3,5–4%; <3% à fin 1997	a. IPC. b. – c. Banque d'Espagne. d. Objectif à moyen terme pour 1997.

Tableau IV.2

opérationnel général n'impose pas une discipline suffisante aux responsables de la politique et ne constitue pas, par conséquent, un point d'ancrage valide pour les anticipations d'inflation. Il importe de peser soigneusement les termes de ce compromis lors de la mise en œuvre de la nouvelle stratégie. À la longue, il deviendra vraisemblablement moins nécessaire de respecter l'objectif dans le court terme pour assurer la crédibilité, s'il est avéré que les autorités n'ont jamais laissé une déviation temporaire se convertir en une accélération de l'inflation.

Choix à opérer: niveau des prix ou taux d'inflation ...

Comme le montre le tableau IV.2, tous les pays ont fondé leur objectif sur le taux d'inflation, et non le niveau des prix, de sorte qu'il n'est pas nécessaire de corriger un dépassement en fixant un objectif plus rigoureux pour l'avenir, et inversement. Si deux questions restent ouvertes, concernant le taux d'inflation optimal et le choix du niveau des prix ou du taux d'inflation, un certain consensus existe sur un point: s'assigner un rythme d'inflation faible mais positif représente une première étape valable et réalisable, de nature à conférer une crédibilité anti-inflationniste. Quand les autorités auront acquis une plus grande expérience de la conduite de la politique monétaire dans un environnement de hausse des prix modérée et qu'elles disposeront des résultats de recherches plus poussées sur l'ampleur et les causes des rigidités nominales, elles seront mieux à même de décider s'il est souhaitable de franchir une étape supplémentaire.

... point médian visé ...

Des arguments théoriques et statistiques ont été avancés en faveur d'un objectif de taux positif mais très faible. Le raisonnement économique s'appuie sur les rigidités à la baisse des prix et des salaires et sur le fait que le taux d'intérêt nominal ne peut descendre au-dessous de zéro. Avec un taux d'inflation nul ou négatif, il peut être difficile d'obtenir une diminution des salaires ou un bas niveau de taux d'intérêt en termes réels. Toutefois, les données limitées dont on dispose sur la répartition des prix des biens ne prouvent pas vraiment l'existence de telles rigidités à la baisse; elles sont, certes, plus visibles pour les salaires nominaux (surtout en Europe), mais cela ne devrait pas constituer un grand inconvénient en présence de gains de productivité, qui permettent une réduction des coûts unitaires de main-d'œuvre, même sans diminution des coûts nominaux du travail. Les arguments d'ordre statistique en faveur d'un taux d'inflation faible mais positif se fondent sur les divers facteurs de distorsion inhérents à l'indice des prix à la consommation ou de détail, auquel la plupart des banques centrales ont recours parce qu'il est rapidement disponible, fiable et largement utilisé dans toutes sortes de contrats.

... exclusions et exceptions ...

Conscientes que leur maîtrise de l'inflation est imparfaite à court terme, les banques centrales ont généralement, d'une part, éliminé certaines perturbations ou composantes de l'indice cible et, d'autre part, délimité explicitement ou implicitement une bande qui définit la trajectoire d'inflation acceptable. Souvent, elles mesurent l'inflation en tendance sous-jacente ou structurelle et fixent l'objectif en termes d'indice des prix à la consommation corrigé, qui supprime les effets de différents facteurs sur la hausse des prix mesurée: variations de taux d'intérêt, composantes au comportement irrégulier (produits alimentaires et énergétiques, par exemple) et chocs sur l'offre (telles les modifications de la fiscalité ou des termes de l'échange) (tableau IV.2). Les effets directs des chocs sur l'offre peuvent aussi être déduits en les incluant parmi les éléments non pris

en compte dans l'objectif annoncé. Cette seconde approche concilie l'adhésion à une règle stricte et l'impératif de flexibilité, sans compromettre la crédibilité de l'engagement de la banque centrale envers la stabilité des prix, pour autant que soient clairement définies les circonstances exceptionnelles dont l'incidence sera décomptée. Cela est aisé pour certains chocs faciles à identifier, par exemple les modifications de la fiscalité, et de nombreux pays le font; pour d'autres, comme les variations des termes de l'échange, la distinction entre effets primaires et secondaires est plus floue, ce qui peut affecter la crédibilité si les autorités monétaires choisissent d'éliminer ces perturbations.

... et largeur de la bande cible

Hormis en Australie et en Finlande, les banques centrales ont aussi retenu comme guide de leur politique une bande cible explicite d'inflation. Étant donné leur maîtrise imparfaite de l'inflation à court terme, cette formule est peut-être préférable, car elle renforce leur responsabilité, en les obligeant à expliquer les raisons de tout dépassement. Un point cible pourrait cependant offrir un meilleur ancrage pour les anticipations d'inflation. La Banque du Canada et la Banque de Suède ont cherché à combiner les avantages des deux approches, en centrant leur cadre stratégique sur le point médian de la bande.

La largeur de la bande constitue une variable importante: ce paramètre est directement lié à l'horizon temporel que se fixe la banque centrale pour rétablir la trajectoire de l'inflation vers l'objectif, si elle s'en est écartée à court terme. Une bande étroite peut accroître la crédibilité, en focalisant mieux les anticipations et en scellant le choix des autorités, au détriment, toutefois, de la flexibilité, de sorte que les autorités pourraient facilement être amenées à conduire leur politique par à-coups, surtout si celle-ci agit sur l'inflation avec un décalage assez long. Cela signifie aussi que l'instrument du cours de change pourra être appelé à jouer un plus grand rôle, comme en Nouvelle-Zélande et en Suède l'an dernier, car il produit des effets plus rapides sur les prix. À l'inverse, une bande large permet de réagir avec plus de souplesse à un comportement inattendu des prix et de ramener l'inflation vers l'objectif en ménageant la possibilité de prendre en compte l'évolution de la production. Les données historiques et simulations ont montré que les fluctuations de l'inflation dépassent habituellement en amplitude les fourchettes de 2–3 points en vigueur. Cependant, si l'on considère la force des chocs pétroliers des années 70, il apparaît que ces précédents ne constituent pas nécessairement une bonne référence pour le futur. On peut s'attendre, en outre, à une variabilité moindre de l'inflation si les taux se maintiennent à leurs faibles niveaux actuels. Dans l'ensemble, une bande relativement étroite peut être à la fois praticable et appropriée, surtout si elle contribue, en rompant résolument avec un passé inflationniste, à asseoir la réputation de la banque centrale.

V. Marchés nationaux des actifs et institutions financières dans les pays industriels

Faits saillants

Les investisseurs en actifs réels et financiers ont connu des fortunes diverses pendant la période sous revue. Les cours des obligations ont augmenté à partir de la fin de 1994 ou du début de 1995 jusqu'aux premières semaines de 1996. La hausse a été alors brutalement interrompue par un renversement généralisé qui a ravivé les souvenirs pénibles de la crise de février 1994. Une comparaison entre les deux épisodes fait apparaître plusieurs différences marquées, malgré de grandes ressemblances au niveau des tendances globales et de l'échelonnement dans le temps. Dans le dernier, en particulier, on n'a pas enregistré les mêmes preuves d'une surévaluation antérieure, les mouvements de cours ont été moins amplifiés par l'effet de levier et l'intensité de la chute initiale semble avoir été due principalement à la fébrilité des marchés. Aux États-Unis, et dans une certaine mesure au Japon, le changement d'attitude a été justifié après coup par des informations faisant état d'une activité économique plus forte que prévu. Dans le cas des actions, une embellie s'est généralement produite à partir du début de 1995, mais leur comportement s'est étroitement calqué sur celui du marché obligataire. Les prix de l'immobilier, en revanche, s'ils se sont affermis dans l'ensemble par rapport à 1994, ont encore connu une année en demi-teinte.

Dans le contexte d'une évolution globalement favorable des prix des actifs et d'un assouplissement de la politique monétaire, la rentabilité des banques s'est en général améliorée en 1995 par comparaison avec l'année précédente. Il ne faudrait pas, cependant, que ce progrès fasse oublier la nécessité de restructuration et de consolidation qui s'impose au secteur bancaire pour l'avenir, étant donné les pressions continues engendrées par la déréglementation et les avancées technologiques. La seconde partie de ce chapitre analyse ce processus de façon plus détaillée; elle en décrit les principales caractéristiques, évalue les changements déjà réalisés et énumère les défis auxquels devront faire face opérateurs de marché et décideurs.

Prix des actifs

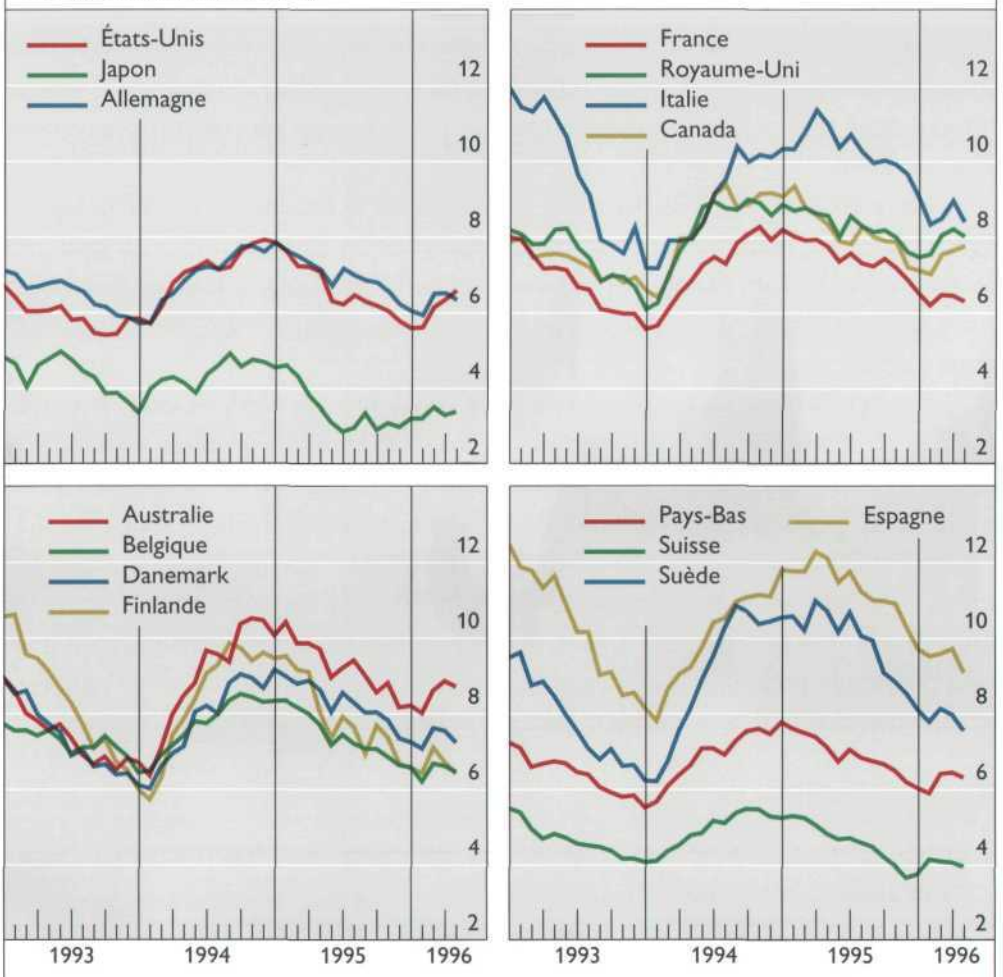
Obligations

La baisse généralisée des rendements obligataires ...

La hausse généralisée des obligations qui avait suivi la forte augmentation des taux en 1994 s'est poursuivie jusqu'au début de 1996 (graphique V.1). En janvier, les rendements se situaient globalement à des niveaux à peu près comparables à ceux qu'ils occupaient avant les perturbations du début de 1994, surtout sur les marchés de référence comme ceux des États-Unis, de l'Allemagne et du Japon. Ils étaient encore légèrement plus élevés dans les marchés «à haut rendement», principalement en Espagne, Italie et Suède. Les raisons majeures de la tendance à la baisse des rendements dans la plupart des pays étaient la poursuite de

Rendement obligataire*

Niveau de fin de mois, en %



* Rendement de l'obligation d'État à dix ans ou de son équivalent le plus proche. Graphique V.1

l'assouplissement de la politique monétaire et le niveau plus bas que prévu de la croissance et de l'inflation.

Au cours de 1995, plusieurs incidents avaient déjà donné l'impression que le marché haussier s'essoufflait. En début d'année, des pressions poussant le mark allemand à s'apprécier entraînèrent des tensions au sein du MCE et déclenchèrent une augmentation temporaire des rendements dans la plupart des pays européens. Par suite de l'assombrissement des perspectives d'inflation, de dépréciations de la monnaie et des retombées de la crise mexicaine, cette montée fut plus forte et plus soutenue dans les marchés à haut rendement; cependant, le resserrement progressif de la politique monétaire entrepris dans ces pays jusqu'à la fin du printemps permit de corriger le mouvement (chapitre IV). En mai, les signes d'une recrudescence de l'inflation et l'inquiétude suscitée par des pressions politiques sur la banque centrale provoquèrent une poussée éphémère des rendements au Royaume-Uni. Dans l'ensemble de l'Europe, le mouvement de baisse s'interrompit de nouveau brièvement en septembre, quand les marchés commencèrent à se préoccuper d'un retard éventuel dans la mise en œuvre de l'union économique et

monétaire et de l'insuffisance de l'ajustement budgétaire dans certains pays. Aux États-Unis, les anticipations d'un rebond de la croissance déprimèrent les cours des obligations en juillet, ce qui semble avoir été le cas également au Canada et en Australie. À peu près à la même époque, les rendements se sont mis à croître au Japon. En général, cependant, il s'agissait d'incidents isolés et limités dans leur portée géographique, qui n'indiquaient en rien un revirement des marchés.

... s'inverse au début de 1996

Un renversement plus marqué et plus général est intervenu au début de 1996. Les rendements avaient commencé à augmenter dès décembre au Japon; ils se sont redressés en Europe au mois de janvier et envolés partout en février, les marchés réagissant à la forte hausse des rendements sur les obligations américaines.

La comparaison avec l'épisode de 1994 révèle ...

Le repli marqué des rendements pour l'ensemble de 1995 et leur remontée brutale au début de 1996 se prêtaient à une comparaison avec les événements survenus deux ans auparavant, quand le marché longtemps orienté à la hausse avait aussi connu un renversement soudain à l'échelle mondiale. Les ressemblances étaient évidentes: environnement macroéconomique et politique monétaire favorables provoquant la chute initiale; rétrécissement des écarts de taux d'intérêt entre marchés à haut et bas rendement, pouvant indiquer un goût plus prononcé pour le risque (chapitre IV); creux records des taux sur plusieurs grands marchés; rapidité du recul puis de la remontée.

Indicateurs représentatifs de l'effet de levier sur les marchés obligataires internationaux

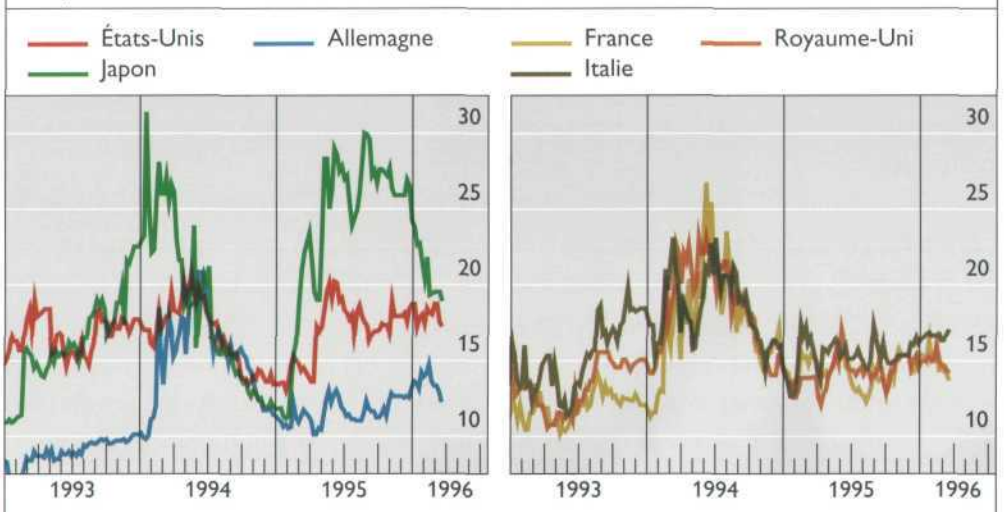
Achats d'obligations	1991–92 total	1993	1994	1995			
				T1	T2	T3	T4
	en milliards de dollars EU						
États-Unis[1]	232	82	–65	19	46	2	41
Banques commerciales	216	73	–27	12	11	5	0
Opérateurs sur titres	16	9	–39	7	35	–3	41
Royaume-Uni	72	126	–28	29	12	17	24
Banques[2]: fonds d'État	4	16	4	–2	1	–1	4
obligations étrangères	39	51	20	18	8	4	8
Opérateurs sur titres: obligations étrangères	29	59	–51	13	3	14	12
Total	304	208	–93	48	58	19	64
Pour mémoire:							
Financement interbancaire[3]	*61*	*183*	*–85*	*16*	*32*	*24*	*40*
Financement par pensions[4]:							
Espagne	*8*	*24*	*–22*	*0,4*	*6*	*6*	*1*
Suède	..	*13*	*–12*	*0,4*	*1*	*0,2*	*2*

[1] Banques: titres du Trésor et d'organismes officiels; opérateurs sur titres: y compris obligations étrangères et de sociétés. [2] Y compris les sociétés de prêts à la construction. [3] Prêts interbancaires transfrontières en monnaie nationale des banques en Europe, indicateur de l'évolution des achats d'obligations, par les non-résidents, couverts contre le risque de change. [4] Indicateur des achats d'obligations du Trésor, par les non-résidents, financés par des pensions.

Sources: données nationales et BRI. Tableau V.1

Volatilité des rendements obligataires*

En points de %



* Volatilité implicite dans les contrats d'options de gré à gré à trois mois, à parité, sur obligation d'État de référence à dix ans.

Source: J.P. Morgan. Graphique V.2

Pourtant, un examen plus approfondi révèle des différences significatives. Quatre indices au moins montrent que la vulnérabilité constatée lors du dernier épisode était probablement moins due aux excès de la spéculation et à des portefeuilles trop exposés qu'à la fébrilité des marchés.

... des portefeuilles moins exposés ...

Premièrement, on ne retrouve pas les preuves d'une surévaluation initiale. En effet, les rendements corrigés de l'inflation ont été régulièrement plus élevés que lors du creux antérieur, la différence étant généralement comprise entre 50 et 100 points de base. De plus, les perspectives de l'économie étaient moins bonnes.

Deuxièmement, au début de 1996, les portefeuilles étaient moins exposés à une chute des cours des obligations, en général, et à l'évolution du marché des États-Unis en particulier. En 1993, profitant de la persistance d'un écart de rendement exceptionnellement élevé aux États-Unis, les opérateurs avaient renforcé l'effet de levier dans leurs portefeuilles puis cherché des rendements supérieurs ailleurs, notamment en Europe et Amérique latine (tableau V.1). En 1995, cet effet n'a pas été utilisé dans les mêmes proportions et les marchés hors États-Unis ont été moins dépendants des apports de capitaux par ce pays. D'après certaines informations, une stratégie communément suivie par des investisseurs internationaux aurait consisté à financer leurs achats d'obligations américaines en s'endettant à un taux court en yens alors très faible, pour des montants qui seraient cependant modestes par rapport aux transactions de même nature effectuées deux ans auparavant (chapitres VI et VIII).

... et une plus grande nervosité des marchés lors du dernier épisode

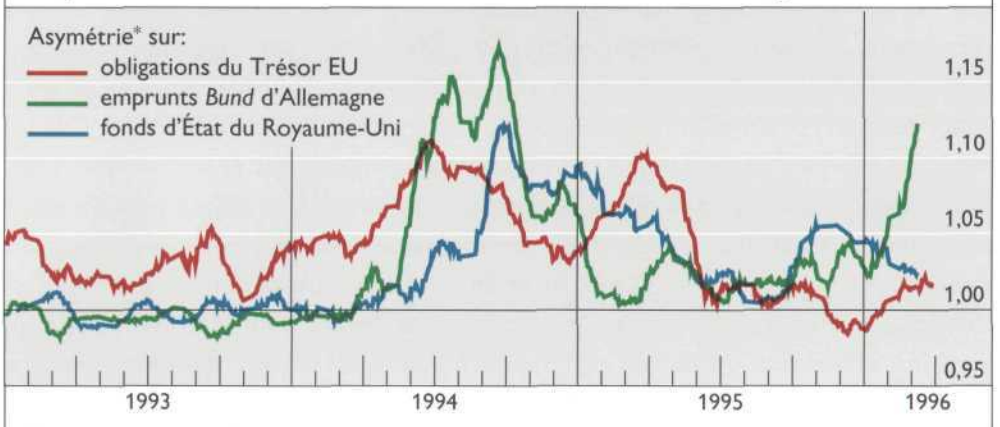
Troisièmement, si les turbulences généralisées de 1994 avaient été déclenchées par un resserrement de la politique monétaire américaine, la hausse initiale des rendements, lors du dernier épisode, a été due principalement à un revirement des marchés s'appuyant sur des informations manquant pour le moins de consistance. Les principaux facteurs étaient les suivants: changement d'opinion

quant aux perspectives de l'union monétaire européenne à partir de déclarations officielles isolées; crainte naissante, mais peu fondée, d'un durcissement de la politique monétaire au Japon parallèlement au redressement de l'économie; inquiétudes suscitées par l'absence d'accord sur le budget et un assouplissement monétaire jugé excessif aux États-Unis; préoccupations analogues concernant l'orientation monétaire au Royaume-Uni, renforcées par des incertitudes politiques.

Quatrième et dernier point, plusieurs indicateurs financiers confirment la nervosité générale des marchés. En effet, contrairement à ce qui s'était passé lors de la période précédant la brusque montée des rendements en février 1994, les enquêtes font apparaître une diminution de la part des obligations dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels en 1995, ce qui ne témoigne pas d'une grande confiance dans le marché haussier. De même, le fait que la volatilité a été en moyenne plus forte que deux ans auparavant indique une accentuation des incertitudes sur la vigueur intrinsèque du marché (graphique V.2). D'ailleurs, aux États-Unis comme au Japon, la volatilité des rendements implicite dans les cours des options était presque aussi marquée au second semestre de 1995 que pendant l'épisode de baisse de 1994. En outre, l'analyse de ces cours montre que, vers la même époque, les intervenants cherchaient davantage à se couvrir contre une vive progression des rendements que contre une chute d'ampleur équivalente, du moins sur les principaux marchés européens (graphique V.3). Or, cette absence de symétrie ne se retrouve pas avant février 1994. Cette constatation porte à croire que les lourdes pertes subies pendant les turbulences de 1994 avaient sensibilisé les opérateurs au risque de nouveaux revers. Les États-Unis se démarquent en partie de ce schéma, car à l'automne de 1995 cet élément semble avoir disparu.

L'évolution des rendements en mars et au début d'avril 1996 a été surtout influencée par les informations sur la vigueur fondamentale de l'activité

Asymétrie de couverture sur certains marchés obligataires



* Estimation du ratio baisse/hausse du cours de l'instrument financier à terme, sur la durée de vie résiduelle du contrat d'option, auquel les opérateurs de marché («neutres à l'égard du risque») attribuent une probabilité de 10%. Une valeur supérieure à l'unité indique qu'il est plus coûteux de se couvrir contre une forte baisse du cours que contre une hausse équivalente. Moyenne mobile sur vingt-et-un jours ouvrables.

Sources: Chicago Mercantile Exchange; LIFFE; calculs BRI. Graphique V.3

Indices boursiers								
Pays	Déc.	Janvier	Mars	Juin	Sept.	Déc.	Janvier	Mars
	1993	1995					1996	
	fin décembre 1994 = 100							
États-Unis	102	102	109	119	127	134	138	141
Japon	92	94	84	77	92	101	103	105
Allemagne	108	96	91	99	104	107	117	118
France	121	96	99	99	95	100	107	109
Italie	97	104	95	96	97	93	98	92
Royaume-Uni	111	97	101	107	114	118	121	121
Canada	103	95	102	107	108	112	118	118
Australie	114	96	100	105	112	115	120	116
Belgique	106	97	94	103	105	112	122	119
Espagne	113	99	94	103	107	112	116	120
Pays-Bas	97	101	98	106	114	118	124	133
Suède	95	103	99	112	125	118	120	129
Suisse	108	96	95	108	114	123	123	135

Sources: données nationales. Tableau V.2

économique. Aux États-Unis, deux séries de statistiques faisant apparaître un dynamisme surprenant de l'emploi, parues début mars et avril, ont secoué le marché, justifiant les hausses précédentes et faisant bondir les rendements. Au Japon, ceux-ci se sont stabilisés, les dernières données confirmant le début de la reprise. En Allemagne, les chiffres médiocres de la production industrielle et de l'emploi ont empêché une nouvelle montée. En conséquence de ces mouvements contrastés, le rendement de l'obligation américaine à dix ans était repassé à la mi-avril légèrement au-dessus de celui du titre allemand équivalent.

Actions

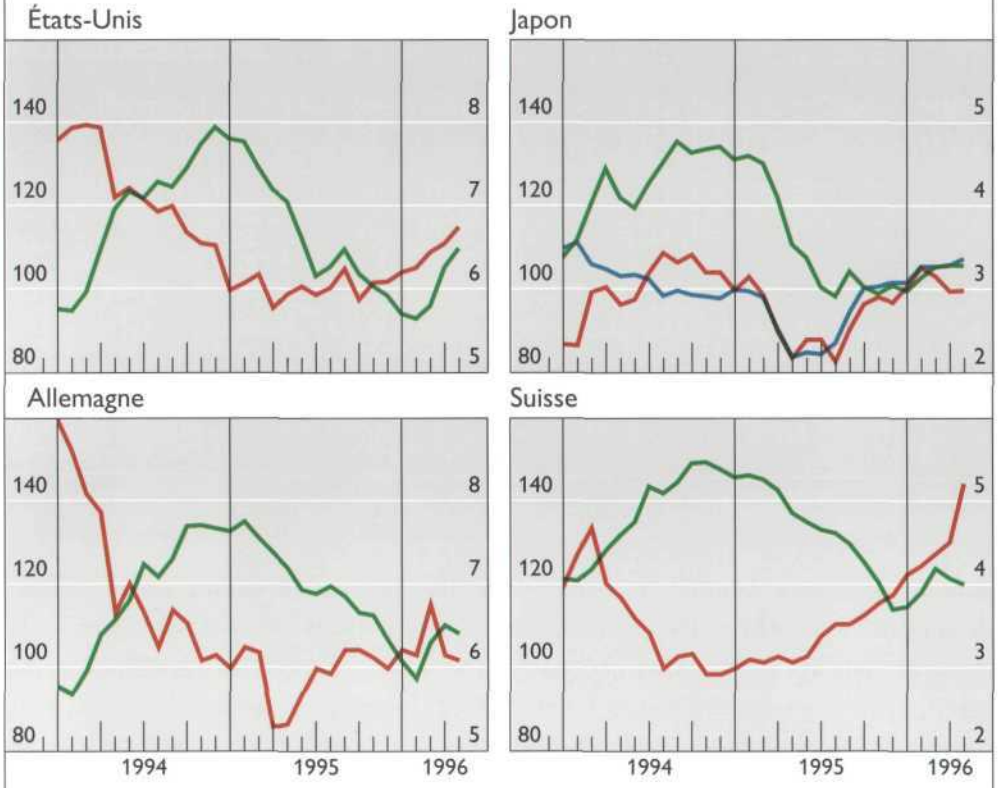
Dynamisme des marchés des actions

Après un comportement en demi-teinte en 1994, les marchés des actions ont généralement enregistré des gains substantiels l'an passé (tableau V.2). C'est aux États-Unis qu'ils ont été les plus importants, l'indice S & P 500 ayant gagné près de 40% entre le début de 1995 et janvier 1996, le Japon se situant à l'autre extrémité avec une progression pratiquement nulle. En Italie, la Bourse a, en fait, légèrement reculé pendant cette période, en raison notamment des incertitudes politiques. Tous les marchés ont perdu quelques points en février et mars 1996, avec la montée en flèche des rendements obligataires, mais le repli s'est avéré temporaire: à de rares exceptions près, les cours avaient repris leur ascension à la fin du premier trimestre. En avril, toutefois, ils sont retombés aux États-Unis.

Les principaux facteurs qui ont soutenu les marchés en 1995 ont été l'amélioration générale des bénéfices, favorisée dans plusieurs pays par les restructurations industrielles, et, surtout, la baisse tendancielle des rendements obligataires. En fait, pendant toute l'année, les cours des actions se sont montrés particulièrement sensibles aux mouvements à court terme sur les marchés obligataires. Ce comportement est très clairement apparu le 18 décembre, date à laquelle un repli notable, mais éphémère, des cotations des bons du Trésor

Ratio cours/bénéfices et rendement obligataire

Ratio cours/bénéfices (échelle de gauche; décembre 1994 = 100)
Rendement obligataire (échelle de droite; en %)
Pour mémoire (Japon uniquement): *cours de change (échelle de gauche; yen/dollar EU)*



Sources: Datastream et données nationales. Graphique V.4

américain a déclenché une chute de 102 points de l'indice Dow Jones, deuxième baisse par son ampleur depuis quatre ans.

Comme en 1994, les fluctuations du marché japonais ont été moins sensibles aux tendances internationales. Les mouvements de l'indice boursier, en particulier, ont surtout obéi aux craintes plus ou moins fortes de déflation, alimentées par la fragilité du système bancaire et les variations du cours de change. Cette constatation est confirmée par la forte corrélation *positive* entre les rendements des obligations et les ratios cours/bénéfices pendant la période sous revue: en effet, les baisses de taux ont généralement coïncidé avec une appréciation du yen et pouvaient donc être interprétées comme un reflet des préoccupations suscitées par l'affaiblissement de l'économie et du pessimisme entourant l'évolution des bénéfices (graphique V.4). Ce phénomène contraste vivement avec la corrélation *négative* observée dans d'autres pays, où les rendements plus faibles ont incité les investisseurs à se porter immédiatement sur les actions, contribuant à faire monter leurs cours.

Craintes d'une surévaluation du marché aux États-Unis

Le comportement particulièrement dynamique du marché américain a amené les investisseurs à se demander si la hausse était vraiment justifiée par des perspectives crédibles de bénéfices et par la comparaison avec les rendements d'autres actifs. Sur ce point, les indicateurs de valeur

fondamentale donnaient des signaux ambigus. Ainsi, au début de 1996, le ratio cours/bénéfices du marché ne dépassait que de peu sa moyenne à long terme et se situait au-dessous des pointes précédentes (tableau V.3). En outre, comme pour les ratios équivalents dans la plupart des autres pays industriels, il avait peu changé depuis le début de 1994. En revanche, les bénéfices étaient exceptionnellement élevés et il était difficile de savoir s'ils pouvaient encore progresser sensiblement, compte tenu des incertitudes entourant le niveau de capacité excédentaire de l'économie. Dans le même ordre d'idées, fin mars, l'écart de rendement du marché, corrigé de l'inflation, était conforme à ses valeurs passées et inférieur à celle d'un an auparavant; il n'y avait donc guère de raisons de penser que les actions étaient surévaluées par rapport aux titres à long terme à revenu fixe. L'écart avait cependant plus que doublé depuis janvier 1996, le marché des actions n'ayant pas pris en compte la hausse des rendements obligataires.

En ce qui concerne le sentiment du marché, les indications sont tout aussi ambiguës. Certes, la volatilité a beaucoup augmenté au début de 1996, ce qui traduit une plus grande incertitude quant aux perspectives de rendement (graphique V.5). Pourtant, les intervenants ne semblaient pas craindre particulièrement une chute du marché. En fait, la dispersion des cours des options indique que, contrairement à la période 1993–94, les investisseurs opérant à horizon d'un mois étaient disposés à payer une prime plus élevée pour se couvrir contre une forte hausse des cours des actions que pour se protéger contre une baisse d'ampleur équivalente. Les estimations donnent même à penser que, au moins jusqu'au début de février 1996, la confiance s'est accrue dans la mesure où les cours des actions sont remontés à partir de la mi-1995.

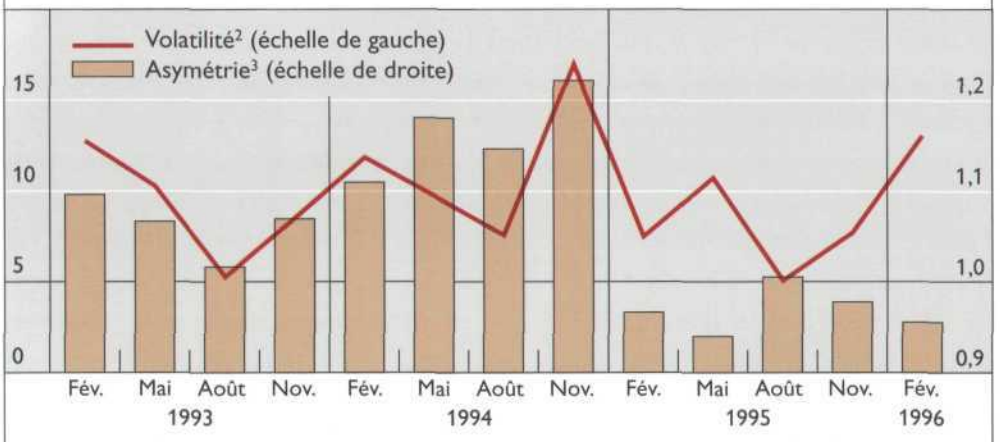
Indicateurs d'évaluation des cours des actions

Pays	Ratio cours/bénéfices[1]						Écart de rendement corrigé de l'inflation[2]					
	Maximum 1983–93		Moyenne 1983–93	Déc. 1994	Janvier 1996	Mars 1996	Maximum 1983–93		Moyenne 1983–93	Déc. 1994	Janvier 1996	Mars 1996
	niveau	date					niveau	date				
États-Unis	26	1992	16	17	17	18	5,1	1983	1,5	2,2	0,6	1,2
Japon[3]	74	1987	44	66	70	66	5,4	1987	3,3	3,1	2,8	2,8
Allemagne	25	1993	14	16	16	16	5,6	1986	2,5	3,2	2,4	3,1
France	17	1993	12	14	13	15	5,1	1987	2,0	3,2	0,8	0,8
Italie	26	1986	16[4]	18	15	16	4,5	1987	2,4	3,8	0,4	1,8
Royaume-Uni	21	1993	14	18	17	17	4,2	1986	0,7	1,7	0,7	1,6
Canada	104[5]	1993	30	22	14	16	6,0	1984	2,5	6,4	3,2	4,0
Belgique	16	1993	11	15	15	16	4,4	1986	2,0	3,3	1,3	1,7
Pays-Bas	16	1993	11	14	13	15	3,7	1987	1,3	1,7	0,8	1,3
Suisse	17	1993	11	14	18	19	2,3	1986	–0,6	2,9	0,7	1,6

[1] Ratio cours/bénéfices par action connus. [2] Taux long moins rendement en termes de dividende moins taux d'inflation sur douze mois. [3] Les ratios cours/bénéfices sont très élevés à l'échelle internationale en raison de nombreuses participations croisées et des conventions comptables. [4] Juillet 1986–décembre 1993. [5] Chiffre exceptionnellement élevé en raison de bénéfices très faibles ou négatifs.

Sources: Datastream et données nationales. Tableau V.3

Volatilité et asymétrie de couverture sur le marché des actions aux États-Unis[1]



[1] S&P 500. [2] Mesurée par l'écart type annualisé, calculé sur des mois civils, de la variation journalière, en %. [3] Voir explication à la note du graphique V.3; le calcul est effectué sur la base de contrats à échéance résiduelle de 35 jours.

Sources: Chicago Mercantile Exchange et calculs BRI. Graphique V.5

Prix de l'immobilier

Année médiocre pour l'immobilier ...

Contrairement au dynamisme global des marchés boursiers pendant une grande partie de la période sous revue, ceux de l'immobilier ont connu une année médiocre, bien que leurs résultats se soient dans l'ensemble améliorés par rapport à 1994. Cette évolution est conforme au schéma habituel: en général, les prix de l'immobilier suivent avec un certain retard les cours des actions et réagissent davantage à l'activité économique du moment qu'à ses perspectives d'évolution. En outre, plusieurs marchés subissaient encore les contrecoups de leurs excès passés, quand les prix avaient atteint des niveaux qui n'étaient guère justifiés par le revenu attendu des actifs en question.

Si, dans la majorité des pays, les indices de prix de l'immobilier à usage d'habitation ont fait preuve d'une certaine fermeté, dans un petit nombre de cas seulement la progression a suffi à compenser l'inflation (tableau V.4). La récente remontée des prix des logements n'a pas duré dans les pays anglophones, mais elle s'est poursuivie dans la plupart des marchés nordiques; c'est précisément dans ces deux groupes, ainsi qu'au Japon, que les plus fortes hausses, suivies des chutes les plus brutales, s'étaient produites pendant les années 80 et au début de l'actuelle décennie. Les prix ont également augmenté quelque peu dans certains pays d'Europe continentale, comme les Pays-Bas et la Belgique, où les gains précédents avaient été les plus modestes.

Quant à l'immobilier d'entreprise, ses résultats globaux sont mitigés. Dans un contexte caractérisé par une croissance plus faible que prévu, la persistance de taux d'inoccupation élevés et la stabilisation du nombre des nouveaux occupants, les prix dans les grandes villes ont fléchi ou stagné pour la majorité des pays. Ils sont restés relativement fermes dans les contrées nordiques, avec une hausse proche de 30% à Stockholm. Ils ont aussi augmenté, modérément certes, à Londres et à Sydney; en revanche, ils ont été plutôt déprimés en Europe continentale, étant donné la position

conjoncturelle des économies, et surtout à Paris, où la baisse s'est même accélérée pour dépasser 10%.

... avec une chute particulièrement marquée au Japon

C'est le Japon, cependant, qui a connu la plus forte chute des prix de l'immobilier en 1995, cinquième année consécutive de baisse. Le recul total par rapport à la pointe précédente, selon les chiffres officiels de la valeur des terrains destinés à l'immobilier d'habitation et d'entreprise, a atteint respectivement plus de 20% et près de 60%. Le nombre très faible de transactions a compliqué l'évaluation de la fragilité sous-jacente du marché, mais une nouvelle baisse était attendue, particulièrement dans l'immobilier d'entreprise. Le profond marasme de ce marché continue d'exacerber les graves difficultés du secteur bancaire et d'assombrir les perspectives de reprise de l'économie.

Immobilier: prix nominaux et corrigés de l'inflation

Pays et ville	Prix nominaux					Prix corrigés de l'inflation				
	année du pic depuis 1980	écart creux/ pic	écart pic/ dernier chiffre	1994	1995	année du pic depuis 1980	écart creux/ pic	écart pic/ dernier chiffre	1994	1995
		variation en %					variation en %			
	Immobilier d'habitation									
États-Unis	1995	91	–	2	2	1988	15	– 4	0	– 1
Japon[1]	1990	130	–21	– 2	– 3	1990	88	–26	– 2	– 3
Royaume-Uni	1989	190	– 8	2	0	1989	89	–29	– 1	– 4
Canada	1994	105	– 5	3	– 5	1989	55	–13	3	– 7
Australie	1995	216	–	8	3	1994	43	– 1	6	– 1
Allemagne[2]	1994	59	– 1	2	– 1	1992	36	– 8	– 1	– 3
France	1992	51	– 3	– 2	0	1990	25	– 9	– 3	– 2
Belgique	1995	96	–	8	4	1995	55	–	5	2
Pays-Bas	1995	34	–	3	4	1995	13	–	0	2
Suède	1991	117	–15	5	1	1990	38	–26	2	– 2
Norvège	1988	155	– 8	10	8	1987	46	–27	9	6
Finlande	1989	268	–38	6	– 4	1989	105	–48	5	– 5
	Immobilier d'entreprise: grandes villes									
États-Unis[3]	1989	67	–42	– 4	– 2	1987	24	–56	– 7	– 5
Tokyo[1]	1990	276	–57	–15	–17	1990	207	–60	–16	–17
Londres	1988	221	–40	25	7	1988	101	–57	22	3
Toronto[4]	1989	51	–50	–12	– 8	1989	28	–57	–12	–10
Sydney	1989	405	–50	21	6	1988	157	–60	18	1
Francfort	1991	259	–40	–11	– 3	1991	184	–47	–13	– 4
Paris	1990	350	–48	– 6	–11	1990	144	–53	– 7	–12
Milan	1990	178	–43	–15	0	1990	111	–55	–18	– 5
Madrid	1990	827	–64	2	3	1990	323	–72	– 3	– 1
Bruxelles	1990	224	–25	– 6	0	1989	110	–34	– 8	– 1
Stockholm	1989	875	–47	31	29	1989	418	–61	28	26
Oslo	1986	233	–30	8	8	1986	129	–51	7	5
Helsinki	1989	657	–27	14	3	1989	321	–38	13	2

[1] Prix des terrains. [2] Quatre grandes villes. [3] Nord-Est. [4] Indice des prix des bureaux dans l'Ontario.

Sources: National Association of Realtors; Frank Russell; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries; Jones Lang Wootton; ministère de l'Équipement, du Logement et des Transports/ECLN; OPAK; diverses associations immobilières privées; données nationales. Tableau V.4

Secteur bancaire

Résultats récents

Malgré une amélioration quasi générale des bénéfices des banques ...

À quelques notables exceptions près, les bénéfices des banques se sont généralement améliorés l'an dernier par rapport à 1994 (tableau V.5), progrès dus en grande partie à l'évolution conjoncturelle ou à des facteurs exceptionnels. Le comportement favorable des marchés boursiers, l'allégement de la politique monétaire et, dans certains cas, la reprise de la demande de prêts ont exercé une influence positive sur les intérêts nets et revenus nets hors intérêts. En outre, dans plusieurs pays, les banques ont réduit leurs provisions pour pertes sur prêts, grâce parfois au raffermissement des prix de l'immobilier d'entreprise. Dans le même temps, de nombreux établissements ont cueilli les premiers fruits des efforts entrepris pour diminuer leurs coûts d'exploitation.

Les bénéfices ont été relativement élevés, et parfois même en nette hausse, dans les pays anglophones, qui sont les premiers à être sortis de la récente récession et comptent aussi parmi les plus déterminés à poursuivre les réductions de coûts. Une forte augmentation du résultat net a également été enregistrée dans les pays nordiques. Au Danemark, qui applique le principe de la comptabilisation aux prix du marché, l'accroissement marqué des bénéfices traduit le dynamisme des titres; en Norvège, Suède et Finlande, l'ampleur de la progression a été liée à la façon dont les établissements ont surmonté la récente crise bancaire. En Suède, elle s'est achevée par la décision gouvernementale de supprimer d'ici juillet 1996 la garantie systématique des engagements bancaires; en Finlande, par contre, bien que les provisions soient en nette baisse, les

Rentabilité des grandes banques en 1994 et 1995

Pays	Nombre de banques	Rendement des actifs[1]		Provisions pour pertes sur prêts		Marge d'intérêt nette		Coûts d'exploitation	
		1994	1995	1994	1995	1994	1995	1994	1995
		en % du total de l'actif							
États-Unis	12	1,81	1,87	0,33	0,31	3,57	3,35	3,80	3,49
Japon[2, 3]	21	−0,21	−0,75	0,88	2,03	0,90	1,01	0,74	0,74
Allemagne	2	0,52	0,56	0,35	0,23	1,82	1,57	2,06	1,98
France	6	0,17	0,27	0,63	0,39	1,60	1,54	2,04	2,00
Royaume-Uni	4	1,22	1,27	0,31	0,34	2,45	2,44	3,02	2,98
Canada[3]	6	1,12	1,16	0,51	0,34	2,84	2,62	2,70	2,50
Australie[3]	4	1,60	1,82	0,43	0,21	3,45	3,53	3,39	3,27
Danemark[4]	2	0,29	1,20	0,61	0,42	2,85	2,55	2,20	2,07
Espagne	6	0,70	0,79	0,52	0,45	2,47	2,46	2,45	2,62
Finlande[5]	2	−0,69	−0,16	1,65	0,60	1,98	1,57	2,30	2,21
Norvège	4	1,31	1,81	0,16	−0,38	2,96	2,86	2,82	3,01
Pays-Bas	3	0,69	0,72	..	..	2,27	2,18	2,17	2,26
Suède	4	0,55	1,23	1,09	0,59	2,34	2,39	1,76	1,81
Suisse	3	0,63	0,52	0,30	0,33	1,17	1,07	2,17	2,18

[1] Bénéfices avant impôts. [2] Résultats semestriels annualisés et estimations IBCA. [3] Exercice financier. [4] Le portefeuille-titres est évalué aux cours du marché. [5] Les résultats de 1994 et 1995 ne sont pas entièrement comparables en raison d'une rupture dans les séries.

Source: IBCA Ltd. Tableau V.5

Indicateurs comptables à long terme des résultats des banques[1]

Pays	Bénéfices avant impôts			Revenus hors intérêts		
	1980–82[2]	1986–88	1992–94	1980–82[2]	1986–88	1992–94
	en % de l'actif			en % du revenu brut		
États-Unis	1,0	0,7	1,6	24	30	35
Japon[3]	0,5	0,6	0,2	14	24	1
Allemagne	0,5	0,7	0,5	29	30	29
France	0,4	0,4	–0,1	16	17	46
Italie	0,7	1,0	0,8	26	29	26
Royaume-Uni	1,1	1,0	0,7	29	37	43
Canada[3]	0,5	1,0	1,1	22	27	36
Australie	0,9	1,2	0,7	..	40	42
Belgique	0,4	0,4	0,3	15	22	26
Espagne	0,7	1,1	0,6	18	20	27
Finlande	0,5	0,5	–1,6	49	58	53
Norvège	0,6	0,0	0,2	27	30	29
Pays-Bas	0,3	0,7	0,6	25	26	30
Suède	0,3	0,8	0,5	30	31	44
Suisse	0,6	0,7	0,6	47	49	51

[1] Australie, Belgique, Pays-Bas et Suisse: ensemble des banques; autres pays: banques commerciales uniquement. [2] France, Australie et Belgique: 1981–82; Canada: 1982. [3] Exercice financier.

Source: OCDE. Tableau V.6

établissements ont subi de nouvelles pertes. Dans divers pays de ces deux groupes, la remontée des prix nominaux de l'immobilier d'entreprise a joué un grand rôle dans l'amélioration des résultats.

Les bénéfices ont également quelque peu augmenté dans la plupart des marchés d'Europe continentale, mais la hausse n'a pas toujours suffi à empêcher un nouveau rétrécissement des marges. En Italie, la remontée, qui partait d'un niveau assez bas, dissimule une dégradation de la qualité des avoirs, dans la mesure où les prêts non productifs, généralement appuyés sur des garanties immobilières, ont continué de s'accroître. En France, les bénéfices sont restés très faibles, à cause des coûts d'exploitation élevés ainsi que de la dévalorisation des actifs immobiliers, et une grande banque a enregistré des pertes.

Les résultats les plus médiocres, l'an passé, ont concerné les banques japonaises, encore aux prises avec les graves difficultés qui affectent ce secteur depuis un certain temps. Au cours du dernier exercice comptable, ces établissements, et en particulier les plus grands, se sont employés plus que jamais à constituer des provisions et à annuler les créances irrécouvrables, manifestant ainsi un comportement plus transparent vis-à-vis des problèmes inhérents à la qualité des actifs. D'autre part, l'attention du public s'est surtout portée sur la gestion de la crise déclenchée par la faillite des *jusen*, sociétés de prêts au logement. Un premier plan gouvernemental dévoilé en décembre s'est heurté à une opposition, la question étant de savoir dans quelle mesure les pertes devaient être supportées en fin de compte par les contribuables et non par les fondateurs et créanciers des *jusen*, principalement des banques et coopératives agricoles. Cette affaire a constitué un test montrant dans quelles limites les autorités

pourraient puiser dans les fonds publics, en cas de besoin, pour résoudre les difficultés du secteur bancaire en général; d'ailleurs, les fluctuations de la marge payée par les banques japonaises pour leurs financements interbancaires internationaux s'expliquent en partie par l'évolution de ces préoccupations (chapitre VIII). Au début du printemps de 1996, l'issue du conflit politique déclenché par la crise des *jusen* était toujours incertaine.

Nécessité d'une restructuration à long terme

L'amélioration générale de la rentabilité des banques, l'an dernier, ne doit pas faire oublier les importants défis que ce secteur doit relever. Dans une perspective plus longue, les marges bénéficiaires ne cessent de fléchir depuis au moins le milieu des années 80 (tableau V.6), les cours des actions bancaires n'ont pas suivi l'indice global dans la majorité des pays (tableau V.7) et les notations de crédit ont été le plus souvent abaissées. Le nouveau rétrécissement des marges d'intérêts nettes constaté un peu partout met en évidence la perte de rentabilité à long terme sur les activités d'intermédiation traditionnelles (tableau V.5).

... une restructuration et une consolidation s'imposent ...

Les causes profondes de cette évolution sont bien connues: les banques doivent faire face à un environnement de plus en plus concurrentiel, du fait de la déréglementation généralisée et de l'accélération de l'innovation financière. La suppression des contraintes qui pesaient sur les bilans, taux d'intérêt et commissions, la réduction des obstacles géographiques et fonctionnels ainsi que les progrès technologiques ont libéré des forces considérables qui poussent à une restructuration et à une consolidation de grande envergure.

Certaines de ces forces ont exercé une influence à court ou moyen terme. Ainsi, l'allégement des restrictions de financement consécutif à la déréglementation a joué un rôle déterminant dans le cycle très marqué du prix

Variation à long terme des cours des actions des banques

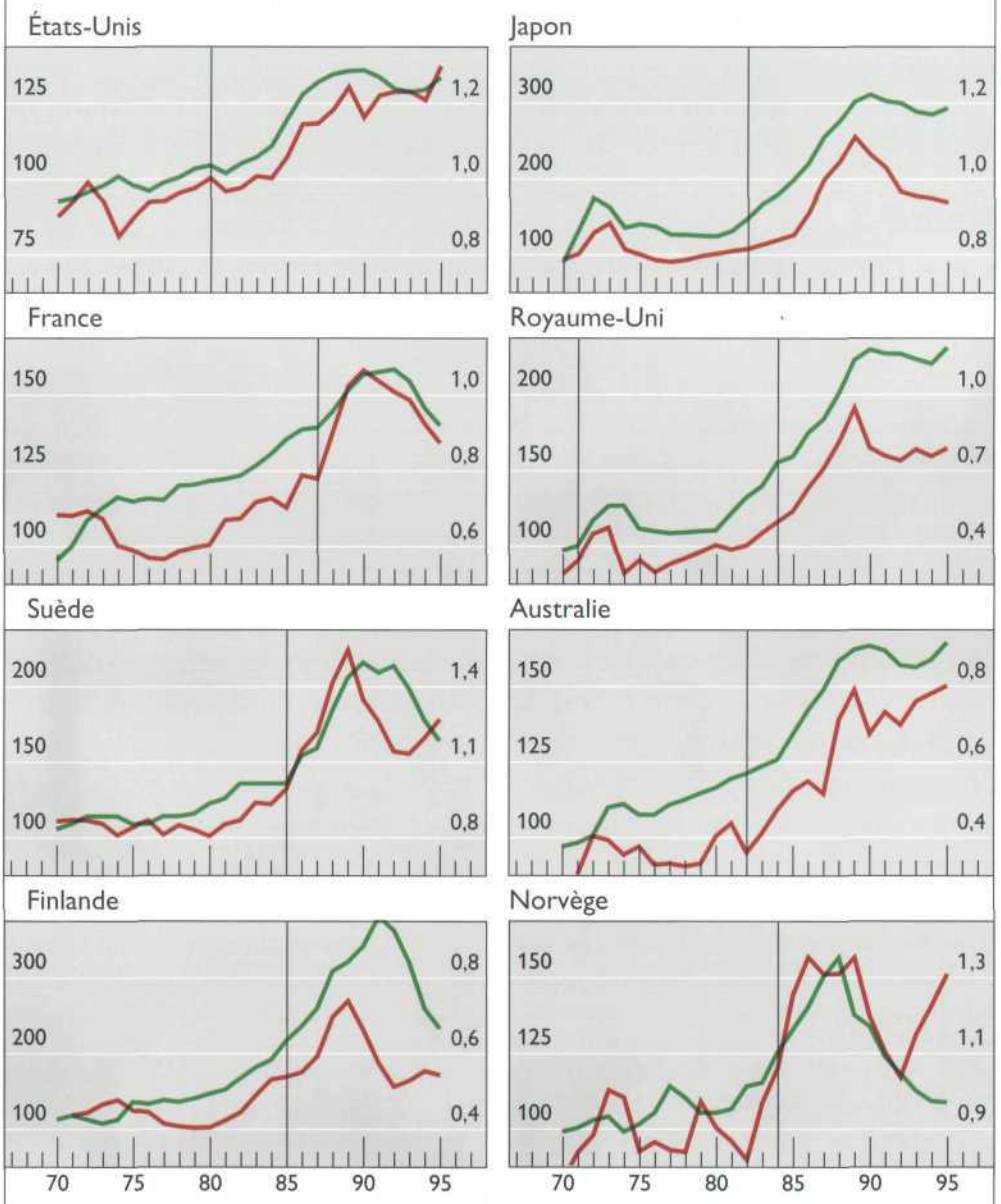
Pays	1970	1980–82	1984–86	1990–92	1993–95	1995
	indice bancaire[1] rapporté à l'indice global, 1980 = 100					
États-Unis	142	111	120	69	92	96
Japon	71	103	158[2]	189	196	194
Allemagne	93	94	83	75	78	72
Italie	..	138	96	86	72	67
Royaume-Uni	85	97	90	83	118	127
Canada	113	106	107	124	127	127
Australie	103	131	153	150	154	163
Belgique	110	97	92	88	107	112
Espagne	56	112	78	85	76	72
Finlande	85	98	84	47	22	15
Norvège	101	103	67	17	9	9
Pays-Bas	..	92	77	56	61	60
Suède	66	99	84	68	66	61
Suisse	64	99	92	59	60	55

[1] Japon (avant 1983), Belgique et Pays-Bas: y compris les autres établissements financiers. [2] La hausse du milieu des années 80 s'explique en grande partie par l'échec de dispositions à caractère restrictif destinées à contrôler les cours des actions des banques.

Sources: données nationales. Tableau V.7

Crédit et prix global réel des actifs

Prix des actifs* (échelle de gauche; 1980 = 100)
Ratio crédit total au secteur privé/PIB (échelle de droite)



La ligne verticale indique le point de départ d'une réforme financière notable.

* Moyenne pondérée des indices des cours des actions et des prix de l'immobilier d'habitation et d'entreprise, corrigée des prix à la consommation. Les pondérations sont fondées sur la composition du patrimoine du secteur privé.

Sources: données nationales et estimations BRI. Graphique V.6

des actifs et du crédit des années 80 et du début de l'actuelle décennie; il convient de rappeler que ce cycle a été à l'origine des épisodes les plus graves de difficultés financières depuis l'instabilité généralisée de l'entre-deux-guerres: les prêteurs, les emprunteurs et même les décideurs ont dû alors faire l'apprentissage de ce nouvel environnement (graphique V.6 ainsi que 62e et 63e Rapports annuels). D'autres forces, cependant, ont un caractère plus durable. En règle générale, toutes les formes de capital financier sont devenues plus coûteuses à la marge,

et ce d'une manière irréversible: le coût des fonds collectés auprès de la clientèle particulière a augmenté; la pratique du nantissement pour les financements interbancaires ou autres de volume élevé s'est répandue, comme le montre le développement rapide des marchés de pensions; de plus, les actionnaires, notamment les investisseurs institutionnels, se sont montrés plus âpres à défendre leurs intérêts vis-à-vis des dirigeants d'établissements. Enfin, de la même façon que les bailleurs de fonds devenaient plus exigeants pour le rendement de leurs capitaux, les autorités de tutelle et de contrôle prenaient davantage conscience de la nécessité pour les banques d'être dotées de niveaux suffisants de fonds propres.

… pour relever le défi de la déréglementation et du progrès technologique

Si l'on regarde vers l'avenir, on ne voit guère de raisons de penser que les *forces du changement vont s'atténuer. La déréglementation n'est pas encore* à son terme. Au Japon et aux États-Unis, la distinction entre activités des banques commerciales, maisons de titres et compagnies d'assurances devrait continuer de s'estomper. Dans ce dernier pays, les restrictions entravant la création de succursales seront complètement supprimées l'an prochain. Dans l'Union européenne, les secteurs des fonds de pension et des prêts hypothécaires seront bientôt en prise directe avec les rigueurs de la concurrence dans le cadre du marché unique: c'est sans doute simplement une question de temps. De plus, le rythme du progrès technologique et de l'innovation n'est pas près de se ralentir. L'incidence à long terme, en particulier, des diverses formes de «banque électronique» pourrait avoir de profondes répercussions, surtout dans le secteur de la petite clientèle. L'accès direct aux services financiers, y compris de paiement, pourrait modifier radicalement la configuration de l'activité bancaire; cette évolution, en effet, rend les banques vulnérables à une nouvelle gamme de concurrents potentiels, tels que fabricants de logiciels et fournisseurs de réseaux, et exercera nécessairement des pressions croissantes sur les circuits traditionnels des établissements bien «réels». Les premières «banques virtuelles», qui offrent uniquement des services télématiques, ont été lancées l'an dernier aux États-Unis. Des progrès considérables sont également accomplis dans la sécurité des paiements informatiques, y compris pour les substituts électroniques à la monnaie. Ces puissantes tendances dans la déréglementation et le progrès technologique impliquent que le processus de restructuration et de consolidation en cours dans le secteur bancaire est loin de s'achever.

Caractéristiques de la restructuration

Avant d'évaluer les transformations déjà accomplies, il n'est peut-être pas inutile de se demander quelle sera demain la configuration du secteur bancaire. On peut déjà s'attendre à une diminution du nombre d'institutions et à une augmentation de leur taille moyenne. Cette évolution devrait permettre de réduire la capacité excédentaire qui existe actuellement dans plusieurs segments d'activité, de résister aux pressions croissantes de la concurrence et, surtout dans le marché de gros, de donner aux établissements la masse critique suffisante pour financer les dépenses d'infrastructure nécessaires. Les réseaux de succursales se contracteront, l'emploi diminuera, du moins dans le moyen terme, et il faudra revaloriser les qualifications. Dans les pays où les activités ont été plus cloisonnées, le mouvement de déspécialisation pourrait se poursuivre. Les

marchés se développeront probablement pour les instruments traditionnels non échangeables, tels que les prêts bancaires: du côté de l'offre, la capacité des participants à évaluer et démembrer les risques s'améliorera certainement, ce qui facilitera la standardisation ou la «marchandisation» des créances financières; du côté de la demande, l'institutionnalisation de l'épargne présente encore une large marge d'expansion, dans la mesure où les régimes de retraite nationaux par répartition seront soumis à des tensions croissantes. En conséquence, une part de plus en plus importante du produit bancaire proviendra de sources autres que les intérêts (tableau V.6). Si les principales tendances de cette évolution apparaissent clairement, son rythme et ses limites sont plus difficiles à percevoir. Il est certain que, par exemple, les grandes institutions coexisteront avec les petites, et les «supermarchés» avec les établissements exploitant un créneau spécifique, mais les contours futurs du secteur restent très flous. On peut même se demander si une ligne de démarcation subsistera entre les entreprises financières et les autres.

Consolidation jusqu'à présent inégale

L'analyse du processus de restructuration en cours confirme l'ampleur et l'intensité des forces en jeu. Un tel exercice indique également que la consolidation et la rationalisation ont varié selon les pays et les segments du marché. Cette inégalité traduit des différences non seulement dans les conditions

Restructuration bancaire: nombre d'établissements et concentration de l'activité[1]

Pays	Nombre d'établissements						Concentration: cinq (dix) premières		
	1980[2]	1990	1995[3]	Maximum (depuis 1980)			1980[4]	1990	1995[5]
	nombre				année	variation en %[6]	part (en %) du total des actifs		
États-Unis[7]	35 875	27 864	23 854	35 875	1980	−34	9 (14)	9 (15)	13 (21)
Japon	618	605	571	618	1980	− 8	25 (40)	30 (45)	27 (43)
Allemagne[8]	5 355	4 180	3 487	5 355	1980	−35	..	..	17 (28)
France	1 033	786	593	1 033	1984	−43	57 (69)	52 (66)	47 (63)
Italie	1 071	1 067	941	1 109	1987	−15	26 (42)	24 (39)	29 (45)
Royaume-Uni	796	665	560	796	1983	−30	63 (80)	58 (79)	57 (78)
Canada	1 671	1 307	1 030	1 671	1984	−38	..	55 (78)	65 (88)
Australie	812	481	370	812	1980	−54	62 (80)	65 (79)	67 (79)
Belgique	148	129	150	163	1992	− 8	64 (76)	58 (74)	59 (73)
Espagne[9]	357	327	318	378	1982	−16	38 (58)	38 (58)	49 (62)
Finlande	631	498	352	631	1985	−44	63 (68)	65 (69)	74 (83)
Norvège	346	165	148	346	1980	−57	63 (74)	68 (79)	58 (71)
Pays-Bas	200	180	174	200	1980	−13	73 (81)	77 (86)	81 (89)
Suède	598	498	112	598	1980	−81	64 (71)	70 (82)	86 (93)
Suisse	478	499	415	499	1990	−17	45 (56)	45 (57)	50 (62)

[1] Établissements de dépôts, comprenant généralement les banques commerciales, caisses d'épargne et différentes catégories de banques mutuelles et coopératives; Japon: à l'exclusion de diverses catégories de coopératives de crédit; Canada: à l'exclusion des sociétés de fiducie et de prêt hypothécaire (en 1994, 83 établissements). [2] France et Canada: 1984; Royaume-Uni: 1983; Finlande: 1985; Espagne: 1981. [3] Japon, Finlande et Suède: 1994. [4] France: 1986; Italie: 1983; Finlande et Pays-Bas: 1985; Suisse: 1987. [5] Japon, Royaume-Uni, Belgique et Suisse: 1994; Finlande: 1993. [6] Entre le maximum et le dernier relevé disponible. [7] Hors coopératives de crédit: 1995, 12 067; variation: −36%. [8] Nombre d'établissements: Allemagne occidentale. Données pour l'ensemble de l'Allemagne: 1995, 3 784; variation: −30%. [9] Concentration: banques commerciales et caisses d'épargne uniquement.

Sources: British Bankers' Association; Building Societies' Association; données nationales. Tableau V.8

Restructuration bancaire: nombre de succursales[1]

Pays	1980[2]	1990	1995[3]	Maximum		
	nombre (en milliers)				année	variation en %[4]
États-Unis	58,3	67,7	69,6	69,6	1994	–
Japon	18,5	24,8	25,7	25,7	1994	–
Allemagne[5]	39,3	39,8	37,9	40,0	1985	– 5
France	24,3	25,7	25,5	25,9	1987	– 2
Italie	12,2	17,7	23,9	23,9	1985	–
Royaume-Uni	20,4	19,0	16,6	21,2	1985	–22
Canada	8,8	8,7	9,4	9,4	1994	–
Australie	6,3	6,9	6,7	7,1	1993	– 6
Belgique	7,8	8,3	7,8	8,5	1989	– 8
Espagne	25,8	35,2	36,0	36,0	1995	–
Finlande	3,4	3,3	2,1	3,5	1988	–39
Norvège	1,9	1,8	1,6	2,2	1987	–27
Pays-Bas	6,6	8,0	7,3	8,5	1986	–14
Suède	3,7	3,3	2,7	3,7	1980	–27
Suisse	3,7	4,2	3,8	4,2	1990	–10

[1] Établissements de dépôts; États-Unis, Japon et Australie: à l'exclusion de diverses catégories de coopératives de crédit; Canada: à l'exclusion des sociétés de fiducie et de prêt hypothécaire (en 1994, 908 succursales). [2] France et Pays-Bas: 1981; Australie: 1987. [3] États-Unis, Japon, Royaume-Uni, Canada, Belgique, Finlande, Pays-Bas, Suède et Suisse: 1994. [4] Entre le maximum et le dernier relevé disponible. [5] Allemagne occidentale: hors agences sous commission des *Bausparkassen*. Données pour l'ensemble de l'Allemagne: 1995, 48,2; variation: –2%.

Sources: British Bankers' Association; Building Societies' Association; données nationales.

Tableau V.9

initiales, mais aussi, et peut-être surtout, dans l'importance des obstacles qui s'opposent à l'ajustement nécessaire.

Les statistiques font déjà apparaître une tendance générale à la diminution du nombre des établissements de dépôts et à l'accroissement de la concentration (tableau V.8). Les réseaux de succursales ont, eux aussi, été réduits dans l'ensemble, les principales exceptions concernant les pays où les restrictions à l'ouverture ont été supprimées plus lentement ou plus récemment, comme l'Italie, les États-Unis et le Japon (tableau V.9). Les effectifs ont régressé pratiquement partout (tableau V.10).

Ces indicateurs montrent que la consolidation a été la plus rapide et, à certains égards, la plus poussée dans les pays nordiques qui ont récemment connu une crise bancaire. En effet, leur ratio coûts de personnel/revenu brut – indice d'efficience qui, bien qu'approximatif, se prête sans doute le mieux à des comparaisons – est tombé aux niveaux les plus bas (tableau V.10). Les mêmes statistiques indiquent que, dans la plupart des pays d'Europe continentale et au Japon, la restructuration s'est faite, jusqu'à présent, avec un certain retard par rapport aux pays anglophones: au Japon, en Allemagne et en Italie, par exemple, l'emploi dans le secteur bancaire n'a pratiquement pas diminué. Il est, certes, très délicat de dissocier l'influence relative des facteurs structurels et conjoncturels, mais le taux de rendement comptable du capital investi et le comportement des cours des actions (tableau V.7) confirment en général cette constatation. L'inégalité dans le rythme de changement s'explique en grande partie par des

différences entre pays dans la capacité d'effectuer les réductions d'emplois et de rémunérations nécessaires, différences qui, elles-mêmes, dépendent surtout de la manière dont est régi le marché du travail.

En ce qui concerne la réduction du nombre des institutions, mais pas nécessairement des emplois, c'est dans les établissements d'épargne, les banques coopératives et les sociétés mutuelles que la consolidation a été la plus marquée. Elle s'est souvent accompagnée d'un déplacement de ressources vers le milieu et le haut de gamme, aggravant ainsi la concurrence et la capacité excédentaire à ces niveaux. Pour l'avenir, ce dernier phénomène devrait se manifester surtout au Royaume-Uni, où un certain nombre de sociétés de crédit immobilier envisagent de renoncer à leur statut mutualiste pour accroître leurs fonds propres et diversifier leurs activités. La capacité excédentaire est particulièrement tenace dans les activités de gros et sur les marchés internationaux.

Risques inhérents au processus de restructuration

Du point de vue de la politique à suivre, l'un des problèmes essentiels est de savoir si la restructuration s'effectuera sans à-coups et à un rythme suffisant. Les épisodes d'instabilité financière qui ont accompagné la transformation de ce

Restructuration bancaire: effectifs et coûts de personnel

Pays	Effectifs[1]						Coûts de personnel[2]		
	1980[3]	1990	1994[4]	Maximum			1980–82[5]	1986–88	1992–94
	nombre (en milliers)				année	variation en %[6]	en % du revenu brut		
États-Unis[7]	1 900	1 979	1 891	2 136	1987	– 12	36	31	27
Japon	612	597	618	622	1993	–0,6	44	33	39
Allemagne[8]	533	621	658	658	1994	–	48	44	39
France	399	399	382	401	1988	– 5	47	44	44
Italie	277	324	332	333	1993	–0,3	46	48	44
Royaume-Uni	324	425	368	430	1989	– 15	47	38	36
Canada	170	211	202	211	1990	– 4	42	33	33
Australie	265	356	311	356	1990	– 13	..	..	..
Belgique	68	79	76	79	1990	– 5	41	33	34[9]
Espagne	252	252	245	256	1991	– 4	47	43	37
Finlande	42	50	36	53	1989	– 32	43	33	24
Norvège	24	31	23	35	1987	– 34	42	35	30
Pays-Bas	113	118	112	119	1991	– 6	42	41	38
Suède	39	45	42	46	1991	– 5	29	23	22
Suisse	84	120	112	120	1990	– 7	40	37	33

[1] Établissements de dépôts; Japon: à l'exclusion de diverses catégories de coopératives de crédit; Canada: à l'exclusion des sociétés de fiducie et de prêt hypothécaire (effectifs en 1995 = 25 000); Australie: secteur financier et compagnies d'assurances. [2] Belgique, Pays-Bas et Suisse: ensemble des banques; autres pays: banques commerciales (définitions de l'OCDE). [3] France: 1985; Australie, Pays-Bas et Suède: 1984; Espagne: 1981. [4] Italie, Australie, Espagne et Norvège: 1995. [5] France et Belgique: 1981–82; Canada: 1982. [6] Entre le maximum et le dernier relevé disponible. [7] Effectifs hors coopératives de crédit: 1994 = 1 732; variation: –14%. [8] Effectifs: Allemagne occidentale. (Données pour l'ensemble de l'Allemagne: 1994 = 728.) [9] 1992.

Sources: coûts de personnel: OCDE; effectifs: British Bankers' Association; Building Societies' Association; données nationales; estimations BRI. Tableau V.10

secteur ont montré que les bienfaits de la libéralisation ne sont pas gratuits. Des tensions pourraient se manifester à nouveau quand les pressions de la concurrence se heurteront à des structures de coûts particulièrement rebelles. Les facteurs qui s'opposent à une évolution harmonieuse sont de deux sortes: ceux que comporte *tout* processus de restructuration et ceux qui sont *propres* au secteur bancaire.

Les obstacles à la restructuration ...

Quel que soit le secteur, la restructuration est pleine d'embûches. Pour toute entreprise, le bon choix du dosage des activités et de la dimension à leur donner n'est pas une tâche aisée. Il y a par définition conflit entre les ambitions et espoirs de l'entreprise, d'une part, et la dynamique de la croissance et de la concurrence, de l'autre. Cette dynamique impose des limites, généralement plus strictes que celles envisagées par les participants, à la taille et au nombre des entreprises qui peuvent subsister dans une branche donnée. C'est ce qui explique, par exemple, l'idée fort répandue que les marchés financiers internationaux seront dominés par une poignée de gros intervenants et la conviction bien ancrée, dans trop d'établissements, qu'ils feront partie de ce groupe restreint. Ce conflit est souvent amplifié par la tendance des dirigeants d'entreprise à privilégier la taille et l'expansion aux dépens de la rentabilité. Une telle attitude les empêche de réduire progressivement les opérations non rentables et de se retirer de certains marchés. Elle complique, en outre, la restructuration qui serait nécessaire pour tirer pleinement parti des fusions et acquisitions réalisées. Enfin, elle s'ajoute aux autres obstacles traditionnels à la compression des coûts, qui vont des rigidités des marchés du travail jusqu'au jeu des influences d'ordre politique et social, de manière plus générale.

... sont particulièrement rebelles dans l'activité bancaire ...

Plusieurs facteurs spécifiques au secteur financier viennent encore aggraver les dangers du processus de restructuration. Premièrement, les caractéristiques communes à toutes les formes d'activité financière renforcent l'intérêt *potentiel* que présente l'exploitation des synergies dans les domaines de la technologie, de l'organisation, de la mercatique et de l'information; la convergence actuelle des activités de banque et d'assurance en donne un exemple typique. Dans le même temps, cependant, elles augmentent la marge d'erreur. Le fait qu'un grand nombre d'intervenants redécouvrent les vertus de la spécialisation montre que les pertes liées à l'organisation ont souvent été sous-estimées. Deuxièmement, l'opacité des activités financières et le caractère en général très fragmenté des dettes et du capital, en particulier pour les banques, empêchent créanciers et actionnaires d'imposer une discipline. L'opacité affecte aussi bien les activités traditionnelles, telles que l'évaluation des portefeuilles de prêts, que les nouvelles, comme la mesure du profil de risque inhérent aux produits dérivés. La dispersion des créances diminue la volonté et la capacité de surveiller et de contrôler les institutions. Enfin, l'intervention des pouvoirs publics peut constituer un autre obstacle à la discipline. Les formes explicites ou implicites de garantie officielle, destinées à limiter les conséquences des perturbations financières, en sont une parfaite illustration. De même, dans plusieurs pays, l'existence d'un vaste secteur sous contrôle public a évité à ces banques de subir de plein fouet les effets de la concurrence et peut avoir exacerbé, par contrecoup, les pressions de cette nature sur les établissements privés.

... à cause d'un problème de «sortie»

On peut en déduire que l'activité bancaire est caractérisée par un problème de «sortie». En effet, les entreprises y sont moins soumises que dans d'autres branches aux mécanismes de marché conçus pour discipliner les comportements. Cette caractéristique peut fausser la structure du secteur en maintenant une capacité excédentaire permanente, même en l'absence de pressions technologiques. Elle peut, par là même, accroître les risques de tensions financières.

Évaluation des risques

L'évolution récente donne des indications contrastées

Si l'on examine la restructuration en cours sous l'angle de ces risques, on obtient un tableau contrasté. Des signes positifs sont évidents. La nécessité, en particulier, d'atteindre une rentabilité suffisante des capitaux investis en tenant scrupuleusement compte du risque est passée au premier rang des priorités pour les dirigeants des banques. Cette évolution s'est traduite par une attitude plus critique vis-à-vis des mérites de l'expansion fonctionnelle et géographique, par un souci plus grand de réduction des coûts et, à un autre niveau, par les programmes de rachat d'actions appliqués par les banques des États-Unis et du Royaume-Uni. Le regain d'intérêt accordé à la rentabilité s'est aussi reflété dans l'évaluation plus positive de la vague actuelle de fusions et acquisitions par les organismes de notation et, de façon plus sélective, par les marchés en général (tableau V.11).

Fusions et acquisitions dans le secteur bancaire[1]

Pays	Nombre				Valeur							
					en milliards de dollars EU				en %[2]			
	1989–90	1991–92	1993–94	1995–96[3]	1989–90	1991–92	1993–94	1995–96[3]	1989–90	1991–92	1993–94	1995–96[3]
États-Unis	1 501	1 354	1 477	1 176	37,8	56,8	55,3	82,5	7,3	18,7	9,0	13,5
Japon	8	22	8	17	31,2	0,0	2,2	33,8	71,8	0,3	18,8	77,0
Allemagne	19	71	83	27	1,1	3,5	1,9	0,7	4,5	6,5	7,6	3,5
France	52	133	71	43	2,7	2,4	0,5	3,2	5,1	4,3	1,0	10,4
Italie	41	122	105	65	8,2	5,3	6,1	3,0	22,7	15,6	17,7	19,7
Royaume-Uni	86	71	40	28	6,4	7,5	3,3	21,7	2,6	6,5	3,4	12,4
Canada	13	29	31	14	0,8	0,5	1,8	0,1	1,3	1,9	4,1	0,3
Australie	23	19	20	9	2,3	0,9	1,5	2,5	4,3	3,6	5,7	5,8
Belgique	11	22	18	12	0,0	1,0	0,6	0,4	0,2	14,1	7,0	7,9
Espagne	30	76	44	26	4,0	4,3	4,5	2,1	18,5	13,5	21,5	34,1
Finlande	6	51	16	4	0,4	0,9	1,0	0,8	13,9	22,3	21,7	11,3
Norvège	12	23	24	2	0,4	0,1	0,2	0,4	9,2	1,2	5,7	4,4
Pays-Bas	12	20	13	7	10,9	0,1	0,1	0,8	56,3	0,2	0,5	9,5
Suède	10	38	23	8	2,0	1,1	0,4	0,1	8,8	3,8	2,0	0,4
Suisse	31	47	59	14	0,5	0,4	3,9	0,7	4,7	9,5	43,4	1,6
Total	1 855	2 098	2 032	1 452	108,6	84,7	83,2	153,0	9,6	11,7	8,5	14,0
Pour mémoire: Secteur financier non bancaire	*2 075*	*2 723*	*3 267*	*2 267*	*99,0*	*63,7*	*122,2*	*90,7*	*8,8*	*8,8*	*12,5*	*8,3*

[1] Critère de classement: secteur de la société cible; opérations réalisées ou en cours uniquement; données aux dates d'annonce. [2] Pourcentage des fusions et acquisitions, tous secteurs confondus. [3] Au 4 avril 1996.

Source: Securities Data Company. Tableau V.11

Dans le cas des États-Unis au moins, la note des entités nouvellement formées a été beaucoup plus souvent relevée qu'abaissée. En outre, il est arrivé assez fréquemment que, peu de temps avant ou après l'annonce du rapprochement, les actions des deux sociétés impliquées soient mieux cotées que la moyenne des titres du secteur bancaire. Ce phénomène s'est surtout produit pour certaines opérations qui ont eu un fort retentissement (graphique V.7).

De bonnes raisons également incitent à la prudence. Premièrement, il ne faudrait pas sous-estimer l'ampleur de la consolidation nécessaire, surtout en termes d'emploi. Deuxièmement, l'évaluation par le marché des fusions et acquisitions n'est pas uniformément positive (graphique V.7). En fait, aux États-Unis, les titres des sociétés acheteuses ont fait moins bien, dans l'ensemble, que l'indice des valeurs du secteur, preuve que les fusions et acquisitions passées se sont faites à un prix trop élevé. Dans les autres pays, les risques ont aussi été pris en compte par le marché, surtout quand l'opération s'inscrivait dans un plan de sauvetage, sans que les conditions préalables à la réalisation de l'ajustement structurel requis, et plus particulièrement des réductions d'effectifs, aient été remplies. Troisièmement, le fait que les cours des actions traduisent une évaluation positive des fusions et acquisitions ne préjuge en aucun cas de leur succès. L'expérience prouve, en effet, que les marchés se sont souvent montrés excessivement optimistes. Quatrièmement, il apparaît que, trop souvent, il a fallu une crise pour provoquer la restructuration nécessaire, comme en témoignent les événements qui se sont déroulés dans certains pays d'Europe du Nord et du monde anglophone. Le danger est que la consolidation soit trop lente pour empêcher l'aggravation des déséquilibres dans les pays qui, précisément, ont le plus besoin d'une restructuration. Enfin, même les effets secondaires bénéfiques d'une crise risquent de ne pas se prolonger suffisamment, et l'effort de consolidation pourrait s'interrompre quand le souvenir pénible des pertes récentes se sera effacé.

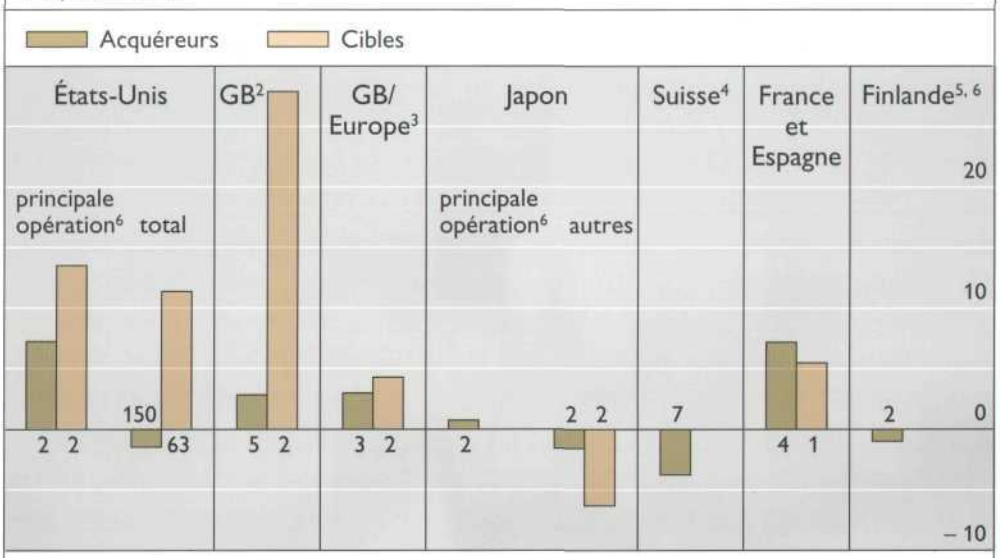
Défis pour l'avenir

La principale tâche des politiques dans les années à venir consistera à faciliter la restructuration ordonnée du secteur financier. Il faudra, pour cela, renforcer et compléter les mécanismes de marché qui imposent la discipline au niveau des établissements, tout en améliorant les dispositifs de protection contre le risque systémique. Les Rapports annuels précédents ont longuement insisté sur les travaux entrepris pour perfectionner le cadre du contrôle et assurer le bon fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement. Le relèvement des normes de fonds propres, par exemple, a joué un rôle déterminant pour amener les dirigeants des établissements et les marchés en général à centrer leur attention sur la rentabilité ajustée en fonction des risques. Ces travaux se poursuivent bien entendu, notamment sous l'égide de la BRI (voir «Activités de la Banque» à la fin du Rapport). Du point de vue de la restructuration à long terme, cependant, d'autres types d'actions méritent également d'être prises en considération. Elles ont toutes pour objectif de donner aux intervenants le moyen et/ou la volonté de faire respecter la discipline.

La première de ces mesures consiste à changer la structure de propriété des institutions, en donnant la préférence aux formes qui sont les plus sensibles à

Réactions comparées des cours des actions aux fusions et acquisitions[1]

En points de %



[1] Variation moyenne excédant celle de l'indice global pour le secteur bancaire sur une période de deux mois encadrant la date d'annonce de la transaction; janvier 1994–mars 1996. Les chiffres du graphique indiquent le nombre de cas pour lesquels des cours étaient disponibles. [2] Royaume-Uni. [3] Acquisitions d'établissements financiers spécialisés à Londres par des banques universelles allemandes et suisses. [4] Acquisitions de banques cantonales par de grandes banques universelles. [5] Fusion des deux principales banques. [6] Fusion d'établissements de taille identique.

Sources: IFR Securities Data; Datastream; calculs BRI. Graphique V.7

Les mesures visant à faciliter une restructuration ordonnée ...

l'influence des forces du marché; à cet égard, la privatisation constitue un élément essentiel. La deuxième cherche à réduire les obstacles à l'ajustement du capital et du travail, notamment en allégeant les contraintes réglementaires sur les prises de contrôle et en diminuant les rigidités du marché du travail. Une troisième action, d'une importance cruciale, est de veiller à ce que les intervenants disposent des informations nécessaires pour faire respecter la discipline; il importe spécialement de renforcer la diffusion d'informations. Une quatrième approche, tout aussi capitale, vise à limiter les formes de soutien des pouvoirs publics qui ne sont pas complétées par une surveillance suffisante, ce qui n'incite guère les participants à éviter des comportements imprudents. Plusieurs types de garantie officielle implicite ou explicite en offrent un exemple évident. Enfin, un autre groupe de mesures conduit à gérer les difficultés financières en conformité avec les principes énumérés ci-dessus. Cela implique non seulement de limiter la protection dont bénéficient les intervenants contre les pertes subies sur les contrats en cours, mais aussi d'appuyer la restructuration des portefeuilles par des dispositions qui s'attaquent à la cause profonde du problème. De ce point de vue, il est essentiel de réduire la capacité excédentaire.

... ont été appliquées en partie ...

Certes, des progrès ont été accomplis sur tous ces fronts au cours des dernières années. Dans quelques pays, la privatisation a été accélérée; en Australie, par exemple, l'une des principales banques doit être entièrement privatisée d'ici juillet 1996. Un nombre croissant d'établissements, surtout des caisses d'épargne, ont vu leur statut transformé en sociétés cotées en Bourse. Les pays s'attaquent aussi, à leur source, à certaines rigidités spécifiques: ainsi, au

Japon, il est prévu de supprimer de vieilles contraintes juridiques qui freinent la restructuration des organisations à la suite de fusions et acquisitions, mesure qui faciliterait des gains d'efficience. Une série d'initiatives privées et publiques ont également été prises pour accroître la diffusion des bilans des institutions financières et de leurs pratiques en matière de gestion des risques. Il convient de citer, en particulier, le rapport rédigé en 1994 par les banques centrales du Groupe des Dix sur la communication d'informations concernant les risques de marché et de crédit ainsi que les lignes directrices publiées en novembre 1995 par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV). D'autre part, les systèmes d'assurance des dépôts font désormais l'objet d'un examen plus critique, comme l'a bien montré la définition, en 1993 aux États-Unis, de primes liées au risque. Sur un plan plus large, les banques centrales se sont efforcées de faire en sorte que les établissements assument une plus grande part de responsabilité pour la gestion du risque de liquidité et de crédit dans les systèmes de paiement et de règlement. Enfin, dans certains cas de difficultés financières généralisées, les autorités ont favorisé la rationalisation du secteur bancaire et ce, surtout dans plusieurs pays nordiques.

... mais la tâche n'est pas terminée

Néanmoins, la tâche n'est pas terminée. Dans certains pays, comme l'Italie, les efforts de privatisation marquent le pas. Les obstacles réglementaires et d'autres, moins visibles, aux offres de reprise hostiles dans le secteur bancaire, surtout quand elles dépassent les frontières nationales, méritent une plus grande attention. Les démarches visant à accroître la diffusion d'informations sont encore entravées par des controverses concernant l'étendue et la nature des données à communiquer, les moyens de faire respecter l'obligation de publication et les coûts qu'elle comporte. D'autre part, des progrès substantiels restent à faire pour rapprocher les cadres comptables, problème de plus en plus important dans des marchés mondialisés. Enfin, il n'est absolument pas évident que la gestion des difficultés financières par les autorités ait toujours obéi à la nécessité de faciliter l'ajustement: l'action à entreprendre a parfois été différée et, dans certains cas, l'élimination de la capacité excédentaire n'a pas encore été menée avec suffisamment d'énergie et dans un souci d'égalité concurrentielle entre les secteurs privé et public.

Il est trop tôt pour tenter une évaluation définitive de la restructuration en cours. Une évidence s'impose toutefois: l'orientation que les intervenants et responsables des politiques adopteront pour gérer les forces libérées par la déréglementation et le progrès technologique déterminera non seulement la réussite ou l'échec au niveau des institutions, mais aussi l'étendue des bienfaits que la restructuration apportera à l'ensemble de la société. L'évolution récente a tenu en partie les promesses initiales, sous la forme d'une offre de services financiers plus efficiente et mieux adaptée aux besoins des utilisateurs finals. En même temps, elle en a mis en lumière les coûts éventuels. Il importe de prendre la mesure de ces risques et de reconnaître que les intérêts des intervenants du marché et ceux des autorités concordent de manière fondamentale; c'est ainsi que les défis de l'avenir pourront être relevés.

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

Faits saillants

Au début de 1995, le dollar EU a chuté à des minimums historiques par rapport au yen japonais et au mark allemand, tandis que la plupart des monnaies européennes suivaient une évolution analogue vis-à-vis du mark. Simultanément, les prix des options sur devises révélaient des anticipations de cours de change très dispersées, mais signalant plus fréquemment l'appréhension d'une accentuation de ce mouvement que son inversion. Dans les douze mois qui ont suivi, les cours de change ont pourtant abandonné ces niveaux extrêmes et les anticipations se sont remises à converger autour de valeurs plus équilibrées.

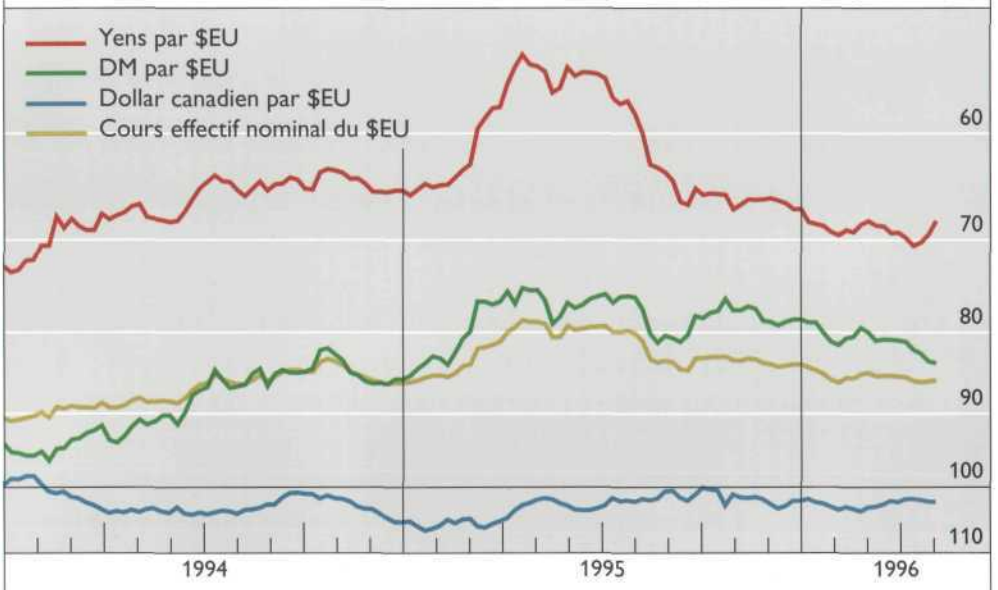
L'activité sur les changes à travers le monde était alors en pleine expansion, comme l'a révélé l'enquête menée en 1995 par les banques centrales, qui a mis en évidence la stabilité de la part du dollar dans les transactions globales et l'importance croissante des instruments dérivés. Partant de cette dernière constatation, soulignée par l'intérêt grandissant porté à l'incidence des dérivés sur l'évolution des changes, le chapitre complète les informations des indicateurs traditionnels par des données sur les options, ce qui permet une analyse plus exhaustive des variations de change pendant les seize mois se terminant en avril 1996. La fiabilité de ces données dépend, bien entendu, de la validité des postulats qui ont servi à les déduire des prix du marché.

Les mouvements de capitaux et les écarts de croissance entre pays fournissent quelques éléments d'explication sur les fluctuations du dollar par rapport au yen et au mark allemand l'année dernière. Au début de 1995, un tarissement des capitaux en provenance du Japon a fait augmenter le yen contre dollar. Si ce dernier s'est déprécié à la fois vis-à-vis du yen et du mark, c'est également parce que les opérateurs ont perçu un ralentissement de la croissance américaine, qui a entraîné une baisse exceptionnelle des taux futurs du marché monétaire aux États-Unis. Une réduction des taux officiels en Allemagne, à fin mars, puis, à la mi-avril, au Japon, où elle a été renforcée par une nouvelle détente des taux interbancaires, a contribué à stopper la chute du dollar.

Le dollar s'est redressé face au yen lorsque les exportations de capitaux du Japon ont temporairement repris, puis quand les autorités japonaises ont à nouveau abaissé le taux d'escompte, le ramenant à ½%. Vis-à-vis du mark, le dollar s'est raffermi en raison des préoccupations grandissantes suscitées par le manque de vigueur de la croissance en Europe, qui ont conduit à plusieurs réductions successives des taux officiels allemands. Malgré les mesures prises par le gouvernement nippon pour stimuler les sorties de fonds, les institutions financières japonaises se sont massivement délestées, à l'automne, de leurs obligations américaines, les spéculateurs des États-Unis prenant le relais, semble-t-il, pour constituer des portefeuilles en dollars en contrepartie d'engagements en yens. Au début de 1996, des signes d'expansion autonome de la demande au

Dollar EU: cours de change bilatéral par rapport à certaines monnaies et cours effectif nominal

Moyenne hebdomadaire, troisième semaine de février 1987 = 100 (échelle semi-logarithmique)



Une baisse indique une appréciation du dollar.

Graphique VI.1

Japon ont fait douter que les taux d'intérêt puissent être maintenus si bas et que le recyclage spéculatif de l'excédent international du pays se poursuive. En février et au début de mars, de nouvelles tensions haussières sur le yen ont entraîné des interventions vigoureuses de la Banque du Japon.

L'incertitude des opérateurs pendant la période sous revue, comme l'orientation de leurs appréhensions concernant d'amples variations des monnaies, ont généralement évolué parallèlement au cours de change au comptant. En substance, les doutes concernant la valeur future d'une monnaie augmentent lorsque celle-ci sort de sa zone de fluctuation récente, surtout si elle s'en éloigne beaucoup. C'est ainsi qu'une incertitude extrême a prévalu au début de 1995, quand le dollar a atteint des minimums historiques, mais elle a diminué, durant les douze mois qui ont suivi, à mesure qu'il retrouvait des niveaux plus habituels. De même, les appréhensions des opérateurs ont tendance à projeter dans l'avenir l'évolution du marché au comptant: la crainte accrue d'une nouvelle et forte dépréciation du dollar, au commencement de 1995, a fait place à une opinion plus équilibrée lorsqu'il s'est redressé.

Les réserves de change ont beaucoup augmenté en 1995, du fait des interventions massives du gouvernement nippon pour soutenir la monnaie américaine et de la reprise des mouvements de capitaux vers les pays en développement; les flux officiels ont même en grande partie financé le déficit des États-Unis et recyclé l'excédent courant japonais. Le dollar EU a continué d'occuper une place importante dans les réserves officielles – voire trop importante selon certains –, au point qu'il risque de se déprécier fortement. Cette opinion étant assez répandue, il semble opportun d'évaluer le dollar à partir de ses déterminants fondamentaux: pouvoir d'achat, caractère soutenable

du déficit extérieur et équilibre général des portefeuilles; les mesures ainsi obtenues ne font apparaître aucune surévaluation.

La remontée du dollar s'est accompagnée d'un redressement de la plupart des monnaies européennes par rapport au mark. Certaines ont, en outre, été soutenues par un élargissement notable de leur écart de taux d'intérêt courts avec l'Allemagne et par des mesures d'assainissement budgétaire. Si, contre mark, le franc suisse n'est pas parvenu à baisser, ni la livre sterling à remonter – comme d'ordinaire lors d'une hausse du dollar –, c'est sans doute du fait des préoccupations des investisseurs concernant l'union économique et monétaire européenne, dans le premier cas, et des incertitudes politiques, dans le second.

Le recul du yen et du mark par rapport à leurs maximums historiques peut être le signal d'une plus grande sérénité sur les changes. Certains facteurs pourraient toutefois la perturber: le financement du déficit courant américain par le secteur privé demeure incertain; en outre, l'évolution observée en 1995 laisse penser que toute modification brutale et imprévue du sentiment du marché concernant les cours de change intra-européens risque d'avoir une incidence sur d'autres monnaies.

L'enquête de 1995 sur les marchés des changes

4e enquête trisannuelle sur les marchés des changes ...

En avril 1995, les banques centrales et autorités monétaires de vingt-six pays ont mené leur quatrième enquête trisannuelle sur les transactions de change. Banques commerciales, maisons de titres et autres institutions financières (2 414 au total) ont été invitées à indiquer le volume brut de toutes leurs opérations sur devises (comptant, terme sec et swaps cambistes) conclues durant ce mois, en précisant la nature de la transaction, la contrepartie et la devise concernées.

... chiffrant à $1 190 milliards le volume journalier, en swaps cambistes surtout

Le volume global *journalier* des opérations de change s'est monté en moyenne à $1 190 milliards, soit une hausse d'environ 30% par rapport à 1992 à cours de change constants (tableau VI.l). Le développement particulièrement rapide des swaps cambistes à court terme met en évidence le rôle des opérations de change dans le transfert de liquidités d'une monnaie à une autre. Grâce à cet instrument, une banque japonaise disposant d'importantes liquidités en yens et ayant besoin de dollars pour acquérir des actifs dans cette monnaie peut obtenir immédiatement des dollars contre yens, en s'engageant à dénouer la transaction une semaine plus tard.

Rôle de plus en plus important du dollar en Europe ...

Le dollar a maintenu sa prééminence, suivi par le mark et le yen. Le couple mark/dollar a conservé la plus grosse part de marché, devant la paire yen/dollar. L'élargissement des marges du mécanisme de change européen (MCE) depuis 1993 s'est accompagné d'un renforcement du rôle du dollar sur les places européennes, les échanges de monnaie nationale contre dollar se développant plus rapidement en 1992–95 que ceux contre mark; ces derniers, exprimés en dollars, se sont même contractés à Londres et à Milan. Les progrès de la monnaie américaine en Europe reflètent la sensibilité accrue des cours de change européens aux fluctuations de la relation mark/dollar, qui est examinée ci-après. Londres a continué de ravir des parts de marché à Tokyo, où le ralentissement de la croissance du volume des échanges reflète le désengagement des institutions japonaises des marchés des titres étrangers depuis 1990.

... tandis que Londres augmente sa part de marché

Transactions de change de gré à gré

	1989	1992	1995	Variation en % 1989–92	Variation en % 1992–95
	Volume, par catégorie de transactions[1, 2]				
	moyenne journalière, en milliards de dollars EU				
Échanges mondiaux (estimations)	590	820	1190	39	45
Comptant	350 (59)	400 (49)	520 (44)	14	30
Terme sec	28 (5)	64 (8)	101 (8)	129	58
Swaps cambistes	212 (36)	356 (43)	569 (48)	68	60
Pour mémoire:					
Terme sur marchés organisés	*2*	*5*	*6*	*150*	*20*
Options	*16*[3]	*38*	*42*	*138*	*11*
	Part des différentes devises[4]				
Dollar EU	90	82	84	–8	2
dont: mark/dollar		*26*	*23*		*–3*
yen/dollar		*19*	*21*		*2*
Mark allemand	27	40	37	13	–3
Yen	27	22	24	–5	2
Pour mémoire:					
Part du négoce en monnaie locale					
Places du MCE[5]*:*					
contre dollar EU		*53*	*61*		*8*
contre mark		*35*	*31*		*–4*
Londres et Milan:					
contre dollar EU		*70*	*72*		*2*
contre mark		*23*	*20*		*–3*
	Volume, par centre financier[2, 6]				
	moyenne journalière, en milliards de dollars EU				
Londres	184 (26)	290 (27)	464 (30)	58	60
New York	115 (16)	167 (16)	244 (16)	45	46
Tokyo	111 (15)	120 (11)	161 (10)	8	34

[1] Chiffres corrigés des doubles comptages (local et transfrontière) et d'une estimation des lacunes dans les déclarations. [2] Entre parenthèses: part en %. [3] Estimation. [4] En % du volume net mondial, corrigé des doubles comptages locaux; la part de chaque devise étant mesurée sur un seul volet de la transaction, le total atteint 200%. 1989: estimations à partir de chiffres bruts. Les variations sont exprimées en points de %. [5] Bruxelles, Copenhague, Paris, Dublin, Luxembourg, Amsterdam, Madrid et Lisbonne, mais non Francfort. [6] Chiffres corrigés des doubles comptages locaux.

Tableau VI.1

Primes d'options: $1,4 milliard par jour

En avril 1995, le négoce d'options de change – principalement sur le gré à gré – a atteint un montant notionnel journalier de $42 milliards. Les courtiers et leurs clients ont reçu et payé des primes importantes, $1,4 milliard par jour au total.

Dollar EU, yen japonais et mark allemand

Si les variations des soldes commerciaux internationaux fournissaient la clé des cours de change, alors 1995 aurait dû être une année aussi calme que 1994. Le

solde courant, qui donne la mesure la plus large des transactions nettes sur biens, services, aides officielles et transferts privés, est demeuré fortement déficitaire aux États-Unis, à environ $150 milliards (tableau VI.2), mais a diminué en termes de PIB. L'excédent japonais a été ramené de quelque $130 milliards aux alentours de $110 milliards. Le déficit allemand s'est réduit, tandis que l'excédent global de l'Union européenne (hors échanges internes) s'est gonflé, à $40–50 milliards. Aussi les flux commerciaux ont-ils nécessité peu de nouveaux financements nets.

Mouvements de capitaux et cours du yen

Étant donné l'ampleur du déficit des paiements courants des États-Unis et de l'excédent du Japon, il importe de savoir dans quelle mesure le secteur privé japonais est prêt à acquérir des actifs libellés en d'autres monnaies que le yen,

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

	1991	1992	1993	1994	1995				
						T1	T2	T3	T4
	en milliards de dollars EU								
États-Unis									
Paiements courants	– 7,4	– 61,5	– 99,9	–151,2	–152,9	–38,5	–43,1	–40,3	–31,1
Mouvements de capitaux[1]	–14,4	19,4	30,9	108,7	54,0	21,3	8,5	2,9	21,3
dont:									
Investissement direct	*– 9,4*	*– 25,0*	*– 31,5*	*0,1*	*– 22,2*	*– 6,3*	*– 5,8*	*6,9*	*–17,0*
Investissement de portefeuille[2]	*8,3*	*20,3*	*– 37,9*	*42,6*	*99,9*	*39,2*	*29,1*	*34,2*	*– 2,6*
Opérations bancaires résiduelles	*3,4*	*36,4*	*50,8*	*115,3*	*– 39,1*	*–29,8*	*–27,7*	*– 6,9*	*25,4*
Erreurs et omissions	*–28,9*	*– 26,4*	*36,0*	*– 14,3*	*6,7*	*12,9*	*18,8*	*–41,7*	*16,6*
Solde monétaire officiel[3, 4]	21,8	42,2	69,1	42,5	98,9	17,1	34,6	37,4	9,8
Japon									
Paiements courants	72,9	117,6	131,4	129,1	110,6	28,8	30,9	29,6	22,4
Mouvements de capitaux[1]	–90,0	–118,9	–108,0	–131,4	– 75,1	– 5,0	–25,5	– 9,9	–35,8
dont:									
Investissement direct	*–29,4*	*– 14,5*	*– 13,6*	*– 17,1*	*– 22,2*	*– 5,7*	*– 6,0*	*– 3,0*	*– 7,5*
Investissement de portefeuille[2]	*41,0*	*– 26,2*	*– 62,7*	*– 48,9*	*– 52,2*	*10,1*	*–42,4*	*– 8,6*	*–11,2*
Opérations bancaires résiduelles	*–93,5*	*– 73,0*	*– 15,0*	*– 22,7*	*– 79,4*	*–50,5*	*7,7*	*–13,3*	*–23,3*
Erreurs et omissions	*– 7,8*	*– 10,5*	*– 0,3*	*– 17,8*	*14,1*	*13,5*	*5,2*	*– 9,9*	*5,3*
Solde monétaire officiel[3]	17,1	1,4	– 23,5	2,3	– 35,5	–23,8	– 5,4	–19,7	13,4
Allemagne									
Paiements courants	–19,1	– 21,5	– 16,1	– 21,9	– 17,3	– 1,9	– 4,3	– 4,2	– 8,3
Mouvements de capitaux[1]	18,8	68,9	– 6,0	29,4	29,7	7,2	9,1	6,0	8,7
dont:									
Investissement direct	*–19,6*	*– 17,0*	*– 13,5*	*– 15,9*	*– 26,0*	*– 6,6*	*– 9,7*	*– 2,6*	*– 6,9*
Investissement de portefeuille	*24,4*	*32,6*	*109,9*	*– 25,4*	*29,5*	*3,7*	*15,6*	*6,5*	*3,7*
Opérations bancaires résiduelles	*8,3*	*51,7*	*– 53,0*	*84,1*	*29,1*	*32,5*	*2,7*	*1,7*	*– 7,8*
Erreurs et omissions	*7,8*	*5,9*	*– 14,4*	*– 6,2*	*– 7,9*	*–15,4*	*6,0*	*0,0*	*1,4*
Solde monétaire officiel[3]	0,3	– 47,4	22,1	– 7,6	– 12,3	– 5,3	– 4,8	– 1,8	– 0,4

Les données trimestrielles des paiements courants sont corrigées des variations saisonnières.

[1] Définis comme: – (paiements courants + solde monétaire officiel); un signe moins indique une sortie de capitaux. [2] Obligations et actions uniquement. [3] Variation des réserves en or et en devises moins variation des engagements vis-à-vis des autorités monétaires étrangères. Un signe moins indique un renforcement des avoirs officiels. [4] Y compris titres du gouvernement américain détenus par les autorités monétaires étrangères.

Sources: données nationales. Tableau VI.2

notamment en dollars. Or, depuis 1990, plusieurs facteurs l'en ont dissuadé. Non seulement le rendement de l'investissement à l'étranger s'est jusqu'à présent révélé décevant, mais la baisse de moitié des cours des actions et des prix des terrains a aussi rendu les institutions financières japonaises moins disposées à assumer un risque de change. Les compagnies d'assurance vie, premiers investisseurs institutionnels du Japon, ont ramené la part des actifs étrangers dans leurs portefeuilles de quelque 15% en 1989 à environ 7% en 1994. Les Japonais sont les seuls au monde à avoir réduit leurs transactions transfrontières sur titres depuis 1990 (tableau VI.3).

Désengagement des investisseurs japonais depuis 1990

Au début de 1995, à l'approche de la clôture de l'exercice, les institutions financières japonaises sont devenues très prudentes quant au risque de change inhérent à leurs portefeuilles. Les achats de titres étrangers par les résidents ont été très rares pendant les trois premiers mois, de sorte que l'investissement de l'étranger en titres nippons les a dépassés de $10 milliards.

Dans ce contexte, le yen s'est renforcé au premier trimestre, passant d'environ 100 à un peu plus de 86 face au dollar. Les exportateurs japonais, qui avaient acheté des options pour se couvrir contre une appréciation de la monnaie nippone, mais seulement jusqu'à un certain seuil, se sont empressés de vendre des dollars lorsque ce seuil a été franchi. De même, les emprunteurs étrangers en yens ont cherché à limiter leur exposition au risque, ce qui a encore contribué à raffermir le cours. En avril, début de l'exercice, les institutions financières domestiques n'ont pas repris leurs achats d'actifs en monnaies étrangères (à distinguer de ceux émis par les non-résidents). Cette réticence ressort clairement de la baisse des acquisitions de titres américains par le secteur privé japonais (graphique VI.2), dont les achats d'obligations européennes se sont récemment concentrés sur l'euro-yen, dénué de risque de change (chapitre VIII). Cette préférence des investisseurs nippons, dans le compartiment long, a entraîné une forte appréciation du yen vis-à-vis du dollar, son cours atteignant le 19 avril le record historique de 79,75.

Réticence des exportateurs et investisseurs japonais à l'égard du risque de change au début de 1995

Le cours du yen atteint un niveau record ...

Au même moment, les cours des options se sont également envolés. La volatilité implicite à un mois des contrats à parité est montée à des niveaux sans précédent (graphique VI.3), signe d'une rare incertitude des opérateurs quant au niveau du cours de change à horizon d'un mois. Ce phénomène illustre la règle plus générale selon laquelle, quand une monnaie sort de sa zone de fluctuation

... de même que sa volatilité ...

Opérations transfrontières sur obligations et actions*

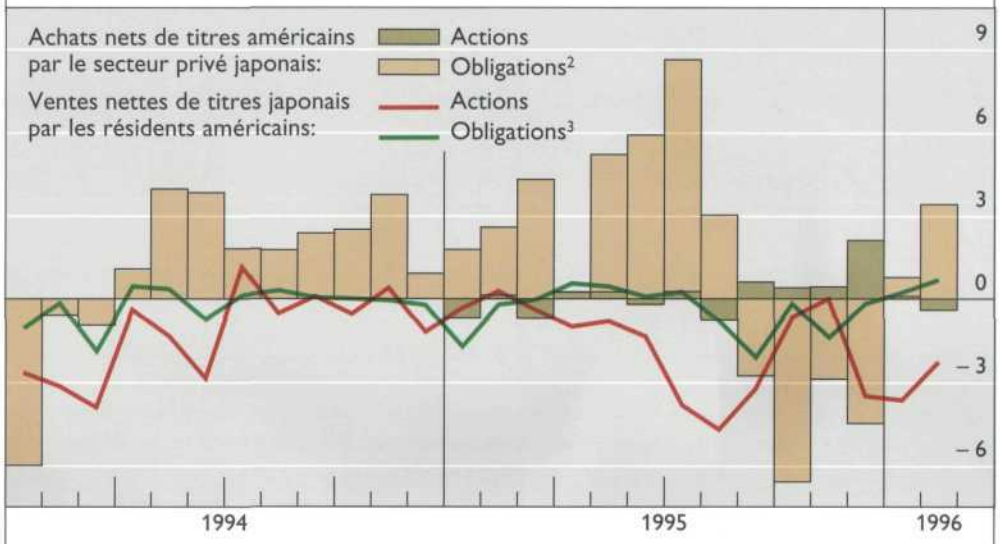
	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995
	en % du PIB							
États-Unis	9,0	35,1	89,0	95,6	106,6	128,8	131,1	135,5
Japon	7,7	63,0	120,0	91,9	71,8	77,8	60,0	65,7
Allemagne	7,5	33,4	57,3	55,6	85,2	170,8	159,3	168,3
France		21,4	53,6	78,7	121,8	186,8	201,4	178,2
Italie	1,1	4,0	26,6	60,3	92,1	191,9	206,8	250,9
Canada	9,6	26,7	64,4	81,3	113,2	152,9	209,7	192,0

* Achats et ventes bruts de titres entre résidents et non-résidents.

Sources: données nationales. Tableau VI.3

Flux d'investissements de portefeuille privés du Japon vers les États-Unis[1]

En milliards de dollars EU



[1] Une valeur positive indique une sortie nette du Japon. [2] 1994: obligations plus actions. [3] Les données peuvent inclure des ventes d'autres obligations non américaines ainsi que des cessions, par les autorités américaines, d'obligations d'État japonaises.

Sources: ministère japonais des Finances et Trésor américain. Graphique VI.2

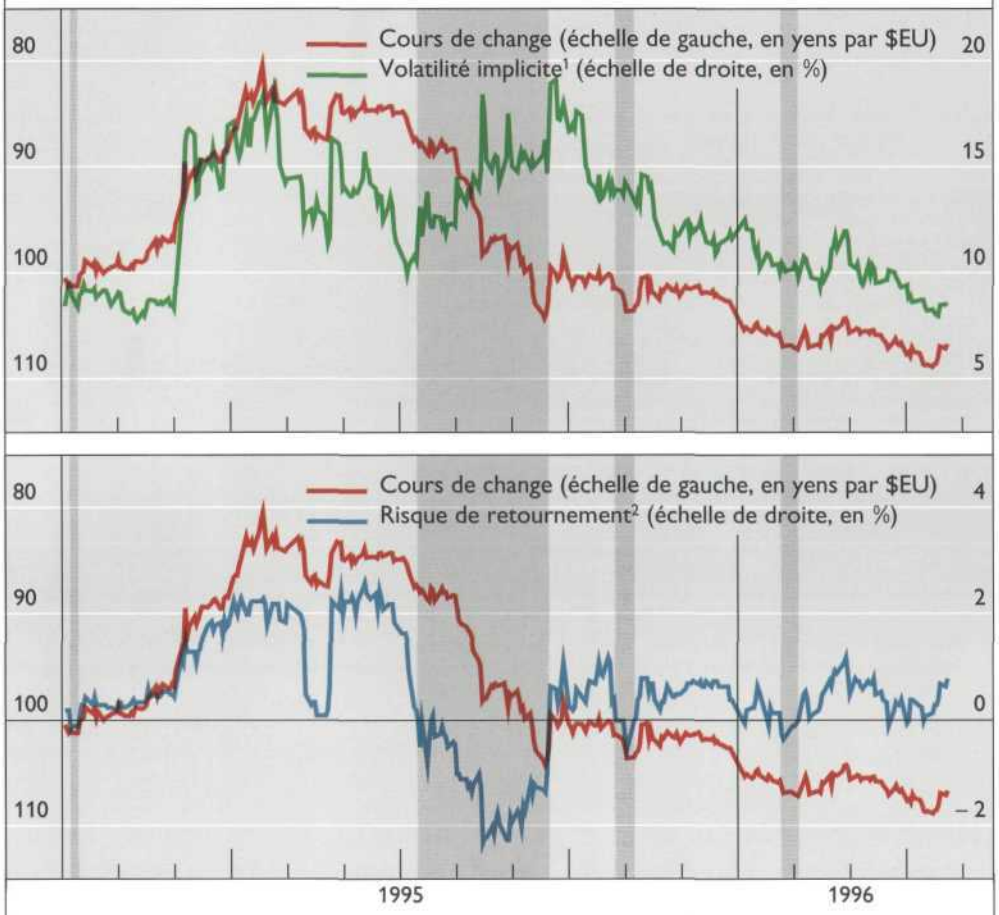
récente, notamment si elle s'en écarte beaucoup, les opérateurs doutent davantage de son évolution à court terme. En outre, la différence de prime (*risk reversal* ou risque de retournement) entre l'option de vente de yens (qui rapporte en cas de vive appréciation) et l'option d'achat (qui rapporte dans l'hypothèse inverse) est devenue très importante, les opérateurs étant disposés à payer fort cher pour se prémunir contre une nouvelle envolée de la monnaie nippone. Ainsi, les exportateurs japonais, dont les recettes sont en dollars et les coûts en yens, étaient prêts, début avril, à renoncer à une partie des gains qu'aurait pu leur procurer un redressement du dollar et à payer une prime record pour se garantir contre une nouvelle chute de la monnaie américaine. Il est possible de quantifier plus précisément cette vive appréhension d'une montée du yen, attestée par le risque de retournement. En raison de leur caractère prévisionnel et conditionnel, les prix des options, quel que soit le couple de monnaies considéré, indiquent, dans l'hypothèse d'un comportement normal face au risque, les probabilités d'occurrence que les opérateurs affectent à l'évolution de ces cours à horizon d'un mois. Par exemple, le 19 avril 1995, le cours à terme yen/dollar étant d'à peine plus de 80, les opérateurs attribuaient une probabilité plus grande (12,2%) à une appréciation du yen d'au moins ¥5 qu'à une dépréciation de même ampleur (10,6%) (graphique VI.4). Si cet écart de 1,6 point de pourcentage peut sembler mince, il est en fait si élevé, pour ce couple, qu'il n'a jamais été dépassé durant les quatre années pour lesquelles on dispose de données.

... et le risque de retournement

Le 14 avril, la Banque du Japon ramenait le taux d'escompte de 1¼% à 1% et poussait les taux interbancaires à la baisse les 14 et 17, tandis que, le 25, les ministres des Finances et gouverneurs des banques centrales du Groupe des Sept appelaient à un «renversement ordonné» des tendances récentes. En

Stabilisation du cours du yen par l'action des autorités

Yen japonais et dollar EU



[1] À un mois, à parité. [2] Une valeur positive (négative) indique une tendance au renforcement du yen (du dollar). Les zones ombrées représentent les périodes de risque de retournement favorable au dollar.

Sources: National Westminster Bank Plc et BRI. Graphique VI.3

conséquence, le cours yen/dollar a commencé de se stabiliser à un niveau légèrement supérieur à ¥80. Les achats d'obligations américaines par les investisseurs japonais ont nettement repris en mai et se sont renforcés en juin (graphique VI.2). Le cours yen/dollar est toutefois demeuré à son niveau jusqu'à fin juin, ne se redressant un peu que pendant un court moment en mai; l'accord entre les États-Unis et le Japon sur les ventes d'automobiles n'a que brièvement conforté le dollar.

Les cours des options suivent ceux du comptant ...

Comme le montre le graphique VI.3, la valeur du risque de retournement, au début de 1995, semble avoir généralement suivi les fluctuations du cours au comptant. Lorsque le yen a progressé, les options avantageuses à exercer en cas de forte appréciation sont devenues plus chères que celles qui le seraient dans l'hypothèse inverse, ce qui donne à penser que les opérateurs projettent leurs appréhensions dans l'avenir («craintes élastiques»). L'été dernier, toutefois, l'évolution des options dollar/yen a paru précéder, et non pas suivre, celle du marché sous-jacent. Fin juin, le prix du risque de retournement a commencé de tendre vers zéro. Rien de surprenant à ce que, à mesure que les opérateurs s'habituaient à un cours légèrement supérieur à 80, la crainte d'une importante

... signe d'appréhensions extrapolatives ...

dépréciation du dollar se soit dissipée pour faire place à des perspectives plus équilibrées.

... les exceptions à ce schéma étant riches d'enseignements

La baisse du prix du risque de retournement, en juillet, a reflété des prises de positions massives des fonds spéculatifs, misant sur une vigoureuse reprise du dollar au cours des six à douze mois suivants. En achetant des options, ils limitaient leur perte potentielle au montant de la prime payée – elle-même peu chère, puisque la réalisation de gains sur ces positions nécessitait une importante reprise du dollar.

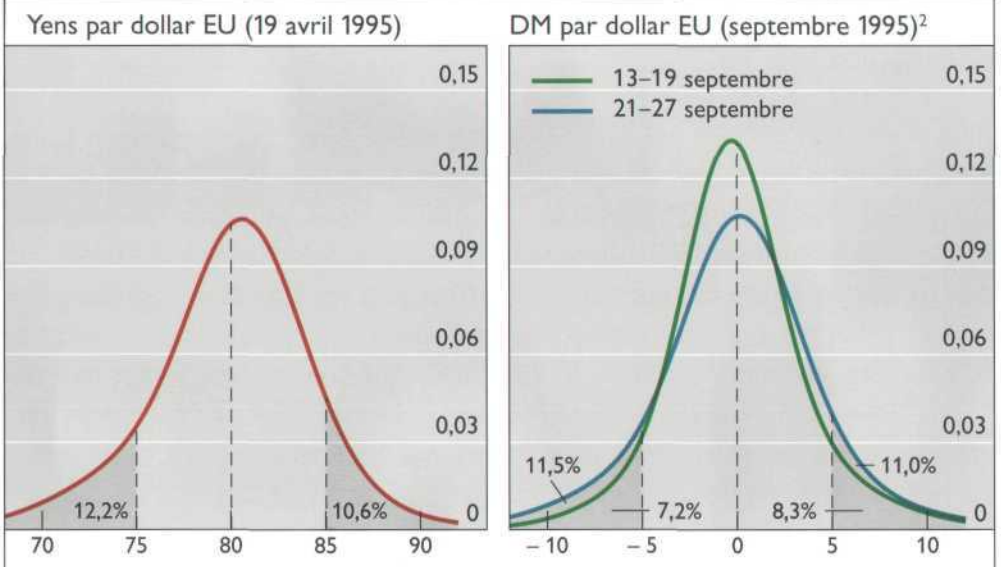
Le climat était donc propice à l'annonce par les autorités japonaises, début août, de mesures destinées à encourager l'exportation de capitaux ainsi qu'aux interventions ultérieures de la banque centrale. Pour la première fois depuis des mois, le prix du risque de retournement indiquait comme plus probable, en effet, un vif redressement du dollar. En outre, les établissements japonais avaient déjà recommencé à acquérir massivement des titres américains, achetant un volume record en juillet. Le 2 août, l'annonce de mesures visant à favoriser les sorties de fonds, en général, et les achats d'obligations du Trésor américain, en particulier, (chapitre VIII) a déclenché une progression rapide du dollar, qui a franchi ¥90. Quand le cours s'est approché de ¥95, les courtiers qui avaient vendu des options aux fonds spéculatifs ont dû réajuster leurs portefeuilles, ce qui a accentué la pression sur le cours au comptant, la volatilité et le risque de retournement. Si les prises de positions sur options n'ont pas directement causé la hausse du dollar, elles ne l'ont pas moins amplifiée, tout comme l'aurait fait une vague d'achats équivalente sur le marché au comptant. Ce contexte a facilité les interventions concertées des autorités américaines, japonaises et allemandes,

D'importants achats d'obligations américaines par les résidents japonais ...

... et des opérations de couverture des courtiers sur options ...

... ont facilité les interventions des banques centrales

Distributions de probabilités des fluctuations du yen japonais et du mark allemand par rapport au dollar EU[1]



[1] Les lignes verticales correspondent au cours à terme ± 5 yens (cadre de gauche) et ± 5 % (cadre de droite). [2] Densité moyenne sur la période, écart en % par rapport au cours à terme. Une valeur positive indique une appréciation du dollar.

Sources: National Westminster Bank Plc; BRI; calculs BRI. Graphique VI.4

le 15 août: dans des marchés peu actifs pour cause de jour férié, le dollar a dépassé ¥96.

Après le 8 septembre, date à laquelle la Banque du Japon a abaissé son taux d'escompte à un minimum absolu de ½% et poussé le taux au jour le jour plus bas encore, le dollar a dépassé ¥100. Toutefois, la déception suscitée par l'annonce, le 20 septembre, d'un train de mesures budgétaires ne prévoyant rien pour le secteur bancaire l'a fait reculer un moment au-dessous de ce niveau.

Les investisseurs japonais vendent des obligations américaines malgré les incitations ...

Bien que les opérations de change, conjuguées à l'action des autorités monétaires, aient contribué à combattre l'appréciation du yen, le secteur privé japonais n'a pas accru ses sorties de capitaux, comme l'y incitaient les mesures gouvernementales. En effet, après le record de juillet, il a moins acheté d'obligations américaines en août que pendant chacun des trois mois antérieurs et s'est même mis à en revendre à partir de septembre; ce délestage, qui a atteint un montant sans précédent en octobre ($6,6 milliards), s'est poursuivi en novembre et décembre. Le programme gouvernemental semble avoir davantage encouragé les fonds spéculatifs étrangers à prendre des positions courtes en yens que les établissements domestiques des positions longues en dollars. De fait, aux cessions d'obligations américaines par les investisseurs japonais se sont ajoutés des achats massifs d'actions nippones par les résidents américains, nouvel exemple de flux de capitaux *en provenance* d'un pays déficitaire et *à destination* d'un pays excédentaire.

... alors que les investisseurs hors du Japon achètent des actifs américains grâce à des emprunts en yens

La stabilisation du cours du yen à un niveau un peu supérieur à 100 au quatrième trimestre s'est conjuguée à la modération des taux d'intérêt au Japon pour convaincre de nombreux opérateurs d'adopter une stratégie plus ou moins semblable. Enhardis parfois par des gains récents sur positions spéculatives en options, ils ont, pour leur part, emprunté en yens pour acquérir des obligations américaines ou même d'autres actifs à plus haut rendement. De telles opérations, qui dégageaient une marge de 5% ou plus entre intérêts reçus et versés – encore supérieure dans le cas de positions à plus fort effet de levier –, comportaient principalement le risque d'un renforcement du yen mais aussi de pertes en capital sur les actifs.

On peut trouver trace de quelques contreparties de ces positions dans les statistiques de la balance des paiements américaine. Ainsi, pas moins de 40% des $100 milliards d'entrées nettes d'investissements sur titres aux États-Unis en 1995 provenaient des Antilles britanniques et néerlandaises (où sont officiellement domiciliés certains fonds spéculatifs américains), alimentées en majeure partie par des sorties de fonds sur pensions à court terme, qui ont ainsi contribué aux soldes positif du poste «Investissement de portefeuille» et négatif des «Opérations bancaires» (tableau VI.2). Il suffisait d'une vente à terme de yens contre dollars pour transformer ces positions à effet de levier en l'équivalent d'un portefeuille d'obligations américaines financé par des engagements à court terme en yens; les informations faisant état d'une telle stratégie ont pris consistance lorsqu'un fléchissement du marché du Trésor américain a coïncidé avec un raffermissement du yen, en février 1996. L'annonce par la Banque du Japon d'une hausse record de ses réserves en février ($17 milliards) porte à croire que ses interventions avaient pour but de limiter l'effet de la liquidation de ces positions sur le cours de change. À la clôture de l'exercice en mars, rien ne permettait de

penser que le secteur privé était prêt à participer au recyclage de l'excédent des paiements courants du Japon, certes réduit, mais toujours important.

Cycle d'activité et cours du mark allemand

Ralentissement de l'économie américaine et affaiblissement du dollar ...

L'évolution du dollar par rapport au mark a, dans l'ensemble, reflété la perception changeante, par le marché, de la position conjoncturelle relative des deux économies. Les fortes révisions en baisse des perspectives de croissance aux États-Unis au début de 1995 ont contribué, parmi d'autres facteurs, au recul de la monnaie américaine. Elles ont entraîné une nette détente des taux d'intérêt futurs du dollar, qui indiquent les anticipations du marché concernant la politique de la Réserve fédérale au cours des 6–18 mois suivants (graphique VI.5). Les taux futurs allemands ne suivant qu'en partie ce mouvement, l'écart d'intérêt en faveur du dollar s'est réduit de façon irrégulière durant la première moitié de 1995.

... puis baisse de l'activité en Allemagne et raffermissement du dollar

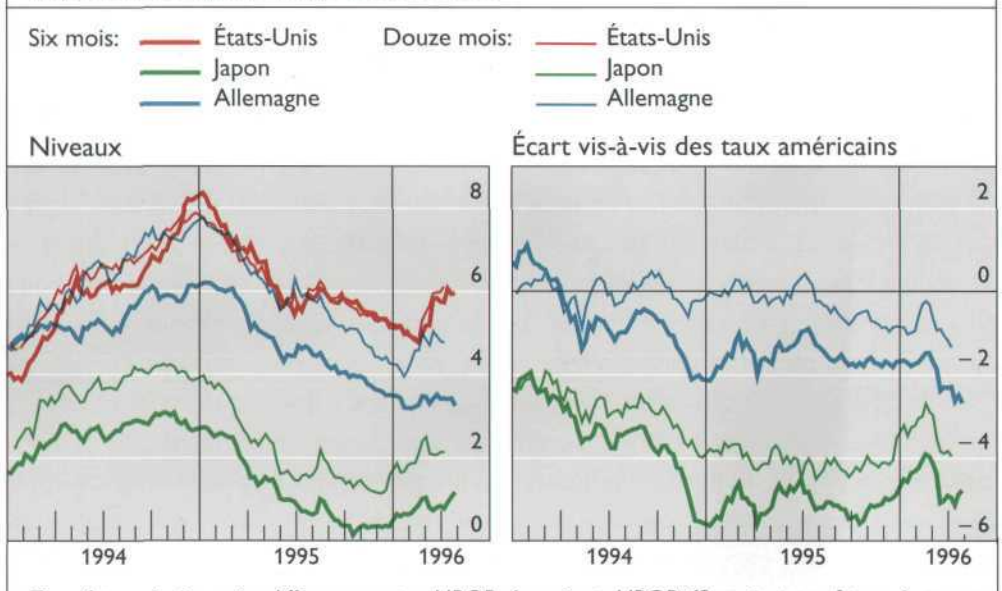
Au second semestre de 1995, l'économie allemande s'est ralentie à son tour (chapitre II). Au fur et à mesure qu'apparaissaient des doutes sur son rythme de croissance, le mark s'est déprécié. Comme les taux futurs se stabilisaient aux États-Unis et continuaient de baisser en Allemagne, l'écart d'intérêt en faveur du dollar s'est accru.

Évolution désordonnée des cours de change lorsqu'ils sont sortis de leurs zones récentes

L'évolution du cours mark/dollar fournit une nouvelle preuve, après celle du couple yen/dollar, que l'incertitude augmente lorsque les limites des zones de fluctuation récentes sont franchies. C'est ce qui s'est produit, au premier semestre, avec la faiblesse de la monnaie américaine par rapport au mark, comme l'a révélé la très forte volatilité implicite, qui s'est approchée des niveaux enregistrés lors de la crise de 1992 au sein du MCE (graphique VI.6). Cela s'est vérifié ensuite, début août, après que le prix du risque de retournement eut changé de signe, montrant cette fois l'appréhension d'une forte hausse du dollar.

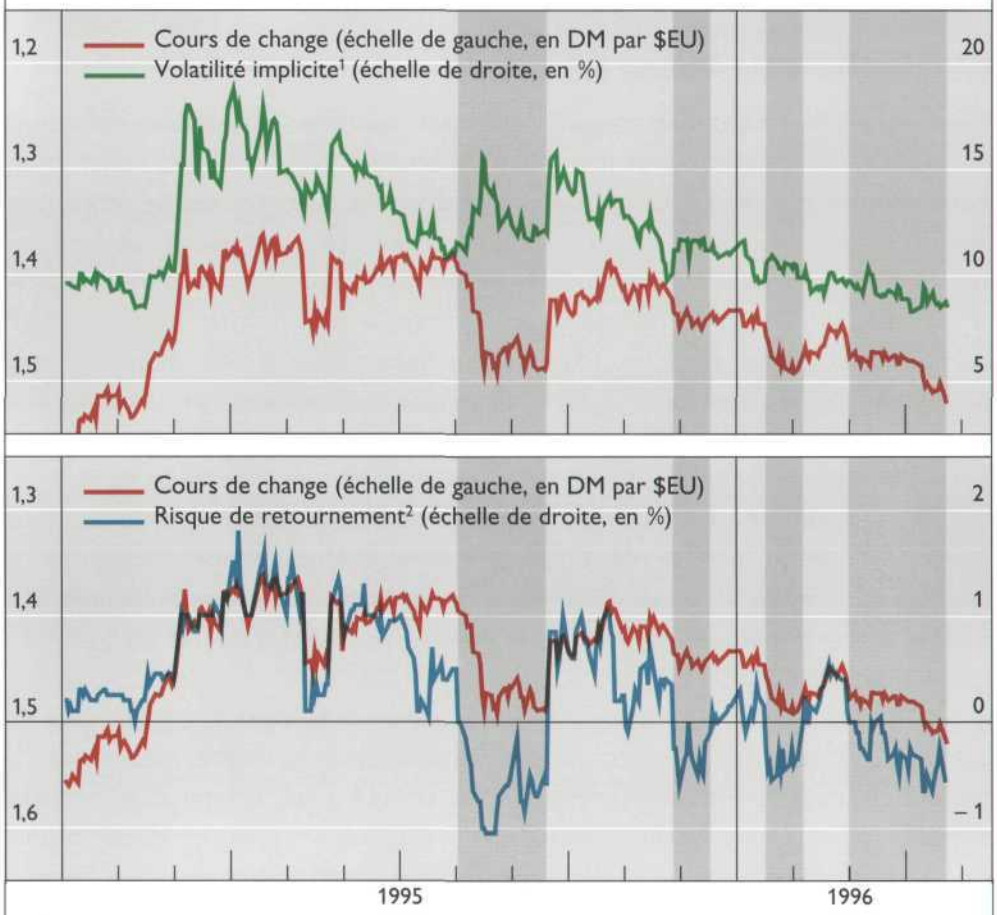
Taux d'intérêt futurs

Moyenne hebdomadaire, en % et points de %



Taux futurs à six mois: différence entre LIBOR 6 mois et LIBOR 12 mois; taux futurs à un an: différence entre LIBOR 12 mois et taux des contrats d'échange à deux ans. Graphique VI.5

Mark allemand et dollar EU



[1] À un mois, à parité. [2] Une valeur positive (négative) indique une tendance au renforcement du mark allemand (du dollar). Les zones ombrées représentent les périodes de risque de retournement favorable au dollar.

Sources: National Westminster Bank Plc et BRI. Graphique VI.6

En règle générale, ce signe indique si les fluctuations du cours au comptant dans un sens ou dans l'autre sont de nature à accroître l'incertitude des opérateurs concernant les cours futurs.

Les événements européens affectent le dollar

La reprise déjà irrégulière du dollar s'est interrompue à la mi-septembre. La question de savoir quels pays européens rempliraient éventuellement les critères de l'union monétaire a occupé les esprits, et l'attention accrue portée aux résultats des politiques économiques a eu tendance à affaiblir les monnaies autres que le mark. Le dollar n'a pas été épargné, perdant 6 pfennigs (4%) entre le 21 et le 22 septembre. Les anticipations de son cours à un mois sont devenues plus dispersées, avec néanmoins une prédominance des appréhensions de forte baisse (5% ou plus) (graphique VI.4).

Le cours mark/dollar s'est stabilisé au quatrième trimestre de 1995 et durant les trois premiers mois de 1996. Comme les opérateurs anticipaient une détente plus prononcée de la part de la Bundesbank que de la Réserve fédérale, l'écart d'intérêt a continué de s'accroître progressivement, ce qui a permis au dollar de se renforcer; en mars 1996, après la publication de statistiques sur l'économie américaine suggérant une accélération de la croissance, l'écart est devenu nettement favorable au dollar, qui s'est encore apprécié.

Évolution des réserves mondiales

Augmentation rapide des réserves

Les interventions des banques centrales pour freiner puis inverser la chute du dollar face au yen et au mark ont gonflé les réserves internationales, en 1995, à un rythme inégalé depuis 1987. L'importance du soutien au dollar apparaît quand on analyse l'augmentation des réserves par pays et par devise. Elle a, en effet, été pratiquement aussi prononcée dans les pays industriels que dans les autres, même si les chiffres sont sans doute moins proches à cours de change constants (tableau VI.4). La hausse des réserves en dollars ($121 milliards) a représenté plus des deux tiers de l'accroissement total, qui s'est élevé à $168 milliards, en termes corrigés des variations de change.

La hausse des réserves en dollars représente les deux tiers du déficit courant des États-Unis

Autre point commun avec 1987, les États-Unis ont eu recours aux fonds officiels pour financer l'essentiel de leur déficit des paiements courants ($153 milliards). Déduction faite des $6 milliards de réserves constituées par les autorités américaines, les banques centrales et autres déposants officiels ont apporté environ $115 milliards, c'est-à-dire plus des deux tiers du déficit courant américain, peu ou prou la même proportion qu'en 1987.

Comme en 1994, les banques centrales ont davantage renforcé leurs réserves officielles en dollars qu'elles n'ont effectué de placements aux États-Unis, à cette différence toutefois qu'elles ont réduit leurs avoirs en eurodollars, de sorte que ce sont les réserves non attribuées qui ont le plus progressé. Les banques centrales ont donc dû investir dans des titres en dollars émis hors des États-Unis ou souscrits par l'intermédiaire de fonds domiciliés hors de ce pays.

Réserves officielles en devises

	1992	1993	1994	1995	Encours à fin 1995
	en milliards de dollars EU				
	Variation, aux cours de change courants				
Total	3,4	96,3	148,2	186,0	1 358,2
dont:					
Pays industriels	*–25,0*	*22,7*	*61,8*	*78,7*	*653,7*
NEI d'Asie[1]	*15,5*	*20,6*	*29,9*	*21,4*	*246,0*
Autres pays en développement	*11,3*	*45,2*	*49,5*	*54,4*	*398,3*
	Variation, à cours de change constants[2]				
Total	26,6	97,8	109,1	168,3	1 358,2
En dollars	33,2	73,6	90,5	121,4	881,8
dont:					
Avoirs aux États-Unis[3]	39,5	66,3	37,6	104,1	587,4
Dépôts bancaires hors des États-Unis[4]	9,2	0,6	30,1	–15,4	106,9
Non attribué	–15,5	6,7	22,8	32,7	187,5
En autres monnaies	– 6,7	24,2	18,6	46,9	476,4
dont dépôts bancaires[4]	*– 6,9*	*6,2*	*1,8*	*7,6*	*122,2*

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

Tableau VI.4

Importantes sorties officielles du Japon

Le Japon a eu un comportement symétrique à celui des États-Unis en ce qui concerne le recyclage de son excédent courant par des fonds officiels. La hausse de ses réserves de change (environ $60 milliards en 1995) équivaut à plus de la moitié de l'excédent. Or, il faut noter que les sorties officielles nettes du Japon, à $35,5 milliards (tableau VI.2), recouvrent des apports d'investissements étrangers en titres à court terme du gouvernement nippon, qui mesurent indirectement les entrées officielles; on a de bonnes raisons de penser que, en 1995, ces investissements étrangers étaient pour une large part de nature privée, ce qui signifie que le rôle des autorités est sous-évalué. Par ailleurs, la réticence des banques internationales à renouveler leurs dépôts en dollars auprès des banques japonaises à Londres, New York ou Tokyo (chapitre VIII) a déclenché des transactions qui ont abouti, en fin d'année, à d'importants achats *privés* de bons du Trésor japonais. En particulier, les banques nippones ont réagi à l'imposition de la «prime japonaise» sur leurs ressources en dollars en échangeant leurs amples liquidités en yens contre des dollars devenus soudain très chers (au moyen de swaps cambistes comportant, à terme, revente de dollars contre yens). À la suite de ces opérations, les banques non japonaises disposaient de yens à investir temporairement et ont souvent choisi, dans un souci de sécurité, de les placer en bons du Trésor japonais. Ainsi, le tableau VI.2 surévalue les entrées officielles au Japon et, de ce fait, sous-estime le rôle des autorités dans le recyclage de l'excédent courant.

Préférence des pays industriels pour le dollar

À la fin de 1995, le dollar représentait toujours environ deux tiers des réserves officielles mondiales. La stabilité de sa part depuis le début des années 90 a surpris beaucoup d'observateurs, étant donné que de nombreux pays passent pour avoir délaissé la monnaie américaine dans un but de diversification. La ventilation par pays fournit l'explication de cette apparente contradiction: les pays en développement dont la monnaie est alignée sur le dollar, et qui lui accordent de ce fait davantage de place, ont augmenté leurs réserves plus rapidement que la moyenne. Comme les pays industriels tendent à accroître leurs investissements en instruments monétaires et en actions des pays en développement (chapitre VII), leurs réserves de change devraient continuer de progresser à un rythme soutenu, bien que peut-être inégal.

Valeur fondamentale du dollar EU: trois approches

Le dollar semble correctement évalué, voire sous-évalué, d'après les méthodes suivantes:

En 1995, le rôle du dollar et sa valeur à long terme ont fait l'objet de débats fort animés. Un courant de pensée se fondait sur l'approche en termes de portefeuille, en considérant, à tort, les réserves officielles, qui privilégient cette monnaie, comme représentatives des portefeuilles mondiaux. Sur cette base, le dollar apparaissait surévalué. Or, non seulement ce postulat est discutable, mais la théorie du portefeuille n'est que l'une des approches possibles de la valeur appropriée du dollar dans une perspective à long terme.

Trois de ces approches méritent un examen plus approfondi. La théorie des parités de pouvoir d'achat (PPA) considère que, en longue période, les prix exprimés dans une monnaie commune convergent d'un pays à l'autre, ou du moins évoluent dans le même sens. Le cours de change d'équilibre fondamental,

quant à lui, se définit comme le cours effectif lorsque, dans un contexte de plein emploi, le solde des paiements courants est nul ou, plus généralement, présente un déséquilibre trop faible pour influencer le ratio dette extérieure/PIB. Dans l'approche de portefeuille, enfin, le cours de change équilibre l'offre et la demande de stocks d'actifs libellés dans diverses monnaies.

parité de pouvoir d'achat ...

Pour que les parités de pouvoir d'achat soient respectées, le cours du dollar devrait être majoré de plus d'un tiers par rapport au mark et de plus de moitié vis-à-vis du yen (tableau VI.5). Certains analystes corrigent toutefois les mesures de PPA pour tenir compte des différences de productivité entre pays, qui faussent la comparaison entre les prix d'un panier global de consommation incluant les services, étant donné que les gains de productivité dans l'industrie manufacturière ont tendance à faire augmenter les prix relatifs des services à l'intérieur d'un pays. Compte tenu de cette correction, il apparaît que le cours du dollar est, non pas sous-évalué, mais bien évalué, à la fois contre mark et yen.

... cours de change d'équilibre fondamental ...

Le calcul du cours de change d'équilibre fondamental fait intervenir un plus grand nombre d'hypothèses, mais une analyse représentative conduit au même résultat: au début du printemps de 1996, la valeur du dollar semblait saisonnable. À un peu plus de DM 1,45–1,50 et de ¥100, elle n'est manifestement pas à l'origine d'une augmentation insoutenable de l'endettement extérieur des États-Unis. Ce calcul repose toutefois sur l'hypothèse qu'un déficit extérieur de 1% du PIB (soit la moitié du niveau actuel) est viable, alors que, l'an dernier, son financement par le secteur privé était inférieur à ce chiffre; il suppose, en outre, qu'une grande partie du déficit au-delà de 1% se résorberait si les économies japonaise et européenne fonctionnaient à pleine capacité.

... et théorie du portefeuille

Enfin, la place du dollar dans certains actifs internationaux ne semble pas exagérée par rapport à la part de l'économie américaine dans la production du G 10 (graphique VI.7). Il convient de rappeler que la composition par monnaie des réserves de change est très différente de celle de l'encours total des actifs internationaux (obligations, euro-effets et dépôts bancaires), dont les réserves de change ne représentent, d'ailleurs, qu'un quart environ ($1 400 milliards). Aussi, pour que l'analyse soit la plus pertinente possible, il convient de comparer l'importance du dollar dans les actifs internationaux avec une référence neutre: la contribution de l'économie américaine au PIB du G 10. Cette comparaison

Parité de pouvoir d'achat et valeur d'équilibre fondamental du dollar EU (estimations)

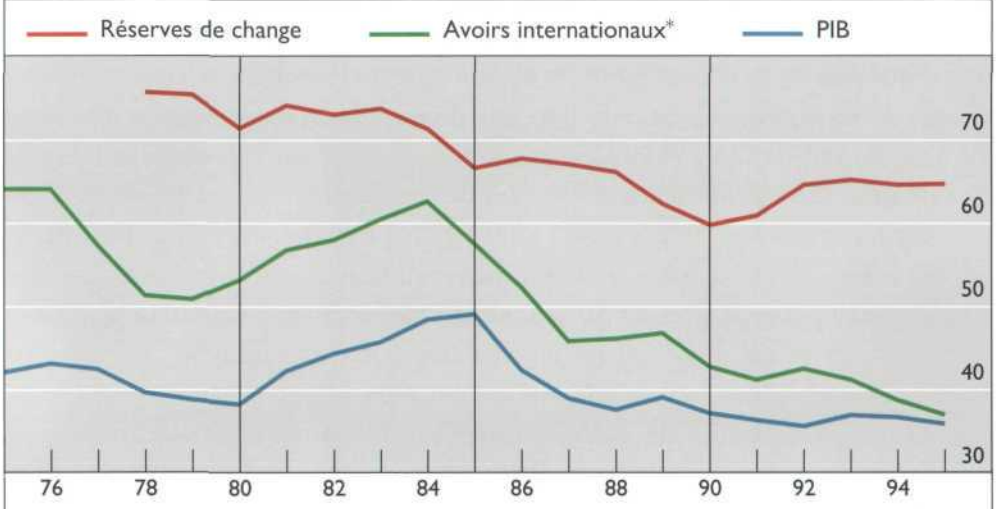
	Cours du marché*	Parité de pouvoir d'achat (PPA)		PPA corrigée de la productivité	Cours d'équilibre fondamental
		OCDE	Penn	Goldman Sachs	IIE
Mark contre dollar	1,53	2,10	2,12	1,41	1,45–1,50
Yen contre dollar	107	184	188	107	100

* Au 15 mai 1996.

Sources: OCDE; *Penn World Tables 5.6*; Goldman Sachs; mise à jour non officielle par John Williamson d'estimations, *Estimating equilibrium exchange rates*, Institute for International Economics (IIE), Washington, D.C. (septembre 1994). Tableau VI.5

Part du dollar EU dans les réserves de change, les avoirs internationaux et le PIB du G 10

En %



En 1995, les réserves, les avoirs et le PIB du G 10 étaient de l'ordre de $1 360, 5 000 et 20 300 milliards respectivement.

* Obligations internationales, engagements bancaires transfrontières envers le secteur non bancaire, engagements en euromonnaies envers le secteur non bancaire domestique (à partir de 1984) et euro-effets (à partir de 1989).

Sources: données nationales et BRI. Graphique VI.7

révèle que la part du dollar dans les actifs internationaux a diminué au même rythme que celle de l'économie américaine dans la production du G 10, ce qui signifie que, le dollar n'étant pas surreprésenté dans les portefeuilles internationaux, son cours n'est pas surévalué.

Monnaies européennes et dollar canadien

Points communs

Les monnaies européennes regagnent du terrain face au mark allemand ...

L'année passée, les monnaies européennes ont généralement regagné du terrain face au mark allemand, après leurs creux du printemps de 1995 (graphique VI.8). Cette reprise, quoique inégale, a touché aussi bien les monnaies du MCE que les autres.

... en suivant régulièrement les fluctuations mark/dollar

Il est frappant de constater à quel point les monnaies européennes peuvent fluctuer face au mark, parfois très fortement, lorsque celui-ci varie par rapport au dollar. Si l'on passe en revue les monnaies du graphique VI.9, on note que c'est le franc suisse, situé au sommet, qui affiche la plus importante sensibilité, progressant habituellement de 1,1% environ contre dollar chaque fois que le mark gagne 1%. En d'autres termes, il a tendance à s'apprécier légèrement vis-à-vis du mark quand celui-ci monte contre dollar. Pour certains observateurs, la régularité de ce phénomène traduirait le fait que la monnaie helvétique attire des montants disproportionnés de capitaux lorsque les gestionnaires de portefeuilles internationaux, plus désireux de protéger leur principal que de s'assurer des rendements élevés, réorientent leurs placements vers les monnaies allemande et suisse.

Le florin néerlandais et le franc belge, dont la sensibilité est un peu inférieure à l'unité, évoluent parallèlement au mark face au dollar. Juste après viennent le franc français, la couronne danoise et, depuis la fin de 1995, la peseta espagnole, monnaies dont la variation représente habituellement 10–20% de celle du dollar par rapport au mark. Enfin, les fluctuations de la livre sterling, de la couronne suédoise et de la lire italienne correspondent généralement à 50% ou plus.

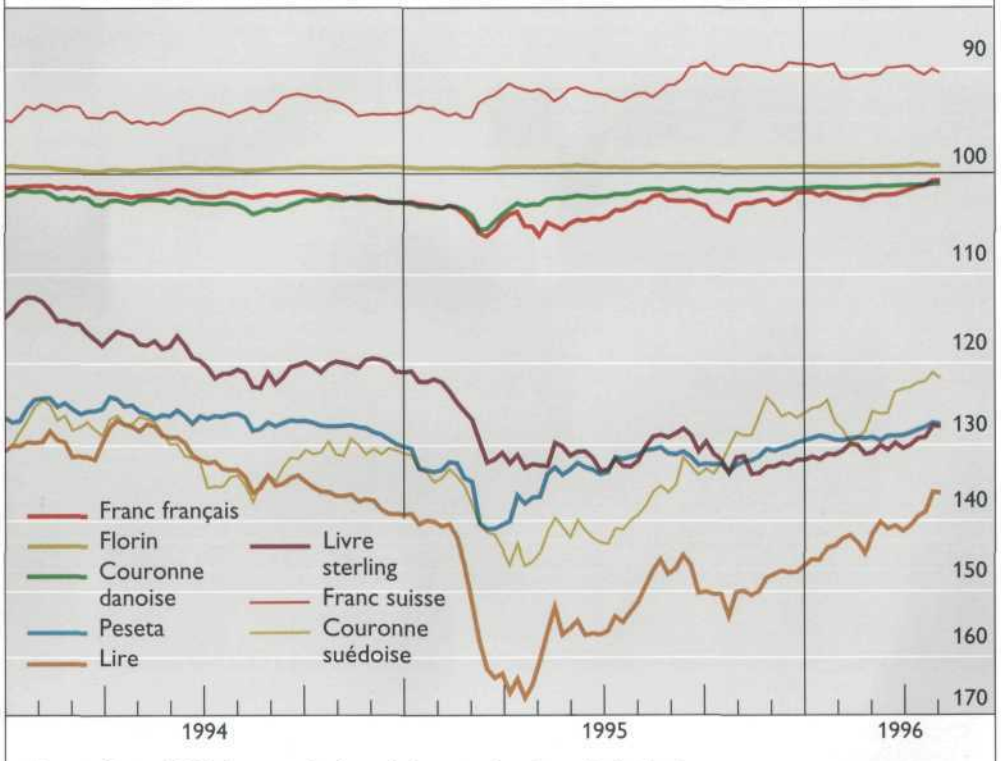
La sensibilité des monnaies européennes aux fluctuations du cours mark/dollar a été, dans l'ensemble, moindre en 1995 que les années antérieures. Cette constatation concorde avec les résultats, mentionnés auparavant, de l'enquête de 1995 sur les marchés des changes: l'augmentation du négoce des monnaies locales pendant les trois années précédentes sur les places européennes, notamment Londres et Milan, a été plus favorable au dollar qu'au mark.

De même, les dollars canadien et australien suivent la monnaie américaine

Les monnaies du Canada et d'Australie ont tendance à se déprécier (s'apprécier) face au dollar EU lorsque celui-ci baisse (monte) contre mark. De même que le franc suisse, dont les taux sont peu élevés, augmente généralement plus que le mark vis-à-vis du dollar EU, de même les dollars canadien et australien, dont les taux sont supérieurs, progressent habituellement plus que le dollar EU par rapport au mark. Cela peut tenir au fait que, lorsque les gestionnaires de portefeuilles sont disposés à abandonner la sécurité des monnaies suisse et allemande, les dollars canadien et australien apparaissent particulièrement attrayants.

Monnaies européennes: cours de change bilatéral par rapport au mark allemand

Moyenne hebdomadaire, cours pivot du MCE en août 1992 = 100* (échelle semi-logarithmique)



Depuis février 1994, le cours du franc belge suit de près celui du florin.

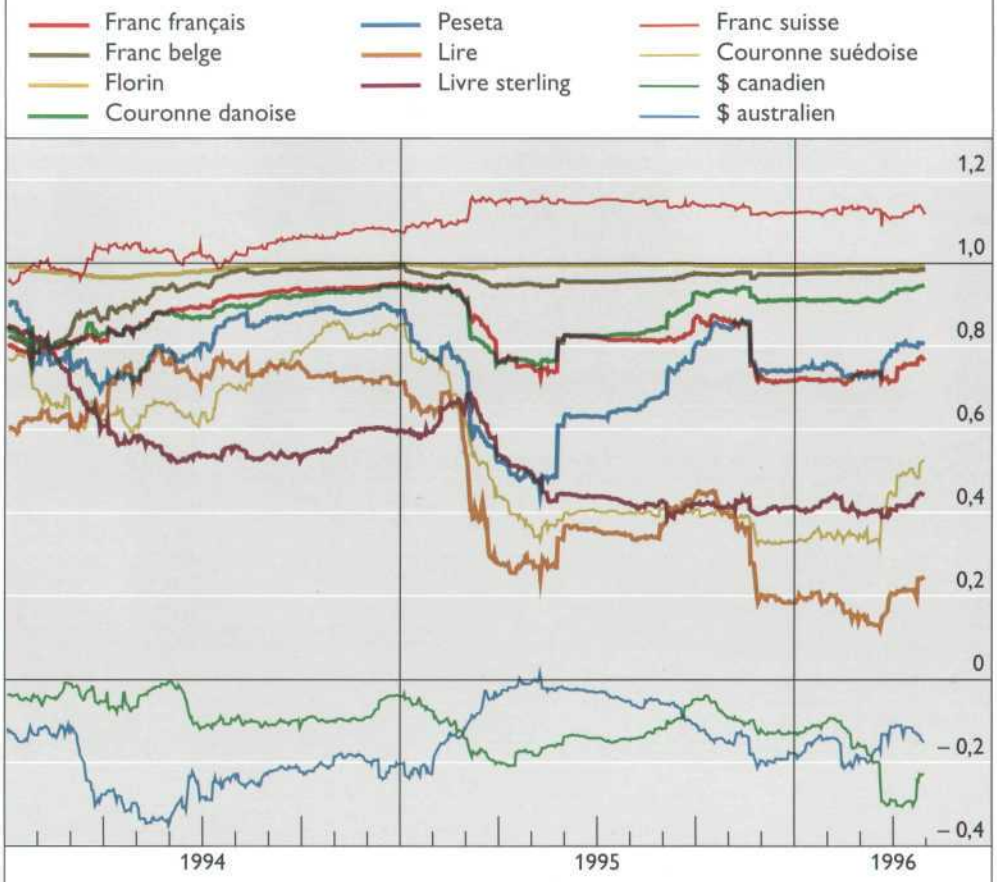
* Pour le franc suisse et la couronne suédoise, cours d'août 1992 = 100.

Graphique VI.8

La sensibilité des monnaies des principaux partenaires commerciaux de l'Allemagne et des États-Unis aux fluctuations du cours mark/dollar a une influence sur l'économie des deux pays. Ainsi, en raison de la baisse de sensibilité des monnaies européennes, le mark s'est plus apprécié en termes effectifs au début de 1995 que ne le laissait prévoir sa progression face au dollar. Cette vigueur du change a particulièrement pesé sur les industries exportatrices allemandes en fin d'année et contribué aux réductions d'investissements et aux licenciements auxquels elles ont rapidement procédé (chapitre II).

En ce qui concerne l'économie des États-Unis, la tendance – pas toujours perceptible – du dollar canadien à se déprécier contre dollar EU lorsque celui-ci recule face au mark a un *effet stabilisateur* sur la valeur effective de la monnaie américaine. Ainsi, la baisse des prix des biens canadiens compense, dans une certaine mesure, le renchérissement des produits européens et atténue l'incidence de la faiblesse du dollar EU sur les prix et l'activité aux États-Unis. Du point de vue du Canada, cet automatisme peut se révéler moins favorable. Au début de 1995, par exemple, la Banque du Canada a dû augmenter les taux d'intérêt à court terme pour enrayer le repli de sa monnaie vis-à-vis d'un dollar américain lui-même déprimé.

Sensibilité des cours de change aux fluctuations du mark allemand par rapport au dollar EU



Chaque point représente une estimation de l'élasticité calculée comme paramètre (β) de la régression $\log X_t - \log X_{t-1} = \alpha + \beta(\log(DM/\$)_t - \log(DM/\$)_{t-1})$ entre la période courante de 125 jours ouvrés et la précédente. Par définition, la sensibilité du cours DM/$ à lui-même est égale à l'unité et celle du dollar EU à zéro. Graphique VI.9

Les fluctuations de change en Europe peuvent affecter le dollar

Les forces à l'origine de ces corrélations sur les changes ne s'exercent toutefois pas à sens unique. Le mois de mars 1995 pourrait, selon certains, servir comme exemple de période durant laquelle les tensions induites par le dollar EU ont ébranlé les liens entre monnaies européennes. Réciproquement, comme l'a fait entrevoir le commentaire ci-dessus, les événements de septembre en Europe semblent avoir nui au dollar en interrompant son redressement. Autre argument à l'appui de cette interprétation: la décote du cours de marché de l'Écu par rapport à la somme des cours des monnaies constituant son panier s'est nettement creusée en septembre dernier, indice de tensions en Europe.

Des mesures de politique économique ont également contribué au rétablissement des monnaies européennes face au mark. Ainsi, les banques centrales italienne, suédoise et espagnole ont continué de relever les taux courts, même après les tensions de mars 1995, et n'ont pas totalement suivi les réductions pratiquées par la Bundesbank, en fin d'année, ce qui a soutenu leur monnaie (chapitre IV). La lire italienne et la couronne suédoise ont, en outre, bénéficié de mesures visant à réduire le déficit budgétaire.

Évolution propre à l'Europe

Le franc français affecté par les événements politiques et les grèves de 1995 ...

Le comportement du *franc français* par rapport au mark a reflété non seulement ces tensions communes en mars et septembre, mais aussi, à d'autres moments, des événements d'ordre politique en France. En avril–mai, à l'approche des élections présidentielles, le franc a été soumis à des pressions, de sorte que les anticipations de change sont devenues très dispersées (graphique VI.10), malgré le niveau élevé des taux du marché monétaire. Après les tensions de fin septembre, il a encore souffert, en octobre, de l'opposition parlementaire et populaire à la réforme de la Sécurité sociale, et les opérateurs ont négocié la volatilité à des niveaux rappelant ceux d'avant les élections. Il n'a guère été éprouvé par les grèves de décembre, qui ont, néanmoins, fait largement diverger les anticipations du marché concernant son cours futur. Pendant les mois suivants, il a regagné du terrain face au mark, réintégrant la bande de ±2,25% autour de son cours pivot et retrouvant sa valeur moyenne du premier semestre de 1993.

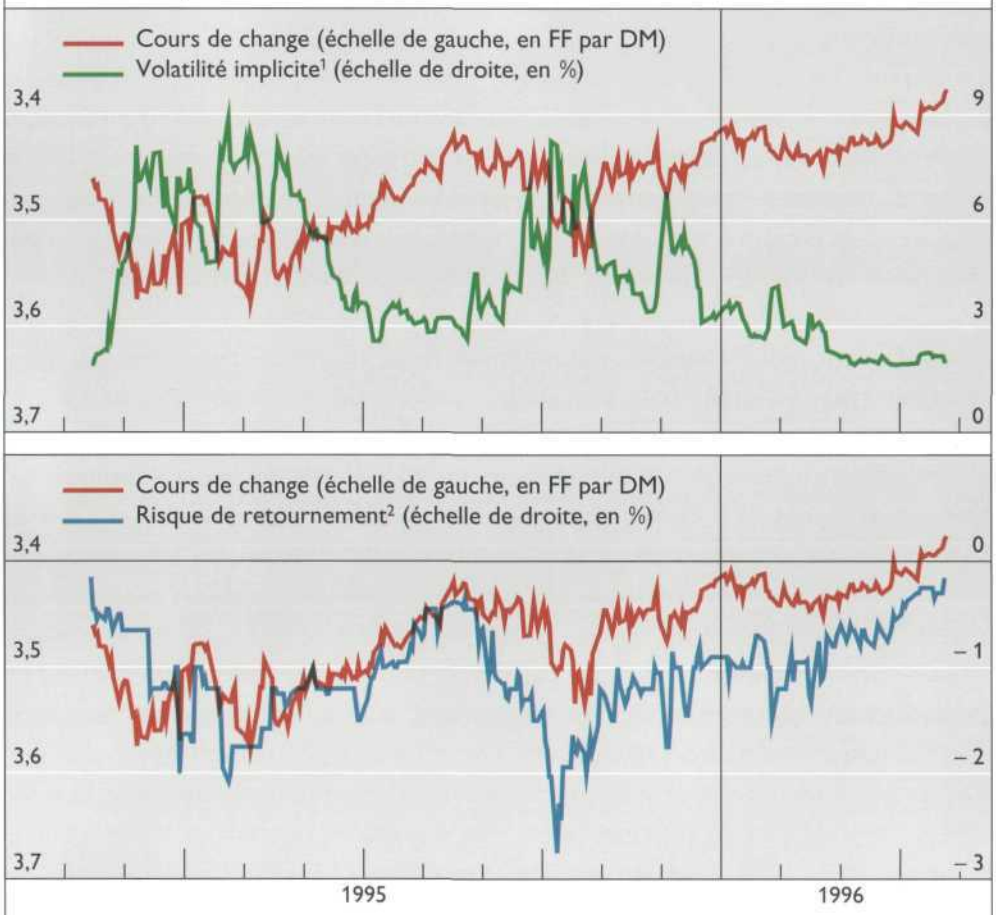
... se redresse en 1996 ...

... ce qui calme les marchés

À en juger par ces développements, le cours franc français/mark semble représenter un cas particulier de la relation entre cours de change au comptant, volatilité et risque de retournement, décrite précédemment au sujet des couples yen/dollar et mark/dollar. Comme pour les relations avec la monnaie américaine, le risque de retournement semble, pour le franc, suivre l'évolution du cours au comptant. À l'opposé de ce qui se passe pour le couple dollar/mark, cependant, les opérateurs manifestent une grande incertitude quant à la valeur future du franc uniquement quand il se déprécie vis-à-vis du mark, et non lorsqu'il s'apprécie. En outre, ils sont toujours disposés à payer plus pour des options avantageuses en cas de forte dépréciation du franc que pour celles qui le sont dans l'hypothèse inverse, et beaucoup plus encore si le franc est faible (alors que, pour les autres couples de monnaies, la valeur du risque de retournement est tantôt positive, tantôt négative).

La remarquable remontée de la *lire italienne* par rapport aux niveaux extrêmement bas du printemps de 1995 face au mark a marqué le pas en mai, puis en septembre. En mai, la monnaie italienne a payé le prix des incertitudes

Franc français et mark allemand



[1] À un mois, à parité. [2] La valeur constamment négative indique une tendance constante au renforcement du mark allemand.

Sources: National Westminster Bank Plc et BRI. Graphique VI.10

politiques et des craintes inflationnistes héritées de sa dépréciation. Elle s'est remise à progresser en juin, ce qui a permis d'évoquer, en Italie, son retour dans le MCE. Fin septembre, toutefois, elle s'est trouvée au centre des discussions sur l'union monétaire et a perdu en cinq semaines plus de 7% par rapport au mark. À en juger d'après le risque de retournement, les opérateurs sont passés de perspectives exceptionnellement équilibrées, à la mi-septembre, à l'appréhension générale d'une nouvelle et importante dépréciation de la lire. À partir de novembre, celle-ci a eu tendance à se renforcer vis-à-vis du mark et, comme on l'a vu pour le franc français, l'incertitude concernant son cours futur (mesurée par la volatilité) s'est progressivement estompée. La fermeté de la lire depuis les élections d'avril a relancé le débat sur sa réintégration dans le MCE.

Redressement irrégulier de la lire italienne, qui s'apprécie fortement après les élections législatives

Ces dernières années, les opérateurs ont fréquemment souligné la relation particulièrement étroite entre la *livre sterling* et le dollar EU. En effet, ils ont appliqué une stratégie en vogue, connue sous le nom de «câble stable», revenant à considérer que le cours sterling/dollar se révélerait plus stable que ne l'indiquaient les prix des options. Or, malgré sa récente affinité avec le dollar (graphique VI.9), la livre, contrairement à celui-ci et aux autres monnaies européennes, n'est pas remontée vis-à-vis du mark à l'été de 1995. Elle a même

La livre sterling varie peu ...

touché des creux absolus à la fois face à la monnaie allemande et en termes effectifs, après la réunion de politique monétaire entre le Trésor et la Banque d'Angleterre, en mai, et avant la présentation du budget au Parlement, en novembre. Ces coïncidences révèlent les préoccupations des opérateurs quant au dosage des politiques à l'approche des élections législatives.

… et le franc suisse demeure ferme

Comme la livre, le *franc suisse* a eu un comportement inhabituel durant la période sous revue. Malgré la reprise du dollar, il est demeuré ferme face au mark allemand. Les incertitudes concernant l'avenir de l'union monétaire européenne ont fait monter son cours, en dépit de la baisse des taux d'intérêt, déjà peu élevés.

Sentiment du marché concernant l'union monétaire européenne

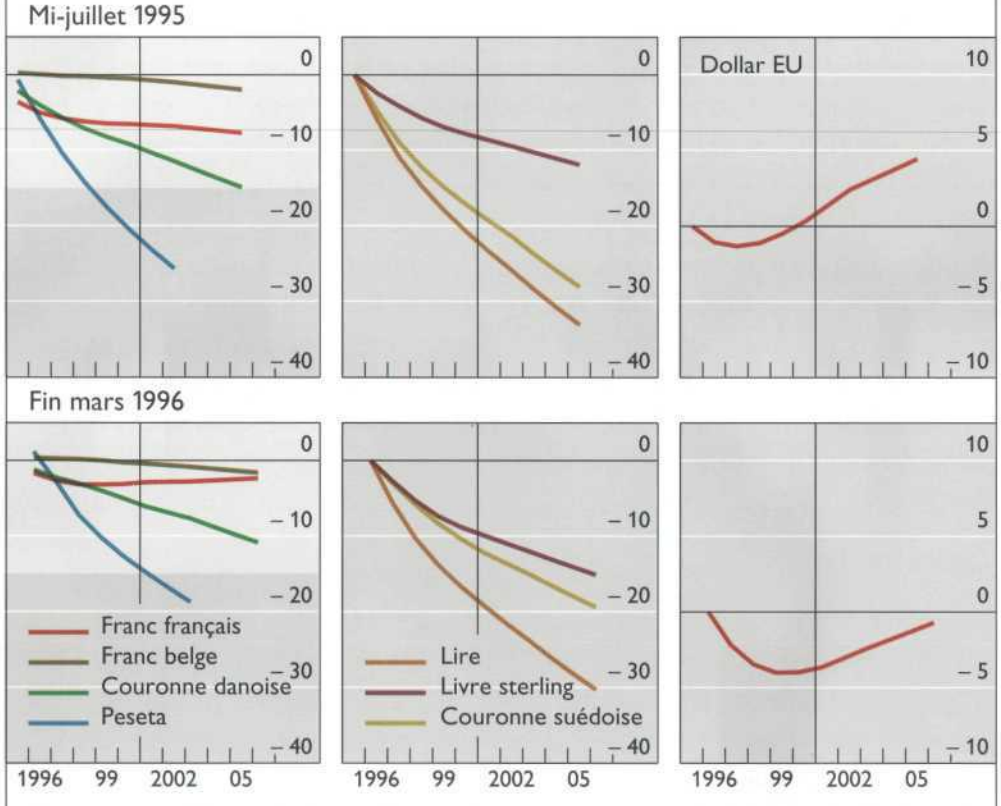
Les indicateurs de marché penchent pour l'union monétaire

Dans une perspective plus lointaine, les opérateurs ne peuvent manquer de s'interroger à propos du futur de l'union monétaire européenne et des pays susceptibles de participer à la monnaie unique. Sur les marchés dérivés, les rendements des contrats d'échange de taux pour des échéances diverses et dans des monnaies différentes constituent un bon indicateur du sentiment des opérateurs. Évidemment, les événements peuvent, et c'est souvent le cas, infirmer ces anticipations.

Les cours de change à terme induits (calculés pour des échéances dépassant de loin celles qui sont activement négociées sur le marché) montrent que

Cours de change à terme par rapport au mark allemand

Variation en %



Cours à terme: différentiels de taux des eurodépôts à un an et, pour les horizons plus lointains, de rendement (médian) des contrats d'échange de taux d'intérêt.

Sources: Reuter et calculs BRI. Graphique VI.11

certaines monnaies européennes resteront assez stables vis-à-vis du mark (graphique VI.11). Pour les monnaies du MCE, la variation initiale de cours (en pourcentage) correspond à l'écart avec le cours pivot au moment envisagé. En juillet 1995 et mars 1996, les cours à terme du franc français, du franc belge et de la couronne danoise s'inscrivent, pour toutes les échéances jusqu'à dix ans, nettement à l'intérieur de la bande de ±15% autorisée (de même pour le schilling autrichien et le florin néerlandais, qui n'apparaissent pas sur le graphique). Plus intéressant encore, ces cours induits révèlent que le franc français et le franc belge ne varieraient guère par rapport au mark. Une telle stabilité ne se retrouve pour aucune des monnaies européennes hors MCE.

Les cours de change à terme du dollar contre mark indiquent une dépréciation pendant deux ou trois ans, suivie d'une inflexion et d'une remontée. Ce schéma est conforme au profil de la courbe des taux d'intérêt américains, située d'abord au-dessus de la courbe allemande, puis au-dessous pour les échéances les plus lointaines. Plusieurs raisons ont été avancées pour expliquer cette évolution. La plus courante est qu'elle serait due à des tensions haussières sur les rendements obligataires longs en Allemagne, dans la perspective de l'union monétaire. D'autres analyses invoquent la réticence bien connue des investisseurs allemands à l'égard des actifs à faible rendement nominal et, au moins implicitement, l'insuffisance des achats étrangers d'obligations allemandes qui pourraient compenser cette tendance.

Dollar canadien

Le référendum au Québec a pour principal effet d'accroître l'incertitude

Après les tensions de mars 1995, le dollar canadien s'est globalement apprécié vis-à-vis du dollar EU, tandis que celui-ci se renforçait face au mark. Ce mouvement d'ensemble confirme la tendance de cette monnaie, ainsi que du dollar australien, à amplifier les fluctuations du dollar EU contre mark (graphique VI.9). Le dollar canadien a souffert en septembre, non seulement, comme le dollar EU, des répercussions des tensions en Europe, mais aussi de l'annonce du référendum sur l'indépendance du Québec. Jusqu'au vote, en octobre, il ne s'est guère affaibli – son fléchissement (à 1,37 contre dollar EU) a été modéré par comparaison avec sa chute du début de l'année –, les anticipations devenant toutefois extrêmement dispersées. L'événement politique a donc eu une incidence limitée sur son cours futur, mais importante sur la conviction des opérateurs, ce qui n'est pas sans rappeler l'effet qu'ont exercé sur le franc les grèves de décembre en France.

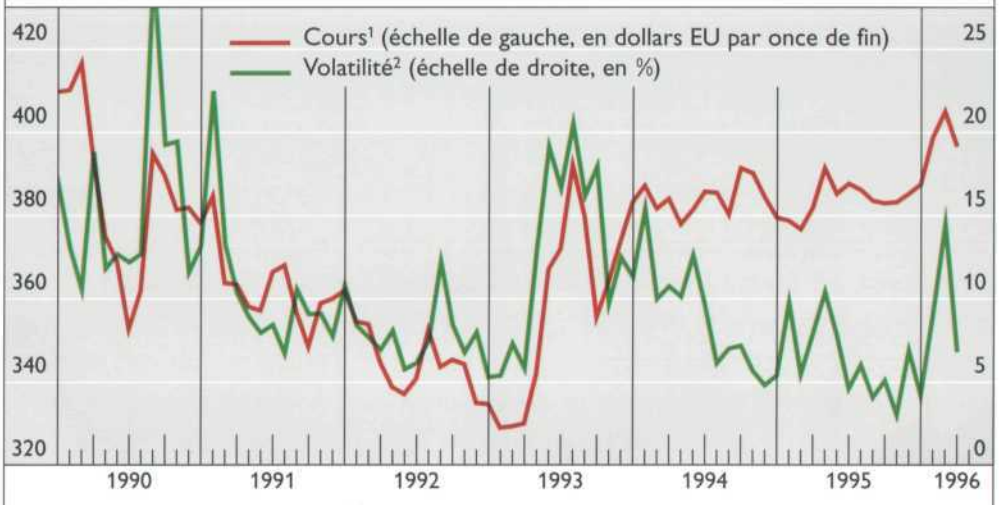
Cours de l'or

Le cours de l'or varie de façon désordonnée lorsqu'il dépasse $400 l'once

Après être demeuré pendant plusieurs années à l'intérieur d'une fourchette assez étroite, le cours de l'or a dépassé $400 l'once au début de 1996 (graphique VI.12). Sa stabilité en 1994 et 1995 a notamment résulté des opérations de couverture (ventes à terme et à découvert) auxquelles ont judicieusement procédé les producteurs: chaque fois que le métal précieux se mettait à augmenter, ils assuraient leurs gains. La multiplication de ces opérations peut expliquer en partie l'extraordinaire hausse du taux des prêts d'or vers la fin de l'exercice 1995/96; quand les prêteurs, comme à l'accoutumée, ont réduit leurs positions en fin

Or: cours et volatilité

Moyenne mensuelle



[1] Cotation du matin à Londres. [2] Écart type annualisé des variations journalières, en %.

Graphique VI.12

d'année financière, les vendeurs qui avaient besoin d'emprunter de l'or pour exécuter leurs transactions à découvert ont dû payer des primes élevées.

Au début de 1996, lorsque des achats d'ordre spéculatif ont fait progresser le cours au-delà de sa fourchette récente, certains producteurs ont réduit leurs opérations de couverture, permettant à leurs actionnaires de réaliser plus rapidement des bénéfices en présence d'une hausse substantielle. Comme on l'a observé pour les monnaies, la sortie de la fourchette de fluctuation habituelle s'est accompagnée d'une augmentation de volatilité (mesurée cette fois par les variations effectives du cours et non en termes implicites). Ces derniers temps, le cours s'est stabilisé à moins de $400 l'once, dans un marché calme.

VII. Mouvements de capitaux et systèmes financiers dans les marchés émergents

Faits saillants

En 1995, les flux de capitaux officiels à destination des pays en développement ont atteint un niveau inégalé depuis de nombreuses années. Confronté à une grave crise financière, le Mexique a reçu une aide extérieure d'une ampleur sans précédent. Une politique interne rigoureuse lui a finalement permis de retrouver l'accès aux marchés internationaux des capitaux; néanmoins, les primes de risque sont restées obstinément élevées et ne sont revenues à leurs niveaux d'avant la crise qu'au début de 1996. L'Argentine a, elle aussi, bénéficié de ressources officielles importantes.

Les apports de fonds privés à ces deux pays ont diminué, malgré l'augmentation sensible des émissions d'obligations internationales effectuées par des emprunteurs souverains et le secteur public. Toutefois, les répercussions de la crise du peso sur les marchés financiers des autres pays en développement n'ont été que de courte durée. Après avoir chuté au premier trimestre de 1995, les flux globaux de capitaux privés vers l'Asie et le Brésil ont repris. Les réserves internationales des pays en développement se sont fortement accrues.

La crise mexicaine n'a donc eu qu'un effet passager sur les flux de capitaux internationaux, mais elle a mis en évidence les faiblesses des systèmes bancaires de nombreux pays d'Amérique latine. Ce faisant, elle a appelé l'attention sur les risques inhérents aux fragilités structurelles et, en particulier, sur la nécessité d'établir des systèmes financiers solides. Il était difficilement imaginable, il y a seulement dix ans, que la libéralisation et l'internationalisation des systèmes financiers puissent se faire aussi rapidement et avec une telle ampleur dans les économies émergentes. Les marchés des titres, auparavant inexistants ou, tout au plus, rudimentaires, se sont à la fois élargis et approfondis. Dans le même temps, le volume du crédit bancaire a fortement augmenté, mettant parfois à rude épreuve les mécanismes de surveillance prudentielle.

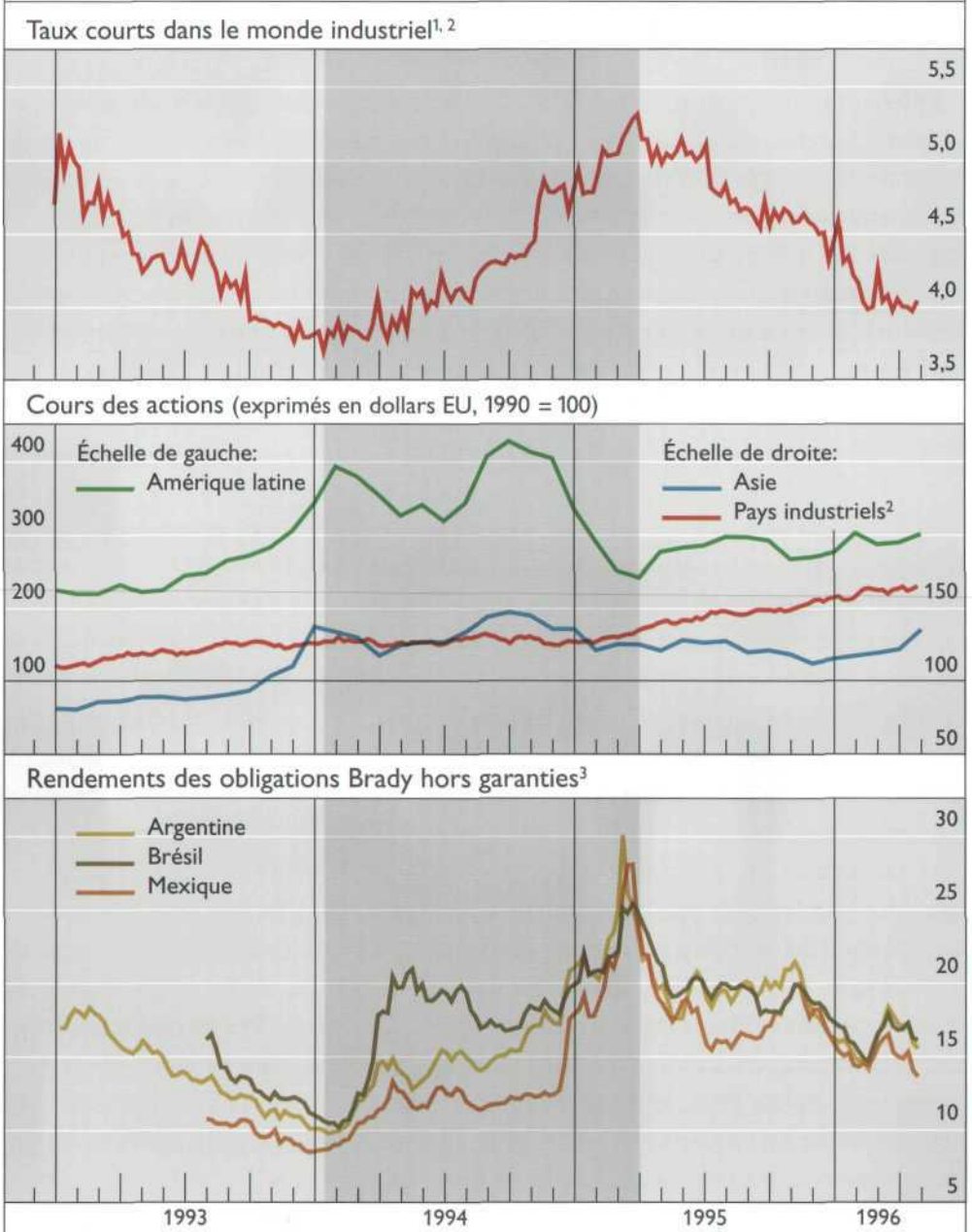
Dans un certain nombre de pays, les banques se heurtent actuellement à des difficultés latentes ou manifestes. Les autorités ont compris que les mesures prises à cet égard pourraient avoir d'importantes incidences macroéconomiques dans les années à venir. C'est pourquoi les difficultés actuelles sont traitées plus efficacement que ne l'avaient été bon nombre des problèmes analogues au cours des années 70 et 80. Dans la plupart des pays, les politiques macroéconomiques sont maintenant axées sur la stabilité, et les réformes qui ont conduit à la libéralisation financière ont rarement été remises en cause. Si cette orientation est maintenue, il y a lieu d'envisager avec un optimisme prudent l'évolution des systèmes financiers dans les marchés émergents.

Mouvements de capitaux après la crise mexicaine

Au début de 1995, retraits massifs de capitaux d'Amérique latine ...

La crise du peso au Mexique a provoqué un reflux de capitaux hors des pays en développement dans les premiers mois de 1995. Les ventes massives et généralisées de titres des marchés émergents ont exercé une pression à la baisse sur le change et pesé sur les cours des actions et obligations. Le brusque revirement du sentiment des opérateurs s'est traduit par une forte hausse du rendement des obligations Brady, comme le montre le graphique VII.1. Le

Taux d'intérêt dans les pays industriels et cours des actifs financiers dans les marchés émergents



[1] Au jour le jour. [2] Moyenne pondérée: États-Unis, Japon, Allemagne, France et Royaume-Uni. [3] Obligations au pair, hors garanties du Trésor des États-Unis sur principal et intérêts.

Sources: Société financière internationale; J.P. Morgan; données nationales. Graphique VII.1

Mexique a éprouvé des difficultés à stabiliser son nouveau cours de change flottant, dont les accès de faiblesse ont amené les autorités à relever à plusieurs reprises les taux d'intérêt en début d'année (ces faits sont décrits plus en détail au chapitre III). La très vive progression des taux courts en Argentine et au Brésil n'a pu empêcher l'effondrement des réserves au premier trimestre.

... et de la plupart des pays d'Asie ...

En Asie, la pression sur les changes a d'abord été très marquée, à l'exception notable du dollar de Singapour qui semble avoir profité d'une certaine réorientation des flux de capitaux. Plusieurs banques centrales ont fortement relevé leur taux au jour le jour; elles sont intervenues massivement sur les changes et ont persuadé les banques locales de ne pas accorder de prêts à caractère spéculatif. Ces mesures ont généralement porté leurs fruits et les pressions se sont atténuées.

... puis retour des fonds à la faveur de politiques qui ont restauré la confiance ...

Dans le courant de l'année, le retour des capitaux vers les marchés émergents s'est accéléré, sous l'effet de deux facteurs. Premièrement, une combinaison, à des degrés variables, de l'octroi de prêts officiels, de politiques macroéconomiques rigoureuses (y compris de taux d'intérêt élevés) et de la volonté persistante de libéraliser les marchés financiers a rassuré les investisseurs internationaux et nationaux, ce qui a permis d'enrayer, puis d'inverser, la fuite des capitaux d'Amérique latine. La mise au point, en particulier, d'un important plan de financement extérieur et l'annonce d'un programme de stabilisation au début de mars ont apaisé les craintes quant à la capacité du Mexique d'honorer le service de sa dette à court terme. En outre, en milieu d'année, des organismes du secteur public ont lancé avec succès des émissions d'obligations internationales à deux ans. Après de nouvelles turbulences à l'automne, le peso s'est stabilisé, mais à un niveau nettement inférieur.

En Argentine, les sorties de capitaux ont été stoppées grâce à l'action de plusieurs éléments: resserrement de la politique budgétaire, octroi de crédits officiels importants, émission d'emprunts internationaux par le secteur public et remontée rapide des taux d'intérêt. Au Brésil, les taux d'intérêt très élevés (près de 65% en mars, puis 40% en fin d'année), conjugués à la baisse graduelle du change, ont provoqué un afflux de capitaux, malgré un nouveau durcissement des restrictions sur les entrées de fonds. Les réserves officielles ont augmenté de près de $20 milliards entre avril et décembre 1995 et ont encore fortement progressé au début de 1996.

... et de la baisse des rendements dans les pays industriels

Un second facteur, de caractère plus cyclique, explique la reprise des flux de capitaux vers les pays en développement; il s'agit de la réduction sensible des taux courts dans les grands pays industriels (graphique VII.1). Les marchés des actions d'Amérique latine se sont alors quelque peu raffermis, moins vigoureusement toutefois qu'au moment de la précédente baisse des taux (1993 et début de 1994). Les placements en actions sur les marchés émergents ont cependant repris à partir de la fin de 1995, lorsque les perspectives de nouvelles plus-values sur les actifs financiers dans plusieurs pays développés se sont estompées après la hausse exceptionnelle, durant l'année, de leurs marchés boursiers.

Forte demande de capitaux étrangers en Asie ...

Les entrées de capitaux en Asie ont été stimulées par la persistance d'une croissance vigoureuse. Après le durcissement de la politique monétaire dans plusieurs pays, les hausses des taux d'intérêt ont attiré les placements en instruments à court terme et les dépôts bancaires. En outre, certains projets de

Entrées de capitaux en Asie et Amérique latine

En milliards de dollars EU

	1980–90	1991	1992	1993	1994	1995
	Entrées nettes de capitaux privés					
Total	12,4	50,7	80,9	95,2	70,0	52,6
Chine	1,9[1]	–1,9	11,7	7,8	16,4	– 1,4
Autres pays d'Asie[2]	4,4	24,5	18,3	32,4	22,0	34,7
Brésil	3,8	2,5	9,1	9,9	9,1	32,0
Mexique	1,7	21,0	23,9	30,3	9,7	–15,4
Autres pays d'Amérique latine[3]	0,6	4,6	18,0	14,7	12,9	2,7
	Entrées nettes de capitaux officiels					
Total	12,0	10,2	16,9	10,1	10,4	35,8
Chine	1,2	2,9	5,4	5,6	7,5	6,2
Autres pays d'Asie[2]	5,7	7,2	11,1	3,6	3,1	2,3
Brésil	1,0	–1,4	–0,5	–1,2	– 0,7	– 0,7
Mexique	2,0	2,0	1,7	–0,9	0,3	25,7
Autres pays d'Amérique latine[3]	2,1	–0,5	–0,9	2,9	0,2	2,3
	Accroissement net des réserves					
Total	13,4	52,7	70,0	57,2	43,0	60,2
Chine	2,7[1]	14,1	23,2	1,8	30,5	22,0
Autres pays d'Asie[2]	10,5	23,3	23,9	36,7	21,7	15,0
Brésil	–0,1	–0,4	14,7	8,7	7,2	13,5
Mexique	0,6	8,2	1,2	6,1	–18,9	9,6
Autres pays d'Amérique latine[3]	–0,3	7,6	7,1	4,0	2,5	0,2

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

[1] 1982–90. [2] Corée, Inde, Indonésie, Malaysia, Singapour, Taiwan et Thaïlande. [3] Argentine, Chili, Colombie et Venezuela.

Sources: FMI, *Balance of Payments Statistics*, et Institute of International Finance. Tableau VII.1

construction ont été financés par des émissions obligataires internationales et les investissements directs ont augmenté. Globalement, les entrées nettes de capitaux privés dans les grandes économies asiatiques autres que la Chine (où les emprunts à l'étranger ont été moindres) se sont élevées à $35 milliards. Cependant, comme les déficits courants de ces pays se sont nettement creusés, l'accroissement de leurs réserves internationales a été plus faible que les années précédentes, tant en valeur absolue qu'en proportion des afflux de capitaux. Les réserves de la Chine ont progressé de près de $30 milliards en 1995 et au premier trimestre de 1996.

... et augmentation des emprunts bancaires

La reprise rapide des emprunts bancaires nets a sensiblement modifié la composition des flux de capitaux en 1995. Malgré d'importants remboursements effectués par des entités du Mexique et de plusieurs pays du Golfe producteurs de pétrole, les créances nettes des banques déclarantes BRI sur les pays en développement (à l'exclusion des places franches) ont progressé de $21 milliards

environ, alors qu'en 1994 elles n'avaient guère varié (tableau VIII.3). C'est vis-à-vis de la Corée et de la Thaïlande que l'augmentation a été la plus forte. Une fois passés les premiers effets de la crise mexicaine, les emprunts des pays en développement sur les marchés obligataires internationaux ont également repris. Ces deux tendances sont examinées plus en détail au chapitre VIII.

Stabilité macroéconomique et solidité des systèmes financiers

Les marchés financiers des pays en développement qui ont exercé un plus grand attrait sur les investisseurs dans les années 90 sont encore souvent étroits (gamme restreinte d'instruments) et assez peu actifs (faible volume d'opérations). Dans bien des cas, les entrées de capitaux insuffisamment stérilisées ont accru les liquidités des banques, provoquant une forte expansion du crédit bancaire.

Dans la plupart des pays d'Amérique latine et d'Asie, la libéralisation des systèmes bancaire et financier est relativement récente et incomplète. Après la suppression des réglementations, la mise en place d'une infrastructure financière moderne et d'institutions solides demande du temps. Même dans les pays industriels développés, les réformes se sont accompagnées d'une profonde instabilité des marchés, mettant parfois en difficulté de grandes institutions locales, notamment des banques. Dans des économies en plein développement, le risque de turbulences est encore plus important, même si, selon les critères habituels, les politiques macroéconomiques concourent à la stabilité. Par exemple, l'industrialisation rapide de certains pays asiatiques dans les années 90 a entraîné une forte expansion du secteur du bâtiment, stimulant les emprunts destinés à financer des investissements immobiliers, à l'instar de ce qui s'est passé dans plusieurs pays industriels au cours de la décennie précédente. En raison de l'évolution très changeante de la structure des prix relatifs (y compris des prix des actifs), il est plus difficile, pour le système financier, d'évaluer correctement les risques. Dans divers pays en développement, cette difficulté a été accentuée par des politiques budgétaire et monétaire déstabilisatrices.

Des systèmes financiers solides favorisent la stabilité macroéconomique ...

Stabilité macroéconomique et solidité systémique sont interdépendantes. D'une part, la solidité du système financier permet de poursuivre des politiques qui contribuent à la stabilité macroéconomique. Or, elle suppose l'existence d'un marché financier actif, pouvant favoriser la mise en œuvre harmonieuse de la politique monétaire, et d'un système bancaire sain, facilitant le resserrement monétaire lorsque cela est nécessaire pour assurer la stabilité à long terme. Cette interdépendance a été mise en évidence récemment dans certains pays. Ainsi, les déficiences des systèmes bancaires brésilien et mexicain ont automatiquement accru les risques liés à la hausse des taux d'intérêt, augmentant le coût à court terme des mesures de stabilisation requises.

... et vice versa

D'autre part, la stabilité macroéconomique réduit le risque systémique. À en juger d'après l'expérience de différents pays, quatre déterminants de la stabilité macroéconomique ont une grande influence sur la solidité du système financier, à savoir: situation budgétaire, taux d'épargne privée, inflation et change.

Le maintien d'une position budgétaire équilibrée peut aider à résoudre certains des problèmes macroéconomiques généralement liés à l'instauration

Facteurs de stabilité macroéconomique: discipline budgétaire ...

d'un système financier solide et ouvert. L'augmentation de l'épargne des administrations publiques peut compenser la baisse de l'épargne privée, qui résulte en général du brusque gonflement de la demande de crédit consécutif à la suppression des contrôles directs. Cela peut limiter le risque de hausse des prix des biens et, surtout, des actifs, souvent associé à la déréglementation. Des déficits modestes peuvent aussi aider à réduire la volatilité des taux d'intérêt, caractéristique de marchés financiers peu actifs et peu développés et autre facteur de fragilité. Enfin, la contraction des déficits budgétaires peut entraîner un repli des taux d'intérêt domestiques, freinant ainsi l'afflux de capitaux à court terme qui accompagne fréquemment les réformes financières. En somme, la discipline budgétaire contribue presque toujours à la stabilité des marchés financiers.

... taux d'épargne privée élevés ...

Pourtant, l'expérience de certains pays d'Amérique latine (et, dernièrement, celle du Mexique) montre clairement qu'en cas de crise financière l'équilibre budgétaire ne saurait suffire pour garantir la stabilité. Il doit être associé à des taux d'épargne privée élevés. Les efforts de longue date poursuivis par divers pays, comme le Chili et quelques pays asiatiques, pour stimuler l'épargne privée (chapitre III) ont eu pour effet important d'encourager le développement des marchés financiers locaux. D'autres pays (dont le Brésil et le Mexique) ont récemment adopté ou proposé des mesures destinées à relancer l'épargne privée.

... faible inflation ...

Une faible inflation peut aussi aider à atténuer la fragilité des structures financières. En période de forte inflation, les revenus sont moins prévisibles et moins stables et l'évolution des prix relatifs est plus difficile à interpréter. Les prêts bancaires comportent plus de risques et l'essor du marché des titres à long terme est entravé. De surcroît, un système financier qui se développe dans un contexte marqué par une inflation chronique s'accommode moins bien d'un environnement plus stable. En procurant des plus-values considérables sur des exigibilités non rémunérées, l'inflation peut inciter des établissements financiers à entrer sur un marché déjà saturé. Lors des précédents épisodes d'hyperinflation en Argentine et au Brésil, les nouvelles banques ont proliféré, parfois en établissant des réseaux de succursales. En outre, les institutions financières ont privilégié les transactions à court terme, préférant les opérations de trésorerie aux prêts. La qualité des actifs du secteur financier en a souffert, en raison de l'atrophie des capacités d'évaluation du crédit.

... et cours de change soutenable

Enfin, un cours de change soutenable peut réduire le risque de crise financière. Les programmes de stabilisation fondés sur le change, qui ont souvent pour résultat de freiner brusquement l'inflation, risquent d'entraîner une surévaluation de la monnaie s'ils sont appliqués trop longtemps. Plus le change se maintient à un niveau irréaliste, plus les ressources financières risquent d'être mal affectées, et plus il est difficile ensuite de faire marche arrière, en particulier si l'inversion des flux de capitaux à court terme impose un ajustement aussi brutal qu'important. D'ailleurs, plusieurs crises financières en Amérique latine ont été provoquées par de soudaines variations de change.

Change flottant ou fixe

La question de savoir si la déréglementation des marchés nécessite aussi un assouplissement du régime de change n'est pas encore tranchée. Bien souvent, un change fixe amène les résidents à prendre des risques inconsidérés, en

s'endettant en devises pour profiter du faible niveau des taux d'intérêt internationaux. Un change flottant peut les en dissuader. Il peut aussi aider à absorber les chocs exogènes, tels que modifications des termes de l'échange ou revirements des flux de capitaux, sans transférer tout le poids de l'ajustement sur les taux d'intérêt domestiques. En revanche, il s'est souvent avéré qu'un change stable, soutenu ouvertement par les autorités, était pour les marchés un signe important de leur attachement à la stabilité, en particulier si la réorientation des politiques est relativement récente. C'est pour cette raison que la plupart des pays en développement qui disposent de réserves suffisantes contrôlent assez étroitement l'évolution de leur monnaie. Certains ont défini, à cet effet, une bande de fluctuation annoncée à l'avance, qui permet de fixer les anticipations, tout en ménageant une marge d'ajustement en termes réels.

Marchés des titres

L'expansion des marchés financiers ...

Comme dans les pays industriels, l'intermédiation par le biais des marchés financiers a pris de l'importance par rapport à l'intermédiation bancaire. Le tableau VII.2 montre la forte augmentation depuis 1990 de la valeur des titres en circulation (en % du PIB) sur les principaux marchés émergents. Dans plusieurs

Marchés des titres

En % du PIB, sauf indication contraire

	Encours[1]		*Actions*				*Obligations*		
	1990	1994	Capitalisation		Indice de concentration[2]	Activité[3]	Capitalisation		Activité[3]
			1990	1995			1990	1994	
Inde	35,0	93,4	12,6	56,9	6,2	24,1	18,5	22,4	57,5
Asie de l'Est									
Corée	91,4	105,4	44,0	40,2	12,8	171,6	19,7	24,1[4]	43,0
Indonésie	13,5	32,6	7,6	33,9	35,4	29,4	1,6	6,0	10,0
Malaysia	196,5	352,6	113,8	265,0	13,6	62,3	59,9	51,2	32,6
Taiwan	83,2	134,7	62,3	74,0	23,4	353,5	5,6	13,6	1840,0
Thaïlande	37,8	113,8	27,9	85,4	28,0	60,9	9,8[5]	7,0[5]	4,0
Amérique latine									
Argentine	9,4	30,4[6]	2,4	13,4	47,7	28,1	7,0	18,3[6]	600,0[6]
Brésil	11,9	66,6	3,7	26,2	77,6	83,4			
Chili	54,5	155,8	44,9	109,4	57,7	9,5	9,6	18,4	275,4
Colombie	22,8	34,4	3,5	23,9	52,5	17,8	1,6	4,9	
Mexique	44,6	73,9	14,1	36,3	56,4	46,5	8,7	2,9	32,9
Venezuela	22,4	18,2	17,2	4,9	80,7	20,2	5,2	11,1	
États-Unis	*203,7*	*244,5*	*56,3*	*94,7*	*7,4*	*69,7*	*108,3*	*123,4*	*1 460,0*[5]
Japon	*189,5*	*178,2*	*99,5*	*72,1*	*13,2*	*32,4*	*78,0*	*88,4*	*250,0*[5]
Allemagne	*88,9*	*132,7*	*21,6*	*23,9*	*61,9*	*97,8*	*70,1*	*85,6*	*2 120,0*[5]

[1] Selon le cas, instruments à court terme du marché monétaire, obligations d'État, obligations de sociétés et actions; cours du marché. [2] Part (en %) des dix actions les plus négociées dans la valeur totale des transactions en 1994. États-Unis et Japon: part dans le volume total. [3] Valeur totale négociée, en % de la capitalisation moyenne en 1994. [4] 1995. [5] Obligations d'État uniquement. [6] 1993.

Tableau VII.2

Volatilité du cours de change, des taux d'intérêt et des cours des actions

	Cours de change[1]		Taux d'intérêt[2]				Cours des actions[3]	
			Jour le jour		À trois mois			
	1986–90	1991–95	1986–90	1991–95	1986–90	1991–95	1986–90	1991–95
	Écart type de la variation d'un mois sur l'autre							
Chine	3,4	4,3			0,5	0,3		21,6
Inde	1,3	3,2	2,6	5,2			8,9	10,4
Corée	0,8	0,6	0,9	1,3	0,0	0,2	8,9	7,7
Hong-Kong	0,1	0,2	2,4	1,4	0,8	0,5	8,8	7,6
Singapour	1,2	1,0	2,5	1,1	0,5	0,5	7,3	4,1
Taiwan	1,6	1,2	1,7	0,9			17,8	11,2
Indonésie	3,9	0,2	2,2	2,0	1,6	0,6	10,8	8,6
Malaysia	1,0	1,4	1,2	0,3	0,4	0,2	8,6	7,0
Thaïlande	0,6	0,5	1,2	2,5	0,5	0,7	9,3	8,8
Argentine	18,8	5,3	∞	27,2	∞	23,3	31,7	17,6
Brésil	10,5	11,2	∞	∞			22,9	16,2
Chili	1,3	1,8			0,6	0,2	8,3	8,1
Colombie	0,3	2,2			0,9	1,8	6,4	11,5
Mexique	3,7	5,8			12,2	5,8	15,9	10,8
Venezuela	10,0	7,1			2,9	5,1	13,7	13,3
France	*0,7*	*0,7*	*0,4*	*0,8*	*0,3*	*0,6*	*4,6*	*4,0*
Italie	*0,7*	*2,8*	*0,6*	*0,9*	*0,7*	*0,8*	*7,6*	*6,0*
Royaume-Uni	*2,4*	*2,1*	*0,6*	*0,4*	*0,6*	*0,4*	*5,5*	*3,4*

Le signe ∞ désigne une valeur supérieure à 1 000.

[1] Vis-à-vis du dollar EU (pays à marché émergent) ou du mark allemand (Europe). [2] Chine: taux des dépôts à un an; Taiwan, avant novembre 1994: moyenne pondérée de six taux du marché monétaire allant du jour le jour à six mois; Chili: taux d'intérêt réel selon la définition officielle. [3] Exprimés en dollars EU.

Tableau VII.3

pays asiatiques, ce ratio est proche de ceux de certains grands pays industriels. En Amérique latine, le rôle des banques dans l'intermédiation financière reste très marqué (tableau VII.5).

... peut aider les banques

La titrisation peut avoir pour effet d'exposer les banques à la concurrence, mais elle peut aussi aider à consolider le système bancaire et à accroître sa capacité de résistance. Les marchés financiers peuvent répartir les risques, jusque-là concentrés sur les banques: par exemple, le fait que les sociétés immobilières ont eu davantage recours au financement en fonds propres a contribué à abaisser le ratio dette/valeur des prêts immobiliers consentis par les établissements bancaires. À Hong-Kong, ce facteur, conjugué à la titrisation des hypothèques, les a mis à l'abri d'une baisse des prix de l'immobilier. En outre, des marchés obligataires développés offrant des échéances plus longues peuvent aider les banques à réduire l'asymétrie des échéances dans leur bilan. Enfin, les marchés des titres peuvent mieux leur permettre d'évaluer le risque.

Marchés monétaires

Des *marchés monétaires* relativement liquides ont commencé à apparaître dans un certain nombre de pays lorsque les taux courts sont devenus plus sensibles aux conditions du marché, après la suppression des contrôles. Les taux

ont tendance à y être beaucoup plus volatils que sur ceux des pays industriels (tableau VII.3), ce qui tient autant à l'instabilité de l'environnement macroéconomique qu'à l'exiguïté du marché. Il arrive aussi que ces marchés soient dominés par les grandes banques nationales, qui agissent parfois de façon collusoire. Quoi qu'il en soit, la participation des investisseurs étrangers s'y est sensiblement accrue ces dernières années.

Marchés obligataires

Les *marchés obligataires* sont encore assez modestes dans de nombreux pays en développement. Dans bien des cas, l'insuffisance de l'infrastructure et le niveau élevé des coûts d'émission ont amené les sociétés à effectuer leurs emprunts par voie privée ou sur le marché international plutôt que sur le marché intérieur. Les marchés existants manquent encore de liquidité, souvent parce que les obligations sont conservées jusqu'à l'échéance par les institutions financières nationales qui sont tenues de les souscrire. C'est en Asie qu'ils sont le plus étoffés, en particulier en Corée, à Hong-Kong, en Malaysia et à Singapour. Toutes choses étant égales par ailleurs, ceux qui sont ouverts aux investisseurs étrangers ont tendance à être plus liquides. Pour encourager le développement des marchés obligataires, les autorités ont notamment mis en place des systèmes de compensation fiables et d'un bon rapport coût/efficacité, tandis que des organismes de notation indépendants ont été créés pour fournir des renseignements sur la solvabilité des emprunteurs. Cependant, même quand les conditions sont favorables, cette évolution n'est pas spontanée. Dans les pays industriels comme dans le monde en développement, les banques centrales se sont souvent efforcées d'encourager l'activité de teneurs de marché. Dans plusieurs pays, les autorités ont tenté de stimuler les transactions sur un titre de référence, parfois en achetant les instruments peu liquides et en effectuant une émission standard.

Dans les pays industriels, une importante fonction du marché des obligations d'État est de procurer aux banques des titres sûrs et liquides. En l'absence de tels titres, les banques des pays en développement ont tendance à concentrer leurs actifs sur les prêts, ce qui réduit leur marge de sécurité en cas de diminution des dépôts.

Marchés des actions

Les *marchés des actions* se sont développés plus rapidement et, dans de nombreux pays, le ratio capitalisation/PIB est proche des valeurs moyennes enregistrées dans les pays industriels (tableau VII.2). Toutefois, dans plusieurs cas, le volume des transactions est encore assez faible et les opérations sont concentrées sur les titres de quelques grandes sociétés. De plus, les cours sont beaucoup plus volatils que dans les pays industriels, en particulier en Amérique latine. Il est cependant significatif que, dans tous les pays cités dans le tableau, sauf deux, cette volatilité a diminué entre 1991 et 1995 par rapport à 1986–90. Cela tend à prouver que l'intérêt accru des investisseurs étrangers pour les marchés émergents depuis le début des années 90 n'a pas nécessairement accentué la volatilité; il semble même, au contraire, que l'élargissement de la gamme des investisseurs ait contribué à leur stabilisation.

Obligations Brady

Le développement du marché des *obligations Brady* a été particulièrement important pour les investisseurs étrangers. L'émission d'un volume considérable de titres libellés en dollars a permis l'apparition d'un marché secondaire actif et

liquide, qui s'est révélé être, au cours des dernières années, un bon indicateur de l'évolution de l'opinion des marchés financiers sur tel ou tel pays. En aidant à évaluer le risque-pays, cela a fourni aux investisseurs un mécanisme de couverture: par exemple, l'achat de titres au comptant peut être combiné à une option de vente d'obligations Brady.

Produits dérivés

Avec le passage à des cours de change et des taux d'intérêt déterminés par le marché, la gestion et le négoce du risque ont pris une importance cruciale. Cette évolution explique l'extension rapide, pendant l'année, de nouveaux instruments dérivés négociés sur les marchés organisés. Les contrats sur dérivés lancés dans les principales Bourses américaines sont particulièrement intéressants pour les investisseurs, car ils leur fournissent des produits de couverture extraterritoriaux moins soumis que les instruments locaux aux risques politiques, comme l'imposition d'un contrôle des changes. Le négoce de contrats à terme sur le peso mexicain, cotés depuis avril 1995 au Chicago Mercantile Exchange, s'est développé. Des contrats sur un indice mexicain composé de 30 valeurs ainsi que des contrats à terme et options sur obligations Brady mexicaines ont été créés plus récemment. En novembre 1995, des contrats à terme et options sur le real brésilien ont été lancés. Des marchés monétaires et interbancaires à court terme plus actifs ont favorisé le développement d'instruments à terme sur taux d'intérêt négociés de gré à gré ainsi que l'implantation des marchés des options. En fin de compte, ces nouvelles tendances pourraient améliorer encore, avec le temps, la liquidité des marchés au comptant.

Système bancaire et croissance du crédit

Un environnement macroéconomique plus instable ...

Un environnement macroéconomique généralement plus instable que dans les grands pays industriels a accentué les difficultés du secteur bancaire dans les marchés émergents. Le classement des pays en fonction de la volatilité des agrégats bancaires correspond en gros à leur répartition selon la variance du PIB et de l'inflation (tableau VII.4). Pourtant, la variabilité d'une année sur l'autre des dépôts et du crédit bancaires dépasse largement celle du PIB. Même si l'on tient compte de l'amplitude beaucoup plus grande du cycle économique, il apparaît que l'activité bancaire a été de loin la plus instable en Amérique latine (graphique VII.2).

... ne contribue pas à la robustesse des systèmes bancaires

Dans un environnement macroéconomique incertain, les banques éprouvent inévitablement plus de difficultés à évaluer le risque de crédit. Le comportement des emprunteurs en période d'hyperinflation ne donne pas nécessairement une bonne idée de ce que serait leur attitude dans un environnement plus stable. L'instabilité macroéconomique, conjuguée à une forte inflation, a bien souvent provoqué une fuite des capitaux et, par voie de conséquence, une brusque contraction des dépôts et prêts bancaires; cela a été le cas en Argentine et au Venezuela, qui ont enregistré un ratio crédit bancaire/PIB nettement plus faible que d'autres pays se trouvant à un stade de développement analogue. Un programme efficace de stabilisation macroéconomique qui freine l'inflation et garantit la stabilité, au moins à court terme, peut favoriser la reconstitution des dépôts et la reprise des prêts. Il peut s'ensuivre alors une expansion très rapide

Volatilité d'indicateurs macroéconomiques et agrégats bancaires représentatifs[1]

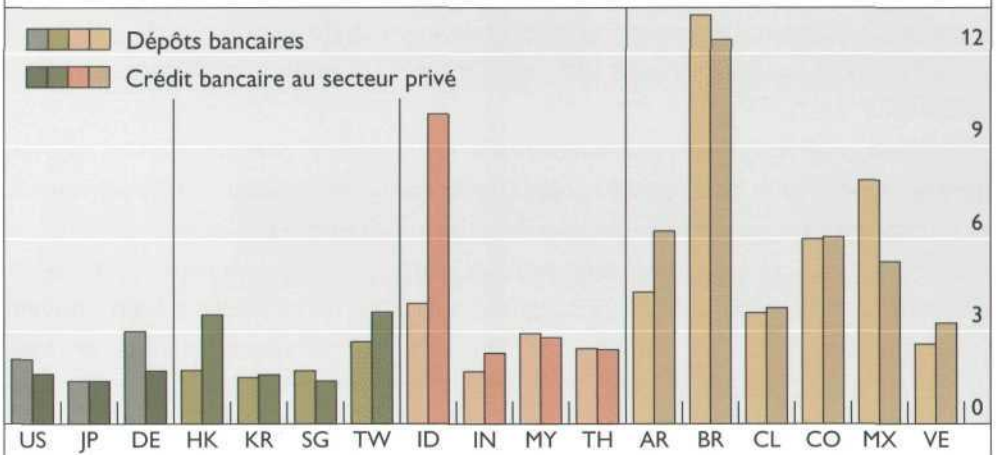
	PIB	Inflation	Dépôts bancaires[2]	Crédit bancaire au secteur privé[2]
Inde	2,0	4,1	3,4	4,6
Corée	3,5	7,2	5,3	5,6
Hong-Kong	3,5	3,1	6,1[3]	12,4[4]
Singapour	3,3	2,6	5,7	4,6
Taiwan	2,4	5,5	6,4	8,7
Indonésie	2,0	3,1	7,8	20,1
Malaysia	3,0	2,4	8,8	8,4
Thaïlande	2,7	4,6	6,6	6,5
Argentine	5,5	888,3	23,5	34,4
Brésil	4,3	918,3	57,0	53,6
Chili	5,8	7,5	20,9	21,8
Colombie	1,5	3,9	9,0	9,1
Mexique	4,2	39,4	33,2	22,1
Venezuela	4,9	21,9	12,7	16,0
États-Unis	*2,1*	*3,1*	*4,4*	*3,4*
Japon	*1,8*	*2,0*	*2,5*	*2,5*
Allemagne	*1,8*	*1,9*	*5,4*	*3,1*

[1] Écart type des variations annuelles (en %) sur la période 1980–95. [2] En % du PIB nominal. [3] 1983–95. [4] Crédit intérieur total; banques agréées uniquement. Tableau VII.4

du crédit, dont il est difficile de savoir si elle est justifiée par la normalisation de la situation ou due à des opérations de prêt hasardeuses.

L'environnement macroéconomique défavorable n'a pas été, cependant, la seule cause des mauvais résultats du système bancaire, qui découlent également d'autres facteurs: carences du cadre institutionnel, pratiques bancaires douteuses,

Volatilité de l'activité bancaire rapportée à celle du PIB



Pour la définition de la volatilité, voir tableau VII.4.
US = États-Unis; JP = Japon; DE = Allemagne; HK = Hong-Kong; KR = Corée; SG = Singapour; TW = Taiwan; ID = Indonésie; IN = Inde; MY = Malaysia; TH = Thaïlande; AR = Argentine; BR = Brésil; CL = Chili; CO = Colombie; MX = Mexique; VE = Venezuela. Graphique VII.2

faiblesse des mécanismes de surveillance prudentielle et difficultés associées inévitablement à la libéralisation du système.

Cadre institutionnel

Bien souvent, la déréglementation des institutions et marchés financiers ne s'est pas accompagnée d'un effort suffisant pour remédier aux carences héritées de l'époque où le secteur était contrôlé et protégé par l'État. Cette insuffisance d'ordre structurel sur deux plans essentiels, l'inefficience des banques et l'inadaptation du cadre juridique, a constitué une importante source de difficultés.

Des banques inefficientes ...

Au début des programmes de libéralisation, les banques, jusque-là protégées par les contrôles et règlements, étaient très souvent inefficientes. Dans de nombreux pays, les grandes banques d'État jouaient depuis toujours un rôle important, voire prépondérant. Comme les prêts étaient dictés par l'État ou répondaient à des impératifs politiques, les banques n'évaluaient pas toujours convenablement le risque de crédit. Elles pouvaient se permettre d'avoir un effectif pléthorique ou trop de succursales. Or, le système bancaire ne peut devenir efficient que si la libéralisation s'accompagne de mesures permettant aux banques les plus compétitives d'absorber et de réformer celles qui ne le sont pas ou encourageant l'implantation de nouveaux établissements pour en évincer d'incompétents.

... souvent trop peu exposées à la concurrence

Malgré la libéralisation, il subsiste fréquemment des restrictions qui font obstacle au processus de prise de contrôle. De plus, de nombreux pays limitent les implantations nouvelles, en particulier de banques étrangères, et la concurrence est entravée par la survivance d'une structure bancaire oligopolistique. La libéralisation n'a pas toujours conduit à une privatisation des banques d'État, qui conservent, dans certains cas, une part importante des actifs du secteur (tableau VII.5). La nécessité de s'assurer de la compétence et de l'honorabilité des acquéreurs a peut-être servi parfois à retarder la privatisation, notamment lorsque les banques étrangères étaient tenues à l'écart ou que l'acquisition par de puissants groupes industriels ou commerciaux était exclue pour ne pas compromettre l'évaluation indépendante du risque de crédit. Il convient d'ajouter également que la privatisation ne modifie en rien la culture interne des anciennes banques d'État si la concurrence ne s'exerce pas dans le secteur.

Les marges d'intérêt nettes varient considérablement ...

Il est difficile de déterminer dans quelle mesure et à quel rythme les réformes ont amélioré l'efficience des services bancaires. La marge d'intérêt nette est un indicateur imparfait du «prix» de l'intermédiation. Bien qu'une comparaison internationale dans ce domaine soit malaisée, il semble possible de classer les banques des marchés émergents en trois grandes catégories:

- centres asiatiques à revenu élevé (Corée, Hong-Kong, Singapour et Taiwan), dont la marge d'intérêt nette moyenne est comprise entre 1½ et 2 points de pourcentage, soit à peine plus qu'en Allemagne et au Japon;
- autres pays d'Asie (Inde, Indonésie, Malaysia et Thaïlande), où elle est comprise entre 3 et 4 points;
- pays d'Amérique latine (sauf Chili et Mexique), où elle est de l'ordre de 8 à 10 points.

Ce schéma global a peu varié au cours des années 90, bien que les marges semblent avoir légèrement diminué en Amérique latine (graphique VII.3).

Il est évidemment impossible d'en tirer une conclusion définitive, car les marges d'intérêt nettes peuvent refléter différents niveaux d'inflation, de risque et d'efficacité. Elles augmentent si l'inflation est forte, en raison des gains sur les exigibilités non rémunérées et des revenus importants tirés des intérêts nominaux sur les actifs. Le risque associé aux prêts varie considérablement d'un pays à l'autre et s'est, sans aucun doute, accru avec la libéralisation. Quoi qu'il en soit, la variation des marges d'intérêt selon les pays reflète celle des coûts d'exploitation en pourcentage des actifs (tableau VII.5); elles sont supérieures dans les pays où ces coûts le sont également. Cette corrélation donne à penser que les différences d'un pays à l'autre sont dues non pas à la diversité des risques encourus, mais à l'efficience plus ou moins grande des systèmes bancaires. En effet, les marges plus substantielles réalisées par les banques exposées à des risques ou une instabilité plus élevés ne renforcent pas la sécurité du système bancaire si elles sont absorbées par des coûts d'exploitation plus lourds.

... en fonction surtout des coûts d'exploitation

Autre problème institutionnel, les réformes ont souvent été entreprises alors que le cadre juridique n'était pas encore adapté à un système financier fondé sur les mécanismes du marché. Les banques ont besoin d'un cadre juridique efficace et, notamment, de procédures rapides pour exercer leur droit de rétention sur les sûretés qu'elles détiennent, celles-ci pouvant évidemment se déprécier, surtout en période de crise: une procédure longue et aléatoire pénalise

Inadaptation du cadre juridique

Indicateurs de la structure du secteur bancaire

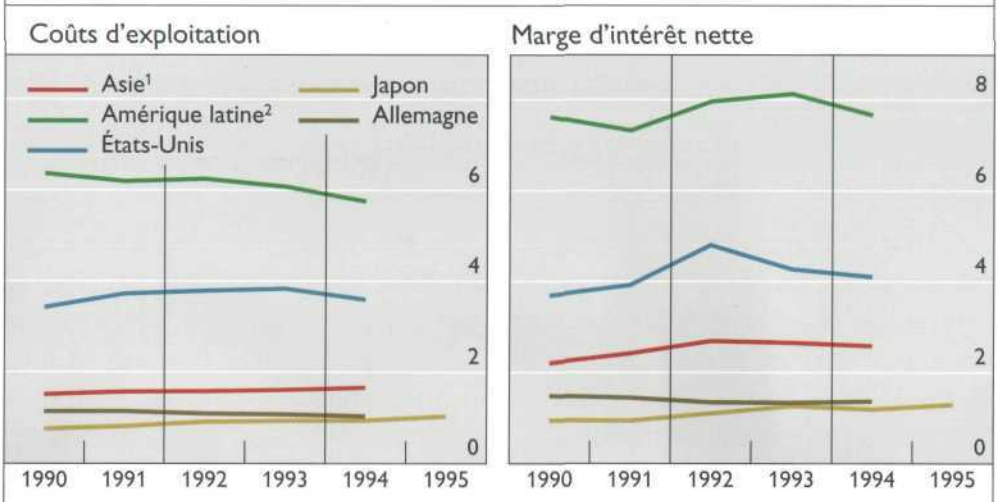
	Part des banques dans l'intermédiation[1]	Part des banques d'État[2]	Coûts d'exploitation	Marge d'intérêt nette	Dépôts auprès de la banque centrale, en % des prêts aux agents autres que l'État	
	1994	1994	en % du total des actifs[3]		1994	1995
Inde	80	87	2,3	2,9	21,3	15,6
Corée	38	13	1,7	2,1	7,5	7,9
Hong-Kong	94	0	0,8[4]	1,6[4]	0,1	0,1
Singapour	71	0	1,4	1,6	6,7	6,5
Taiwan	80	57	1,3	2,0	9,9	8,7
Indonésie	91	48	2,4	3,3	0,5	1,1
Malaysia	64	8	1,6	3,0	0,0	0,2
Thaïlande	75	7	1,9	3,7	1,2	1,4
Argentine	98	42	8,5	9,2	8,0	3,5
Brésil	97	48	8,3	10,0[4]	15,5	11,5
Chili	62	14	3,0	6,1	5,5	5,0
Colombie	86	23	7,3	8,3	27,4	21,8
Mexique	87	28	3,9	5,1	0	0
Venezuela	92	30	5,7	8,1	48,5	34,9
États-Unis	*23*	*0*	*3,7*	*4,2*	*3,2*	*2,4*
Japon	*79*	*0*	*0,8*	*1,1*	*0,6*	*0,6*
Allemagne	*77*	*50*	*1,1*	*1,4*	*1,7*	*1,3*

[1] Actifs des banques, en % du total des actifs des banques et des institutions financières non bancaires. [2] Part des actifs (en %); Argentine: part des dépôts; Inde: 1993. [3] Moyenne 1990–94. [4] 1992–94.

Sources: banques centrales; IBCA Ltd.; FMI, *Statistiques financières internationales.* Tableau VII.5

Indicateurs des résultats des banques

En % du total des actifs



[1] Moyenne arithmétique: Corée, Hong-Kong, Inde, Indonésie, Malaysia, Singapour, Taiwan et Thaïlande. [2] Moyenne arithmétique: Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique et Venezuela.

Source: IBCA Ltd. Graphique VII.3

inévitablement les créanciers. De même, des mécanismes juridiques efficaces sont indispensables pour empêcher le transfert frauduleux d'actifs servant de garantie. En outre, la simplification des procédures de nantissement permettrait aux petites entreprises d'accéder au crédit plus aisément et à meilleur coût. Il importe, enfin, de disposer de mécanismes propres à assurer une liquidation judiciaire rapide et sans surprise.

Pratiques bancaires déficientes

Pratiques bancaires déficientes: diversification insuffisante ...

Des pratiques bancaires déficientes sont une autre source de difficultés, la *diversification insuffisante* des actifs représentant à ce titre une carence majeure. Les banques spécialisées sont trop dépendantes du secteur ou de la région qu'elles desservent. La concentration sur les prêts immobiliers ou sur toute autre opération d'investissement à long terme constitue également un inconvénient, car la valeur actualisée des projets à long terme est par nature très sensible aux variations des taux d'intérêt. C'est l'une des raisons pour lesquelles des limites sont fréquemment imposées aux prêts immobiliers: par exemple, à Hong-Kong, les banques dont les prêts de cette nature représentent plus de 40% de leur portefeuille sont incitées depuis peu à réduire ou stabiliser cette proportion. Enfin, dans les petits pays, notamment ceux dont les exportations sont concentrées sur quelques produits de base, les possibilités de diversification peuvent être limitées. Dans ce cas, la diversification internationale est la seule façon de protéger le système bancaire contre des chocs endogènes, ce qui vaut, en particulier, pour les portefeuilles-titres, surtout si le marché local des valeurs mobilières est étroit ou trop récent.

... prêts à des sociétés apparentées ...

Dans un certain nombre de marchés émergents, il n'est pas rare que des banques octroient des prêts à des *sociétés apparentées* (par exemple, des entreprises industrielles détenant une part importante du capital de la banque), ce qui compromet l'évaluation objective des risques et encourage les pratiques

frauduleuses. Les règles qui fixent la limite des engagements envers un même emprunteur sont plus ou moins restrictives selon les pays. Dans quelques-uns, le plafonnement par les autorités de surveillance équivaut à 10% du capital ou de l'actif net, alors que dans d'autres, il peut atteindre 30%. Les banques se soustraient parfois aux règlements en augmentant leurs engagements par le biais de succursales, en réalisant des opérations à l'étranger ou de hors-bilan, ou encore en considérant chaque société d'un même groupe comme un emprunteur distinct.

... asymétrie du bilan ...

Une trop grande *asymétrie des échéances et monnaies* dans le bilan est une autre pratique dangereuse. Lorsque le crédit bancaire est pratiquement la seule source de financement des investissements, comme c'est le cas dans de nombreux pays en développement, les banques qui financent des prêts à long terme à partir de dépôts à court terme sont confrontées à une asymétrie d'échéances qui peut être préjudiciable. Après la libéralisation des taux d'intérêt, les banques ne sont plus protégées par la réglementation qui maintenait généralement les taux courts en deçà des taux longs. Pour se prémunir contre le risque de taux d'intérêt, elles peuvent être alors tentées d'imposer aux emprunteurs à long terme des taux variables (liés aux taux courts), ce qui peut cependant se retourner contre elles sous forme de risque de crédit si une forte hausse des taux courts alourdit le service de la dette de leurs clients.

L'octroi de prêts en devises à des emprunteurs locaux pose des problèmes analogues. En général, ces prêts connaissent une vive expansion dans les premières phases des programmes de réformes, les emprunteurs cherchant à éviter les taux plus élevés des financements en monnaie nationale qui accompagnent généralement la libéralisation. D'après une étude récente, près de 60% des engagements financiers des entreprises mexicaines de grande et de moyenne taille étaient libellés en devises, alors qu'elles réalisaient à l'étranger moins de 10% de leurs ventes. Le volume important de leurs emprunts en devises avant la dévaluation a amplifié la crise bancaire qui a suivi, en dépit du fait que les banques elles-mêmes avaient relativement peu d'engagements directs en devises.

... et surévaluation des garanties

Enfin, la *surévaluation des garanties* comporte aussi des risques. En phase ascendante, quand les prix montent, la tentation de surévaluer les actifs nantis peut être très forte. Or, une évaluation réaliste et prudente est essentielle car, lorsque des difficultés de remboursement surviennent, la valeur de ces actifs (en particulier pour l'immobilier) est généralement au plus bas. En outre, il peut être difficile de vendre sur un marché qui manque de liquidité. À cet égard, il est important, dans le cas du crédit hypothécaire, que le ratio dette/valeur tienne compte du risque de baisse des prix de l'immobilier; à Hong-Kong, par exemple, il a été jugé prudent de le ramener de 90% à 70% à la fin de 1991 et les banques taiwanaises l'ont réduit dans une proportion équivalente. Plus récemment, le resserrement du crédit en Thaïlande a amené les banques à accepter comme nantissement des terrains non viabilisés pour seulement 50 à 60% de leur valeur actuelle, contre 80% auparavant.

Surveillance prudentielle

Le renforcement insuffisant des mécanismes de surveillance prudentielle, face aux risques accrus liés presque toujours à la libéralisation, a été une troisième grande

Les mécanismes de surveillance prudentielle n'ont pas suivi la libéralisation

cause de difficultés. Dans certains cas, les directives officielles en matière de surveillance sont restées laxistes ou étaient faciles à contourner: ainsi, en l'absence de contrôle sur une base consolidée, les banques avaient la possibilité de transférer leurs problèmes à l'étranger ou à d'autres établissements du groupe. Bien souvent, les autorités n'avaient pas les moyens d'exercer une surveillance adéquate, ni le pouvoir de faire appliquer la réglementation. Au Mexique, par exemple, le durcissement du système de contrôle n'a véritablement commencé qu'en 1994, bien après la déréglementation du secteur bancaire et une forte expansion du crédit. De même, au Venezuela, la nouvelle législation bancaire, qui renforce le cadre de surveillance et de gestion des crises, n'est entrée en vigueur qu'au début de 1994.

Nécessité de développer les mécanismes de marché

La réglementation officielle ne constitue qu'un élément du système de surveillance. Comme tout règlement peut être contourné, il est indispensable d'établir aussi des règles de communication d'informations et des mécanismes de contrôle fondés sur le marché, surtout si les structures financières évoluent rapidement, au point parfois de rendre obsolètes certaines dispositions réglementaires.

Règles d'établissement

Les dispositions limitant l'implantation d'établissements, les critères de capitalisation ainsi que les règles de vérification et normes comptables sont des aspects prudentiels particulièrement importants. Les *règles d'établissement* posent un dilemme. D'une part, l'implantation de banques peut, sans conteste, stimuler la concurrence et les banques étrangères peuvent apporter un savoir-faire et une technologie indispensables. D'autre part, cela comporte des risques; il est possible que les nouveaux venus, notamment s'il s'agit d'établissements locaux, n'aient pas les moyens requis pour exercer une activité bancaire; de plus, leur arrivée augmente la capacité du système, ce qui peut en réduire la rentabilité globale et le rendre plus vulnérable aux chocs, surtout s'il s'agit de banques étrangères très compétitives.

En général, les pays asiatiques ont autorisé l'implantation de banques de façon plus sélective que les pays d'Amérique latine. Les crises bancaires ont parfois conduit à durcir sensiblement les restrictions. À Hong-Kong, par exemple, les règles strictes actuellement en vigueur ont été en partie établies à la suite de la crise bancaire de 1982. Après un gel temporaire, la reprise, en 1978, de l'octroi de licences bancaires avait intensifié la concurrence dans le secteur, ce qui s'était soldé par des prises de risques excessifs (et des malversations), en raison de la faiblesse des mécanismes de surveillance et de réglementation. Le Chili a resserré, lui aussi, les conditions d'entrée dans le secteur bancaire, après la crise financière de 1982.

De nombreux pays (comme le Brésil, le Mexique et la Corée) ont autorisé l'implantation de banques étrangères de façon progressive, en maintenant des restrictions pendant la période de transition. Dans la plupart des marchés émergents dépourvus d'une importante place franche, la part des banques étrangères dans le total des actifs reste inférieure à 10%, bien qu'elle ait augmenté au cours des dix dernières années. Les deux exceptions sont le Chili et la Malaysia, qui sont dotés d'un secteur bancaire assez solide.

Les règles d'établissement relativement souples appliquées auparavant aux banques locales dans certains pays d'Amérique latine avaient permis la

prolifération des banques, qui, bien souvent, avaient ensuite fait faillite. Au Brésil, la suppression (en 1988) de l'agrément préalable avait entraîné la création d'une multitude de banques, dont beaucoup se sont effondrées lorsque l'hyperinflation a pris fin. Les choses se sont déroulées de la même façon en Argentine.

Normes de capitalisation

La *norme de capitalisation* essentielle est le ratio de fonds propres de 8% fixé par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. Sur de nombreux marchés émergents, la pratique a tardé à s'en inspirer. Il faut préciser, tout d'abord, que ce ratio a toujours été considéré comme une norme minimale, même pour les pays du Groupe des Dix. Lorsque les risques sont plus importants, ce qui est souvent le cas sur les marchés émergents, il peut s'avérer nécessaire d'imposer aux banques un ratio plus élevé pour assurer une protection suffisante. C'est d'ailleurs ce que font les autorités de surveillance sur certains marchés, comme Hong-Kong et Singapour, où il est maintenant supérieur à 15%, et en Colombie, où il est aussi relativement haut. En Argentine, les normes de fonds propres ont également été relevées récemment.

Les autorités de surveillance doivent compléter ces règles par d'autres principes directeurs. Les méthodes de gestion des risques revêtent, en particulier, une importance capitale. L'un des principaux aspects des réformes entreprises récemment en Argentine est qu'elles subordonnent le ratio minimal de fonds propres imposé aux banques commerciales à l'évaluation des risques selon les critères habituels – adéquation du capital, gestion des actifs, qualité et intégrité de la direction, qualité et stabilité des bénéfices et liquidité.

Par ailleurs, la mesure du niveau des fonds propres suppose une comptabilité rigoureuse; or, celle-ci est souvent faussée par l'identification tardive ou incomplète des actifs improductifs. Certaines autorités de contrôle obligent les banques à constituer des provisions pour pertes chaque fois qu'elles accordent des prêts, des provisionnements supplémentaires étant exigés lorsque les risques sont plus grands. Néanmoins, dans de nombreux pays d'Amérique latine, le niveau des provisions pour pertes au début des années 80 n'était pas plus élevé que dans les pays asiatiques, alors que les risques étaient plus importants; plusieurs ont récemment imposé des règles plus strictes en la matière.

Un ratio uniforme de fonds propres peut être moins efficace que différents ratios modulables en fonction des antécédents et de la nature de l'institution. En outre, l'application d'un barème limitant progressivement les privilèges des banques ou leur imposant des pénalités serait un moyen plus crédible de les discipliner et de les amener à prendre des mesures correctives. La législation adoptée aux États-Unis après la crise des caisses d'épargne prévoit une formule de ce genre. La réglementation duale en vigueur en Malaysia – qui soumet à des règles plus strictes les banques sous-capitalisées – en est un autre exemple.

Normes comptables et règles de vérification des comptes

La réglementation doit être complétée par des mécanismes de contrôle efficaces obéissant aux lois du marché, qu'il s'agisse des Bourses ou de l'interbancaire. La transparence et l'exactitude des comptes publiés sont essentielles pour que les marchés puissent détecter rapidement les problèmes. Or, dans les pays en développement, *les normes comptables et règles de vérification* manquent souvent de rigueur et de précision, et les opérations bancaires qui ne donnent pas lieu à des décaissements effectifs ne sont pas toujours enregistrées avec fidélité. Si une banque possède d'autres établissements financiers (y compris

à l'étranger), les comptes doivent, pour être transparents, refléter les activités consolidées du groupe.

Au cours des dernières années, des efforts considérables ont été faits pour accroître la transparence. De nombreux pays ont pris des mesures importantes pour renforcer le rôle des commissaires-vérificateurs et assurer la publication régulière de bilans consolidés. Ces mesures ont parfois été complétées par la création d'organismes de notation indépendants (Malaysia) ou par l'adoption de règles comptables inspirées de celles des États-Unis ou de normes tout aussi rigoureuses (Mexique). Au Chili, des organismes indépendants fournissent une évaluation mensuelle des risques afférents aux dépôts bancaires. Le Brésil a mis récemment en application des prescriptions plus détaillées en matière de communication d'informations. En Argentine, les établissements de dépôts devront publier, à partir de septembre 1996, la note attribuée par un organisme indépendant.

Difficultés inhérentes à la transition

Les banques ont besoin d'un temps d'adaptation

Pendant toute période de transition, les agents économiques ont besoin de temps pour s'adapter. Les programmes de libéralisation et de stabilisation se sont souvent accompagnés d'une expansion excessive du crédit bancaire, qui persiste en dépit de taux d'intérêt nominaux élevés. Le cycle des prix des actifs, notamment dans le secteur immobilier, a été un puissant facteur d'instabilité. Le regain de confiance suscité par des réformes structurelles de grande envergure peut aussi amener à envisager l'avenir avec trop d'optimisme. Désormais libres de prêter, les banques s'efforcent de répondre à la demande de crédit non satisfaite émanant de secteurs jusque-là soumis à des contrôles – prêts personnels, crédits immobiliers et avances destinées à des placements en Bourse. Or, du fait de l'encadrement antérieur du crédit, elles manquent d'expérience pour fixer des limites prudentes. Au début, ces nouvelles activités leur paraissent très rentables, ce qui les encourage à continuer, peut en inciter d'autres à faire de même et fait alors monter sans discontinuer les prix des actifs. Les emprunteurs continuent de lever des fonds pour acheter des actifs qui s'apprécient rapidement, malgré le niveau élevé des taux d'intérêt. Les bénéfices à court terme récompensent la prise de risques excessifs par les banques et leurs clients, mais la dégradation de la qualité des prêts n'apparaît que lorsque la bulle des prix des actifs finit par éclater.

Le graphique V.6 (page 91) montre que le ratio crédit privé/PIB a suivi de près les variations des prix des actifs dans certains pays industriels confrontés à une crise bancaire. Ces variations peuvent être encore plus prononcées sur les marchés émergents, où l'expansion rapide du secteur du bâtiment pousse à la hausse la valeur des terrains et où la flambée des cours des actions est souvent plus violente. À Taiwan, par exemple, les banques ont été en proie à de graves difficultés lorsque la bulle spéculative a éclaté en 1990, avec un resserrement de la liquidité intérieure. Au Venezuela, la crise bancaire a également été précédée d'une envolée du marché des actions, qui s'est ensuite brutalement effondré. En outre, les exportateurs de produits de base sont à la merci de brusques variations des termes de l'échange, ce qui a d'ailleurs contribué aux difficultés des banques en Indonésie, Malaysia et dans de nombreux pays d'Amérique latine. De surcroît,

l'industrialisation très rapide offre des possibilités d'arbitrage extrêmement profitables, stimulant ainsi la demande de crédit même si les taux d'intérêt sont très élevés. Des périodes de forte expansion du crédit ont souvent précédé les crises bancaires dans les pays en développement, tant au cours des années 80 que plus récemment.

Maîtriser la croissance du crédit bancaire

Maîtriser l'expansion du crédit est un enjeu de taille

En pareilles circonstances, il peut être difficile de maîtriser l'expansion du crédit bancaire. La hausse des taux d'intérêt ne suffit pas pour freiner la demande de crédit lorsque les prix des actifs augmentent rapidement et risque même de provoquer des entrées de capitaux indésirables. C'est pourquoi, dès les premiers signes d'envolée du crédit, certaines banques centrales ont réagi en fixant des plafonds ou en intervenant sur les conditions du crédit, avec l'imposition, par exemple, d'un apport personnel minimal ou de délais de remboursement maximaux pour les prêts à la consommation. Ces dernières années, des pays aussi différents que le Brésil et Singapour ont eu recours à de telles restrictions pour enrayer le boum de la consommation à crédit; d'autres se réservent la possibilité d'en faire autant.

Action sur les réserves obligatoires ...

L'imposition de réserves obligatoires et les incitations morales font partie des moyens employés pour réduire le risque de débordement du crédit dans les premières phases de la libéralisation. Le principal inconvénient des réserves obligatoires est qu'elles s'apparentent à une taxe sur l'intermédiation financière, encourageant ainsi le développement d'opérations hors bilan ou extraterritoriales. Dans le passé, le recours excessif à cette disposition a affaibli le système bancaire dans plusieurs pays d'Amérique latine. Par exemple, à la suite de la crise bancaire des années 80, l'Argentine a appliqué des réserves plus importantes aux banques saines pour financer les prêts aux établissements en difficulté. De même, au Mexique, les réserves obligatoires ont été un moyen de résorber les déficits budgétaires substantiels des années 80.

... en Amérique latine ...

Plus récemment, les autorités ont eu tendance à réduire le montant des réserves obligatoires et à les utiliser de façon plus sélective et plus ponctuelle. Dans plusieurs pays (Brésil, Chili, Colombie), les banques centrales ont relevé le niveau des réserves obligatoires sur les dépôts à court terme, afin d'encourager les banques à allonger l'échéance de leur passif. Certaines l'ont fait aussi, à titre provisoire, pour freiner l'expansion du crédit (par exemple, au début du Plan real au Brésil); d'autres ont exigé la constitution de réserves supplémentaires importantes. En Argentine, les réserves obligatoires ont été abaissées l'an dernier pour aider les banques à faire face à des retraits. Le Mexique, quant à lui, les a supprimées au début du processus de privatisation, renonçant ainsi à un instrument de contrôle du crédit bancaire.

... et en Asie

Le niveau des réserves obligatoires est désormais peu élevé dans la plupart des pays asiatiques, à l'exception notable de l'Inde (tableau VII.5, colonnes de droite). Les banques centrales ont cependant le pouvoir d'en modifier le coefficient en fonction des objectifs de la politique monétaire. Récemment, l'Indonésie et la Malaysia ont majoré les réserves obligatoires pour freiner l'expansion du crédit. En revanche, Taiwan les a réduites lorsque la croissance du crédit s'est ralentie l'an passé. La Thaïlande a relevé le coefficient de réserves

Expansion du crédit bancaire au secteur privé par rapport à la croissance du PIB

	1980–89	1990–93	1994	1995[1]	Pour mémoire: crédit bancaire au secteur privé, en % du PIB	
	Variation annuelle moyenne, en %				1980	1994
Chine[2]	5,0	2,7	3,1	– 6,2	54,0	95,4
Inde	2,4	–2,4	– 7,4	3,4	22,2	24,1
Autres pays d'Asie						
Corée	3,3	0,4	4,2	– 1,1	38,8	49,0
Hong-Kong[3]	12,0	7,9	1,8	5,8	80,9	284,5
Singapour	2,2	0,9	1,1	8,8	71,0	86,8
Taiwan	6,1	9,5	7,8	0,7	49,2	141,1
Indonésie	11,4	4,9	9,3	5,7	14,2	49,8
Malaysia	8,0	3,2	1,5	13,4	39,2	78,2
Thaïlande	5,8	9,2	14,7	10,2	30,1	91,7
Amérique latine						
Argentine	–3,8	16,5[4]	10,4	5,2	16,6	18,0
Brésil	0,5	2,2	8,5		17,5	26,1
Chili	5,1	1,9	– 0,5	1,4	34,7	46,7
Colombie	1,7	5,2	9,0	4,8	14,3	19,3
Mexique[5]	–0,6	25,0	26,3	–24,0	15,6	46,3
Venezuela	–3,3	–6,1	–41,5	6,1	27,5	9,2
États-Unis	*1,3*	*–4,1*	*0,4*	*4,1*	*64,5*	*62,8*
Allemagne	*1,5*	*2,4*	*2,3*	*0,8*	*78,6*	*98,9*
Japon	*3,6*	*–0,6*	*– 0,6*	*1,4*	*84,7*	*116,8*

[1] Données provisoires. [2] Crédit hors administration centrale. [3] Crédit intérieur total; banques agréées uniquement. [4] 1991–93. [5] Hors banques de développement. Tableau VII.6

obligatoires sur les dépôts en bahts des non-résidents afin de décourager les entrées de capitaux.

Incitations morales

Enfin, plusieurs banques centrales asiatiques (notamment en Inde, Malaysia, Thaïlande et Indonésie) ont eu recours à des incitations morales pour freiner l'expansion du crédit, demandant aux banques, par exemple, de soumettre des plans de progression. Des pressions morales peuvent aussi être exercées pour influer sur l'objet du crédit; c'est ainsi que, bien souvent, un blâme est adressé aux établissements en cas d'augmentation trop rapide des prêts destinés à des investissements immobiliers ou mobiliers.

L'an passé, l'expansion du crédit dans plusieurs pays asiatiques a été exceptionnellement rapide, même au regard de la forte croissance de la région (tableau VII.6). Il sera important de la ramener à un niveau plus soutenable si l'on veut assurer la stabilité et la solidité des systèmes bancaires.

Crises bancaires

Dans les marchés émergents, les crises bancaires ont été généralement plus graves que dans les pays industriels. Les prêts improductifs, qui comptaient

environ pour 10% du total des crédits bancaires au plus fort de la crise dans les pays nordiques, en représentaient souvent plus de 20% dans ceux d'Asie et d'Amérique latine pendant les crises des années 80. Les chiffres du tableau VII.7 indiquent simplement un ordre de grandeur général, une comparaison internationale étant difficile car les prêts improductifs ne sont pas comptabilisés partout de la même façon. Ils sont d'ailleurs souvent sous-déclarés, surtout au début de la crise.

Volume important de prêts improductifs ...

Dans quelques pays (comme la Chine, l'Inde et l'Indonésie), les prêts improductifs sont surtout concentrés dans le secteur d'État, ce qui est fréquemment la conséquence d'opérations échappant à la discipline de marché. Dans d'autres, leur proportion reste nettement plus élevée dans le secteur des banques d'État que dans celui des banques privées. En Argentine, par exemple, ils représentaient, à la fin de 1994, un tiers et 10% du total des prêts. La souscription d'obligations du Trésor à des taux différents de ceux du marché a encore alourdi considérablement les pertes de certaines banques. Au Brésil, les concours aux administrations ou institutions locales ont mis les banques des États dans des situations très difficiles.

... souvent concentrés dans le secteur d'État

Dans bien des cas, des facteurs macroéconomiques ont contribué au déclenchement des crises bancaires en Amérique latine, quand ils n'en étaient pas

Prêts improductifs, en % du total

	Crises des années 80		1990	1994	1995[2]
	années[1]	moyenne			
Inde				23,6	19,5
Autres pays d'Asie					
Corée	1986	6,7[3]	2,1	1,0	0,9
Hong-Kong				3,1	2,9
Taiwan[4]	1986	5,5	1,2	2,0	3,1
Indonésie			4,5	12,0	10,4
Malaysia	1988	32,9	20,6	10,2	6,1
Thaïlande	1983–88	15,0	9,7	7,5	7,7
Amérique latine					
Argentine	1985	30,3	16,0	8,6	12,3
Brésil			4,7	3,9	7,9
Chili	1983	15,5	2,1	1,0	1,0
Colombie	1984	25,3	2,2	2,2	2,7
Mexique[5]	1982	4,1	2,3	10,5	19,1
Venezuela	1983	15,4	3,0	24,7	10,6
États-Unis	*1987*	*4,1*	*3,3*	*1,9*	*1,3*
Japon				*3,3*	*3,4*
Italie			*5,2*	*8,8*	*10,3*
			1992[6]		
Finlande			*8,0*	*4,6*	*3,9*
Norvège			*9,1*	*5,4*	*4,5*
Suède			*11,0*	*6,0*	*4,0*

[1] Sommet de la crise. [2] Données provisoires. [3] Données officielles disponibles à partir de 1986. [4] Exigibles, mais non remboursés. [5] Banques commerciales. [6] Sommet de la crise. Tableau VII.7

Les difficultés macroéconomiques peuvent être des facteurs de crise

la cause profonde. Au Venezuela, les difficultés du secteur bancaire ont commencé après une longue période de gestion macroéconomique chaotique, aggravée par les chocs pétroliers et des difficultés politiques. Lorsque les investisseurs ont perdu confiance, la fuite des capitaux a entraîné une forte diminution des réserves qui a placé les banques dans une situation très inconfortable. Plusieurs ont fait faillite, ce qui a nécessité une intervention massive des pouvoirs publics, dont le coût a représenté plus de 16% du PIB. Au Mexique, la fuite devant le peso et le maintien, pendant l'année qui a suivi, de taux d'intérêt nominaux élevés ont fait vaciller le système bancaire, déjà sollicité à l'excès du fait de l'expansion trop vive du crédit au lendemain de la libéralisation. En Argentine et au Brésil, la désinflation soudaine a fait apparaître les graves faiblesses structurelles du système bancaire.

Pour sortir de la crise, il faut ...

La gestion des crises bancaires constitue un véritable défi et soulève des questions macroéconomiques et systémiques d'une grande complexité. Pour les résoudre, trois conditions semblent devoir être réunies: régler rapidement chaque cas; maintenir la confiance dans la valeur de la monnaie nationale et dans l'attachement des pouvoirs publics à un système financier d'inspiration libérale; renforcer la surveillance prudentielle (par l'intermédiaire des mécanismes de marché ou de mesures d'ordre réglementaire) pour éviter de nouvelles crises.

Lorsque les problèmes bancaires apparaissent, il est souvent difficile d'en mesurer l'ampleur, sans compter que les autorités peuvent être tentées de minimiser leur portée pour ne pas ébranler la confiance du public dans le système bancaire, surtout s'il n'existe pas de mécanisme d'assurance des dépôts. De plus, il peut être malaisé, au début, de déterminer si les problèmes sont purement conjoncturels ou s'ils revêtent un caractère plus durable. Une modification extrême ou inattendue des variables macroéconomiques (telle qu'un effondrement du change ou du marché immobilier ou une hausse brutale des taux d'intérêt) a des répercussions sur toutes les banques, même les mieux gérées. L'effet cumulé d'une perte de confiance (se manifestant, par exemple, par des retraits massifs ou une suspension des crédits ou des paiements interbancaires) est donc imprévisible, mais il peut s'avérer considérable et, dans une certaine mesure, irréversible.

... dissocier le conjoncturel et le structurel ...

Ces considérations pourraient amener les autorités à temporiser, au risque d'inciter les banques et les autres intervenants à invoquer des facteurs conjoncturels défavorables pour ne pas reconnaître la dépréciation *durable* de leurs actifs ou de ceux de leurs clients. Le cas s'est souvent produit lorsque les prix de l'immobilier se sont effondrés. Le débiteur et le banquier qui détient l'hypothèque peuvent avoir intérêt, l'un et l'autre, à ne pas réduire la valeur de l'actif et refuser de vendre sur un marché en baisse. Cet attentisme, cependant, ne résout rien à long terme, de sorte que les pertes non réalisées continuent à peser plus longtemps sur le marché.

... et agir rapidement

Un autre facteur d'attentisme a été la difficulté d'obtenir des autorités budgétaires qu'elles accordent aux banques touchées un rang de priorité élevé dans leurs plans de dépenses, d'autant qu'en raison de l'impopularité des banques une aide budgétaire en leur faveur risque d'être mal perçue par le public. Enfin, les ambiguïtés du régime juridique peuvent encore retarder le règlement des problèmes. Pourtant, plus les autorités diffèrent leur action, plus les coûts risquent d'être lourds. Les distorsions dans l'allocation des ressources vont en

s'accentuant si l'obligation de prêter aux débiteurs en difficulté a pour effet d'évincer les clients plus solvables. Lors des crises bancaires des années 80 en Amérique latine et en Asie, on a pu observer que les banques continuaient systématiquement à refinancer le service de la dette de leurs clients insolvables, bien après le début de la crise.

Les responsables des banques menacées de cessation de paiements peuvent être tentés de «jouer leur va-tout», en proposant des intérêts supérieurs à ceux du marché pour attirer des dépôts (au détriment des banques robustes), afin de pouvoir octroyer de nouveaux prêts à rendement intéressant, mais présentant un très haut degré de risque. Ce type de stratégie peut être un prélude à une crise. Au Mexique, par exemple, en 1992, les petites banques (vraisemblablement plus fragiles) servaient des intérêts beaucoup plus élevés que les grandes pour se procurer des fonds, de sorte qu'en 1993 et 1994 leurs dépôts se sont accrus nettement plus vite. Un phénomène analogue a été observé au Venezuela avant la crise de 1994. En offrant des taux alléchants, une banque en difficulté peut espérer échapper à la cessation de paiements. Le pari est tentant car, même en cas d'échec, ses pertes n'augmenteront pas nécessairement; il se peut, en revanche, que l'État ait à assumer le surcoût lié aux risques encourus. Au bout du compte, les pertes seront donc beaucoup plus lourdes que si les autorités étaient intervenues rapidement.

Répartition claire des responsabilités

Pour pouvoir agir vite, il faut désigner clairement l'institution qui sera responsable au premier chef de l'application de mesures correctives. La fragmentation de la structure de surveillance peut être un obstacle à cet égard. Au Venezuela, par exemple, les mesures d'urgence n'ont été convenablement coordonnées qu'après la création, en juillet 1994, d'un Conseil financier d'urgence. Par ailleurs, les pouvoirs dont l'institution est investie conditionnent aussi l'efficacité de son action. Dans le cadre des réformes opérées dernièrement en Argentine, les autorités ont pris la décision importante de renforcer les pouvoirs de la banque centrale pour qu'elle puisse retirer l'agrément des établissements en difficulté et transférer les actifs repris aux institutions financières connaissant des problèmes de trésorerie. Au cours des deux dernières années, quelque 76 banques ont été liquidées ou ont fusionné. Dans plusieurs pays (Malaysia et, plus récemment, Argentine et Brésil), les autorités ont disposé de moyens accrus pour encourager, notamment par des concours financiers, la fusion de banques en difficulté avec des établissements plus solides. L'an passé, ces opérations se sont multipliées en Amérique latine. Des prêts de la Banque mondiale et de la Banque interaméricaine de développement aident à financer la restructuration du secteur bancaire dans divers pays.

Assurance des dépôts

Une intervention rapide peut aussi être facilitée par l'existence d'un système explicite d'assurance des dépôts permettant d'indemniser au moins les petits déposants. Dans de nombreux pays d'Amérique latine et d'Asie, il n'existait auparavant que des garanties implicites (l'État étant censé honorer les dépôts). L'avantage d'un système explicite est que les coûts éventuels peuvent être couverts par des prélèvements sur les dépôts, modulés, le cas échéant, en fonction de la situation de la banque, au lieu d'être à la charge de l'État. En outre, cela peut faciliter la liquidation des banques en difficulté en évitant des procès coûteux avec les petits déposants. Une garantie explicite permet aussi de limiter

l'étendue de la protection (par exemple, en fixant un plafond de couverture). En avril 1995, l'Argentine a mis en place un système d'assurance explicite financé par les banques, couvrant les dépôts à concurrence d'un certain montant. Ailleurs, les autorités ont jugé préférable d'attribuer aux petits déposants un droit de priorité en cas de liquidation (à Hong-Kong notamment).

Nécessité de maintenir la confiance dans les politiques macro-économiques ...

Une autre condition indispensable consiste à rétablir ou maintenir la confiance dans la monnaie nationale et dans la volonté des autorités de poursuivre une politique financière d'inspiration libérale. Dans les années 80 et avant, de nombreux gouvernements ont choisi comme expédient, pour remédier à l'insolvabilité du système bancaire, d'assouplir à ce point la politique monétaire qu'il en est résulté une forte inflation, des taux d'intérêt réels négatifs et une dévaluation. Comme une telle stratégie entraîne une érosion de la valeur réelle des créances irrécouvrables des banques, elle peut paraître payante à court terme; en général, cependant, elle provoque une fuite de capitaux et, par voie de conséquence, une contraction de la base locale de dépôts de toutes les banques, même saines. De surcroît, le souvenir de la spoliation par l'inflation persiste longtemps après l'abandon des politiques macroéconomiques laxistes qui en sont la cause; c'est d'ailleurs ce qui explique en partie le retrait massif des dépôts en Argentine, à la suite de la crise mexicaine. Mais, alors que pendant les précédents épisodes de ce genre la situation s'était prolongée, cette fois-ci les dépôts ont repris rapidement, dès le milieu de l'année passée, grâce surtout à la restructuration en cours, à la persistance d'une faible inflation et à la ferme volonté d'assurer la stabilité de la monnaie.

... et micro-économiques

Les autorités, en outre, ont su faire face aux récentes crises bancaires sans modifier l'orientation libérale de leurs politiques financières, confirmant ainsi leur volonté de réforme. Elles se sont efforcées d'éviter les erreurs commises dans les années 80 par les gouvernements de nombreux pays d'Amérique latine, qui avaient tenté, à tort, de gérer la crise en allant à rebours de la libéralisation du marché financier. Ils avaient, en effet, décidé d'affecter le crédit à des secteurs «prioritaires» (y compris le secteur public) et de rétablir la réglementation des taux d'intérêt, ce qui avait automatiquement ébranlé la confiance dans le système bancaire, découragé la gestion efficace des banques et provoqué une contraction des dépôts par suite du transfert des capitaux à l'étranger. Dans les années 90, aucun grand pays d'Amérique latine n'a rétabli la réglementation des taux d'intérêt, à l'exception du Venezuela; ce dernier envisage maintenant, dans le cadre des importantes mesures d'ajustement annoncées en avril 1996, de libérer les taux bancaires, qui étaient plafonnés depuis la crise de 1994 et étaient largement négatifs en termes réels.

Enfin, pour intervenir avec succès, les autorités doivent améliorer le contrôle prudentiel. L'apparition d'une crise montre qu'il importe de renforcer la réglementation dans ce domaine ainsi que les mécanismes de surveillance par le marché. Il est vain de restructurer le capital des banques si l'on ne s'attaque pas aux causes profondes de leurs problèmes.

Conséquences préjudiciables

Une crise bancaire ...

Même si elle est bien gérée, une crise bancaire peut compromettre les résultats de l'économie. La recapitalisation des banques en difficulté peut alourdir – parfois

considérablement – le déficit budgétaire. Un autre effet secondaire réside dans un brusque resserrement du crédit, qui peut devenir excessif. Le rationnement du crédit est particulièrement dommageable aux petites entreprises ou aux établissements nouveaux.

... peut avoir des incidences budgétaires considérables ...

Le coût de la crise supporté par l'État dépend, en dernière analyse, de l'évolution de l'environnement macroéconomique: plus l'instabilité perdure, plus le coût final est élevé. Parfois, les pouvoirs publics accordent une aide aux banques moyennant cession ou nantissement de leurs titres financiers – obligations du Trésor (Brésil) ou fonds propres (Mexique) – tandis que le portefeuille de prêts reste aux mains de la banque commerciale; le coût de cette aide est fonction de la valeur de réalisation des actifs cédés (généralement, les banques obtiennent plus que sur le marché libre) et de la capacité de la banque de rembourser le financement public. Un soutien officiel peut aussi être octroyé en échange du transfert des créances douteuses, parfois avec obligation de rachat à la clé. Au Chili, par exemple, les banques touchées par la crise des années 80 ont été obligées de reprendre à la banque centrale leurs créances douteuses, sur une période de dix ans; elles ne pouvaient exercer librement leur activité tant que cette dette n'avait pas été amortie. En Thaïlande, des concours officiels ont été consentis sous réserve que la banque centrale ait la faculté d'acheter ultérieurement les actions des banques. Par conséquent, le coût final de la recapitalisation des banques dépend de la nature des arrangements spécifiques mis en place, de la valeur de réalisation des actifs remis au moment de la liquidation ou du rendement final des prêts improductifs si les entreprises débitrices restent en activité.

Par ailleurs, le coût budgétaire de la recapitalisation doit souvent être supporté plus rapidement lorsque le marché financier est relativement peu développé. Dans les pays industriels, il peut être réparti dans le temps par l'émission d'obligations d'État à long terme; les pertes ne sont alors réalisées qu'au moment du paiement des intérêts et du principal. Parmi les pays en développement, peu cependant sont dotés d'un marché obligataire suffisamment étoffé pour financer ce type d'opérations.

... et entraîner un resserrement extrême de l'accès au crédit

Une crise bancaire peut entraîner un resserrement très marqué et assez durable des conditions d'accès au crédit, caractérisé bien souvent par un élargissement des marges d'intérêt. Le coût d'un tel ajustement, supporté en dernier ressort par la clientèle, peut fausser les décisions économiques. La baisse des taux créditeurs peut entraîner des transferts de fonds à l'étranger, tandis que la hausse des taux débiteurs décourage l'investissement et risque de conduire à la faillite d'emprunteurs qui, sans cela, resteraient solvables. Des taux trop élevés peuvent aussi aboutir à une sélection négative, les emprunteurs les moins solvables augmentant leur part des crédits, tandis que les entreprises plus importantes et mieux notées sont poussées à emprunter à l'étranger ou en devises, devenant ainsi plus vulnérables aux variations de change.

En pratique, de nombreux emprunteurs sont dans l'impossibilité d'assurer le service de leur dette bancaire à des taux beaucoup plus élevés, ce qui amène souvent les autorités à venir en aide à certains d'entre eux. Au Mexique, plusieurs mesures importantes ont été prises en 1995 pour leur permettre de faire face à la hausse massive des taux d'intérêt consécutive à la crise du peso. Comme les

conditions débitrices (fondées sur des taux d'intérêt nominaux variables) auraient impliqué le remboursement beaucoup plus rapide des prêts, alourdis en termes *réels*, les autorités ont aidé les banques à restructurer une grande partie de ceux-ci en les convertissant en prêts indexés à taux fixe. En outre, les petits débiteurs ont bénéficié de remises appréciables sur leurs intérêts, et les dettes des grandes entreprises envers les banques mexicaines ont été remplacées par des obligations à long terme émises par l'État. L'octroi de nouveaux prêts s'est nettement ralenti.

L'avenir sera marqué ...

Les dommages causés par les crises bancaires amènent naturellement à réfléchir au rôle du secteur dans le moyen terme. Comme cela est expliqué au chapitre V, l'environnement de plus en plus concurrentiel pousse les banques des pays industriels à se restructurer et à fusionner. Celles des marchés émergents doivent s'adapter, elles aussi, à l'intensification de la concurrence. Pour désamorcer les crises récentes, les gouvernements d'Amérique latine et d'Asie se sont efforcés d'éviter à la fois les politiques inflationnistes et les mesures qui faussent le jeu des forces du marché, créant ainsi des conditions plus saines permettant aux institutions financières de faire face à la concurrence imposée par les marchés modernes des capitaux. Pour être compétitives, de nombreuses banques devront purement et simplement revoir leurs pratiques. Un processus de regroupement est en bonne voie dans plusieurs pays.

... par une intensification de la concurrence ...

... un regroupement des banques ...

... et l'internationalisation du secteur bancaire

L'internationalisation du secteur bancaire peut faciliter cette évolution: d'une part, la concurrence étrangère peut stimuler la productivité intérieure (en particulier sur les marchés oligopolistiques) et, d'autre part, la possibilité d'acquérir des actifs étrangers peut aider les banques locales à diversifier leurs risques. Le développement des possibilités de placement à l'étranger permet aussi de réduire les risques inhérents à la concentration des actifs des banques qui opèrent sur des marchés étroits ou instables. La nouvelle législation bancaire du Chili, qui autorise les banques nationales possédant suffisamment de fonds propres à investir dans des succursales ou filiales à l'étranger, servira probablement de modèle à d'autres pays en développement, dont certains nourrissent l'ambition de s'imposer comme places financières, au moins au niveau régional. Cette évolution obligera les autorités de contrôle locales à redoubler de vigilance et nécessitera une étroite coopération internationale dans le domaine de la surveillance prudentielle.

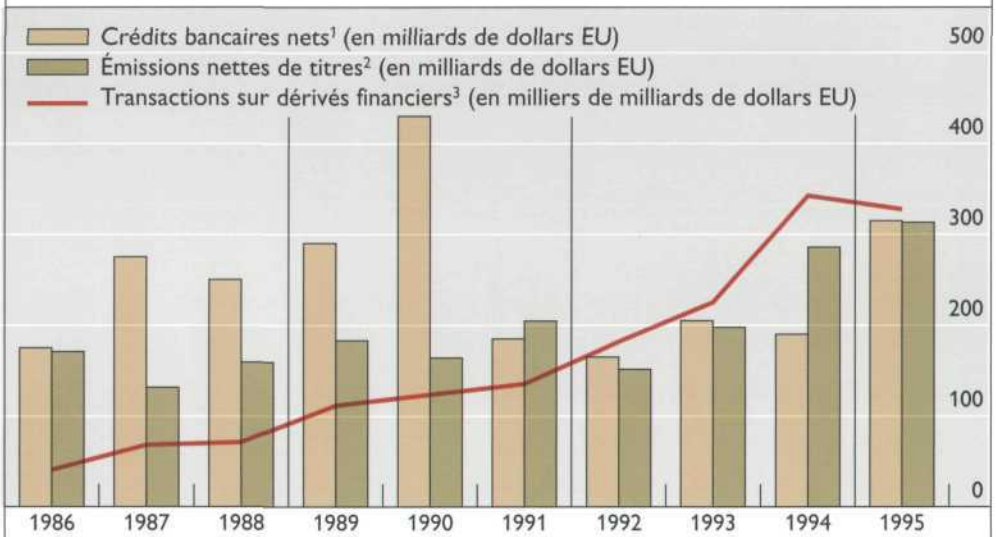
VIII. Marchés internationaux des capitaux

Faits saillants

Les émissions de titres internationaux ont atteint un volume sans précédent en 1995 et les crédits bancaires ont enregistré une vive reprise. L'aggravation de la crise mexicaine au début de l'année, les turbulences des changes, la persistance de la volatilité des taux d'intérêt sur certains grands marchés obligataires et l'apparition au cours de l'été d'une prime de risque sur les emprunts internationaux des banques japonaises n'ont pas suffi à annuler l'effet largement positif de la baisse des taux de référence sur l'activité globale. Les opérations sur titres ont bénéficié de la diversification des financements des intermédiaires. Simultanément, les investisseurs institutionnels sont revenus vers les instruments à rendement élevé, ce qui a profité à une gamme plus large d'emprunteurs et de montages, même si les intervenants sont restés pleinement conscients des risques de marché et de crédit. On a constaté aussi une forte hausse du négoce de titres sur le marché secondaire, due à d'abondants achats étrangers d'effets publics domestiques, parfois dans le cadre de transactions à effet de levier (chapitre V). Ces opérations, conjuguées au dynamisme de l'activité en Asie, ont par ailleurs stimulé les prêts bancaires internationaux.

Les marchés des instruments dérivés ont fourni des indications contrastées, la réduction de la demande sur les principales places s'accompagnant d'un nouvel

Financements internationaux



[1] Variation d'encours, hors effets de change et dépôts interbancaires. [2] Émissions nettes (hors effets de change) d'obligations internationales et euro-effets. [3] Montant notionnel des instruments dérivés négociés sur les marchés organisés.

Sources: Banque d'Angleterre; Euroclear; Futures Industry Association; International Securities Market Association (ISMA); données nationales; BRI. Graphique VIII.1

Financements nets sur les marchés internationaux (estimations)[1]							
Composante	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Montant à fin 1995
	en milliards de dollars EU						
Créances externes des banques déclarantes[2]	614,7	– 48,0	185,5	318,3	276,9	657,4	7 925,8
Créances internes en devises	130,2	– 61,4	–39,8	–0,9	–4,0	–5,7	1 297,9
moins: dépôts interbancaires	*314,8*	*–294,4*	*–19,4*	*112,4*	*82,9*	*336,7*	*4 578,6*
A = Prêts bancaires nets[3]	430,0	185,0	165,0	205,0	190,0	315,0	4 645,0
B = Tirages nets d'euro-effets	33,0	34,9	40,4	72,1	140,2	192,4	593,8
Émissions d'obligations[4]	239,8	319,7	334,7	432,4	373,6	359,9	
moins: amortissements et rachats[4]	*108,8*	*150,0*	*223,7*	*307,0*	*228,1*	*239,2*	
C = Financements obligataires nets[4]	131,1	169,8	111,1	125,4	145,5	120,8	2 209,6
D = A + B + C = Total des financements	594,1	389,7	316,5	402,6	475,7	628,2	7 448,3
moins: duplications d'écritures[5]	*79,1*	*34,7*	*71,5*	*122,6*	*65,7*	*118,2*	*1 008,3*
E = Financements internationaux nets	515,0	355,0	245,0	280,0	410,0	510,0	6 440,0

[1] Données bancaires et tirages d'euro-effets: variation d'encours, hors effets de change; financements obligataires: flux. [2] Créances déclarées par les banques situées dans les pays du Groupe des Dix plus Luxembourg, Autriche, Danemark, Espagne, Finlande, Irlande, Norvège, Antilles néerlandaises, Bahamas, Bahreïn, îles Caïmans, Hong-Kong et Singapour ainsi que par les succursales des banques américaines au Panama. [3] Hors duplications d'écritures dues aux dépôts successifs entre banques déclarantes (estimations). [4] Hors obligations émises dans le cadre d'un programme d'eurobons à moyen terme négociables (EBMTN), prises en compte dans les tirages nets d'euro-effets. [5] Obligations souscrites ou émises par les banques déclarantes et déjà prises en compte dans les créances bancaires sur les non-résidents.

Sources: Banque d'Angleterre; Euroclear; ISMA; BRI. Tableau VIII.1

essor des transactions de gré à gré. En fait, d'après l'étude des banques centrales effectuée au printemps de 1995, l'activité du gré à gré dépasse de très loin celle des marchés organisés, ce qui s'explique dans une grande mesure par la souplesse des instruments et par le fait qu'ils sont destinés à la grosse clientèle. On s'accorde aujourd'hui à reconnaître que les produits dérivés apportent une contribution positive à l'efficience économique globale, et c'est peut-être l'une des raisons pour lesquelles les partisans de mesures de restriction se sont moins fait entendre l'an dernier. La gestion active des bilans prend une dimension de plus en plus internationale, et le recours massif aux dérivés ou assimilés permet d'ajuster continuellement le profil de risque des positions. Toutefois, en renforçant le lien entre instruments et fonctions, ce perfectionnement de la gestion du risque pose de nouveaux problèmes. En effet, comme la stabilité financière dépend toujours davantage de systèmes adéquats de contrôle interne et de communication d'informations, cela augmente d'autant la responsabilité des dirigeants d'établissements dans l'utilisation appropriée des techniques de marché et celle des autorités dans le maintien d'un environnement financier stable.

Marché bancaire

Vif rebond de l'activité bancaire...

L'activité bancaire internationale a connu un vif rebond l'an dernier, que ce soit en termes bruts ou nets. Le volume, la composition et le prix des prêts ont été influencés par quatre facteurs principaux. Premièrement, la «prime japonaise», apparue au cours de l'été, qui traduisait le rationnement du crédit aux banques nippones, a entraîné un repli de ces institutions dans les centres étrangers et de

notables sorties de fonds par le système bancaire du pays. Deuxièmement, on a enregistré une nouvelle expansion des crédits bancaires liés au négoce des titres, avec un retour aux transactions à effet de levier, qui n'ont toutefois pas retrouvé leur niveau du début de 1994. Troisièmement, malgré la contraction temporaire due aux suites de la crise mexicaine, le volume total des crédits bancaires acheminés vers le monde en développement a atteint un record historique, grâce au rythme soutenu des prêts à l'Asie et à une augmentation de l'activité avec l'Amérique latine. Enfin, le marché a constamment bénéficié d'une abondante liquidité, comme le prouvent l'étroitesse des marges et l'assouplissement des clauses contractuelles dans les prêts consortiaux annoncés. Ces divers développements ont renforcé les inquiétudes concernant la viabilité des hausses constatées sur les marchés des titres, l'instabilité des importants flux bancaires à court terme et le risque d'extension à une gamme plus large de participants des contraintes de coût imposées par le marché aux banques japonaises.

... dû aux prêts records à l'Asie ...

Évolution par monnaie, centre et nationalité des banques déclarantes

On a assisté, l'an dernier, à une nette reprise des transactions interbancaires à l'intérieur de l'Europe ainsi qu'entre ce continent et le Japon. Alors qu'au début de 1994 le dénouement de positions spéculatives prises sur les marchés

Principales caractéristiques de l'activité bancaire internationale[1]

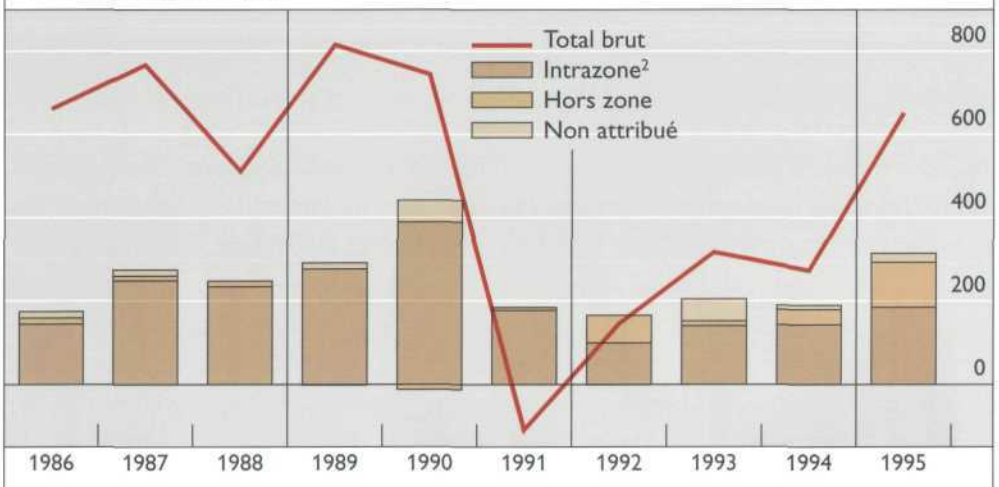
Emplois et origines	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Montant à fin 1995
	en milliards de dollars EU						
A = Créances sur les pays hors zone	−12,1	6,8	66,0	11,6	36,6	108,0	994,3
B = Créances intrazones	705,0	−116,6	80,4	253,2	226,2	521,8	7 987,4
1) Créances sur le secteur non bancaire	*289,0*	*100,8*	*89,7*	*127,2*	*−48,6*	*201,1*	*2 326,3*
2) Utilisation par les banques pour prêts internes	*101,2*	*77,0*	*10,0*	*13,6*	*191,8*	*−16,0*	*1 082,4*
3) Dépôts interbancaires	*314,8*	*−294,4*	*−19,4*	*112,4*	*82,9*	*336,7*	*4 578,6*
C = Non attribué	52,0	0,4	− 0,8	52,7	10,2	21,9	242,0
D = A + B + C = Prêts bancaires bruts	744,8	−109,4	145,6	317,4	272,9	651,7	9 223,6
E = D − B *3)* = Prêts bancaires nets	430,0	185,0	165,0	205,0	190,0	315,0	4 645,0
A = Engagements envers les pays hors zone	92,2	− 11,7	13,2	−14,8	74,6	92,3	895,8
B = Engagements intrazones	633,1	−208,8	91,2	114,1	539,1	320,6	7 546,5
1) Engagements envers le secteur non bancaire	*175,3*	*15,2*	*104,4*	*87,7*	*132,6*	*138,5*	*1 716,4*
2) Apport par les banques de fonds internes	*101,7*	*117,7*	*40,7*	*88,3*	*−64,2*	*−11,9*	*1 337,6*
3) Dépôts interbancaires	*356,2*	*−341,7*	*−53,9*	*−62,0*	*470,7*	*194,0*	*4 492,6*
C = Non attribué	60,9	63,9	6,7	43,8	47,0	96,1	695,3
D = A + B + C = Emprunts bancaires bruts	786,2	−156,7	111,1	143,0	660,7	509,0	9 137,6
Pour mémoire: crédits consortiaux[2]	*159,2*	*136,7*	*221,4*	*220,9*	*252,0*	*320,2*	

[1] Variation d'encours, hors effets de change. [2] Facilités annoncées, à l'exclusion des crédits à moyen terme non spontanés et des prêts renégociés en cas de modification de marges uniquement.

Sources: Banque d'Angleterre et BRI. Tableau VIII.2

Prêts bancaires internationaux[1]

En milliards de dollars EU



[1] Variation d'encours des créances externes et des créances locales en devises, hors effets de change. [2] Hors dépôts interbancaires.

Source: BRI. Graphique VIII.2

... à la demande de fonds à des fins de couverture et de spéculation ...

européens des changes et des titres s'était traduit par des remboursements massifs de crédits bancaires, en 1995 la demande aux fins de couverture et de spéculation a stimulé les transactions dans les monnaies européennes qui ont connu des accès de faiblesse vis-à-vis du mark allemand (comme le franc français et la lire italienne). Dans le même temps, la prime de risque sur les engagements internationaux des banques japonaises a entraîné d'amples transferts de fonds en yens et en dollars de ces établissements vers leurs succursales à l'étranger. Le mouvement s'est accompagné d'un repli des filiales de ces banques dans les grands centres, qui a masqué l'accroissement des prêts internationaux consentis par les groupes bancaires européens. D'autre part, certains signes apparus au second semestre ont montré une forte demande de la clientèle des eurobanques pour des fonds en yens, qui ont peut-être servi à acquérir, sans couverture, des effets libellés en dollars. Globalement, le yen a représenté 30% du total des crédits, suivi par le dollar (23%), le franc français (10%) et la lire italienne (8%). En revanche, l'activité de prêts transfrontières en marks a fléchi, en raison d'une diminution de la circulation de fonds entre l'euromarché et le marché domestique. Enfin, l'incertitude entourant l'avenir de la monnaie unique a provoqué une nouvelle contraction du marché de l'Écu (–$20,6 milliards).

... et aux transferts des banques japonaises vers leurs filiales à l'étranger

Signes d'une reprise de la demande spéculative liée aux changes et aux titres

En 1994, le dénouement des positions spéculatives, fondées sur l'anticipation d'une baisse généralisée des taux d'intérêt et d'une stabilité des cours de change en Europe, avait donné lieu à des remboursements de crédits transfrontières par les agents non bancaires de la zone déclarante. La remontée des créances bancaires sur ces derniers l'an passé (+10%) laisse entendre que les opérateurs sont revenus à la stratégie antérieure, d'autant plus que cette augmentation a été en partie compensée par de nouveaux remboursements de dette en devises de la part des entreprises, surtout italiennes et japonaises. La distinction entre intermédiaires bancaires et non bancaires s'estompe depuis quelques années. À

cet égard, il est essentiel de se souvenir que les différences de règles comptables concernant les pensions, et la diversité de leurs formes juridiques (la transaction étant traitée soit comme prêt garanti, sans transfert de propriété des titres, soit comme achat, donc créance sur l'émetteur), peuvent fausser sérieusement l'enregistrement des avoirs.

Quant à l'évolution par centre, si le ralentissement des prêts en Écus et marks a freiné la croissance au Luxembourg, les transactions liées aux monnaies et aux titres, ainsi que les répercussions de la «prime japonaise», ont stimulé les activités transfrontières au Japon, au Royaume-Uni et en France. Dans ce dernier pays, l'effet négatif du repli des filiales bancaires japonaises a été plus que compensé par les exportations de francs des banques locales pour répondre à la demande étrangère dans cette monnaie aux fins de couverture et de spéculation. Le rôle déterminant de Londres dans l'euromarché a permis au Royaume-Uni de conserver sa première place dans l'activité bancaire internationale, le désengagement des banques japonaises étant contrebalancé par la présence accrue d'établissements d'autres pays, allemands en particulier. L'activité à Hong-Kong et Singapour a été affectée indirectement par les problèmes du système bancaire japonais, et directement par la concurrence des nouvelles places franches de la région.

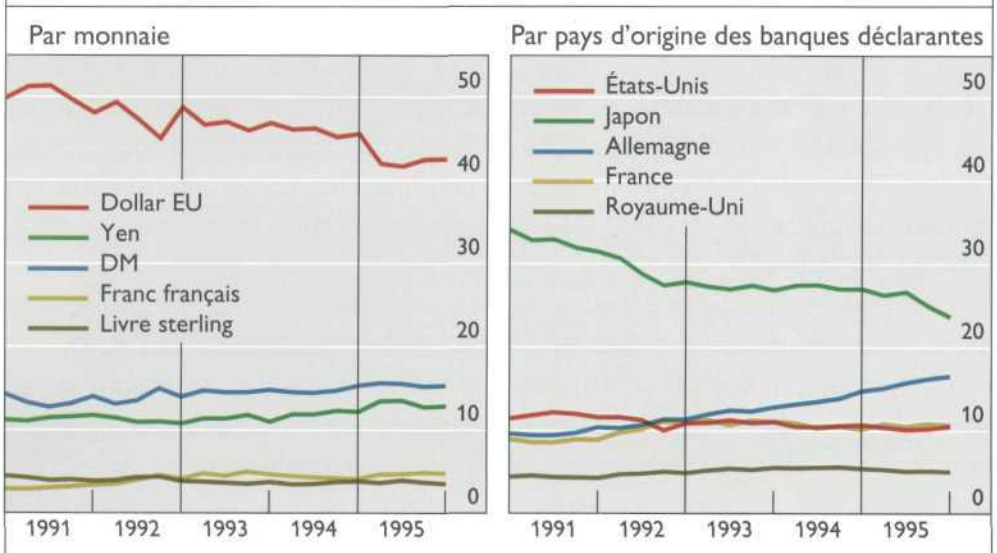
Londres conserve la première place

Opérations avec les pays hors zone

Le volume record des crédits à l'Asie a été la principale cause du dynamisme affiché l'an dernier par les prêts des banques déclarantes aux pays hors zone. Celles-ci ont, de plus, appliqué une politique sélective face à la forte demande émanant de petits pays industriels, d'Europe orientale et, après une contraction temporaire au premier trimestre, d'Amérique latine. Le montant sans précédent

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

En %, chiffres de fin de trimestre



* Créances externes et créances locales en devises des banques déclarantes des pays industriels.

Source: BRI. Graphique VIII.3

Activité des banques avec les pays hors zone*

Position des banques sur	Avoirs			Engagements			Montant à fin 1995	
	1993	1994	1995	1993	1994	1995	Avoirs	Engagements
	en milliards de dollars EU							
Ensemble	11,6	36,6	108,0	−14,8	74,6	92,3	994,3	895,8
Pays développés	5,0	− 1,3	23,6	10,5	22,4	22,8	189,0	176,9
Europe orientale	−3,8	−13,0	2,9	2,6	2,0	9,1	87,4	47,2
Pays en développement	10,4	50,9	81,5	−28,0	50,1	60,4	717,9	671,7
Amérique latine	2,4	2,0	6,9	− 3,8	21,0	34,7	237,4	193,6
Brésil	*4,6*	*− 6,8*	*6,8*	*− 0,9*	*9,9*	*22,0*	*68,5*	*58,1*
Mexique	*2,3*	*6,6*	*−6,5*	*− 0,6*	*0,1*	*4,2*	*70,9*	*30,3*
Moyen-Orient	−5,4	3,1	−6,7	−20,3	2,9	8,5	74,6	204,1
Afrique	−2,0	− 2,0	−3,1	0,4	3,3	−1,0	37,8	41,5
Asie	15,5	47,8	84,3	− 4,1	22,9	18,2	368,1	232,4
Corée	*2,4*	*15,1*	*22,3*	*− 0,4*	*4,9*	*3,3*	*83,3*	*23,9*
Thaïlande	*7,1*	*19,4*	*36,3*	*− 0,2*	*2,0*	*4,2*	*89,5*	*11,3*

* Variation d'encours, hors effets de change.

Source: BRI. Tableau VIII.3

Prêts à court terme massifs aux pays d'Asie ...

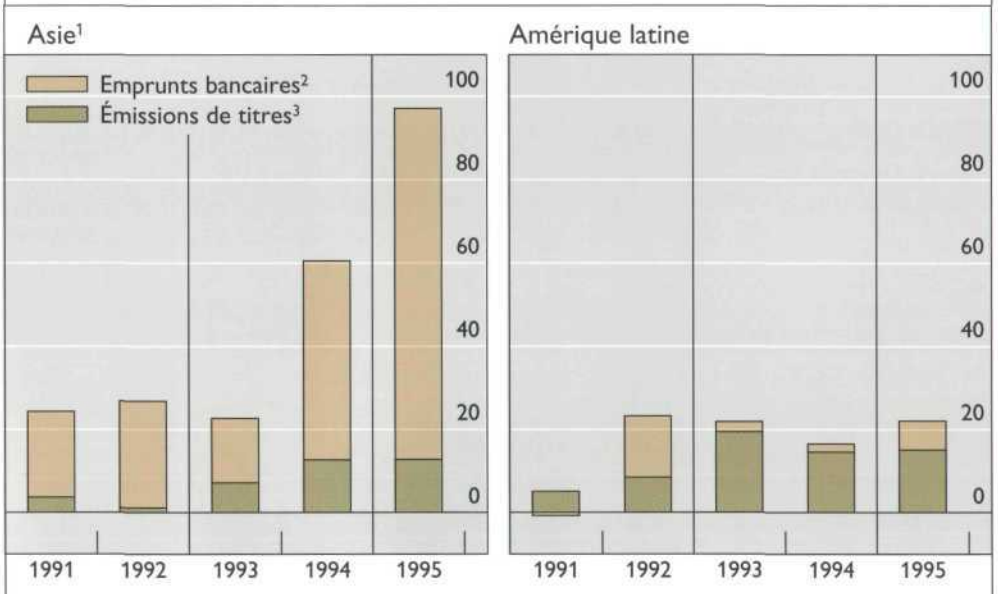
des prêts à l'Asie ($84,3 milliards) semble indiquer que l'impact de la crise mexicaine sur la région a été tout au plus marginal. Outre son ampleur, le crédit bancaire à l'Asie en 1995 présente quatre caractéristiques. Premièrement, il a été composé pour deux tiers de lignes interbancaires à court terme, destinées en partie à exploiter les écarts de taux d'intérêt entre les marchés domestique et international, mais aussi à assurer le développement de centres financiers locaux ou régionaux. Cette prédominance des échéances courtes, renforcée par l'abondance des crédits commerciaux, a fait que, au milieu de 1995, 64% de l'encours des créances sur la région était à moins d'un an. Deuxièmement, la Thaïlande et la Corée ont absorbé respectivement $36,3 milliards et $22,3 milliards de nouveaux crédits. À la fin de l'année, la Thaïlande était devenue le premier débiteur bancaire du monde en développement, suivie par la Corée, le Mexique et le Brésil (tableau VIII.3). Certaines influences particulières, notamment le transfert de fonds en faveur de la place franche de Bangkok, instituée en 1993, et la concurrence entre banques étrangères pour obtenir une licence locale, ont gonflé les lignes de crédit à la Thaïlande. Néanmoins, l'ampleur des entrées dans ce pays et la forte proportion de prêts à court terme (71% des créances des banques déclarantes à mi-1995) ont incité les autorités à imposer des restrictions. Troisièmement, la majeure partie des fonds prêtés à l'Asie sont venus du Japon. Enfin, l'étroitesse des marchés boursiers de la région et les dispositions limitant encore l'accès des résidents aux marchés internationaux des titres ont eu pour résultat que les entrées de capitaux ont été principalement acheminées par les banques. Ainsi, les émissions nettes de titres internationaux par des agents de pays en développement d'Asie, à $13 milliards, sont restées modestes par rapport à leurs emprunts sur le marché bancaire, tendance renforcée par les conditions favorables en vigueur sur ce dernier.

... surtout à la Thaïlande ...

... mais émissions limitées de titres dans la région ...

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

En milliards de dollars EU



[1] À l'exclusion de Hong-Kong, du Japon et de Singapour. [2] Variation, hors effets de change, des *créances des banques déclarantes BRI sur les pays d'Asie et d'Amérique latine.* [3] *Émissions nettes* d'euro-effets et d'obligations internationales.

Sources: Banque d'Angleterre; Euroclear; ISMA; données nationales; BRI. Graphique VIII.4

... contrairement à l'Amérique latine ...

En revanche, les emprunteurs d'Amérique latine ont continué à recourir beaucoup plus aux titres internationaux ($17,9 milliards) qu'aux prêts bancaires ($6,9 milliards). La reprise de l'accès au marché des euro-obligations après le premier trimestre a surtout profité aux émetteurs souverains et ne s'est pas accompagnée d'un volume notable de crédits bancaires. De fait, en partie sous l'effet d'une différenciation des risques-pays, les créances sur le Mexique ont alors encore diminué, avec une baisse de $6,5 milliards pour l'ensemble de l'année, la majorité des nouveaux financements bancaires allant au Brésil, à l'Argentine ($2,3 milliards), au Chili ($1,9 milliard) et à la Colombie ($1,8 milliard). Du côté des dépôts, l'élément dominant de la hausse de $34,7 milliards enregistrée sur les avoirs des résidents d'Amérique latine a été le placement de réserves officielles brésiliennes auprès des banques commerciales, suite à la levée des incertitudes juridiques qui entouraient la dette extérieure du pays. Toutefois, l'augmentation de $6,6 milliards des engagements des banques envers les agents non bancaires d'Amérique latine laisse penser qu'il y a eu aussi des sorties de capitaux.

... où le financement bancaire s'est avéré plus sélectif ...

... et s'est accompagné de sorties de capitaux

Prêts consortiaux internationaux

Un volume élevé de liquidités ...

Le secteur des crédits consortiaux a encore été très dynamique l'an dernier, avec un montant record de facilités annoncées, $320,2 milliards, contre $252 milliards en 1994. Si la part des refinancements à des conditions plus avantageuses s'est accrue, l'activité a été stimulée par des emprunts souverains, un grand nombre de crédits-relais et de facilités de soutien, une série d'opérations liées à divers projets et, surtout, d'importants programmes de fusions et acquisitions. Grâce

à leur caractère flexible, rapide et confidentiel, ainsi qu'à leur capacité de se prêter à des arrangements vastes et complexes, les crédits consortiaux sont fort bien adaptés au financement de projets et de fusions ou acquisitions. Toutefois, même si l'on tient compte de l'augmentation des refinancements, la masse de nouvelles facilités (essentiellement destinées à des entreprises des États-Unis et du Royaume-Uni) ne renseigne guère sur les flux nets effectifs; en particulier, ces crédits comportent toute une gamme de dispositifs à l'appui d'émissions de titres internationaux. L'évolution des conditions en vigueur sur le marché est plus révélatrice. Ainsi, les amples liquidités des banques en Amérique du Nord et en Europe, comme la concurrence de nouveaux intervenants, ont favorisé les emprunteurs. Les grandes signatures souveraines et commerciales ont bénéficié de marges plus basses que jamais par rapport aux taux de référence, et les prêteurs se sont montrés disposés à allonger les échéances et à assouplir encore les clauses contractuelles, notamment celles qui concernent la dégradation éventuelle de la situation de l'emprunteur et le non-nantissement. Les risques que le rétrécissement des marges et l'allégement des clauses pouvaient faire courir à l'ensemble du marché ont suscité des mises en garde officielles contre un retour aux normes excessivement laxistes de la fin des années 80.

... a favorisé les emprunteurs

Le négoce des prêts et d'autres éléments nouveaux ...

L'évolution au cours de l'année a apporté de nouvelles preuves de l'atténuation de la distinction entre prêts bancaires, d'une part, titres et instruments dérivés, d'autre part. Le recours accru aux techniques actives de gestion de portefeuille, les progrès de la standardisation des documents et l'arrivée de nouveaux intermédiaires en tant que chefs de file (banques d'affaires surtout) ou participants (compagnies d'assurance vie, fonds de pension et fonds de crédit constitués pour la circonstance) ont encore encouragé le négoce des prêts. De plus, l'élargissement de l'éventail des investisseurs a amené les grands organismes de notation à coter cette catégorie de crédits, ce qui, en permettant aux intervenants d'évaluer plus exactement leur portefeuille, devrait donner plus de transparence au marché. Dans le même temps, les intermédiaires, bancaires ou non, ont continué de mettre au point des structures comportant des caractéristiques d'instruments dérivés qui leur offrent la possibilité de démembrer les divers éléments du risque, notamment plusieurs dispositifs prévoyant le transfert aux investisseurs du risque de crédit afférent aux prêts de deuxième catégorie (sans vente de créances). Ces instruments permettront aux intervenants de contourner les obstacles structurels qui s'opposent à l'efficience des transactions et feront évoluer le marché du crédit vers les pratiques d'arbitrage et de négoce qui unissent déjà étroitement titres et dérivés.

... atténuent la distinction entre les divers marchés

Marchés des titres

Dynamisme des nouvelles émissions ...

Le total des financements nets par euro-effets et obligations internationales a atteint le record historique de $313,2 milliards, l'an passé. Cela représente une augmentation de 13% de l'encours, chiffre comparable à l'expansion de 1994 et nettement supérieur à la hausse de 8% sur les marchés domestiques dans les pays de l'OCDE en 1995. Le ralentissement des emprunts du secteur public a été plus que compensé par la vive demande de fonds émanant des institutions financières et par une légère reprise des concours aux entreprises. Les euro-effets ont pris

la première place, y compris pour des tirages sous forme d'obligations traditionnelles, et le yen a été la monnaie d'émission de beaucoup la plus prisée. Le faible niveau des taux d'intérêt dans la plupart des pays (en particulier, au Japon) a encouragé les investisseurs à revenir à des titres moins bien cotés ou à des formules à rendement élevé qui comportent des caractéristiques d'instruments dérivés. Toutefois, forts de l'expérience de la chute des cours en 1994 et de la crise mexicaine, ils sont restés très conscients des risques de marché et de crédit. Les émissions d'obligations ont généralement porté sur des volumes moins importants et des échéances plus courtes qu'avant le renversement du début de 1994, et les primes de risque sur les titres émis par les emprunteurs du monde en développement et de certains pays développés à gros déficit budgétaire ou extérieur ont été plus élevées qu'avant la crise mexicaine. On a également enregistré un volume record d'émissions adossées d'une façon ou d'une autre à des actifs. Cette diversité de l'offre, conjuguée à l'utilisation généralisée de contrats d'échange, a rendu les investisseurs plus attentifs aux caractéristiques techniques des émissions, à leurs incidences juridiques et à la relation entre risques de crédit et de marché.

... et des transactions sur le marché secondaire

Quant au marché secondaire, le montant annuel des transactions sur titres recensées par les organismes internationaux de compensation s'est accru de 21% par rapport à 1994, passant à $32 400 milliards, les turbulences sur les marchés d'Europe continentale ayant fait monter les opérations à des niveaux records au quatrième trimestre. L'augmentation a été, une fois encore, plus prononcée pour les titres domestiques (les deux tiers du total des transactions) que pour ceux en euromonnaies. Cette évolution est due à l'incertitude qui régnait sur les places financières mondiales, au développement de la gestion des garanties, à l'ouverture des marchés obligataires nationaux, aux nouveaux liens institués avec les systèmes locaux de règlement et, surtout, à l'utilisation accrue des pensions. L'essor rapide des opérations transfrontières sur titres accentue les connexions entre instruments et marchés, ce qui explique les initiatives prises récemment pour réduire les risques de contrepartie, de marché et systémique. Dans ce contexte, il convient de signaler que, à compter du 1er juin 1995, l'International Securities Market Association (ISMA) a ramené à trois jours ouvrables le délai de règlement pour les eurotitres, parallèlement à des mesures analogues adoptées par un certain nombre d'autorités nationales.

Catégorie et pays de résidence des émetteurs

Emprunts massifs des institutions financières ...

Les émissions de 1995 ont été caractérisées par une nouvelle augmentation de la part des institutions financières. Cet accroissement s'explique surtout par la nécessité, pour les banques, de financer l'expansion de leurs crédits internationaux (en particulier, pour alimenter la vague mondiale de fusions et acquisitions) et par le mouvement général de restructuration des bilans qui a favorisé les engagements transfrontières. Les établissements allemands ont été spécialement actifs, les banques tirant profit de leur cote de crédit traditionnellement élevée et les institutions spécialisées bénéficiant à des degrés divers du soutien de l'État. Les grandes agences de crédit paragouvernementales des États-Unis, qui lèvent habituellement la plupart de leurs fonds sur le marché intérieur, se sont, elles aussi, lancées dans un processus de diversification,

... d'Allemagne surtout

Principales caractéristiques des émissions de titres internationaux[1]

Pays de résidence, monnaie et catégorie d'émetteurs	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Montant à fin 1995
	en milliards de dollars EU						
Total des émissions nettes	164,1	204,7	151,5	197,6	285,7	313,2	2 803,3
Obligations internationales[2]	131,1	169,8	111,1	125,4	145,5	120,8	2 209,6
Euro-effets	33,0	34,9	40,4	72,2	140,2	192,4	593,8
Pays développés	130,3	159,1	115,5	129,7	210,0	233,0	2 149,7
Europe[3]	*90,4*	*88,3*	*93,7*	*142,5*	*167,1*	*172,2*	*1 306,4*
Japon	*28,7*	*39,6*	*–3,4*	*–44,7*	*–26,9*	*–26,7*	*238,4*
États-Unis	*2,0*	*13,8*	*16,9*	*11,2*	*41,7*	*64,2*	*313,7*
Canada	*4,9*	*15,9*	*10,7*	*19,1*	*18,2*	*10,8*	*181,3*
Places franches	9,9	3,9	–0,1	5,6	37,1	36,9	187,9
Autres pays	3,9	16,0	12,8	25,8	28,7	27,3	156,9
Institutions internationales	20,0	25,7	23,2	36,5	9,9	15,8	308,7
Dollar EU	56,0	54,9	58,9	31,5	73,7	74,9	984,9
Yen japonais	28,9	21,1	9,2	33,8	106,8	108,3	496,8
Mark allemand	9,4	12,6	24,6	31,2	27,5	55,9	319,7
Autres monnaies	69,8	116,0	58,7	101,1	77,6	74,0	1 001,9
Secteur financier[4]	58,5	42,6	44,3	52,6	154,0	186,5	1 038,6
Secteur public[5]	52,5	79,4	82,3	131,8	109,5	87,0	986,7
Entreprises	53,1	82,6	24,9	13,2	22,2	39,6	778,1
Pour mémoire:							
Obligations internationales (annonces)[2]	*241,7*	*317,7*	*334,1*	*446,5*	*361,6*	*358,7*	
Facilités d'euro-effets (annonces)	*71,3*	*95,9*	*113,2*	*109,8*	*194,0*	*271,6*	

[1] Obligations internationales (flux) et euro-effets (variation d'encours, hors effets de change). [2] Hors obligations émises dans le cadre d'un programme d'euro-effets. [3] Hors Europe orientale. [4] Banques commerciales et autres institutions financières. [5] Gouvernements, organismes publics et institutions internationales.

Sources: Banque d'Angleterre; Euroclear; ISMA; BRI. Tableau VIII.4

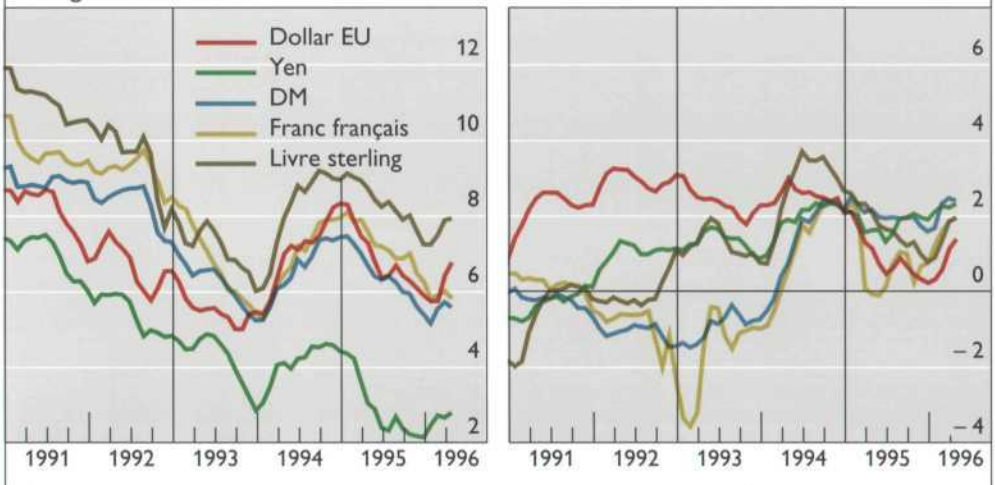
principalement sous la forme d'émissions planétaires de titres amortissables par anticipation. En revanche, les efforts d'assainissement budgétaire se sont traduits par une réduction des emprunts souverains. Dans le même temps, les abondantes liquidités des firmes non financières des pays développés et la poursuite des remboursements d'obligations liées aux actions émises à la fin des années 80 par des entités japonaises ont freiné le financement net total des entreprises, malgré une reprise des émissions par les sociétés américaines et britanniques.

L'effet de la crise mexicaine a varié selon les pays

Le faible niveau des taux d'intérêt dans les grands pays industriels a bénéficié aux emprunteurs des pays en développement et en transition, dont les émissions totales brutes et nettes ont presque retrouvé le niveau de l'année précédente. Ainsi, la crise financière du Mexique n'a pas eu d'effet durable sur le volume global des fonds levés. Toutefois, si les emprunts d'Amérique latine ont enregistré une légère augmentation (passant à $17,9 milliards), elle a surtout été le fait de signatures argentines et brésiliennes, alors que le financement des résidents mexicains s'est pratiquement tari. Les conditions faites aux emprunteurs de cette région sont restées nettement moins attrayantes qu'avant la chute du marché obligataire au début de 1994 et, à l'exception des banques brésiliennes et

Taux d'intérêt internationaux

Moyenne mensuelle, en % et points de %



[1] Rendement annuel des contrats d'échange de taux d'intérêt à cinq ans. [2] Taux à cinq ans moins taux de l'euromarché à trois mois.

Source: BRI. Graphique VIII.5

argentines, les émetteurs du secteur privé latino-américain se sont presque complètement retirés. Les appels de fonds des pays en développement d'Asie ont un peu diminué, mais ce tassement a peut-être été dû davantage à des restrictions locales sur les emprunts à l'étranger qu'à la crise mexicaine. Cette réduction générale de la demande de financements en Asie a été, dans une certaine mesure, compensée par une collecte importante des résidents coréens ($8,6 milliards sur un total de $13 milliards pour l'Asie), suite à la libéralisation partielle des émissions par les banques locales. Plusieurs emprunteurs souverains ont fait leur entrée sur le marché (Lituanie et Slovaquie) ou y sont revenus pour la première fois depuis la crise de la dette des PED au début des années 80 (Brésil).

Répartition par monnaie

Les émissions se sont concentrées sur le yen ...

Les nouvelles mesures de libéralisation prises au Japon (page 164), conjuguées à la forte demande de titres en yens émanant d'investisseurs japonais qui cherchaient à éviter le risque de change, ont permis à cette monnaie d'arriver en tête pour la troisième année consécutive. L'engouement, à la fois des institutionnels et des petits investisseurs, a permis de placer quelques grosses émissions en yens, y compris une opération multitranche de ¥550 milliards pour l'Italie, la plus importante jamais émise sur l'euromarché. Quant au dollar EU, les inquiétudes portant sur les conséquences financières que pourrait avoir aux États-Unis le plan de sauvetage monté pour le Mexique ont d'abord déclenché une fuite des actifs en dollars EU vers les monnaies européennes traditionnellement fortes, mais les émissions en dollars se sont reprises par la suite et leur part dans les financements nets est restée stable sur l'ensemble de l'année.

... le dollar EU ...

... et le mark

C'est encore le mark qui a été la troisième monnaie d'émission par ordre d'importance, grâce à son statut de point d'ancrage en Europe, des possibilités de contrats d'échange favorables, une vive demande de fonds des institutions financières allemandes et une certaine diversification des monnaies par les

emprunteurs de pays émergents et en transition. Si, vers la fin de l'année, les inquiétudes croissantes relatives à l'union monétaire européenne ont plutôt découragé les émissions à long terme en monnaie allemande, ce repli a aidé le compartiment du franc suisse, dont les émissions nettes ont presque doublé. En revanche, les incertitudes politiques et économiques ont fait tomber le nombre des émissions libellées en livres sterling, francs français, lires italiennes et dollars canadiens. Globalement, les émissions nettes sont restées très concentrées sur les trois principales monnaies, yen (35%), dollar EU (24%) et mark (18%). Il convient toutefois d'interpréter ces chiffres avec prudence, étant donné le recours accru aux contrats d'échange de devises dans les émissions, le poids des investisseurs nationaux dans les secteurs des eurodevises (particulièrement marqué en 1995 pour le yen et la lire) et l'effet des mesures de libéralisation prises ces dernières années (surtout au Japon et en Allemagne).

Catégories d'instruments

Les annonces de *facilités d'euro-effets* se sont élevées en 1995 à $271,6 milliards, ce qui porte le total des programmes lancés depuis la création de ce marché à près de $1 200 milliards. Dans le même temps, les nouveaux tirages dans le cadre

Emprunts sur les marchés des titres, par secteur et pays de résidence de l'émetteur

Secteur et pays de résidence	Marchés nationaux[1]				Marchés internationaux[2]				Encours à fin 1995	
	1992	1993	1994	1995	1992	1993	1994	1995	Nationaux[1]	Internationaux[2]
	en milliards de dollars EU									
Total des émissions nettes[3]	1 428,8	1 604,4	1 474,4	1 680,3	151,5	197,6	285,7	313,2	24 110,0	2 803,3
Secteur privé	423,2	440,1	310,2	639,5	69,1	65,7	176,2	226,1	8 776,7	1 816,6
États-Unis	156,2	226,5	237,4	419,4	14,2	7,5	38,6	56,1	4 028,2	300,8
Japon	55,3	46,6	11,4	80,5	−5,2	−47,8	−28,0	−27,8	1 530,2	217,3
Allemagne	70,9	72,1	39,8	92,3	6,7	14,1	30,5	36,8	1 023,3	103,9
France	62,7	1,0	−25,3	−21,8	18,7	20,4	15,1	6,8	601,4	183,7
Royaume-Uni	0,6	14,9	27,5	18,4	10,2	16,5	33,0	41,9	186,5	251,7
Italie	41,6	39,7	12,3	27,7	−1,3	− 1,3	− 1,9	0,5	362,8	13,1
Pays-Bas	3,1	1,1	2,0	2,4	10,1	24,3	30,7	37,5	72,1	225,1
Suède	11,5	8,7	− 6,7	− 0,9	5,0	9,6	3,2	− 0,4	156,3	25,4
Australie	2,0	−3,5	4,9	1,2	−1,4	1,6	0,5	6,1	46,6	51,6
Canada	−1,6	3,5	2,3	4,3	−1,6	− 0,1	− 1,1	2,5	52,1	44,1
Autres pays	20,9	29,7	4,6	16,0	13,8	21,0	55,5	66,2	717,2	400,0
Secteur public	1 005,6	1 164,3	1 164,2	1 040,9	82,3	131,8	109,5	87,0	15 333,4	986,7
Institutions internationales					23,2	36,5	9,9	15,8		308,7
Canada	32,7	23,4	18,7	22,6	12,3	19,2	19,3	8,3	451,2	137,2
Suède	3,6	12,0	22,1	7,7	4,2	13,9	20,3	11,9	144,9	86,9
Autres pays	969,3	1 129,0	1 123,4	1 010,6	42,6	62,2	60,0	51,0	14 737,3	453,9

[1] Émissions des résidents et (pour les effets) des non-résidents en monnaie locale sur le marché local; pays de l'OCDE uniquement. [2] Émissions des résidents sur les marchés étrangers et en devises sur le marché local; effets: hors émissions en monnaie locale sur les marchés étrangers. [3] Variation d'encours à cours de change constants, sauf obligations: flux.

Sources: Banque d'Angleterre; Euroclear; ISMA; autorités nationales; BRI. Tableau VIII.5

des facilités existantes ont augmenté de 37% (atteignant $192,4 milliards), et, à la fin de l'année, les euro-effets représentaient 21% de l'encours total des titres internationaux (contre 7% à la fin de 1990). L'activité sur le *marché de l'europapier commercial (EPC)* est restée léthargique, ce qui concorde avec la stagnation ou la contraction de la plupart des grands marchés nationaux de ce type d'instruments à partir de 1991 (sauf celui des États-Unis, qui connaît une vive reprise depuis 1993). Cette situation s'explique en partie par le fait que les emprunteurs s'endettent moins à court terme et peuvent le faire dans le cadre de programmes d'eurobons à moyen terme négociables. Il se peut aussi que la série de défaillances survenues à la fin des années 80 et au début de l'actuelle décennie ait découragé les investisseurs.

Les euro-effets ont constitué le principal mode de financement ...

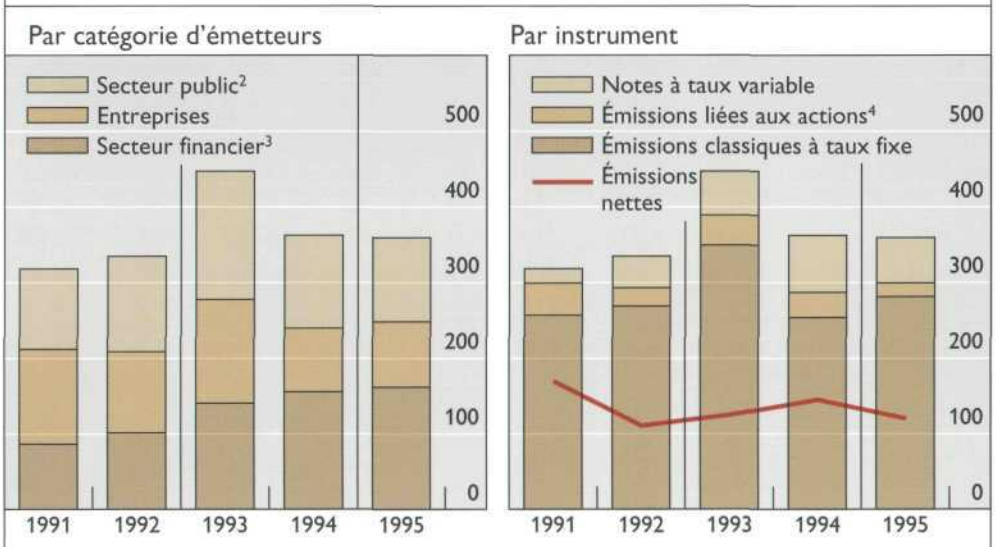
Le rythme d'expansion du *marché des eurobons à moyen terme négociables (EBMTN)*, à l'inverse, est resté supérieur à celui de son équivalent américain. Les emprunts dans ce compartiment sont de plus en plus absorbés par des consortiums de prise ferme (et non par placement «au mieux»), si bien qu'un montant croissant de ces effets ne diffère que très peu des euro-obligations traditionnelles. D'autre part, comme une proportion importante des émissions se fait sous forme de petits tirages et/ou de placements privés, la transparence du marché s'en trouve encore diminuée. La circonspection des investisseurs semble s'être traduite par une réduction moyenne des échéances et des montants ainsi que par une aversion pour les transactions appuyées sur des dérivés. Cela dit, les intervenants se sont habitués aux titres qui incluent des caractéristiques dérivées, et des émissions qui étaient considérées comme «exotiques» il y a quelques années sont devenues courantes.

... aux dépens de la transparence du marché

Malgré la concurrence accrue des prêts consortiaux et des euro-effets, les annonces brutes d'*obligations internationales* ($358,7 milliards), à l'exclusion de

Principales caractéristiques du marché obligataire international[1]

Annonces, en milliards de dollars EU



[1] Hors obligations émises dans le cadre de programmes EBMTN. [2] Gouvernements, organismes publics et institutions internationales. [3] Banques commerciales et autres institutions financières. [4] Obligations convertibles et obligations à bon de souscription d'actions.

Sources: Banque d'Angleterre; Euroclear; ISMA; BRI. Graphique VIII.6

Le marché obligataire s'est caractérisé par ...

celles lancées dans le cadre de facilités EBMTN qui ont atteint un chiffre record de $69,5 milliards, sont comparables aux résultats de 1994. Toutefois, l'augmentation des remboursements s'est traduite par une chute de 17% du financement net (passé à $120,8 milliards). Les émissions ont été alimentées par un volume soutenu de titres adossés à des actifs, d'obligations étrangères (surtout aux États-Unis et au Japon) et planétaires, bien que certains observateurs aient mis en doute le caractère mondial de ces dernières, qui ne sont guère sorties des frontières des États-Unis. La prudence des investisseurs internationaux s'est manifestée par la réduction du montant et de l'échéance moyenne des émissions à taux fixe par rapport au marché haussier du début des années 90. Dans le même temps, le faible rendement des engagements de prise ferme a donné lieu à des initiatives visant à améliorer leur rentabilité, par exemple le renoncement occasionnel à la distribution à prix fixe et l'utilisation de consortiums plus petits, voire parfois la souscription d'une émission entière par une seule institution. Plusieurs intermédiaires ont réduit cette activité ou réaffecté leurs ressources à des créneaux plus rentables, titres des pays en développement et échanges d'actifs, par exemple. Un certain nombre de spécialistes proposent aujourd'hui les émissions d'euro-obligations en «produit d'appel», qui leur permet de faire des bénéfices sur des opérations connexes telles que le négoce sur le marché secondaire, les changes et les dérivés. L'offre de ces services auxiliaires apparaît de plus en plus comme une condition indispensable à une présence accrue sur le marché obligataire.

... la prudence des investisseurs ...

... et la faible rentabilité des intermédiaires

Dans le *compartiment des obligations classiques à taux fixe*, la forte augmentation des émissions en dollars, l'an dernier, a été due principalement à l'expansion des offres étrangères sur le marché des États-Unis. La demande américaine de titres étrangers libellés en dollars a été soutenue par trois facteurs: la moindre importance attachée par ce marché aux considérations de change, l'offre limitée émanant des entreprises domestiques et le meilleur accueil accordé aux signatures de deuxième rang. L'aversion persistante des investisseurs japonais pour les positions en devises, conjuguée aux récentes mesures de libéralisation, a entraîné un accroissement du volume des émissions en euro-yens et samouraï, bien que des conditions moins favorables sur les marchés des obligations et des contrats d'échange (dues en partie à la «prime japonaise») aient provoqué une certaine contraction vers la fin de l'année. Quant au mark, la vive demande étrangère d'actifs libellés dans cette monnaie et les possibilités attrayantes de contrats d'échange ont donné une nouvelle impulsion à l'émission d'obligations à taux fixe, surtout dans les échéances intermédiaires.

Les émissions à taux fixe sont stimulées par la demande des investisseurs américains et japonais

De fréquents accès d'incertitude quant à l'évolution des taux d'intérêt ont soutenu la demande d'*émissions de notes à taux variable (NTV)*. Toutefois, la diminution des besoins de financement et l'amélioration des conditions sur le marché des prêts consortiaux ont réduit les offres d'emprunteurs souverains de premier rang par rapport à 1994. Le secteur financier est donc resté l'élément moteur de l'activité. La minceur des marges pour les signatures les mieux notées a encouragé les investisseurs à diversifier leurs portefeuilles en faveur d'instruments à plus haut rendement, comme les emprunts bancaires subordonnés, les obligations amortissables par anticipation et les titres adossés à des actifs. Enfin, le marché primaire des *obligations liées aux actions* a continué de

Les institutions financières restent les principaux émetteurs de NTV ...

fléchir, tombant à son plus bas depuis 1986. Les résultats généralement médiocres des marchés des actions sur lesquels ces émissions étaient concentrées (particulièrement en Asie) ont freiné l'activité. Bien que les remboursements aient encore diminué par rapport au maximum de 1993, le faible volume d'émissions a entraîné une nouvelle contraction de l'encours.

... et le marché des obligations liées aux actions s'est encore contracté

Aspects réglementaires

C'est le Japon qui a mis en place, l'an dernier, l'ensemble le plus complet de mesures de libéralisation, avec l'adoption, en août, d'un programme visant à faciliter l'investissement en titres et emprunts étrangers, qui comprenait les éléments suivants: levée de la plupart des restrictions encore en vigueur sur la vente d'euro-obligations en yens au Japon; assouplissement du traitement comptable des avoirs des investisseurs institutionnels en obligations étrangères; incitation donnée aux organismes gouvernementaux nationaux d'investir dans ce dernier type de titres. L'émission d'euro-effets a été également libéralisée; en avril 1995, les émetteurs japonais d'obligations étrangères (et les émetteurs étrangers d'obligations en yens) ont obtenu l'autorisation de lancer des programmes d'EBMTN et, en octobre, le délai d'émission d'europapier commercial en yens a été aboli. Parmi d'autres mesures concernant le marché des euro-obligations, il faut noter la suppression, par l'Italie, des contraintes encore en vigueur sur la nationalité du chef de file pour les émissions en eurolires. Plusieurs pays en développement et en transition ont aussi mis en place des réformes, en vue de développer leurs marchés des titres et de libéraliser les émissions en monnaies étrangères par les résidents. Toutefois, la crise mexicaine, en faisant prendre conscience des risques de déstabilisation qu'impliquent des entrées de capitaux massives et volatiles, a entraîné certains d'entre eux (Brésil, Chili, Corée et Thaïlande) à adopter des mesures temporaires de restriction, notamment taxes sur les emprunts étrangers et les investissements intérieurs des non-résidents ainsi que coefficients de réserves supplémentaires. En plus de limiter les entrées, plusieurs pays ont facilité les sorties de capitaux. Le Chili a, par exemple, aboli la période de «gel» pour le rapatriement des capitaux investis dans le cadre de conversions de dette en participations. Dans certains cas, les autorités ont imposé des restrictions à l'utilisation de «nouveaux» instruments financiers, comme les certificats américains de titres en dépôt (Chili) et les dérivés (Brésil).

Nouvelles mesures de libéralisation au Japon ...

... et en Italie ...

... mais mesures temporaires de restriction ailleurs

La période sous revue a aussi été marquée par l'entrée en vigueur, le 1er janvier 1996, de la Directive de l'Union européenne concernant les services d'investissement. Elle permet aux maisons de titres établies dans l'un des pays membres d'opérer dans tous les autres, sous réserve qu'elles soient soumises au contrôle d'au moins l'un d'entre eux. Elle dispose, en outre, que les Bourses et marchés dérivés organisés pourront offrir leurs produits et services dans l'ensemble du marché intérieur, ce qui permettra aux entreprises résidentes d'avoir un accès direct à toute place de l'UE et de négocier des titres sans passer par des courtiers ou intermédiaires locaux. Toutefois, il faudra probablement un certain temps pour que ce texte fasse pleinement sentir ses effets sur la concurrence, d'autant plus que la plupart des pays de l'UE doivent encore en transposer les dispositions dans leur législation nationale. De plus, les

Début d'application de la Directive européenne sur les services d'investissement

orientations générales qu'il contient laissent une grande latitude à l'interprétation par les pays. En même temps est entrée en vigueur la Directive de l'UE sur l'adéquation des fonds propres, qui exige que les banques et entreprises d'investissement affectent une part suffisante de leur capital à la couverture des risques de marché.

Marchés dérivés mondiaux

Activité en baisse sur les marchés organisés mais en forte hausse sur le gré à gré

Un tassement des montants notionnels négociés sur les marchés organisés, après le record de 1994, et un accroissement marqué du gré à gré ont caractérisé, l'an dernier, les marchés mondiaux des produits dérivés (tableau VIII.7). Confrontées à cette baisse d'activité et à de fortes pressions concurrentielles, les places ont tenté d'élargir leur gamme d'utilisateurs en tissant des liens bilatéraux et en lançant de nouveaux contrats et services. L'enquête sur les marchés dérivés effectuée au printemps de 1995 par les banques centrales a montré que la taille du gré à gré était bien plus importante qu'on ne le pensait: il assure la plupart des opérations sur devises et dépasse très nettement les marchés organisés pour les instruments de taux. Même s'il est apparu que, dans quelques pays, un nombre relativement faible d'intervenants effectuent une grande proportion des transactions sur certains types de dérivés, les préoccupations concernant la concentration se sont atténuées en raison de la dimension mondiale du négoce et du fait que les principaux intermédiaires sont différents d'un groupe de produits à l'autre. En outre, comme les avantages économiques procurés par ces marchés sont plus largement reconnus et les instruments mieux compris et utilisés avec davantage de prudence, les appels en faveur d'une action restrictive se sont raréfiés. Les autorités ont cherché essentiellement à améliorer la

Marchés de certains instruments financiers dérivés

Instrument	Encours notionnel					
	1990	1991	1992	1993	1994	1995
	en milliards de dollars EU					
Marchés organisés	2 290,4	3 519,3	4 634,4	7 771,1	8 862,5	9 185,3
Contrats à terme de taux d'intérêt	1 454,5	2 156,7	2 913,0	4 958,7	5 777,6	5 863,4
Options de taux d'intérêt[1]	599,5	1 072,6	1 385,4	2 362,4	2 623,6	2 741,7
Contrats à terme de devises	17,0	18,3	26,5	34,7	40,1	37,9
Options de change[1]	56,5	62,9	71,1	75,6	55,6	43,2
Contrats à terme sur indices boursiers	69,1	76,0	79,8	110,0	127,3	172,2
Options sur indices boursiers[1]	93,7	132,8	158,6	229,7	238,3	326,9
Marchés de gré à gré[2]	3 450,3	4 449,4	5 345,7	8 474,6	11 303,2	17 990,0
Échanges de taux d'intérêt	2 311,5	3 065,1	3 850,8	6 177,3	8 815,6	..
Échanges de devises[3]	577,5	807,2	860,4	899,6	914,8	..
Autres instruments connexes[4]	561,3	577,2	634,5	1 397,6	1 572,8	..

[1] Options d'achat et de vente. [2] Données collectées par l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) uniquement; les deux volets d'un contrat entre membres de l'ISDA ne sont notifiés qu'une seule fois. [3] Après correction des doubles déclarations; y compris contrats d'échanges croisés de taux d'intérêt et de devises. [4] Taux plafonds, tunnels, taux planchers et options d'échange.

Sources: Futures Industry Association; ISDA; marchés respectifs; calculs BRI. Tableau VIII.6

communication d'informations et à favoriser une coopération plus étroite et un engagement plus poussé des dirigeants d'institutions dans la gestion des risques.

Marchés organisés

Ralentissement sur les places ...

Le fléchissement de l'activité de place correspond à l'atténuation de la volatilité sur les marchés européens des capitaux en cours d'année et à une prudence accrue des utilisateurs non financiers. Le fait que le ralentissement ait été plus sensible pour les produits sur devises, alors que la volatilité des changes restait à un niveau historiquement élevé, laisse supposer une migration vers le gré à gré et/ou une contraction de la liquidité. Dans le secteur des produits de taux, le repli a été plus général sur le long terme, mais quelques contrats sur taux courts, PIBOR par exemple, se sont nettement développés. Plusieurs raisons expliquent cette différenciation: le relèvement des taux monétaires face aux tensions sur les changes, le succès des nouveaux contrats et le dynamisme des opérations au comptant et de gré à gré. Dans le compartiment à long terme, le contrat notionnel français, utilisé massivement les années précédentes en liaison avec les opérations sur titres des non-résidents, a subi l'une des plus fortes baisses (33%), tandis que l'emprunt japonais a donné des signes de reprise. Le repli pour les échéances longues est peut-être attribuable, au-delà d'une diminution de la volatilité des marchés sous-jacents en Europe, à une préférence croissante des gros opérateurs pour les stratégies au comptant (sur pensions, notamment). Dans le segment des actions, les instruments à terme et options sur indices boursiers ont maintenu, en montant notionnel, leur vif développement des dernières années grâce à une utilisation plus systématique dans les stratégies de portefeuille, tant au plan local qu'international; l'expansion de ce segment aurait été encore plus marquée si les options sur actions avaient été recensées.

... plus général pour les contrats sur taux longs ...

... mais poursuite de l'expansion des *produits sur actions*

L'activité florissante du Chicago Board of Trade (CBOT) sur produits de base lui a permis de préserver sa première position en Amérique du Nord, devant le Chicago Mercantile Exchange (CME) et le Chicago Board Options Exchange (CBOE). En Europe, le London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE) a conservé sa prééminence, grâce notamment à sa large gamme internationale de produits de taux. Au Brésil, le nombre de contrats négociés a connu une expansion remarquable (graphique VIII.7), mais leur faible valeur nominale signifie que le volume d'activité y reste bien inférieur à celui des grands centres financiers. Plusieurs marchés organisés se sont ouverts, l'an dernier, dans le monde en développement et les pays en transition; toutefois, le négoce y est encore freiné par le manque de profondeur et d'efficience des marchés des titres ainsi que par l'absence d'une réglementation adaptée.

Hors Brésil, activité limitée sur les marchés émergents

Stimulées par l'intensification de la concurrence ...

La stagnation quasi générale a avivé la concurrence entre places. Les perspectives de croissance étant faibles dans le secteur des taux d'intérêt, les marchés organisés ont adopté des stratégies diversifiées fondées sur la création d'*instruments* et de *services spécialisés*, la *rationalisation* de leurs activités et l'extension des *liaisons mutuelles*. Les nouveautés se sont concentrées sur des indices sectoriels d'actions, des couples de devises et des produits de base; les instruments personnalisés (qui combinent la souplesse des produits du gré à gré avec les avantages des garanties financières et de la transparence de prix des marchés organisés) se sont encore développés, avec l'élargissement de l'offre de

... les places se diversifient ...

Instruments financiers dérivés négociés sur les marchés organisés

Instrument	Montant notionnel						Encours du notionnel à fin 1995
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	
	en milliers de milliards de dollars EU						
Contrats à terme de taux d'intérêt	92,8	99,6	141,0	175,0	273,3	258,9	5,9
sur instruments à court terme	67,6	75,2	113,3	137,2	223,2	212,3	5,5
dont: eurodollar à trois mois[1]	*39,4*	*41,7*	*66,9*	*70,2*	*113,6*	*104,1*	*2,5*
euro-yen à trois mois[2]	*11,3*	*12,9*	*14,0*	*24,1*	*44,4*	*41,7*	*1,4*
euro-DM à trois mois[3]	*2,1*	*3,2*	*7,5*	*12,4*	*19,1*	*18,0*	*0,7*
PIBOR à trois mois	*1,9*	*2,9*	*5,8*	*10,1*	*12,3*	*15,8*	*0,2*
sur instruments à long terme	25,2	24,3	27,7	37,8	50,1	46,6	0,4
dont: obligation du Trésor américain[4]	*7,8*	*6,9*	*7,1*	*8,0*	*10,1*	*8,7*	*0,0*
emprunt de l'État japonais[5]	*12,2*	*10,3*	*9,7*	*13,9*	*13,9*	*14,6*	*0,2*
obligation de l'État allemand[6]	*1,6*	*2,0*	*2,9*	*4,0*	*8,3*	*7,8*	*0,1*
emprunt de l'État français[7]	*1,6*	*2,0*	*2,8*	*3,1*	*4,7*	*3,4*	*0,0*
Options de taux d'intérêt[8]	15,2	17,3	25,5	32,5	47,0	43,0	2,7
Contrats à terme de devises	2,7	2,7	2,3	2,7	3,3	3,2	0,0
Options de change[8]	1,2	1,5	1,4	1,3	1,4	1,0	0,0
Contrats à terme sur indices boursiers	5,6	7,8	6,0	7,2	9,4	11,4	0,2
Options sur indices boursiers[8]	5,8	6,4	5,7	6,4	8,1	10,1	0,3
Total	123,4	135,2	181,9	225,1	342,5	327,6	9,2
Amérique du Nord	*65,7*	*70,8*	*102,1*	*113,1*	*176,1*	*162,2*	*4,8*
Europe	*21,4*	*26,7*	*42,8*	*59,7*	*85,7*	*86,6*	*2,2*
Asie[9]	*36,2*	*37,7*	*36,9*	*52,0*	*78,3*	*74,5*	*2,0*
Autres pays	*0,0*	*0,0*	*0,1*	*0,3*	*2,4*	*4,2*	*0,1*

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

Sources: Futures Industry Association; marchés respectifs; calculs BRI. Tableau VIII.7

contrats sur actions et devises. Le mouvement de diversification a gagné de nouveaux «créneaux», tels qu'actifs financiers des marchés émergents, risque de crédit, assurance, immobilier et pollution.

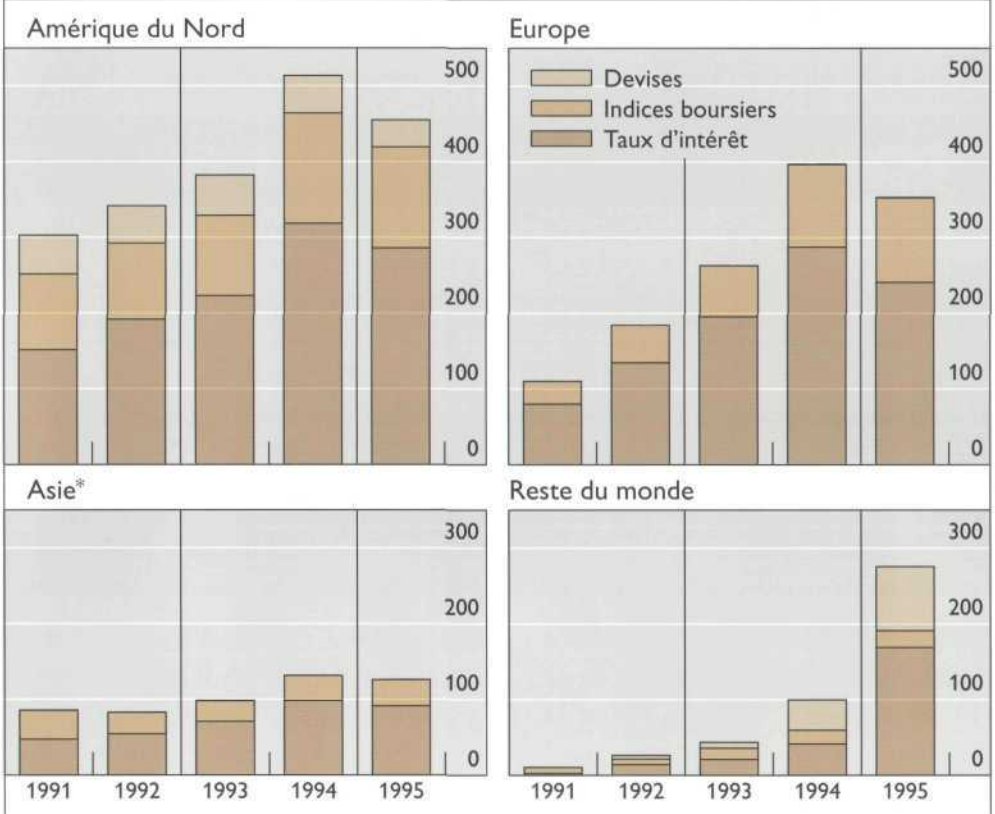
... offrent de nouveaux services ...

Une deuxième facette de cette stratégie de concurrence a consisté à multiplier les services auxiliaires aux instruments sur et hors marchés. Par exemple, alors que les principales places des États-Unis finalisaient leurs facilités de garantie et de marge pour les produits de gré à gré, MEFF Renta Fija, en Espagne, a annoncé l'institution d'une compensation pour les contrats d'échange de taux en pesetas. Dans certains cas, les participants se sont vu offrir davantage de possibilités d'arbitrage entre marchés et une plus ample flexibilité dans la gestion de leurs risques financiers; on peut citer à cet égard: plusieurs facilités pour le négoce indiciel (qui permet de jouer sur les différences de prix entre dérivés ou avec le sous-jacent), la multiplication des échéances mensuelles, l'accélération des procédures de livraison, l'assouplissement des critères de

... accroissent la flexibilité ...

Instruments financiers à terme et options négociés sur les marchés organisés

En millions de contrats



* Y compris Australie et Nouvelle-Zélande.

Sources: Futures Industry Association; données nationales; BRI. Graphique VIII.7

cotation et positions limites ainsi que la création d'un service électronique des grands ordres traités à la corbeille. Ces mesures devraient améliorer la liquidité des marchés sous-jacents et dérivés, tout en renforçant l'interpénétration des divers segments.

... rationalisent ...

La contraction du revenu des intermédiaires et des marchés a stimulé la rationalisation des activités, dans le but de réduire les coûts d'exploitation. Celle-ci a pris deux formes: concentration, comme l'illustre la fusion du LIFFE et du London Commodities Exchange, et recentrage, par suppression de produits ne présentant pas d'avantages concurrentiels, parce que manquant soit d'un ancrage solide dans un marché sous-jacent domestique, soit de liquidité. C'est ce qui explique pourquoi le LIFFE, par exemple, a renoncé à ses contrats eurodollar trois mois et obligation allemande à moyen terme.

... et développent leurs liens mutuels

Les liaisons entre marchés organisés ont connu un regain d'intérêt, avec une préférence confirmée pour les accords bilatéraux, qui réduisent le risque de lancement de produits rivaux. Bien que les considérations de coût aient encore joué en faveur des systèmes électroniques, certains des nouveaux accords reposent sur une négociation à la corbeille, ce qui a ranimé le débat sur les avantages respectifs des deux formules. On a ainsi pu craindre, sur quelques places, que le passage à l'électronique laisse le champ libre à la concurrence pour offrir à la corbeille des contrats analogues. Par ailleurs, les négociateurs

Suite du débat: criée ou systèmes électroniques

individuels, qui exercent une fonction d'arbitrage importante dans les négociations à la criée, ont également exprimé leur préoccupation face au risque que les liaisons électroniques représentent pour leur situation; de telles réactions ne sont pas étrangères à l'abandon du projet de connexion électronique entre le Marché à terme international de France (MATIF) et la Deutsche Terminbörse (DTB). Les dispositifs bilatéraux soulèvent aussi des questions prudentielles concernant la surveillance des accès à distance aux marchés. Enfin, il importe d'observer que, sauf en période d'extrêmes turbulences, peu d'instruments ont, jusqu'à maintenant, réussi à attirer une forte demande en dehors des heures locales d'ouverture; les liens annoncés en 1995 pourraient servir de nouveaux tests à cet égard.

Marchés de gré à gré

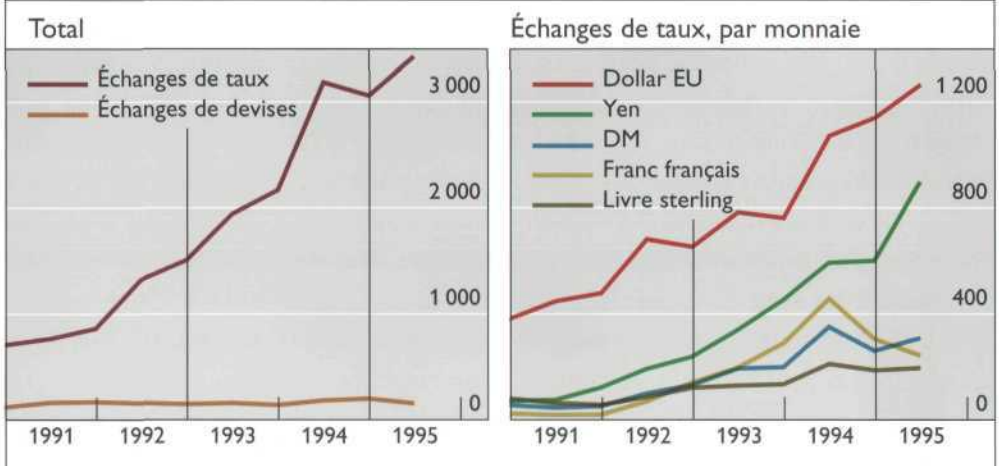
Aucun signe d'essoufflement sur le gré à gré ...

Les informations préliminaires publiées par l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) montrent que, après s'être déjà accru de 33% en 1994, le montant notionnel des positions en contrats d'échange et produits connexes a augmenté au rythme spectaculaire de 59% l'an dernier. Des données plus détaillées, uniquement disponibles pour le premier semestre, révèlent que le secteur des devises est resté déprimé, alors que celui des taux a été le principal moteur de l'expansion. Celle-ci s'est concentrée sur le yen; la volatilité des taux d'intérêt est demeurée élevée sur cette monnaie pendant une bonne partie de l'année et la pente des taux s'est accentuée sous l'effet des injections de liquidités de la Banque du Japon. Simultanément, les intermédiaires ont continué d'émettre des bons de souscription sur une grande diversité de sous-jacents, notamment actions, indices boursiers et devises.

Les pertes enregistrées par les utilisateurs finals en 1994–95 ont conduit de nombreuses entreprises à mener un réexamen critique de leur utilisation des instruments dérivés et à améliorer leurs pratiques de gestion des risques; cette attitude, à son tour, a incité les intermédiaires à mettre davantage l'accent sur leurs services de conseil, en concevant cette stratégie dans l'optique d'un

Contrats d'échange de taux d'intérêt et de devises

Montant notionnel des nouveaux contrats, en milliards de dollars EU



Sources: ISDA et BRI. Graphique VIII.8

renforcement de leurs relations à long terme avec leur clientèle. L'innovation, toujours grande, a quelque peu changé de direction. D'une part, les opérations spéculatives à effet de levier ont été relativement délaissées pour des instruments moins risqués (arbitrage de marges et formules synthétiques de protection). D'autre part, les intermédiaires ont offert aux investisseurs et emprunteurs des produits moins coûteux, en réduisant le degré de couverture; cela a été particulièrement manifeste pour les dérivés sur devises, fortement renchéris par les fluctuations et volatilités élevées des principaux cours de change, lesquelles ont donné naissance à une large gamme de structures «exotiques» (comme les options à barrière). Dans le même temps, on a constaté une certaine érosion de la rentabilité pour les intermédiaires, la diffusion des compétences et technologies nécessaires au montage et à l'évaluation de produits complexes intensifiant la concurrence et orientant à la baisse commissions et marges.

... mais réorientation du négoce

Enquête des banques centrales sur les marchés dérivés

Parallèlement à l'étude trisannuelle des marchés des changes coordonnée par la BRI (dont le chapitre VI présente les principales conclusions), les banques centrales et autorités monétaires de vingt-six pays ont effectué, au printemps de 1995, une enquête sur les marchés dérivés, afin de mieux connaître la dimension et la structure mondiales du gré à gré, sur lequel on ne disposait guère d'informations. Cette enquête ne visait pas, cependant, à évaluer l'exposition au risque des participants, ce qui aurait exigé beaucoup plus de renseignements détaillés sur l'ensemble de leurs activités financières. Les données rassemblées comportaient le nombre de contrats conclus en avril 1995 ainsi que les montants notionnels et valeurs de marché de l'encours au 31 mars 1995; elles englobaient les quatre grandes catégories de risques de marché (devises, taux d'intérêt, actions et produits de base) et couvraient environ 90% des intermédiaires concernés. Des chiffres ont également été recueillis sur les dérivés négociés sur les marchés organisés, mais ils ne sont pas entièrement comparables avec ceux du gré à gré car ils n'ont pas été corrigés des doubles recensements.

Étude sur les marchés dérivés révélant ...

Après ajustement du double comptage des opérations locales et transfrontières, l'enquête évalue à $839 milliards, en montant notionnel, le volume journalier des contrats de gré à gré en avril 1995 et à $40 600 milliards l'encours à fin mars 1995. Ce dernier chiffre est nettement supérieur aux estimations partielles fournies par certains organismes: $11 300 milliards à fin 1994 selon l'ISDA, par exemple, pour les contrats d'échange et options connexes sur taux d'intérêt. Il représente aussi un multiple des positions déclarées par l'ensemble des marchés organisés dans le monde (tableau VIII.7); il convient toutefois de préciser que, le plus souvent, les positions s'accumulent sur le gré à gré, parce qu'il est nécessaire de signer un nouveau contrat (et de créer ainsi une nouvelle ligne) pour en liquider ou modifier un autre, alors que, sur les marchés organisés, elles sont dénouées avant échéance.

... un gré à gré plus important qu'on ne le pensait ...

L'enquête révèle une large prédominance des produits de taux, surtout pour les marchés organisés (96% de l'encours total notionnel, contre 66% pour le gré à gré). Elle met en évidence la faible taille des compartiments sur actions et produits de base, qui peut cependant refléter en partie un recensement moins complet des intermédiaires actifs dans ces domaines. Le secteur financier compte

... et plus étoffé que les marchés organisés pour les produits de taux ...

Instruments dérivés négociés de gré à gré, à fin mars 1995[1]

Catégorie de risques de marché et d'instruments	Encours notionnel		Valeur brute de marché		Valeur brute de marché, en % de l'encours notionnel
	en milliards de dollars EU	part, en %[2]	en milliards de dollars EU	part, en %[2]	
Devises	13 095	100	1 048	100	8
Terme et swaps cambistes[3]	8 699	72	622	71	7
Contrats d'échange[4]	1 957	11	346	22	18
Options[5]	2 379	17	71	7	3
Autres produits	61	0	10	0	16
Taux d'intérêt	26 645	100	647	100	2
Terme	4 597	17	18	3	0
Contrats d'échange	18 283	69	562	87	3
Options	3 548	13	60	9	2
Autres produits	216	1	7	1	3
Actions et indices boursiers	579	100	50	100	9
Terme et contrats d'échange	52	9	7	14	13
Options	527	91	43	86	8
Produits de base	318	100	28	100	9
Terme et contrats d'échange	208	66	21	78	10
Options	109	34	6	22	6
Total	40 637		1 773		4

[1] Chiffres corrigés des doubles recensements (local et transfrontière). [2] Pour pouvoir calculer les parts des différents instruments sur devises sur des bases comparables, il n'a pas été tenu compte des contrats d'échange de devises et options déclarés au Royaume-Uni. [3] Données incomplètes, ne comprenant pas l'encours des opérateurs au Royaume-Uni. [4] Montant notionnel: $1 307 milliards sans les encours déclarés au Royaume-Uni. [5] Montant notionnel: $1 995 milliards sans les encours déclarés au Royaume-Uni.

Source: BRI. Tableau VIII.8

pour 57% du total de l'encours des positions sur taux et devises: ce pourcentage montre qu'il reste prépondérant, mais on peut également en conclure que les intermédiaires ne sont pas en mesure de compenser au plan interne l'ensemble de leurs positions envers leur clientèle. La dimension mondiale du marché a été soulignée par la forte proportion des contrats conclus avec une contrepartie étrangère (55% pour le total des produits sur taux et devises), phénomène qui apparaît aussi de plus en plus nettement sur les marchés organisés avec la multiplication rapide de liaisons mutuelles. Enfin, l'enquête confirme que le dollar EU constituait généralement la base des contrats de gré à gré sur devises (82% des cas) mais était moins prépondérant pour les contrats de taux (35%).

Le montant notionnel plus élevé des *contrats de taux* sur le gré à gré ($26 600 milliards d'encours à fin mars 1995, contre $8 900 milliards un an plus tôt pour les marchés organisés) ne s'explique pas seulement par la superposition des contrats (décrite plus haut) mais aussi par les avantages concurrentiels des instruments de gré à gré. Ils peuvent être personnalisés pour répondre à des besoins précis sur toute une variété de durées et de positions. Le développement progressif des techniques de réduction des risques (dépôts de garantie) et la standardisation des pratiques (en matière de documentation, par exemple) ont

renforcé les atouts qu'ils possèdent déjà du fait qu'ils sont destinés à la grosse clientèle. En particulier, l'adaptabilité des contrats d'échange de taux leur a assuré un succès grandissant auprès des utilisateurs financiers et des entreprises (69% de l'encours des produits de taux à fin mars 1995). Ils sont massivement employés par le secteur financier dans le cadre d'opérations de couverture et de négociation, ce qui leur confère un haut degré de liquidité. Ils sont aussi fort utiles à une gamme d'utilisateurs étendue, dans le cadre de stratégies globales de gestion active des bilans, puisqu'ils peuvent être conclus pour des montants unitaires supérieurs, des échéances plus longues et des taux de référence plus nombreux que les produits des marchés organisés (cela est illustré par le fait qu'ils couvrent un plus large éventail de devises que les contrats de taux à court terme). Pour les utilisateurs non financiers, en particulier, ils nécessitent une gestion moins lourde. Enfin, la liquidité des contrats de taux à terme (solidement implantés, avec 17% de l'ensemble des instruments de taux) et la possibilité de recourir à une grande diversité de stratégies de couverture sur l'interbancaire ont également eu tendance à favoriser les marchés au comptant et de gré à gré dans le compartiment à court terme.

... davantage destinés à la grosse clientèle ...

En dépit de leurs tentatives répétées, les marchés organisés ne sont pas parvenus à rivaliser avec le gré à gré dans l'offre de *contrats sur devises*. Cela vient peut-être de ce que l'interbancaire international propose depuis longtemps une grande variété de produits qui ont fait leurs preuves: les instruments de couverture à court terme, au comptant et dérivés, sur une large gamme de positions de change. La faible part des contrats d'échange (15% de l'encours des produits sur devises) peut s'expliquer par leur risque plus élevé et leur coût en capital plus important, étant donné qu'ils impliquent le paiement réciproque du principal.

... et pour les produits sur devises, qui sont bien implantés

La prééminence manifeste du gré à gré n'exclut pas une complémentarité avec les marchés organisés. Pour les produits de taux, par exemple, les instruments à terme et les contrats d'échange à courte échéance sont de proches substituts; leurs différences de prix sont, de toute façon, rapidement annulées par les arbitrages. Comme les intermédiaires constituent de plus en plus de gros portefeuilles de dérivés qui se compensent, ils ne font plus appel aux marchés organisés que de manière marginale pour couvrir leurs positions résiduelles nettes globales. Ce facteur s'ajoute aux éléments déjà mentionnés lors de l'examen des marchés organisés pour expliquer leur développement moins rapide que le gré à gré l'an dernier.

Si les montants notionnels fournissent une base de comparaison valide des dérivés avec leurs sous-jacents, la signification économique du gré à gré est mieux mesurée en valeur brute de marché, qui correspond au coût de remplacement des contrats aux prix courants. Au 31 mars 1995, cette valeur brute se situait à $1 800 milliards, soit 4% du montant notionnel, mais elle surestime grandement le risque de crédit effectif, en raison de l'utilisation croissante de dispositifs de compensation et de garantie. Dans ce montant, les contrats sur devises représentaient 59%, ceux sur taux d'intérêt 36% et ceux sur actions et produits de base 3% et 2% respectivement. On observe toutefois de fortes variations, selon les catégories de dérivés, du ratio valeur brute de marché/montant notionnel: il est bien plus faible pour les contrats de taux (2%, contre 8–9% pour

La valeur de marché ne représente toutefois que 4% du montant notionnel ...

... avec des différences marquées entre secteurs ...

les autres), ce qui reflète en partie la moindre volatilité de leurs sous-jacents. On constate aussi des différences marquées dans la part des divers produits, qui varie entre une proportion négligeable pour les contrats de taux à terme (positions, par nature, de courte durée) et 18% pour les contrats d'échange sur devises (dont la vie est plus longue et qui supposent un paiement de principal à l'échéance). Il importe de bien comprendre que la valeur de marché dépend étroitement des conditions sur les marchés des capitaux; or, la période sous revue a été caractérisée par un degré assez élevé de volatilité sur les changes et une relative stabilité des taux d'intérêt, qui peut avoir amplifié l'écart de valeur de remplacement entre les deux catégories de produits.

... et une position relativement équilibrée des intermédiaires

L'enquête a permis de tirer une autre conclusion intéressante: la valeur de marché nette (différence entre valeurs brutes positive et négative) des intermédiaires vis-à-vis de leur clientèle est négligeable, puisqu'elle représente seulement 1% de la valeur brute des contrats entre intermédiaires et clients, en faveur des premiers. Cela donne à penser que les utilisateurs finals sont présents en parts égales des deux côtés du marché et que les intermédiaires jouent, pour l'essentiel, un rôle de compensation dans le négoce des risques de prix avec la clientèle; cette constatation devrait atténuer les préoccupations concernant les risques systémiques inhérents aux activités sur dérivés des intermédiaires financiers. Toutefois, ces résultats globaux ne permettent pas de savoir si les risques sont distribués d'une manière aussi équilibrée entre les intermédiaires eux-mêmes et ne donnent aucune indication sur leur profil global de risque (l'enquête ne demandait aucune information sur les positions au comptant). Par ailleurs, les résultats par pays ont fait apparaître quelques déséquilibres entre catégories de risques ainsi qu'un degré de concentration pour certains instruments, mais les intermédiaires concernés ne sont pas les mêmes d'un type de produit à l'autre.

Cadre réglementaire et gestion des risques

Insistance des autorités sur la gestion interne des risques ...

Les appels en faveur d'une réglementation restrictive des produits dérivés se sont faits moins nombreux en 1995, car leurs avantages ont été plus largement reconnus et les comportements sont devenus plus prudents. Dans le droit fil de leur action passée, les autorités se sont efforcées d'encourager une amélioration de la *gestion interne des risques*, de la *transparence* et de l'*infrastructure des marchés*. L'approbation par les autorités de contrôle bancaire, en décembre 1995, d'une proposition visant à étendre l'accord de Bâle sur les fonds propres de juillet 1988 aux risques de marché illustre cette volonté d'inciter les opérateurs à plus de responsabilité dans leur gestion des risques. Fruit de trois années de consultations, cet amendement permettra aux banques satisfaisant à certains critères d'utiliser leurs modèles internes de mesure de «perte potentielle» pour calculer leurs fonds propres, à condition qu'ils soient soumis à des procédures de validation et de simulation de crise (page 186).

... la transparence ...

Dans le même temps, les autorités ont cherché à promouvoir la transparence au niveau des établissements et du secteur financier. Après des recommandations présentées séparément en 1994 par l'Institute of International Finance et par les banques centrales des pays du Groupe des Dix sur la communication d'informations relatives aux risques de marché et de crédit, le

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) ont publié conjointement, en novembre 1995, les résultats d'une enquête montrant que les intermédiaires financiers avaient, dans l'ensemble, amélioré leurs pratiques de diffusion d'informations concernant leurs activités de négoce et sur produits dérivés; le rapport formulait, en outre, des recommandations pour poursuivre dans cette voie. De son côté, le Comité permanent des euromonnaies du G 10, s'appuyant sur les conclusions de l'enquête des banques centrales sur les marchés dérivés, examine les moyens de mettre en œuvre un système uniforme de déclaration régulière pour les dérivés de gré à gré; cette initiative s'inspire du «schéma commun minimal d'information» publié, lui aussi, conjointement par le Comité de Bâle et l'OICV en mai 1995 (page 186).

... et le renforcement de l'infrastructure des marchés ...

Après la faillite de Barings en février 1995, des dispositions concrètes ont également été adoptées l'an dernier pour renforcer l'infrastructure des marchés. Ainsi, dans la déclaration de Windsor de mai 1995, les autorités de tutelle des principaux marchés organisés ont analysé la coopération entre organes de surveillance, la protection des fonds de la clientèle, les procédures de défaillance et la coordination prudentielle dans les situations d'urgence; une action parallèle a été menée par la Futures Industry Association et les deux approches ont abouti, en mars 1996, à un accord global: les places se communiqueront les informations relatives à des membres communs paraissant prendre des positions (potentiellement) excessives, et les organes de contrôle feront de même. Par ailleurs, une série de propositions formulées en mars 1995 par un comité conjoint composé de représentants des autorités des États-Unis et d'un groupe de banques d'affaires (Derivatives Policy Group) ont commencé d'être mises en œuvre; on disposera ainsi de renseignements sur les opérations de ces établissements en produits de gré à gré ainsi que sur leurs relations avec leurs contreparties.

... dans un système financier toujours plus complexe

Ces initiatives officielles et privées sont la preuve d'une prise de conscience: dans un environnement financier complexe et en mutation rapide, des normes quantitatives et une surveillance mécanique des données du bilan et du hors-bilan ne constituent plus une protection suffisante contre les différentes sortes de risques. La technicité croissante des pratiques de marché exige une coopération toujours plus étroite entre les divers acteurs et nécessite, de la part des dirigeants, un suivi attentif de l'utilisation des nouveaux systèmes de gestion des risques par leur établissement. Elle signifie également que les organes prudentiels doivent poursuivre leurs efforts pour développer les interactions entre marchés et pays. Les résultats obtenus jusqu'à maintenant dans le domaine des risques de marché donnent une idée de l'ampleur de cette tâche.

IX. Conclusion: promouvoir la stabilité dans un monde en mutation

En dépit d'une inflation généralement basse, d'une progression rapide des exportations vers les marchés émergents et, souvent, d'un dynamisme de l'investissement intérieur, la confiance a fait manifestement défaut l'an passé et au cours des premiers mois de 1996 dans la plupart des pays industriels. Cette situation résulte en partie d'une activité économique plus faible que prévu dans le monde industrialisé. En Europe continentale, le rythme de la production s'est considérablement ralenti, aggravant encore la condition déjà précaire de l'emploi. Aux États-Unis, l'évolution conjoncturelle a également suscité des préoccupations pendant quelque temps, mais les indicateurs plus récents concernant ce pays ainsi que le Japon vont dans le sens d'une poursuite de l'expansion pour le premier et d'une reprise pour le second.

Un élément peut-être plus important a contribué à entretenir l'inquiétude: il est apparu que certaines forces fondamentales, parfois anciennes, exercent à présent de puissants effets sous des formes qui, à terme, généreront sûrement de nouvelles richesses mais risquent, dans un premier temps, de menacer la sécurité de l'emploi. Les débordements des politiques conduites durant les décennies 70 et 80 se font toujours sentir, bien que leur influence s'atténue peu à peu. Les conséquences de l'effondrement des prix de l'immobilier n'ont pas encore été totalement absorbées dans quelques économies industrielles, et le redressement, à des niveaux soutenables, des finances publiques est loin d'être achevé. Dans le même temps, la libéralisation des échanges et les progrès rapides de la technologie ont exercé des pressions continues à la baisse des prix relatifs sur de nombreux biens entrant dans le commerce international, amenant les ressources productives à s'orienter vers d'autres secteurs dans les pays industriels. Malheureusement, cela survient à un moment où des avancées technologiques et une intensification de la concurrence dans plusieurs secteurs de services – activité financière et télécommunications, en particulier – semblent dans l'immédiat ralentir la croissance de l'emploi, et non l'inverse. Enfin, du fait de la diminution générale du coût relatif du capital, une substitution s'est opérée au détriment du travail, surtout dans les pays où le marché du travail est fortement protégé et manque de flexibilité.

En présence de ces forces profondes, les instruments dont disposent les décideurs des pays industriels peuvent paraître inadéquats: la politique monétaire, par exemple, ne peut compenser une montée du chômage d'origine structurelle sans s'exposer à une poussée d'inflation. Pourtant, les solutions ne font pas complètement défaut, à condition que les autorités commencent par en reconnaître les limites dans un monde incertain et cherchent davantage à éviter les évolutions les plus fâcheuses plutôt que d'envisager des progrès impossibles. En clair, il faut se garder d'écarts persistants par rapport à la stabilité des prix, de

positions budgétaires insoutenables et de cours de change irréalistes, autant de situations dont la correction est extrêmement coûteuse. Il importe aussi d'accorder une plus grande attention à la solidité du système financier, compte tenu du rôle croissant et de plus en plus complexe qu'il joue dans une économie moderne guidée par le marché. Il va sans dire que ces enjeux impliquent la nécessité de favoriser le développement de la coopération internationale, non seulement au sein du monde industriel, mais également avec des pays où l'économie et le secteur financier connaissent une expansion très rapide.

Maintenir la stabilité des prix

Au vu de l'expérience inflationniste des pays industriels durant les trois dernières décennies, il n'est pas surprenant que l'expression «stabilité des prix» ait été généralement interprétée comme signifiant une inflation très faible. Selon ce critère, la stabilité a été réalisée, ou presque, dans une grande partie de ces pays et du monde en développement. De plus, dans de nombreux cas, le recul de l'inflation a été plus marqué qu'on aurait pu le penser sur la base de l'expérience historique, ce qui peut s'expliquer par les puissants effets, évoqués précédemment, qu'exercent les échanges, la technologie et l'intensification de la concurrence. Ces forces désinflationnistes continueront à se faire sentir, tout comme les répercussions de l'excédent de capacités qui caractérise encore nombre de pays industriels, à part les États-Unis.

Il ne s'agit pas de nier que la menace inflationniste perdure. Les États-Unis sont en permanence à la limite de la surchauffe. Les prix des céréales sont montés en flèche récemment, de même que ceux de l'essence en Amérique du Nord. Si le taux du chômage structurel en Europe ne diminue pas, avec le danger de conflits sociaux qui en découle, des pressions pourraient s'exercer dans le sens d'une solution génératrice d'inflation. Nombreux sont les pays en développement qui enregistrent encore une inflation élevée et sont proches de la saturation des capacités de production. En outre, si on laissait de nouveau l'inflation repartir, les anticipations inflationnistes pourraient fort bien se raviver avec une rapidité surprenante.

Il apparaît pourtant que les forces qui affectent le niveau des prix sont plus équilibrées à présent qu'elles ne l'ont été des décennies durant. C'est donc peut-être le moment ou jamais de se souvenir du conseil de Keynes et Wicksell au début des années 20: devant les fluctuations désordonnées de l'étalon or, qui permettait au niveau des prix de dériver pendant de longues périodes dans un sens ou dans l'autre, ils étaient parvenus à la conclusion qu'il était non seulement souhaitable, mais possible, que les banques centrales s'opposent à la fois à l'inflation et à la déflation. En période de mutation sociale et économique rapide, avec les implications qui en résultent pour l'ordre social et les prix relatifs, il est d'autant plus important de rechercher la stabilité des prix afin de fournir, dans tous les domaines, un point d'ancrage aux décisions rationnelles engageant l'avenir.

Il est vrai également que les deux plus importants problèmes macroéconomiques dans le monde industriel – auxquels il importe de s'attaquer sans tarder – ont des implications désinflationnistes. Le premier vient de ce que les déficits budgétaires sont presque partout excessifs et que les niveaux actuels

des prestations au titre des systèmes de santé et de sécurité sociale impliquent une charge fiscale future tellement lourde qu'elle en devient irréaliste. La question n'est pas tant de savoir si les politiques insoutenables seront en définitive corrigées; elle porte plutôt sur le rythme auquel il convient d'effectuer l'ajustement budgétaire, en trouvant un juste milieu entre l'alourdissement du service de la dette induit par un retard dans l'action et les effets à court terme sur la demande, souvent indésirables, générés par une intervention opérée en temps opportun. Rétrospectivement, il apparaît que l'erreur la plus communément commise dans beaucoup de pays industriels a été d'opter pour un report des décisions, même si l'on ne peut ignorer totalement les dangers dus au fait qu'actuellement de nombreux pays s'emploient simultanément à freiner la demande. Bien que la situation budgétaire des États-Unis soit fondamentalement meilleure que celle de plusieurs autres pays, le taux d'épargne privée y demeure très faible et les mesures prises pour y remédier auront également des implications pour la demande globale.

Le second problème concerne la nécessité de réformes structurelles complémentaires sur les marchés du travail et des produits, tout spécialement en Europe continentale. C'est particulièrement le cas dans le secteur manufacturier, où les travailleurs, dont le coût est devenu trop lourd en raison de procédures rigides et de charges salariales et non salariales élevées, risquent fort d'être exclus du marché. De nouvelles perspectives d'emplois doivent aussi être aménagées dans le secteur des services, bien qu'il soit précisément, dans de nombreux pays, le plus encombré de réglementations entravant la concurrence et l'expansion. Si des progrès importants ont déjà été accomplis dans certains cas, l'adoption de nouvelles mesures relatives aux marchés du travail fournirait aux agents et aux secteurs d'activité davantage de moyens et d'incitations pour s'adapter à un monde en pleine mutation. En Europe, une flexibilité accrue sera également nécessaire pour compenser le renforcement des relations de change au sein de l'Union européenne. Comme pour l'assainissement budgétaire, des réformes devraient être entreprises sans tarder, compte tenu de leurs effets à double tranchant et du temps requis pour qu'elles soient pleinement efficaces.

L'ajustement à la rigueur budgétaire, à la concurrence accrue des marchés des produits et à la diminution du chômage structurel peut être désinflationniste, mais ces changements, une fois achevés, déclenchent aussi des forces puissantes qui stimulent la demande. La poursuite, en particulier, de politiques macroéconomiques à moyen terme soutenables devrait permettre aux taux d'intérêt de rester orientés à la baisse. L'application d'un programme pluriannuel crédible d'assainissement budgétaire fondé sur une limitation des dépenses, plutôt que sur des augmentations d'impôts pouvant paraître politiquement indéfendables, constitue un élément essentiel à cet égard. Une baisse des prix des facteurs améliorera les bénéfices dans de nombreux secteurs et se traduira à terme par un accroissement de la production, de l'investissement et de l'emploi. Il est également probable que la progression de la productivité et la perspective d'une fiscalité moins lourde ramèneront la confiance, ranimant du même coup la demande. Enfin, les banques centrales peuvent aussi utiliser la politique monétaire pour ajuster la demande, si celle-ci ne parvient pas à suivre un rythme compatible avec la stabilité des prix; il faudrait qu'elles soient prêtes à le faire.

Des modifications des cours de change peuvent également, dans certaines circonstances, s'avérer utiles pour corriger les déséquilibres macroéconomiques. Comme les États-Unis bénéficient d'une position conjoncturelle plus favorable que l'Europe et le Japon, l'appréciation tendancielle du dollar, l'an dernier, a permis de diriger l'expansion de la demande vers les régions qui en ont le plus besoin. Les limites potentielles de ce processus apparaissent toutefois dans la persistance tenace du déficit des paiements courants des États-Unis et dans l'important excédent commercial de l'Union européenne, même si le solde de l'Allemagne demeure déficitaire.

Au sein de l'Europe, malgré un environnement de change plus stable en 1995, les questions de cours de change continuent d'alimenter le débat à la lumière des événements de 1992 et 1993 ainsi que des décisions qui restent à prendre dans l'optique de l'union économique et monétaire. Les conditions économiques différentes, en particulier sur le plan budgétaire, font que les pays européens ne participeront vraisemblablement pas tous dès le départ à l'union monétaire. Dans ce cas, précisément, le maintien d'une souplesse du cours de change devrait être assorti d'un engagement formel et contraignant à l'égard de la stabilité des prix intérieurs. La flexibilité du change ne saurait constituer un palliatif à une discipline insuffisante.

Les considérations de cours de change ont également joué un rôle essentiel dans la conduite de la politique macroéconomique de nombreux pays en développement, avec des résultats fréquemment, mais pas toujours, positifs. Certains se sont appuyés récemment sur un engagement de change pour réduire progressivement les anticipations inflationnistes: en Argentine, au Brésil et en Russie, ce choix a été dicté par l'hyperinflation. Parfois, des progrès substantiels ont été obtenus sur le front de l'inflation, au prix bien souvent d'une appréciation en termes réels. Quelques pays en développement ont essayé, ces dernières années, de concilier leurs objectifs intérieurs et extérieurs en laissant glisser la fourchette-objectif de leur monnaie. D'une manière plus générale, cependant, pour qu'une politique de «monnaie forte» soit efficace, il faut qu'elle s'accompagne de réformes dans divers domaines et, en particulier, d'une orientation budgétaire rigoureuse. Préserver la stabilité du système financier interne est également capital, faute de quoi l'idée s'accréditerait que les autorités seront incapables de réagir de façon adéquate aux pressions sur leur monnaie, ouvrant ainsi la voie à des attaques spéculatives. Plusieurs pays en développement commencent à accorder davantage d'attention à ces faiblesses structurelles, mais il leur sera sans doute nécessaire de poursuivre dans la voie des réformes pendant quelques années.

Dans divers pays d'Asie du Sud-Est et, à un degré bien moindre, dans ceux d'Europe orientale, le problème du cours de change se pose en des termes voisins, avec cependant quelques différences. Les cours de change réels sont soumis à des tensions à la hausse, dans un contexte caractérisé par des niveaux d'investissement élevés et des gains de productivité considérables dans le secteur exposé. En raison d'engagements de longue date envers une monnaie stable, généralement par rapport au dollar, cette appréciation en termes réels s'est traduite par une poussée d'inflation d'origine interne. Laisser le cours de change nominal s'apprécier aiderait certains d'entre eux à réduire les pressions

inflationnistes internes, mais cela n'affecterait pas le processus par lequel les entrées de capitaux induisent une amélioration du cours réel et un déficit concomitant des paiements courants. La vulnérabilité potentielle créée par cette situation requiert une action tournée vers plusieurs objectifs: renforcement de la situation budgétaire, encouragement de l'épargne intérieure, constitution d'un niveau adéquat de réserves, absence d'endettement excessif à court terme et volonté de faire supporter par le change une partie des pressions si les flux de capitaux viennent à s'inverser.

Maintenir la stabilité financière

Le système financier international continue régulièrement de s'accroître en importance, en complexité et dans sa dimension géographique. Les opérations transfrontières sur actions et obligations au sein des pays du Groupe des Sept (à l'exclusion du Royaume-Uni) sont passées de 35% du PIB en 1985 à 140% environ l'an dernier. L'étude sur les marchés dérivés effectuée en avril 1995 par les banques centrales indique que l'encours notionnel des contrats sur produits dérivés dépassait $40 000 milliards pour les seuls marchés de gré à gré. En outre, les restrictions au droit d'établissement des institutions financières étrangères ont été quasiment levées dans les pays industriels et fortement atténuées ailleurs. Il s'agit là de développements salutaires, en ce sens qu'ils permettent une allocation plus efficiente du capital, tant au niveau interne qu'à l'échelle internationale, entraînent un abaissement des coûts des services financiers et offrent de nouvelles possibilités de couverture des risques de toutes sortes.

Trois points, néanmoins, doivent être bien présents à l'esprit. Premièrement, le fait que le système a continué de fonctionner correctement face à divers chocs – crise mexicaine, défaillance de Barings, pertes de Daiwa dans l'activité de négociation – et aux difficultés rencontrées par le système bancaire japonais ne saurait justifier une attitude complaisante. En effet, les systèmes bancaires sont, ou seront, pratiquement partout sous pression, malgré une amélioration récente de la rentabilité. Deuxièmement, les marchés des capitaux demeurent sujets à des fluctuations de prix aussi amples qu'imprévisibles. Troisièmement, les interactions entre les différents secteurs et marchés revêtent des formes de plus en plus complexes, qui remettent constamment en cause la capacité des autorités réglementaires et des marchés eux-mêmes d'imposer aux participants une discipline efficace.

En dépit de résultats satisfaisants dans plusieurs pays en 1995, les marges bénéficiaires du secteur bancaire s'inscrivent généralement en baisse depuis le milieu des années 80 dans les pays industriels, et les pressions qui visent à réduire les coûts iront sans doute en s'intensifiant. Les dépôts bancaires sont soumis à la concurrence croissante d'autres formes d'épargne, tandis que l'activité de prêt traditionnelle est menacée par des types d'intermédiation financière qui permettent de démembrer et de négocier séparément les composantes risque de prix et risque de crédit. L'apparition de la banque électronique ou «virtuelle» porte directement atteinte aux établissements bien «réels» engagés dans des opérations classiques avec la clientèle de particuliers. Tous ces développements commandent, par conséquent, de poursuivre la restructuration et la consolidation.

Les institutions financières doivent se montrer plus attentives aux pressions concurrentielles, afin d'assurer le déroulement harmonieux du processus d'ajustement. Il faut pour cela que les autorités leur signifient plus clairement qu'elles doivent compter avant tout sur elles-mêmes. La communication d'informations sur les bénéfices et sur les risques encourus doit être également renforcée, pour que la discipline de marché puisse jouer à plein. Enfin, la réduction des obstacles artificiels aux fusions et acquisitions, au-delà des frontières nationales en particulier, constituerait une initiative favorable, tout comme la déréglementation des marchés du travail permettrait une meilleure utilisation de la main-d'œuvre. Les risques potentiels inhérents à un système bancaire inefficient ne peuvent qu'inciter avec force à soutenir de telles décisions.

Les systèmes bancaires des pays en développement seront confrontés un jour ou l'autre à des forces concurrentielles analogues à celles qui affectent le monde développé, mais nombre de ces pays doivent, en outre, faire face à des problèmes plus immédiats. La libéralisation s'est souvent effectuée dans un contexte défavorable: forte prédominance, dans les portefeuilles de prêts, des crédits dirigés, mauvaise diversification des créances, structures de coûts élevés et degré malsain de relation entre banques et établissements commerciaux. Par ailleurs, certains ont enregistré récemment une expansion rapide du crédit, liée souvent directement à la spéculation immobilière, avec les risques évidents qui en découlent en cas d'éclatement de la «bulle» des prix des actifs. Dans plusieurs cas, les banques sont également exposées à une érosion de leurs marges d'intermédiation lors du ralentissement de l'inflation ainsi qu'à des sorties de capitaux internationaux si la confiance vient à faillir.

La prévention ou la gestion des crises financières est à présent l'une des questions essentielles qui se posent aux autorités. Pour le premier aspect, l'une des conclusions qui se dégagent est que la déréglementation du système financier, compte tenu en particulier des influences internationales, devrait être conduite graduellement et avec prudence. L'expérience de nombreux pays industriels, ces dernières années, souligne les dangers inhérents à ce processus. Un autre enseignement est qu'il faudrait sans doute, plus qu'on ne le fait généralement, interpréter une expansion rapide du crédit comme un signal de danger, surtout lorsque les prêts bancaires sont fortement concentrés sur certains secteurs. À cet égard, il pourrait être utile de permettre aux banques dotées d'un niveau de fonds propres suffisant de se diversifier vers l'étranger. Enfin, une assistance pourrait être apportée, parfois, à la restructuration des systèmes bancaires des pays en développement si l'on autorisait les banques étrangères à jouer un rôle plus important.

En ce qui concerne la gestion des crises financières, les leçons tirées des expériences des pays développés et du monde en développement sont très voisines. Les difficultés financières doivent être traitées avec rapidité et détermination, en sachant que leurs coûts budgétaires seront substantiels mais moins élevés cependant que ceux qui résulteraient d'une temporisation. En outre, il importe au plus haut point que les décideurs s'emploient à conserver la confiance des marchés financiers pour éviter des pressions sur leur monnaie. Étant donné que cela peut nécessiter des mesures draconiennes, comme celles qui ont été prises récemment au Mexique et en Argentine, une autre conclusion

s'impose: il serait préférable de prévenir l'apparition de tels problèmes, en mettant tout en œuvre pour améliorer la solidité du système bancaire national. La contribution du contrôle bancaire à cet égard est examinée plus loin.

La deuxième source de préoccupation est liée au fait que les développements sur les marchés financiers pourraient menacer la stabilité, si de gros intervenants se trouvaient pris au dépourvu par des variations soudaines des prix et acculés ainsi à la faillite. Si la volatilité à court terme n'a pas été particulièrement forte en 1995, des fluctuations notables ont cependant affecté les cours des obligations, et la brusque inversion de la valeur du yen au printemps n'est guère compatible avec l'évolution des données fondamentales. Autre sujet d'inquiétude: le regain d'appétit des investisseurs pour le risque, qui a semblé avivé par la réduction générale des rendements obligataires. Ce facteur peut avoir contribué à la vigueur des marchés des actions, au rétrécissement des différentiels d'intérêts sur les obligations de qualité inférieure et à la poursuite d'entrées de capitaux substantielles sur les marchés en développement. Il conviendrait donc de ne pas sous-estimer la possibilité d'un changement brutal de cet appétit pour le risque.

En revanche, quelques bonnes nouvelles ressortent de l'enquête sur les marchés dérivés conduite en avril 1995; il apparaît en effet que, si le marché est généralement très concentré sur certaines lignes de produits, ses divers segments sont dominés par des acteurs différents. En outre, le risque net (mesuré en termes de coût de remplacement) de l'ensemble des intermédiaires vis-à-vis des utilisateurs finals est limité, ce qui signifie que, en tant que groupe, ils assurent globalement la compensation des risques de prix assumés par les utilisateurs finals. Autrement dit, il semble peu probable qu'une ample variation des prix puisse en soi endommager le secteur financier en général, ce qui n'exclut pas que des établissements soient beaucoup trop exposés. Il serait utile de disposer d'informations actualisées concernant les opérations réalisées sur les marchés dérivés; dans cet ordre d'idées, il est envisagé que les banques centrales (sous la coordination de la BRI) collectent et publient des données agrégées, à partir des chiffres consolidés des principaux opérateurs dans le monde.

Le troisième domaine de préoccupation, qui ne date pas d'hier, a encore pris de l'importance à la lumière de l'évolution enregistrée l'an passé. Les distinctions entre les divers instruments et les diverses catégories d'opérateurs continuent à s'estomper, ce qui rend plus difficile la détermination des rôles et intérêts respectifs de chacun. Cette complexité met durement à l'épreuve le pouvoir de discipline des autorités de tutelle et des marchés. Dans le monde développé, les responsables de la surveillance ont réagi à ces changements rapides en donnant une place plus grande à la diffusion d'informations, afin que la discipline de marché complète leur suivi prudentiel traditionnel. Des efforts additionnels des pouvoirs publics peuvent s'avérer nécessaires pour qu'un degré élevé de communication d'informations devienne, dans le secteur privé, une «norme» de bon comportement. De nouvelles initiatives sont également requises pour faire face à la disparition progressive des cloisonnements entre les différentes catégories d'institutions financières, dans le prolongement des progrès réalisés, ces dernières années, par le Comité de Bâle et l'OICV. Compte tenu des tendances déjà évidentes, qui favorisent la formation de gros conglomérats financiers internationaux, l'une des priorités importantes est d'officialiser la responsabilité

de leur surveillance sur une base consolidée; ce qui ressort moins clairement, par contre, c'est de savoir s'il convient d'adopter le concept d'un «régulateur principal» désigné ou si de meilleures solutions existent.

Les discussions relatives aux problèmes du système financier dans le monde en développement reposent sur l'idée que, dans un certain nombre de pays, la surveillance a été inadéquate. Ce jugement ne résulte pas de divers cas de défaillances, conséquences somme toute normales d'un environnement concurrentiel, mais plutôt du fait que, dans quelques économies, on a laissé l'ensemble du système dériver et s'affaiblir peu à peu, avec les graves implications macroéconomiques qui en découlent. À moyen terme, une action d'envergure doit être entreprise pour renforcer l'efficacité des agences de notation et la discipline de marché, en remédiant en particulier aux insuffisances des normes comptables et aux autres obstacles qui s'opposent à la transparence dans de nombreux pays en développement. Dans l'immédiat, cependant, les autorités ne peuvent se reposer essentiellement sur la discipline de marché: il importe également de renforcer notablement les procédures de surveillance. Un vaste programme d'éducation et de formation destiné aux autorités de contrôle, sur la base de certaines normes établies de saine gestion bancaire, ferait œuvre utile à cet égard et devrait être complété par des efforts visant à protéger à la fois les banques et les autorités de tutelle des influences politiques.

Promouvoir la coopération financière internationale

Il est attristant de constater que, durant l'époque de l'après-guerre, la plupart des initiatives visant à renforcer la coopération financière internationale ont été prises sous la pression d'une crise financière. À l'exception des discussions en cours au sujet de l'union économique et monétaire en Europe, la période sous revue n'a été en rien différente. La crise mexicaine a conduit à un appel, lors du Sommet du G 7, visant à examiner deux domaines spécifiques où des améliorations sensibles pouvaient être apportées. Premièrement, il est convenu de voir comment élargir les Accords généraux d'emprunt, pour que le FMI puisse également disposer, en cas de crise, de fonds provenant de pays n'appartenant pas au G 10. Le second aspect concerne la possibilité de recourir à des procédures plus ordonnées pour résoudre les crises de liquidité d'emprunteurs souverains. Si, pour le premier point, les négociations se poursuivent, un rapport consacré au second a présenté quelques suggestions en vue d'adapter les méthodes actuelles à l'importance croissante des obligations et autres types d'instruments de dette qui, par le passé, n'étaient pas pris en compte dans les rééchelonnements. Plus précisément, il a été proposé qu'un soutien officiel soit apporté à une initiative privée destinée à assortir les instruments de dette souverains de clauses contractuelles, qui faciliteraient, en cas de crise, la consultation et la coopération entre débiteurs et créanciers ainsi qu'entre créanciers eux-mêmes. Ce rapport précise, en outre, qu'il n'est ni souhaitable ni réalisable d'appliquer aux pays souverains à endettement élevé des procédures plus formelles «de mise en faillite». La question spécifique des pays lourdement endettés envers les institutions financières internationales fait l'objet de négociations directes.

Enfin, autre conséquence de l'affaire mexicaine, divers pays d'Asie sont convenus, au cours de la période sous revue, de s'accorder mutuellement des soutiens de liquidité limités sous la forme d'opérations de pensions contre avoirs de réserve. Les difficultés rencontrées dans la mise sur pied du montage financier en faveur du Mexique ont manifestement encouragé des pays à prendre en charge eux-mêmes leurs problèmes, ce qui constitue une évolution salutaire.

Un thème qui revient tout au long de ce Rapport annuel est celui de la mondialisation des marchés, ceux des capitaux en particulier. Il importe que les implications qui en découlent soient examinées par les décideurs et qu'elles se reflètent dans les dispositions institutionnelles. Durant l'année écoulée, la BRI a continué de favoriser les discussions et la coopération entre banques centrales dans des domaines d'intérêt traditionnels, tels que le maintien de la stabilité des prix et des marchés financiers, en accordant cependant une place de plus en plus grande aux développements enregistrés dans les principales économies émergentes. Une analyse plus détaillée de ces initiatives et d'autres actions analogues figure dans la partie suivante consacrée aux «Activités de la Banque». La BRI a également pris des mesures destinées à renforcer notablement ses contacts, à tous niveaux, avec les banques centrales du monde en développement. Ces contacts seront étendus, afin de conférer une dimension universelle à la formulation de politiques ayant une incidence à l'échelle mondiale. Dans le même temps, toutefois, il sera bien sûr nécessaire de respecter le caractère informel des procédures qui caractérise depuis toujours les discussions menées à la BRI. Un dosage équilibré entre les changements indispensables et des traditions qui ont fait leurs preuves paraît être, à cet égard, la meilleure formule pour encourager la coopération des banques centrales dans les années à venir.

Activités de la Banque

1. Coopération entre banques centrales et organisations internationales

Au cours de l'exercice écoulé, la Banque a continué de jouer son rôle traditionnel de promoteur de la coopération monétaire internationale. Elle a organisé, entre représentants des banques centrales, des rencontres périodiques sur des sujets très variés, tels que les niveaux soutenables de la dette et des déficits, la configuration changeante du secteur bancaire ainsi que la mesure, les causes et les conséquences de la volatilité des marchés des capitaux. La possibilité d'utiliser des indicateurs dérivés d'instruments financiers, tels que les options, pour guider la mise en œuvre de la politique monétaire a suscité un intérêt particulier. Plusieurs réunions ont été consacrées à l'analyse des systèmes financiers et bancaires, pour évaluer les moyens de les renforcer; ceux-ci, comme le montre le chapitre VII, servent en effet d'interface entre le marché financier mondial et chaque économie nationale; leur capacité à s'adapter sans heurts aux variations rapides des mouvements de fonds, cours de change et taux d'intérêt peut être vitale pour la stabilité au niveau domestique et international.

La portée universelle de ces questions et la nécessité, pour la coopération entre banques centrales, d'obtenir la participation de tous les grands acteurs du marché ont amené à associer aux réunions de la BRI un nombre croissant de banques centrales des marchés émergents. L'intégration et la mondialisation des marchés financiers ont également eu d'autres effets sur cette coopération: l'atténuation des limites entre segments auparavant distincts a donné plus d'importance à l'intensification des liens entre différents groupes d'experts ainsi qu'entre instances de réglementation et de contrôle; plusieurs exemples en sont fournis ci-après. Comme à l'accoutumée, la Banque a participé, en qualité d'observateur, aux réunions du Comité intérimaire du Conseil des gouverneurs du Fonds monétaire international de même qu'à celles des ministres des Finances et gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix. Elle a contribué aux travaux des suppléants des ministres et gouverneurs du G 10 et a assuré le secrétariat de différents comités et groupes d'experts.

Durant l'exercice écoulé, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a lancé plusieurs initiatives en réaction aux défis posés par la mutation des marchés des capitaux. En outre, les cloisons opérationnelles, institutionnelles et géographiques entre activités financières continuant de tomber, le Comité a cherché à établir des liens plus étroits avec les autorités de surveillance des opérations sur titres, par l'intermédiaire de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), et avec les organes de tutelle des assurances, par le biais de l'Association internationale des responsables de la surveillance de l'activité d'assurance (IAIS). En outre, il a poursuivi ses efforts pour renforcer les contacts avec ses homologues hors du G 10.

Fin 1995, le Comité a annoncé un amendement majeur à l'accord de Bâle sur les fonds propres visant à appliquer des exigences face aux risques de marché encourus par les banques dans leurs activités de négociation et leurs positions de change ou sur matières premières. Sa mise en place sera étalée sur une période de deux ans avant l'introduction de normes explicites de fonds propres, à la fin de 1997. L'amendement laissera aux banques le choix de mesurer leurs risques de marché en utilisant leurs modèles internes ou une méthode standardisée. Dans le premier cas, elles devront respecter non seulement une série de paramètres quantitatifs, mais aussi des critères qualitatifs stricts visant à assurer que leurs systèmes et procédures de gestion du risque sont adéquats. Cette approche prudentielle fondée sur le recours aux modèles internes et le contrôle de leur exactitude par des tests *ex post* constitue une innovation importante; elle reflète la volonté du Comité d'alléger la charge du contrôle et de mettre au point des méthodes tenant compte des pratiques du marché.

L'efficacité du contrôle prudentiel dépend aussi de l'intégrité des informations notifiées aux autorités et au marché, notamment dans le cas des activités de négociation et sur dérivés, qui se sont développées rapidement ces dernières années. En novembre 1995, le Comité de Bâle et l'OICV ont publié conjointement un rapport intitulé *Diffusion d'informations concernant les activités de négociation et sur instruments dérivés des banques et maisons de titres*. Ce document examine dans quelle mesure les principaux établissements ont commencé à communiquer des informations au sujet de leurs activités dans ces domaines; il formule également des recommandations destinées à obtenir des améliorations supplémentaires qualitatives et quantitatives. Ces recommandations s'inspirent largement du *Schéma d'information prudentielle concernant les opérations sur instruments dérivés des banques et des maisons de titres*, publié par le Comité de Bâle et l'OICV en mai 1995. Ce rapport vise à améliorer la couverture et la cohérence des informations fournies par les banques et maisons de titres actives à l'échelle internationale, élevant ainsi les exigences de déclaration relatives aux dérivés, tout en réduisant la charge résultant de la multiplication des systèmes de notification.

L'apparition, ces dernières années, de grands groupes offrant une gamme complète de services financiers (banque, titres et assurance) crée un défi majeur. En juillet 1995, un Groupe tripartite informel d'autorités de surveillance de ces trois domaines a publié un rapport qui passe en revue les principales questions prudentielles posées par l'émergence de vastes groupes et conglomérats financiers internationaux. Afin de faire progresser leurs travaux, le Comité, l'OICV et l'IAIS ont établi une nouvelle instance conjointe, le Joint Forum, réunissant de hauts responsables des organes de tutelle des activités de banque, sur titres et d'assurance.

Un autre centre d'intérêt important pour le Comité de Bâle a été le renforcement de ses relations de travail avec les autorités de contrôle bancaire des pays hors du G 10; il y est principalement parvenu en créant et soutenant des groupes régionaux qui se réunissent périodiquement pour discuter de problèmes communs. Ces groupes constituent un maillon-clé dans le processus de renforcement des normes prudentielles et permettent au Comité d'apporter assistance, conseil et formation sur une base multilatérale. Les présidents

régionaux rencontrent le Comité chaque année; inversement, le Président du Comité ou des membres du Secrétariat assistent aux réunions des groupes régionaux; ainsi, les autorités de contrôle des pays hors du G 10 sont tenues au courant des activités de Bâle, dans le but d'augmenter leur contribution aux travaux du Comité.

Tous les deux ans, les autorités mondiales de contrôle bancaire se rencontrent sous l'égide du Comité de Bâle. La prochaine conférence, qui se tiendra à Stockholm du 11 au 13 juin 1996, portera essentiellement sur deux sujets: activités bancaires transfrontières et amélioration des méthodes prudentielles; elle examinera principalement un rapport sur la *Surveillance des activités bancaires transfrontières*, préparé par un groupe de travail conjoint du Comité de Bâle et du Groupe offshore des autorités de contrôle bancaire. Ce groupe de travail a formulé des recommandations concernant une surveillance consolidée efficace, les procédures d'inspection transfrontière et les modifications qu'il conviendrait d'apporter aux législations nationales pour supprimer les obstacles à la coopération prudentielle.

Comme par le passé, le Comité permanent des euromonnaies a surveillé les développements sur les marchés internationaux des capitaux et examiné certaines questions touchant à leur fonctionnement et à leur stabilité, notamment par rapport à leur solidité et à la robustesse de leur infrastructure face à la crise mexicaine, à l'effondrement de Barings et aux tensions sur les changes du printemps de 1995. Il a également étudié le profil de variation de la volatilité des prix des actifs et débattu des forces à l'origine des mutations dans le secteur bancaire. Il a aussi analysé l'évolution des marchés dérivés; à cet égard, il a évalué les progrès accomplis sur la voie de la communication d'informations depuis la publication, par l'un de ses groupes de travail, du document intitulé *Public Disclosure of Market and Credit Risks by Financial Intermediaries* (1994); il a fait le point des résultats de la première enquête réalisée sur les marchés dérivés dans le monde par les banques centrales et autorités monétaires de vingt-six pays, en avril 1995; enfin, il a engagé des travaux devant mener à l'élaboration, en coordination avec les organes de contrôle bancaire, de propositions destinées à améliorer la connaissance statistique de la taille et de la structure des marchés dérivés. Le Comité a, par ailleurs, passé en revue les développements ayant une incidence sur la validité juridique des dispositifs locaux et transfrontières de compensation.

Dans le cadre d'un mandat du Comité permanent des euromonnaies, la Banque a poursuivi la collecte, l'analyse et la publication de statistiques sur l'activité bancaire et financière internationale; le Comité a confirmé l'utilité de ces chiffres, surtout dans l'optique du suivi des soldes extérieurs et de la configuration changeante des mouvements de capitaux, suivi dont la nécessité a été reconnue par les suppléants du G 10. Le Comité a examiné, à ce propos, les améliorations qui pourraient être apportées aux données sur la dette extérieure des pays envers les banques à dimension internationale.

Le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement a poursuivi son analyse sur l'évolution des systèmes nationaux et transfrontières de paiement, compensation et règlement et leur incidence potentielle sur la stabilité et l'efficience du système financier international. L'un des domaines ayant

principalement retenu l'attention est le risque dans les opérations de change. La libéralisation financière, l'expansion des flux de capitaux transfrontières et les importants progrès de la technologie ont entraîné des modifications spectaculaires et un accroissement considérable des transactions de change au cours des vingt dernières années. Si les banques ont adapté peu à peu leur capacité opérationnelle de règlement de ces opérations, les méthodes utilisées actuellement à cet égard font généralement encourir à chaque établissement participant à la négociation le risque d'avoir à payer ce qu'il doit sur une transaction, mais sans recevoir de sa contrepartie les fonds qui lui reviennent. En raison du volume des transactions de change estimé à $EU 1200 milliards par jour, les risques substantiels encourus suscitent des préoccupations majeures pour les banques individuelles et le système financier international dans son ensemble. Bien que la probabilité d'un dysfonctionnement grave du processus de règlement de change soit faible, ses conséquences potentielles seraient lourdes pour un marché de cette dimension et d'une telle complexité.

Dans ce contexte, le Comité a publié, en mars 1996, un rapport sur le *Risque de règlement dans les opérations de change*. Ce document définit une stratégie de réduction de ce risque, entérinée par les gouverneurs des banques centrales du G 10. D'une manière plus précise, au cours des deux prochaines années, ces banques centrales mettront en œuvre une stratégie en trois axes. Le premier s'oriente vers des initiatives individuelles des établissements de crédit, à qui il est recommandé de prendre des mesures immédiates en vue de contrôler leur exposition au risque de règlement afférent à leurs opérations de change. En effet, ils disposent d'une grande marge de manœuvre pour traiter ce problème en améliorant leurs méthodes de mesure et de gestion de cette exposition au risque. Le deuxième axe porte sur des initiatives des groupements professionnels, qui sont invités à mettre au point des dispositifs multidevises bien conçus pour compléter les efforts individuels de réduction du risque. Les banques centrales du G 10 considèrent que le secteur privé est mieux à même que le secteur public d'instaurer de tels dispositifs. Le troisième axe concerne des initiatives des banques centrales visant à inciter le secteur privé à faire des progrès rapides. Chacune d'elles, en coopération, s'il y a lieu, avec les organes de tutelle compétents, choisira les moyens les plus efficaces pour inciter, sur le plan national, le secteur privé à prendre des mesures satisfaisantes. En outre, lorsque cela sera opportun et possible, les banques centrales chercheront à faire apporter certaines améliorations-clés aux systèmes de paiement domestiques et envisageront d'autres actions destinées à soutenir les initiatives du secteur privé pour la réduction du risque. En effet, les pouvoirs publics devront probablement encourager les établissements de crédit et groupements professionnels à agir, et coopérer avec ces groupements, de manière à obtenir sans trop tarder des résultats à l'échelle du marché.

Le Comité a examiné un certain nombre d'autres questions, notamment l'utilisation de nantissements pour accroître la sécurité des systèmes de paiement et de règlement, le fonctionnement des systèmes à règlement brut en temps réel, les dispositifs de compensation et de règlement des instruments dérivés négociés sur les marchés organisés et les tendances récentes des systèmes de paiement de faible montant. Sur ce dernier point, le Comité s'est penché sur le développement

des formes de monnaie électronique et leur impact potentiel sur les politiques suivies. L'expression «monnaie électronique» recouvre plusieurs produits nouveaux ou projetés de paiement électronique portant généralement sur des montants modestes, parmi lesquels des systèmes à carte («porte-monnaie électroniques» ou cartes prépayées multiprestataires) et des systèmes à réseau informatique ou logiciel (en particulier, diverses propositions d'offres de services de paiement non traditionnels sur réseaux informatiques tels qu'Internet). En novembre 1995, les gouverneurs des banques centrales du G 10 ont requis une étude sur les points suivants: implications, pour la politique monétaire et le seigneuriage, de l'extension de la monnaie électronique, sécurité des dispositifs, application des textes réglementaires, cadre juridique et contractuel applicable au développement des nouveaux services et questions concernant les différentes catégories potentielles de fournisseurs de ces produits. Ces travaux sont conduits par divers groupes de travail spécialisés des banques centrales du G 10.

Dans le prolongement des publications sur la livraison contre paiement dans les règlements de titres et les règlements transfrontières sur titres, une initiative a été prise en vue d'établir un dispositif, ou liste de vérification, qui pourrait être utilisé pour améliorer la compréhension et la communication d'informations en matière de risque dans les systèmes de règlement sur titres. Un groupe de travail composé de représentants des secteurs publics et privés de pays industriels et d'économies émergentes a été constitué en avril 1996; il a pour mission de dresser une liste de questions visant à mettre sur pied un protocole pour revoir le fonctionnement d'un système de règlement et sa répartition des risques directs et indirects.

Le Comité a également continué, sous d'autres formes, à élargir sa coopération avec les banques centrales de pays hors du G 10 et de l'Union européenne. Il a organisé, en collaboration avec la BRI, des séminaires sur les systèmes de paiement et de règlement avec des groupes de banques centrales de diverses régions et a étendu la couverture géographique de ses publications sur les systèmes de paiement nationaux (en février 1996, une étude de référence, dans la série des «Livres rouges», a été publiée pour l'Arabie Saoudite). Enfin, la coopération avec le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et l'OICV s'est poursuivie.

Le Service de coordination banques centrales et organisations internationales a de nouveau aidé à coordonner la formation et l'assistance technique fournies par un nombre important de banques centrales à leurs homologues des pays d'Europe orientale, des républiques de la Communauté des États indépendants et des économies en transition d'Asie. En raison des progrès déjà accomplis en Europe centrale et orientale, l'accent porte à présent sur le développement de la coopération avec les banques centrales des économies en transition d'Asie et sur l'amélioration de la coordination de l'assistance technique pour les républiques de la CEI. Des représentants des banques centrales d'Europe centrale et orientale et des républiques de la CEI se retrouvent durant l'année à la BRI pour échanger leurs points de vue.

La BRI a aussi participé activement aux travaux de l'Institut commun de Vienne (ICV), établi en 1992 pour fournir une formation à des responsables des pays en transition. À la fin de 1995, ces cours avaient été suivis par plus de

4 500 personnes provenant de 31 pays différents. La BRI a organisé des séminaires dans des domaines spécialisés de l'activité des banques centrales, dont la politique monétaire, la surveillance de l'activité bancaire, les systèmes de paiement et de règlement, les questions juridiques et la gestion des réserves.

Le Groupe des experts informaticiens a débattu de la nécessité, dans un contexte de distribution des ressources informatiques, de faire évoluer l'organisation des départements informatiques des banques centrales et d'établir de nouveaux modes de relations entre informaticiens et utilisateurs. Il a également considéré les implications, principalement du point de vue de la sécurité informatique, du choix croissant des architectures client–serveur et des systèmes Unix. Le Groupe s'est aussi intéressé aux moyens de sécuriser les connexions des banques centrales au réseau Internet qui est utilisé de plus en plus à des fins d'échanges d'informations, d'accès à des bases de données externes et de diffusion dans le public d'informations propres aux instituts d'émission. Dans le cadre de l'étude de la monnaie électronique menée par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, le Groupe des experts informaticiens a créé un groupe d'étude chargé d'examiner la sécurité des systèmes de monnaie électronique; ce groupe a, d'ores et déjà, procédé à une analyse détaillée des principaux systèmes en Europe et aux États-Unis.

Le Groupe d'experts sur les questions relatives à la banque de données monétaires et économiques a examiné une série de points d'ordre stratégique et technique concernant l'avenir des services de la banque de données de la BRI, notamment: changements de logiciels nécessaires en raison du passage à l'an 2000, élargissement de la participation à des pays hors du G 10 et de l'UE et développement de facilités permettant des échanges d'informations plus complets entre banques centrales portant sur des documents et des statistiques. Un vif intérêt s'est manifesté pour que la BRI demeure la plaque tournante des échanges électroniques d'informations entre banques centrales. Il a été convenu de constituer des groupes de travail pour examiner des questions précises d'ordre stratégique et technique liées à une extension de ce rôle. Le Groupe s'est également penché sur l'utilisation actuelle d'ordinateurs par les économistes et statisticiens de banques centrales et sur les développements dans le domaine des normes de transmission électronique de données.

Les services du Département monétaire et économique ont également entrepris des recherches dans un certain nombre de domaines liés aux tâches des banques centrales, en particulier les questions monétaires et financières ayant une incidence sur la conduite de la politique monétaire. Ces recherches ont été axées notamment sur les causes et conséquences des modifications de la volatilité des prix des actifs. D'autres ont porté sur le contenu d'information des prix des actifs, surtout taux d'intérêt et cours des options, et sur leur utilité en tant que variables indicateurs de la politique monétaire.

2. Fonctions d'Agent et de Mandataire (Trustee)

Au cours de l'exercice écoulé, la Banque a continué d'assurer diverses fonctions d'Agent et de Mandataire dans le domaine des règlements financiers internationaux.

Agent du Système de compensation et de règlement de l'Écu privé

Depuis octobre 1986, la Banque exerce les fonctions d'Agent du Système de compensation et de règlement de l'Écu privé, conformément aux dispositions de conventions successives conclues entre l'Association bancaire pour l'Écu (ABE), Paris, et la BRI, la dernière en date ayant été signée et étant entrée en vigueur le 15 septembre 1993. Le cinquante-sixième Rapport annuel (juin 1986) contient une description de la structure et du fonctionnement du système de compensation. Durant la période sous revue, deux nouvelles banques ont obtenu de l'ABE la qualité de banque de compensation et sont entrées dans le système au début de 1996, portant ainsi à 47 le nombre total des banques de compensation.

Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux

La Banque a continué de remplir certaines fonctions de Trustee pour les obligations de consolidation 1990–2010 émises par le gouvernement de la République fédérale d'Allemagne au titre des Emprunts Dawes et Young, conformément à l'Accord de Londres du 27 février 1953 sur les dettes extérieures allemandes. On trouvera dans le soixante-troisième Rapport annuel (juin 1993), pages 224–225, des détails concernant ces émissions, les fonctions de la Banque et la nomination des agents d'échange/agents payeurs européens.

La Deutsche Bundesbank, en tant qu'agent payeur de toutes les obligations dématérialisées de l'ensemble des émissions des Emprunts Dawes et Young, a notifié à la Banque qu'elle avait versé approximativement DM 7 millions aux détenteurs d'obligations pour les dates d'échéance d'intérêts du 3 avril et du 3 octobre 1995 ainsi que des arriérés d'intérêts. Les valeurs d'encaissement et facteurs de conversion nouvellement calculés et applicables à ces dates d'échéance d'intérêts ont été publiés par l'Administration fédérale allemande de la dette publique (Bundesschuldenverwaltung, BSV) dans le *Bundesanzeiger*.

S'agissant de l'application de la clause de garantie de change pour l'Emprunt Young par la BSV, la Banque a réitéré ses réserves antérieures, énoncées dans le cinquantième Rapport annuel (juin 1980, pages 181–183), qui s'étendent également aux obligations de consolidation 1990–2010. Les agents d'échange/agents payeurs ont été invités à prendre les mesures de sauvegarde appropriées, afin de préserver les droits des détenteurs d'obligations. De plus amples détails sont indiqués dans un avis publié récemment, à la demande de la BRI, dans le N° 183 du 27 septembre 1995 du *Bundesanzeiger* (page 10755).

Agent détenteur des sûretés garantissant les obligations brésiliennes

En vertu de deux Contrats de nantissement signés le 15 avril 1994, la BRI agit en qualité d'Agent détenteur de sûretés, se chargeant de leur garde et de leur placement pour le compte des porteurs de certaines obligations à quinze ou trente ans libellées en dollars EU que le Brésil a émises dans le cadre des accords de restructuration de sa dette extérieure conclus en novembre 1993.

3. Assistance financière aux banques centrales

Outre l'assistance consentie aux banques centrales sur une base bilatérale, la BRI a assuré, au cours de l'exercice sous revue, la coordination de deux programmes internationaux de soutien financier.

Comme mentionné l'an passé, la BRI a mis sur pied, en faveur du Banco de México, une facilité de crédit à court terme d'un montant maximal de $EU 10 milliards, assortie de la garantie d'un groupe de banques centrales participantes. Cette facilité, entrée en vigueur le 15 mars 1995, avait été mise à disposition initialement pour une durée de trois mois. Renouvelée début juin, elle a expiré le 1er septembre 1995.

En outre, le 28 avril 1995, la Banque a consenti un crédit-relais d'un montant maximal de $EU 1 milliard au Banco Central de la República Argentina. Cette facilité, garantie par un groupe de banques centrales participantes, a été mise à disposition en six tranches distinctes pour assurer le préfinancement de plusieurs déboursements au titre de prêts accordés par la Banque mondiale et la Banque interaméricaine de développement. Elle a expiré le 30 septembre 1995.

4. Opérations du Département bancaire

Passif

Capital social et réserves

Le capital autorisé est demeuré inchangé, à 1500 millions de francs or; il en est de même du capital émis, qui se subdivise en 473 125 actions libérées de 25%. En conséquence, le capital libéré reste inchangé à F or 295 703 125

Le total des réserves de la Banque s'élève à F or 1 655 483 397 avant répartition du bénéfice net de l'exercice.

Fonds empruntés

Les ressources empruntées de la BRI reflètent principalement son rôle de banque des banques centrales qui consiste à offrir des services bancaires aux instituts d'émission et aux institutions financières internationales, en particulier en assistant les banques centrales dans la gestion de leurs réserves de change. Au cours de l'exercice écoulé, la Banque a continué de renforcer son réseau de déposants, qui comprend plus d'une centaine de banques centrales et d'institutions financières internationales du monde entier.

Au 31 mars 1996, le total des dépôts des banques centrales en or et en monnaies s'élève à 51138 millions de francs or, contre 58012 millions un an auparavant. Bien que les fluctuations de change aient eu une influence négative sur le volume global des dépôts, le recul enregistré de 6874 millions de francs or s'explique principalement par une baisse des encours en monnaies.

La part des dépôts des banques centrales dans le total des fonds empruntés a de nouveau légèrement diminué en 1995/96, à 94,2%, contre 95% un an auparavant et 96,7% à fin mars 1994. En conséquence, la part des autres déposants est passée de 5% à 5,8%, pour atteindre 3133 millions de francs or, contre 3079 millions de francs or au 31 mars 1995. Cette hausse reflète un accroissement des dépôts de diverses organisations internationales.

L'exercice écoulé a surtout été marqué par un repli important des fonds reçus en dollars EU et, dans une moindre mesure, en Écus, yens japonais et livres sterling; en revanche, les ressources en marks allemands ont augmenté pour la

deuxième année consécutive. Par suite, la part du mark allemand dans le total des fonds empruntés s'élève à 32,8% au 31 mars 1996 (contre 22,2% un an auparavant), tandis que celle du dollar EU est revenue à 52,3% (contre 61,1%).

Au 31 mars 1996, les dépôts à échéance résiduelle de trois mois au maximum représentent 95,1% du total des ressources en monnaies, contre 98,4% à la fin de l'exercice précédent.

Le total des dépôts en or a continué de progresser; au 31 mars 1996, il correspond à 7,8% des fonds empruntés, contre 6,8% et 6,6% au terme des deux exercices précédents.

Actif

Conformément à son rôle de banque des banques centrales, la politique de la BRI en matière de placements vise à satisfaire des critères particulièrement stricts sur les plans de la sécurité et de la liquidité. La plus grande partie des avoirs de réserve déposés par les banques centrales auprès de la BRI sont à court terme et l'un des principaux objectifs de la Banque, lorsqu'elle utilise ces ressources, est donc de préserver un haut degré de liquidité. Autre point tout aussi important: pour assurer la sécurité des dépôts qui lui sont confiés, la Banque conduit ses opérations d'une manière particulièrement prudente; risque de crédit, risque de transformation et risque de change sont étroitement contrôlés et réduits au minimum. Une partie des fonds empruntés de la Banque est placée sur le marché sous forme de dépôts auprès de banques commerciales de premier ordre sur le plan mondial. Une autre partie de ces fonds, d'ampleur notable, sert à l'acquisition de titres négociables à court terme, bons du Trésor notamment. Les fonds propres de la Banque sont détenus dans une large mesure en or et sous forme de titres d'émetteurs souverains des grands pays industriels.

Avec un total de 53 584 millions de francs or au 31 mars 1996, les actifs en monnaies s'inscrivent en baisse de 6 709 millions, en liaison essentiellement avec la diminution correspondante des dépôts des banques centrales au cours de l'exercice.

Par ailleurs, la Banque utilise depuis quelques années certains produits dérivés, essentiellement à des fins de meilleure gestion de ses fonds propres et de couverture de risques sur ses fonds empruntés. Son activité a surtout porté sur des dérivés de «première génération», tels que contrats de taux d'intérêt sur les marchés organisés et contrats d'échange de devises et de taux d'intérêt sur les marchés de gré à gré. Les opérations en options ont conservé un caractère très limité.

5. Bénéfice net et répartition

Les comptes du soixante-sixième exercice clos le 31 mars 1996 font ressortir un excédent net d'exploitation de 187 937 032 francs or, contre 170 539 274 francs or pour l'exercice précédent. Cette progression du bénéfice s'explique essentiellement par l'augmentation des revenus produits par le placement des fonds propres de la Banque. Cet élément a toutefois été en partie contrebalancé par une baisse des revenus provenant de ses opérations sur fonds empruntés,

due principalement au recul du bilan au cours de l'exercice par rapport aux niveaux très élevés de 1994/95.

Le résultat du présent exercice est indiqué après déduction de 66 347 998 francs or au titre des frais d'administration, soit une progression de 13% par rapport au montant de 58 739 784 francs or de l'exercice précédent. Cette augmentation reflète la valeur moyenne en franc or du franc suisse au cours de l'exercice, qui a été nettement supérieure à celle de l'exercice antérieur. En termes de francs suisses, monnaie dans laquelle est opéré le règlement de la plupart des dépenses de la Banque, les frais d'administration se sont accrus de moins de 2%.

Le Conseil d'administration a décidé d'affecter 3 529 792 francs or à la Provision pour frais d'administration exceptionnels et 3 073 940 francs or à la Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement, qui a été créée pour couvrir les frais d'entretien des locaux de la Banque et financer les projets techniques comportant des dépenses d'investissement. Après déduction de ces deux transferts aux provisions, le bénéfice net s'élève à 181 333 300 francs or, contre 162 408 716 francs or pour l'exercice précédent. La répartition de ce montant est régie par les dispositions de l'article 51 des Statuts.

En application de ces dispositions, le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale de répartir le bénéfice net de 181 333 300 francs or de la façon suivante:

i) affectation d'une somme de 53 333 300 francs or au paiement d'un dividende de 260 francs suisses par action;
ii) transfert d'un montant de 38 400 000 francs or au fonds de réserve générale;
iii) transfert d'un montant de 3 000 000 de francs or au fonds spécial de réserve de dividendes;
iv) transfert d'un montant de 86 600 000 francs or, représentant le reliquat du bénéfice net disponible, au fonds de réserve libre, que le Conseil peut utiliser pour tout objet conforme aux dispositions des Statuts.

Si ces propositions sont acceptées, le dividende sera payé le 1er juillet 1996 aux actionnaires inscrits sur le registre de la Banque à la date du 20 juin 1996.

On trouvera à la fin du présent Rapport le bilan, le compte de profits et pertes, y compris les notes y relatives, et un état résumé montrant l'évolution des réserves de la Banque au cours de l'exercice. Les comptes de la Banque ont été vérifiés par les services de Price Waterhouse, qui ont confirmé que le bilan, le compte de profits et pertes, ainsi que les notes des pages 202–206, donnent une présentation sincère et régulière de la situation financière de la Banque au 31 mars 1996 et des résultats de ses opérations pour l'exercice clos à cette date. Le rapport de Price Waterhouse se trouve immédiatement après les comptes.

6. Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction

Le Conseil d'administration a décidé, en mai 1996, de proroger jusqu'au 30 juin 1997 le mandat actuel, qui vient à expiration le 31 décembre 1996, de Président du Conseil d'administration et Président de la Banque des Règlements Internationaux de W.F. Duisenberg.

Fin avril 1996, Markus Lusser a quitté son poste de Président de la Direction générale de la Banque nationale suisse et, dans le même temps, son siège au Conseil d'administration de la BRI. Lors de sa séance du 15 avril 1996, le Conseil a élu Hans Meyer, qui a succédé à Markus Lusser comme Président de la Direction générale de la Banque nationale suisse, membre du Conseil pour la durée restant à courir du mandat de ce dernier, c'est-à-dire jusqu'au 31 mars 1998. Urban Bäckström a été réélu membre du Conseil d'administration pour une nouvelle période de trois ans expirant le 31 mars 1999.

Lord Kingsdown a été reconduit dans ses fonctions d'administrateur, aux termes de l'article 27(2) des Statuts, à compter de mai 1996.

En janvier 1996, son mandat de membre du Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale prenant fin, Alan S. Blinder a quitté ses fonctions de Suppléant d'Alan Greenspan. En mars 1996, Jean-Claude Trichet a nommé Jean-Pierre Patat pour être son Suppléant.

En ce qui concerne la Direction de la Banque, Rémi Gros a quitté ses fonctions de Directeur Général Adjoint à la fin de décembre 1995. Il a été remplacé à ce poste par André Icard. Jean-Claude Dagassan, Directeur Adjoint, a pris sa retraite à la fin de mai 1996.

La Banque a appris avec un profond regret le décès du Rt. Hon. Lord O'Brien of Lothbury, le 24 novembre 1995. Lord O'Brien avait été Gouverneur de la Banque d'Angleterre et membre d'office du Conseil de juillet 1966 à juin 1973. De juin 1974 à juin 1983, il avait été administrateur nommé et, de mars 1979 à juin 1983, avait également occupé le poste de Vice-Président du Conseil d'administration de la BRI.

Bilan et compte de profits et pertes

au 31 mars 1996

Bilan au 31 mars 1996

(en francs or – voir note 2a afférente aux comptes)

1995	Actif	1996
	Or	
4 373 392 132	Détenu en barres	*4 364 194 019*
541 851 346	Dépôts à terme et avances	*637 302 466*
4 915 243 478		5 001 496 485
9 758 370	Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	9 761 421
5 520 274 016	Bons du Trésor	4 105 690 444
	Dépôts à terme et avances en monnaies	
36 127 056 275	À 3 mois au maximum	*29 998 320 757*
6 351 633 262	À plus de 3 mois	*7 329 811 023*
42 478 689 537		37 328 131 780
	Titres du secteur public et autres titres à terme	
5 947 524 799	À 3 mois au maximum	*3 539 879 228*
6 336 795 537	À plus de 3 mois	*8 600 477 193*
12 284 320 336		12 140 356 421
19 235 740	Divers	32 771 184
1	Terrain, immeubles et installations	1
65 227 521 478		58 618 207 736

Après répartition du bénéfice net de l'exercice		Avant répartition du bénéfice net de l'exercice	Après répartition du bénéfice net de l'exercice
1995	Passif	1996	
295 703 125	Capital libéré	295 703 125	295 703 125
1 655 483 397	Réserves	1 655 483 397	1 783 483 397
	Dépôts (or)		
4 042 312 303	À vue	*4 079 409 773*	*4 079 409 773*
63 254 613	À 3 mois au maximum	*42 095 720*	*42 095 720*
51 403 302	À plus de 3 mois	*123 463 527*	*123 463 527*
4 156 970 218		4 244 969 020	4 244 969 020
	Dépôts (monnaies)		
1 471 201 653	À vue	*1 129 229 959*	*1 129 229 959*
54 565 114 719	À 3 mois au maximum	*46 437 189 005*	*46 437 189 005*
898 141 686	À plus de 3 mois	*2 459 422 087*	*2 459 422 087*
56 934 458 058		50 025 841 051	50 025 841 051
271 008 944	Système de pensions du personnel	283 079 270	283 079 270
1 860 489 020	Divers	1 931 798 573	1 931 798 573
	Compte de profits et pertes	181 333 300	
53 408 716	Dividende payable le 1er juillet		53 333 300
65 227 521 478		58 618 207 736	58 618 207 736

Compte de profits et pertes

pour l'exercice clos le 31 mars 1996
(en francs or)

	1995	1996
Intérêts, escomptes et autres produits d'exploitation	3 919 399 762	3 692 892 528
Moins: charges d'intérêts et d'escomptes	3 690 120 704	3 438 607 498
Intérêts nets et autres produits d'exploitation	229 279 058	254 285 030
Moins: frais d'administration		
Conseil d'administration	*1 167 611*	*1 460 882*
Direction et personnel	*40 207 740*	*46 568 445*
Dépenses de bureau et dépenses diverses	*17 364 433*	*18 318 671*
	58 739 784	66 347 998
Excédent net d'exploitation	170 539 274	187 937 032
Moins: montants transférés à la		
Provision pour frais d'administration exceptionnels	*3 389 388*	*3 529 792*
Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement	*4 741 170*	*3 073 940*
	8 130 558	6 603 732
Bénéfice net de l'exercice	162 408 716	181 333 300
Le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale ordinaire de répartir le bénéfice net de l'exercice clos le 31 mars 1996 comme suit, en application de l'article 51 des Statuts:		
Dividende: 260 francs suisses par action sur 473 125 actions (1995: 250 francs suisses)	53 408 716	53 333 300
	109 000 000	128 000 000
Transfert au fonds de réserve générale	32 700 000	38 400 000
	76 300 000	89 600 000
Transfert au fonds spécial de réserve de dividendes	3 000 000	3 000 000
	73 300 000	86 600 000
Transfert au fonds de réserve libre	73 300 000	86 600 000
	—	—

Évolution des réserves de la Banque

au cours de l'exercice clos le 31 mars 1996
(en francs or)

I. Évolution des fonds de réserve par suite des affectations au titre de l'exercice 1995/96

	Fonds de réserve légale	Fonds de réserve générale	Fonds spécial de réserve de dividendes	Fonds de réserve libre	Total des fonds de réserve
Soldes au 1er avril 1995, après répartition du bénéfice net de l'exercice 1994/95	30 070 313	764 916 157	53 530 055	806 966 872	1 655 483 397
À ajouter: affectations du bénéfice net au titre de l'exercice 1995/96	—	38 400 000	3 000 000	86 600 000	128 000 000
Soldes au 31 mars 1996 tels qu'ils apparaissent au bilan	30 070 313	803 316 157	56 530 055	893 566 872	1 783 483 397

II. Capital libéré et fonds de réserve au 31 mars 1996 (après répartition) représentés par des:

	Capital libéré	Fonds de réserve	Total capital et réserves
Avoirs nets en			
Or	295 703 125	366 179 267	661 882 392
Monnaies	—	1 417 304 130	1 417 304 130
Soldes au 31 mars 1996 tels qu'ils apparaissent au bilan	295 703 125	1 783 483 397	2 079 186 522

Notes afférentes aux comptes

pour l'exercice clos le 31 mars 1996

1. Introduction

La Banque des Règlements Internationaux (BRI) est une institution financière internationale qui a été constituée en application des accords de La Haye du 20 janvier 1930. Le siège social de la Banque est établi à Bâle, Suisse. Comme le précise l'article 3 de ses Statuts, la Banque a pour objet de favoriser la coopération des banques centrales, de fournir des facilités additionnelles pour les opérations financières internationales et d'agir comme mandataire (trustee) ou comme agent en ce qui concerne les règlements financiers internationaux. Trente-deux banques centrales sont actuellement membres de la Banque et exercent les droits de représentation et de vote aux Assemblées générales en proportion du nombre d'actions de la BRI émises dans leur pays respectif. Le Conseil d'administration de la Banque est composé des gouverneurs des banques centrales d'Allemagne, de Belgique, du Canada, des États-Unis d'Amérique, de France, d'Italie, du Japon, des Pays-Bas, du Royaume-Uni, de Suède et de Suisse ainsi que d'administrateurs nommés de six de ces pays.

Les comptes de l'exercice 1995/96 sont présentés sous une forme révisée, approuvée par le Conseil d'administration conformément à l'article 49 des Statuts de la Banque. Les révisions portent sur la présentation et n'affectent pas la comparabilité avec les chiffres de l'exercice précédent.

2. Principales conventions comptables

a) Unité de compte et conversion des positions en monnaies

L'unité de compte de la Banque est le franc or, qui équivaut à $EU 1,941 49... . L'article 4 des Statuts de la Banque définit le franc or (en abrégé F or) comme représentant 0,290 322 58... gramme d'or fin. Les éléments correspondant à des créances en or sont convertis en francs or sur la base de leur poids d'or fin. Les éléments libellés en dollars EU sont convertis en francs or sur la base d'un cours de $EU 208 l'once d'or fin (ce cours a été établi par le Conseil d'administration de la Banque en 1979 et donne le facteur de conversion de 1 franc or = $EU 1,941 49...). Les éléments exprimés en autres monnaies sont convertis en dollars EU aux cours de change au comptant du marché à la date de clôture du bilan, les soldes en dollars EU obtenus étant ensuite convertis en francs or.

Les différences de change résultant de la conversion des actifs et passifs libellés en monnaies autres que le dollar EU sont portées au compte d'égalisation des différences dues aux variations de change, qui est inclus sous passif divers.

Le solde net résultant des différences de change au titre de la conversion des contrats à terme et contrats d'échange est inclus sous actif ou passif divers.

b) *Base d'évaluation et détermination du bénéfice*

Sauf indication contraire, les comptes de la Banque sont établis sur la base des coûts d'origine et les produits et charges sont enregistrés selon le principe de la comptabilité d'exercice. Les profits et pertes sont déterminés sur une base mensuelle, convertis en dollars EU aux cours de change au comptant du marché à chaque fin de mois et transcrits en francs or comme précisé précédemment; les bénéfices mensuels ainsi calculés sont additionnés sur l'exercice.

Les profits et pertes résultant de la vente de titres de placement sont portés au compte d'égalisation de ventes de titres, inclus sous passif divers. Les soldes créditeurs cumulés sous ce compte sont amortis au compte de profits et pertes sur une période correspondant à l'échéance moyenne résiduelle du portefeuille-titres de la Banque; un solde débiteur net en fin d'année serait immédiatement imputé au compte de profits et pertes.

c) *Or*

Les éléments d'actif et de passif en or sont indiqués sur la base de leur poids d'or fin.

d) *Bons du Trésor; titres du secteur public et autres titres à terme*

Les bons du Trésor et titres du secteur public et autres titres à terme achetés ferme sont indiqués à leur coût d'acquisition, augmenté des intérêts courus le cas échéant et ajusté pour tenir compte de l'amortissement de la prime ou de l'escompte sur la durée de vie résiduelle; les produits d'intérêts et d'escomptes incluent cet amortissement.

Les titres figurant sous l'une ou l'autre des rubriques ci-dessus qui sont acquis dans le cadre de pensions sont indiqués au montant avancé à la contrepartie, augmenté des intérêts courus.

e) *Dépôts à terme et avances en monnaies*

Les dépôts à terme et avances sont indiqués à leur valeur de principal, augmentée des intérêts courus.

f) *Terrain, immeubles et installations*

Ces éléments sont indiqués à la valeur de 1 franc or. Les dépenses en capital au titre de terrain, d'immeubles ou d'installations sont imputées à la Provision pour immeubles ou à la Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement.

g) *Dépôts*

Les dépôts sont des créances comptables sur la Banque et sont indiqués à leur valeur de principal, augmentée des intérêts courus. Certaines créances sont émises avec escompte par rapport à la valeur payable à l'échéance du dépôt; dans ce cas, le traitement comptable est analogue à celui qui s'applique aux titres à échéance fixe détenus par la Banque (voir ci-dessus, point d).

h) Système de pensions du personnel

Le système de pensions du personnel représente l'engagement de la Banque envers les membres du personnel et pensionnés actuels, sur la base des recommandations annuelles des actuaires.

i) Provisions

i) Générales

Le Conseil d'administration affecte chaque année un montant à une provision pour risques bancaires et autres éventualités; cette provision est incluse sous passif divers.

ii) Spécifiques

Des montants peuvent être prélevés, par le Conseil d'administration, sur le bénéfice de l'exercice de la Banque et affectés aux comptes suivants:

1. Provision pour frais d'administration exceptionnels;
2. Provision pour immeubles;
3. Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement.

Les transferts à des provisions spécifiques apparaissent au compte de profits et pertes et le montant non utilisé de ces provisions est inclus sous passif divers.

j) Éléments de hors-bilan

i) Instruments dérivés

Dans le cadre normal de ses activités, la Banque participe à des transactions financières de hors-bilan portant sur contrats de change à terme, contrats d'échange de devises et de taux d'intérêt, contrats de taux à terme, instruments financiers à terme et options. Ces instruments sont utilisés pour couvrir les risques de taux d'intérêt et de change de la Banque sur ses actifs et passifs et pour gérer la durée de vie de ses actifs liquides. Dans l'analyse de ses engagements de hors-bilan, la Banque applique les mêmes critères de crédit que pour tous les autres placements.

ii) Transactions fiduciaires

Les transactions fiduciaires, bien qu'en son nom propre, ne sont pas incluses dans le bilan, étant donné qu'elles sont effectuées pour le compte et au risque des clients de la Banque. Les opérations entrant dans cette catégorie comprennent l'or détenu sous dossier ainsi que les avoirs en garde sous forme de bons et autres titres pour le compte de banques centrales et d'autres déposants.

Notes afférentes au bilan

pour l'exercice clos le 31 mars 1996

1. Encaisse-or

Le tableau ci-après montre la composition de l'encaisse-or de la Banque:

Actif	1995	1996
Barres détenues auprès de banques centrales	4 373 392 132	4 364 194 019
Dépôts à terme en or:		
à 3 mois au maximum	282 781 538	236 533 897
à plus de 3 mois	259 069 808	400 768 569
	4 915 243 478	5 001 496 485

L'encaisse-or appartenant en propre à la Banque s'élève à F or 661 882 392, équivalant à 192 tonnes d'or fin (1995: F or 661 881 612; 192 tonnes).
L'or détenu sous dossier pour la clientèle n'est pas inclus dans le bilan; cet élément s'inscrit à F or 982,5 millions (1995: 1 574,7 millions).

2. Bons du Trésor

Le tableau ci-après montre la composition du portefeuille de la Banque en bons du Trésor:

	1995	1996
– Achetés ferme	5 483 050 016	4 105 690 444
– Détenus dans le cadre de pensions	37 224 000	—
	5 520 274 016	4 105 690 444

La valeur de marché, au 31 mars 1996, des bons du Trésor achetés ferme est de F or 4 105,8 millions.

3. Titres du secteur public et autres titres à terme

Le tableau ci-après montre la répartition du portefeuille de la Banque en titres de cette nature:

	1995	1996
– Achetés ferme	9 332 862 549	10 488 115 419
– Détenus dans le cadre de pensions	2 951 457 787	1 652 241 002
	12 284 320 336	12 140 356 421

La valeur de marché, au 31 mars 1996, des titres du secteur public et autres titres achetés ferme est de F or 10 532,7 millions.

4. Capital

Le capital de la Banque est constitué ainsi:

	1995	1996
Capital autorisé:		
600 000 actions,		
de 2 500 francs or chacune	1 500 000 000	1 500 000 000
Capital émis: 473 125 actions	1 182 812 500	1 182 812 500
libérées de 25%	295 703 125	295 703 125

5. Réserves

Les réserves de la Banque sont constituées ainsi:

	1995	1996
Fonds de réserve légale	30 070 313	30 070 313
Fonds de réserve générale	764 916 157	803 316 157
Fonds spécial de réserve de dividendes	53 530 055	56 530 055
Fonds de réserve libre	806 966 872	893 566 872
	1 655 483 397	1 783 483 397

Les dotations annuelles aux divers fonds de réserve sont régies par l'article 51 des Statuts de la Banque. Les montants transférés sont également indiqués dans le tableau intitulé «Évolution des réserves de la Banque».

6. Dépôts

Les dépôts en or placés auprès de la Banque proviennent entièrement de banques centrales. La composition des dépôts en monnaies placés auprès de la Banque est la suivante:

	1995	1996
Banques centrales		
À vue	1 401 930 963	1 060 459 178
À 3 mois au maximum	51 969 341 951	43 770 492 278
À plus de 3 mois	484 017 087	2 062 276 087
Autres déposants		
À vue	69 270 690	68 770 781
À 3 mois au maximum	2 595 772 768	2 666 696 727
À plus de 3 mois	414 124 599	397 146 000
	56 934 458 058	50 025 841 051

Rapport des commissaires-vérificateurs

Rapport des commissaires-vérificateurs
au Conseil d'administration et à l'Assemblée générale
de la Banque des Règlements Internationaux, Bâle

Nous avons vérifié le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que les notes y relatives, de la Banque des Règlements Internationaux. Le bilan et le compte de profits et pertes ont été préparés par la Direction de la Banque en conformité avec les Statuts et les principes d'évaluation décrits dans les notes sous «Principales conventions comptables». Notre responsabilité, au sens des Statuts de la Banque, est de formuler un avis sur le bilan et le compte de profits et pertes fondé sur notre révision et de vous en faire part.

Notre révision a inclus la vérification par sondage de la justification des chiffres du bilan et du compte de profits et pertes et autres indications connexes. Nous avons obtenu toutes les informations et toutes les explications que nous avons demandées pour acquérir l'assurance que le bilan et le compte de profits et pertes ne contiennent pas d'erreur matérielle et nous sommes d'avis que notre révision forme une base adéquate pour notre appréciation.

À notre avis, le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que les notes y relatives, ont été correctement établis et donnent une présentation sincère et régulière de la situation financière de la Banque des Règlements Internationaux au 31 mars 1996 et des résultats de ses opérations pour l'exercice clos à cette date et se trouvent donc en conformité avec les Statuts de la Banque.

Price Waterhouse AG

Ralph R. Reinertsen — Jack W. Flamson

Réviseurs responsables

Bâle, le 26 avril 1996

Synthèse du bilan sur les cinq derniers exercices

(en millions de francs or)

Exercice clos le 31 mars	1992	1993	1994	1995	1996
Or					
Détenu en barres	*4 807,7*	*4 726,9*	*4 338,3*	*4 373,4*	*4 364,2*
Dépôts à terme et avances	*459,9*	*413,0*	*579,8*	*541,8*	*637,3*
	5 267,6	5 139,9	4 918,1	4 915,2	5 001,5
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	12,4	7,5	12,0	9,8	9,8
Bons du Trésor	3 623,2	2 175,4	3 510,7	5 520,3	4 105,7
Dépôts à terme et avances en monnaies	31 588,0	41 183,9	41 370,4	42 478,7	37 328,1
Titres du secteur public et autres titres à terme	7 457,9	11 428,3	15 087,9	12 284,3	12 140,3
Actif divers	12,0	31,4	76,6	19,2	32,8
Terrain, immeubles et installations	–	–	–	–	–
Actif total	47 961,1	59 966,4	64 975,7	65 227,5	58 618,2
Capital libéré	295,7	295,7	295,7	295,7	295,7
Réserves (après répartition du bénéfice net de l'exercice)					
Fonds de réserve légale	*30,1*	*30,1*	*30,1*	*30,1*	*30,1*
Fonds de réserve générale	*672,8*	*703,1*	*732,2*	*764,9*	*803,3*
Fonds spécial de réserve de dividendes	*42,5*	*47,5*	*50,5*	*53,5*	*56,5*
Fonds de réserve libre	*603,1*	*668,8*	*733,7*	*807,0*	*893,6*
	1 348,5	1 449,5	1 546,5	1 655,5	1 783,5
Dépôts					
Or	*4 571,2*	*4 367,3*	*4 061,1*	*4 157,0*	*4 245,0*
Monnaies	*40 295,1*	*52 147,7*	*57 164,9*	*56 934,4*	*50 025,8*
	44 866,3	56 515,0	61 226,0	61 091,4	54 270,8
Système de pensions du personnel	158,3	172,1	200,2	271,0	283,1
Passif divers	1 259,8	1 495,2	1 666,2	1 860,5	1 931,8
Dividende	32,5	38,9	41,1	53,4	53,3
Passif total	47 961,1	59 966,4	64 975,7	65 227,5	58 618,2

Synthèse du compte de profits et pertes sur les cinq derniers exercices

(en millions de francs or)

Exercice clos le 31 mars	1992	1993	1994	1995	1996
Intérêts nets et autres produits d'exploitation	180,2	211,7	195,7	229,3	254,3
Moins: frais d'administration					
Conseil d'administration	*0,7*	*0,8*	*0,8*	*1,2*	*1,5*
Direction et personnel	*28,3*	*32,2*	*34,1*	*40,2*	*46,6*
Dépenses de bureau et dépenses diverses	*17,1*	*16,3*	*15,5*	*17,4*	*18,3*
	46,1	49,3	50,4	58,8	66,4
Excédent net d'exploitation	134,1	162,4	145,3	170,5	187,9
Moins: montants transférés à la					
Provision pour frais d'administration exceptionnels	*3,6*	*3,3*	*3,3*	*3,4*	*3,5*
Provision pour immeubles	–	–	–	–	–
Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement	*11,0*	*19,2*	*3,9*	*4,7*	*3,1*
	14,6	22,5	7,2	8,1	6,6
Bénéfice net de l'exercice	119,5	139,9	138,1	162,4	181,3
Dividende	32,5	38,9	41,1	53,4	53,3
	87,0	101,0	97,0	109,0	128,0
Transfert au fonds de réserve générale	26,1	30,3	29,1	32,7	38,4
	60,9	70,7	67,9	76,3	89,6
Transfert au fonds spécial de réserve de dividendes	3,0	5,0	3,0	3,0	3,0
	57,9	65,7	64,9	73,3	86,6
Transfert au fonds de réserve libre	57,9	65,7	64,9	73,3	86,6
	–	–	–	–	–

Conseil d'administration

W.F. Duisenberg, Amsterdam
Président du Conseil d'administration,
Président de la Banque

Carlo Azeglio Ciampi, Rome
Vice-Président

Urban Bäckström, Stockholm
Antonio Fazio, Rome
Edward A.J. George, Londres
Alan Greenspan, Washington
Hervé Hannoun, Paris
Lord Kingsdown, Londres
William J. McDonough, New York
Yasuo Matsushita, Tokyo
Hans Meyer, Zurich
Helmut Schlesinger, Francfort-sur-le-Main
Gordon G. Thiessen, Ottawa
Hans Tietmeyer, Francfort-sur-le-Main
Jean-Claude Trichet, Paris
Alfons Verplaetse, Bruxelles
Philippe Wilmès, Bruxelles

Suppléants

Jean-Pierre Patat ou
Armand Pujal, Paris
Ian Plenderleith ou
Terry R. Smeeton, Londres
Jean-Jacques Rey, Bruxelles
Carlo Santini ou
Stefano Lo Faso, Rome
Helmut Schieber ou
Bernd Goos, Francfort-sur-le-Main
Edwin M. Truman, Washington

Direction

Andrew Crockett	Directeur Général
André Icard	Directeur Général Adjoint
Gunter D. Baer	Secrétaire Général, Chef de Département
Malcolm Gill	Chef du Département bancaire
William R. White	Conseiller économique, Chef du Département monétaire et économique
Marten de Boer	Directeur, Comptabilité, Budget et Compensation de l'Écu
Renato Filosa	Directeur, Département monétaire et économique
Mario Giovanoli	Conseiller juridique, Directeur
Guy Noppen	Directeur, Secrétariat général
André Bascoul	Directeur Suppléant, Département monétaire et économique
Joseph R. Bisignano	Directeur Suppléant, Département monétaire et économique
Zenta Nakajima	Directeur Suppléant, Département monétaire et économique
Günter Pleines	Directeur Suppléant, Département bancaire
Jean-Marc Andreoli	Directeur Adjoint, Secrétariat général
John A. Bispham	Directeur Adjoint, Département monétaire et économique
Paul C. Bridge	Directeur Adjoint, Département bancaire
Yukio Iura	Directeur Adjoint, Département bancaire
Daniel Lefort	Directeur Adjoint, Service juridique
Alexander Radzyner	Directeur Adjoint, Secrétariat général
Claude Sivy	Directeur Adjoint, Audit interne
Frederik C. Musch	Secrétaire Général du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, Département monétaire et économique

Imprimé en Suisse Kreis Druck SA, Bâle