UNCTAD/TDR/15(Vol.II)
4 août 1995

FRANCAIS
Original : ANGLAIS

RAPPORT SUR LE COMMERCE ET LE DEVELOPPEMENT, 1995

Rapport du secrétariat de la Conférence des Nations Unies
sur le commerce et le développement

Le présent document ne doit pas être cité ni résumé par la presse, la radio ou la télévision avant le 11 septembre 1995, à 1 heure TU.

Pour des raisons d'ordre technique, et afin que les gouvernements puissent en disposer le plus tôt possible, les versions traduites du Rapport sont publiées en quatre fascicules.

UNCTAD/TDR/15		Avant-propos Table des matières et abréviations
UNCTAD/TDR/15(Vol.I)	Première partie Chapitre I Chapitre II	Les grandes tendances L'économie mondiale : évolution et perspectives Les marchés internationaux de capitaux
UNCTAD/TDR/15(Vol.II)	Deuxième partie Chapitre I Chapitre II Chapitre III	Repenser les politiques économiques Croissance, inflation et chômage dans le Nord La main invisible, la stabilité et la croissance en Amérique latine Risque systémique et marchés dérivés
UNCTAD/TDR/15(Vol.III)	Troisième partie Chapitre I Chapitre II Chapitre III Chapitre IV Annexe A Annexe B Annexe C	 Introduction Commerce, technologie et chômage Le marché du travail, la formation de capital et la création d'emplois Politiques de plein-emploi Commerce Nord-Sud et chômage : modèle de simulation Le chômage dans le secteur tertiaire Le chômage déguisé dans le Nord

GE.95-52733 (F)

Chapitre I

CROISSANCE, INFLATION ET CHOMAGE DANS LE NORD

Au début des années 90, les cycles économiques dans les grands pays industriels ont été caractérisés par leur manque de synchronisation. Au Japon, la croissance s'est poursuivie à un rythme relativement rapide tout au long de 1990 et 1991 et en Europe continentale, elle a bénéficié de l'effet d'entraînement de la demande liée à l'unification de l'Allemagne, alors qu'au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, elle s'est ralentie et les deux pays ont fini par entrer en récession. Le Japon et l'Allemagne ont ensuite connu un brusque ralentissement de l'activité, tandis que les Etats-Unis et le Royaume-Uni amorçaient une vigoureuse reprise.

La reprise de l'activité aux Etats-Unis et au Royaume-Uni s'est encore accélérée en 1994, au lieu de s'essouffler comme l'avaient prévu les analystes en début d'année. La récession attendue en Europe occidentale continentale a été de très courte durée. Le fléchissement de l'activité s'est inversé au début de 1994, beaucoup plus tôt et beaucoup plus rapidement que prévu. La convergence des taux de croissance aux Etats-Unis et en Europe occidentale s'est accompagnée d'une convergence vers un taux d'inflation stable de l'ordre de 3 %. Au Japon, en revanche, la croissance est restée faible et l'inflation s'est ralentie.

Tout donne à penser aujourd'hui que la convergence des taux de croissance et des taux d'inflation s'accentuera encore. Mais la croissance ne sera pas suffisante pour entraîner l'expansion durable de l'emploi. En outre, cette évolution s'accompagne d'un regain d'instabilité des taux de change et des marchés financiers et d'une aggravation des tensions commerciales.

Ce bilan prend à contrepied la thèse selon laquelle la convergence accrue des politiques et des performances macro-économiques devrait engendrer une plus grande stabilité et contredit l'idée que, si chaque pays "balayait devant sa porte", indépendamment de ce que font les autres, le système commercial et financier international fonctionnerait naturellement de façon ordonnée. Or, c'est précisément ce genre de comportement qui en perturbe actuellement le fonctionnement.

Le présent chapitre passe en revue ces évolutions. Après avoir tiré les leçons de l'expérience, il analyse le problème du chômage chronique dans les principaux pays industriels pour en dégager une série de recommandations macro-économiques (énoncées plus loin dans le rapport - voir Partie 3, chapitre IV) concernant les moyens de surmonter le chômage et l'instabilité.

A. Demande, emploi et inflation

1. Faiblesse de l'emploi, de la croissance du revenu et de la consommation

Bien que l'évolution conjoncturelle du revenu dans les grands pays développés ait été mieux synchronisée en 1994, les taux de croissance ont varié considérablement; ils étaient de l'ordre de 4 % aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, soit le double environ du taux enregistré en Europe occidentale continentale (2,5 %), alors qu'au Japon, la croissance n'a été que de 0,6 %. Il y a eu aussi de grandes disparités dans la création d'emplois.

Seuls les Etats-Unis et le Royaume-Uni ont enregistré un recul du chômage. Dans le reste de l'Europe occidentale, la reprise rapide de la croissance n'a pas enrayé la montée du chômage, amorcée au début de la décennie.

La croissance de l'emploi aux Etats-Unis et au Royaume-Uni ne s'est pas accompagnée d'une augmentation des salaires réels comparable à celle qui s'était produite lors des précédentes reprises, et dans les autres pays, les salaires réels ont stagné ou diminué. Aux Etats-Unis, les gains horaires moyens réels dans le secteur commercial n'ont progressé que de 1,7 % au quatrième trimestre de 1994 par rapport à la même période de 1993, et dans le secteur manufacturier, ils ont diminué de plus de 2 %. Au Royaume-Uni, le revenu disponible réel des ménages a augmenté d'un peu plus de 1 % par rapport à l'année précédente.

En raison des incertitudes au sujet de l'emploi et de la faible croissance du pouvoir d'achat réel, les dépenses de consommation ont stagné, même dans les pays où l'emploi a progressé. Dans plusieurs pays, leur augmentation a été la conséquence d'une plus grande propension à consommer (baisse des taux d'épargne) et de la diminution de la richesse nette (augmentation de l'endettement des ménages). En Allemagne et en Italie, par exemple, le taux d'épargne des ménages n'a jamais été aussi bas. Toutefois, la baisse du taux d'épargne ne peut soutenir l'augmentation des dépenses de consommation à moyen terme.

La reprise lente et erratique des dépenses de consommation, qui a accompagné la récession de faible ampleur survenue aux Etats-Unis au début des années 90 (phénomène dit du "double plongeon"), semble se produire maintenant en Europe. En raison de l'atonie de la demande de consommation, les nouveaux investissements productifs ont été orientés vers la restructuration et le rééquipement pour accroître la compétitivité internationale, plutôt que vers l'augmentation des ventes sur le marché intérieur. Ces investissements n'ont donc permis ni une augmentation sensible de la capacité de production, ni une reprise de l'emploi. Les restructurations opérées pour mieux soutenir la concurrence étrangère ont consisté à réduire les coûts et à accroître la productivité en réduisant la consommation de travail et de matières premières.

Au Japon, la faible croissance des salaires, conjuguée à des taux de chômage sans précédent et à la baisse des prix des actifs, a maintenu les dépenses de consommation à un bas niveau, malgré l'allégement de l'impôt sur le revenu et le fléchissement des prix de détail. Bien que les achats de biens de consommation durables aient progressé, la consommation totale des ménages a diminué de 0,6 % pendant l'exercice 1994. En conséquence, les ventes au détail ont reculé au début du deuxième trimestre de 1995 et le système de l'emploi à vie a été de plus en plus battu en brèche.

2. Tensions commerciales et dépendance excessive à l'égard des exportations

Les exportations ont largement contribué au redressement récent de la conjoncture. La vigoureuse expansion de l'économie américaine en 1994 a certes stimulé le commerce mondial, mais l'accroissement de la demande d'importation dans les pays en développement a aussi largement contribué à la reprise de l'activité tirée par les exportations dans les pays industrialisés. La plupart des pays d'Europe occidentale enregistrent maintenant des excédents commerciaux et, dans l'ensemble de l'Union européenne (UE), le compte courant

a été excédentaire en 1993 et en 1994. Même au Royaume-Uni, où les années 80 ont été marquées par un déficit commercial chronique, la situation s'est sensiblement améliorée, mais cela a peut-être été dû davantage à la modification des flux au titre des revenus des facteurs qu'au redrerssement de la balance du commerce des produits autres que le pétrole et des services. En Allemagne, en Espagne et au Royaume-Uni, le déficit courant représente environ 1 % du PIB, alors qu'aux Etats-Unis, il s'établit à environ 2 % du PIB. C'est le seul pays où le solde extérieur s'est détérioré - la reprise ayant été relativement plus rapide (voir tableau 15).

Tableau 15

BALANCE DES OPERATIONS COURANTES ET SOLDES BUDGETAIRES DE CERTAINS PAYS DE L'OCDE
(En pourcentage du PIB)

Pays	Balance des opérations courantes					Soldes budgétaires a/				
	1990	1991	1992	1993	1994	1990	1991	1992	1993	1994
Etats-Unis	-1,7	-0,1	-1,1	-1,6	-2,3	-2,5	-3,2	-4,3	-3,4	-2,0
Japon	1,2	2,2	3,2	3,1	3,0	2,9	3,0	1,8	-0,2	-2,0
Union européenne	-0,4	-1,0	-0,9	0,2	0,2	-4,1	-4,6	-5,3	-6,4	-6,0
Allemagne	3,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-2,0	-3,3	-2,9	-3,3	-2,7
France	-1,3	-0,6	0,3	0,8	0,7	-1,6	-2,2	-3,9	-5,8	-5,7
Italie	-1,6	-2,1	-2,3	1,2	1,6	-10,9	-10,2	-9,5	-9,6	-9,7
Royaume-Uni	-3,4	-1,3	-1,8	-1,7	-0,9	-1,2	-2,7	-6,2	-7,7	-6,8
Espagne	-3,4	-3,2	-3,2	-1,1	-1,0	-4,1	-4,9	-4,2	-7,5	-6,8

Source : Perspectives économiques de l'OCDE, décembre 1994 (tableaux 29 et 50 de l'annexe).

Note : Le signe (-) indique un déficit.

a/ : Solde financier global des administrations publiques. Les totaux pour l'Union européenne sont des estimations du secrétariat de la CNUCED effectuées sur la base des pondérations du PIB de l'OCDE (p. A2 de la source précitée).

Après s'être stabilisé à environ 13 milliards de dollars par mois au deuxième semestre de 1994, lorsque le taux de croissance annuel était supérieur de trois points environ à celui de la plupart des autres grands pays industriels, le déficit des Etats-Unis semble devoir diminuer en 1995 parallèlement au ralentissement de la croissance (à moins que celui-ci ne soit plus prononcé dans les autres pays). Malgré la contraction des exportations vers l'Amérique latine, le déficit a peu évolué au premier trimestre, ce qui tient en partie à l'augmentation de l'excédent commercial vis-à-vis des NEI d'Asie en février et en mars. Etant donné que la croissance tendancielle des exportations a été de 9 % en 1994, ce qui est plus que la croissance du

commerce mondial, et qu'au quatrième trimestre seulement, les exportations ont progressé de plus de 20 % en rythme annuel alors que les importations ont augmenté de moins de 13 %, le solde extérieur des Etats-Unis devrait s'améliorer en 1995, avec le ralentissement des importations.

Les fortes dévaluations opérées en Italie, au Royaume-Uni et en Espagne depuis la crise du SME, en septembre 1992, et la faiblesse persistante du dollar ont contribué à l'amélioration des résultats à l'exportation de ces pays. Malgré l'appréciation de sa monnaie, l'Allemagne a, elle aussi, exporté davantage, principalement vers l'Extrême-Orient, mais aussi vers l'Europe, tandis que les ventes aux Etats-Unis ont diminué; ses exportations ont augmenté à peu près au même rythme que le commerce mondial.

Le Japon est le seul pays où subsiste un déséquilibre, sous la forme d'un excédent commercial qui semble en augmentation constante. Malgré un récent ajustement de l'excédent en volume (les importations ont augmenté plus de trois fois plus vite que les exportations), l'excédent en dollars courants n'a guère changé, en particulier vis-à-vis des Etats-Unis. Cela tient en partie à la forte appréciation du yen, qui s'est traduite par l'augmentation de la valeur en dollars des exportations japonaises, malgré la contraction de leur volume, et par la diminution de la valeur des importations, qui ont pourtant augmenté en volume. Les exportations vers les Etats-Unis ont cependant augmenté dans la deuxième moitié de 1994. Globalement, la croissance des importations a été supérieure d'environ 10 % à celle des exportations, de sorte que la contribution nette du solde extérieur à la croissance a été négative.

Sauf dans le cas du commerce entre le Japon et les Etats-Unis, les importants déséquilibres des opérations courantes observés dans les années 80 ont disparu. Il subsiste cependant des frictions commerciales comparables à celles de la dernière décennie. Cela tient à ce que le redressement des balances commerciales, en termes absolus ou relatifs, s'est accompagné d'une profonde modification des taux de change réels, qui a entraîné de brusques changements dans la compétitivité internationale au détriment des producteurs des pays dont les monnaies s'appréciaient, ravivant ainsi le souvenir des dévaluations compétitives de l'entre-deux-guerres. Les tensions sont vives, et pas seulement dans le cadre des discussions entre le Japon et les Etats-Unis. En France et en Allemagne, par exemple, on fait valoir que les producteurs d'Espagne, du Royaume-Uni et d'Italie ont bénéficié injustement des fortes variations des taux de change intervenues au cours des deux dernières années.

De même, de hauts fonctionnaires des gouvernements et des banques centrales des pays européens ont laissé entendre récemment que la faiblesse du dollar était la conséquence du laxisme de la politique budgétaire américaine, alors qu'en fait le déficit budgétaire des Etats-Unis, qui représentait environ 2 % du PIB en 1994 et qui devrait être de 1,8 % en 1995, était le plus faible de tous les grands pays développés, y compris l'Allemagne (voir tableau 15). L'on s'attend même aujourd'hui à des résultats budgétaires encore meilleurs. Ainsi, le problème de la gestion des importants déséquilibres des échanges et des paiements, qui était au coeur des discussions sur la coordination des politiques dans les années 80, a cédé la place à des tensions provoquées par l'ampleur des ajustements monétaires et les modifications de la compétitivité relative qui ont été nécessaires dans les années 90, pour supprimer ces déséquilibres.

3. Evolution contrastée des investissements

Aux Etats-Unis, le ralentissement de l'activité en 1990 a marqué le début d'une période de restructuration industrielle 1/. Depuis lors, les investissements ont rapidement augmenté, progressant de plus de 12 % par an en 1993 et 1994. Les investissements productifs ont progressé de près de 20 % en rythme annuel au premier trimestre de 1995. La reprise tirée par l'investissement a entraîné une nette amélioration de la productivité et de la compétitivité internationale, en particulier dans le secteur manufacturier, où les Etats-Unis avaient perdu leur excédent commercial structurel au début des années 80. Dans ce secteur, le salaire horaire n'a augmenté que de 2,8 % en 1994, alors que la productivité a progressé de 4,9 %, ce qui s'est traduit par une baisse de 2 % du coût unitaire de la main-d'oeuvre. Dans le secteur commercial non financier, les gains horaires réels sont restés pratiquement inchangés, alors que la productivité a progressé à un rythme sans précédent depuis les années 60 (voir tableau 16).

Tableau 16

LES SOCIETES NON FINANCIERES AUX ETATS-UNIS : VARIATIONS ANNUELLES DE LA PRODUCTIVITE ET INDICATEURS CONNEXES, 1985-1994
(En pourcentage)

Indicateur	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Productivité	1,0	2,6	1,7	1,9	-1,6	1,1	2,0	3,0	3,0	2,6
Salaire horaire réel	0,5	2,8	-0,5	0,0	-1,3	-0,1	0,6	1,6	0,0	-0,1
Coûts unitaires de main-d'oeuvre	3,1	2,0	1,4	2,2	5,1	4,1	2,7	1,6	0,0	-0,2
Coûts unitaires totaux	2,5	2,1	1,0	2,6	5,4	3,8	3,0	0,5	-0,5	-0,1
Bénéfices unitaires	-0,2	-10,8	14,7	6,6	-8,2	-0,6	-1,7	7,6	14,0	12,2
Indice implicite des prix	2,3	0,8	2,2	3,0	4,1	3,4	2,6	1,1	0,8	1,1

Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED effectués sur la base des données du Bureau of Labour Statistics des Etats-Unis.

L'accroissement des dépenses d'investissement aux Etats-Unis se traduit donc par une augmentation de la capacité de production, contribuant ainsi au ralentissement de l'inflation et à l'augmentation de la compétitivité internationale et des exportations, qui a été favorisée aussi par la faiblesse persistante du dollar, bien que son taux de change effectif réel ait légèrement augmenté au début de 1995, par suite de la dévaluation du peso mexicain et de la baisse du dollar canadien.

En 1992 et 1993, l'accroissement de l'investissement, concentré initialement dans les secteurs de l'informatique et de l'électronique, a eu peu d'effet sur la capacité. Mais en 1994, celle-ci a augmenté d'environ 3 % en rythme annuel et de plus de 4 % en 1995. Parallèlement, l'investissement s'est réorienté vers les secteurs plus traditionnels de l'équipement et de la construction industrielle et commerciale, ce qui tend à confirmer qu'après la phase de restructuration et de compression des effectifs, l'objectif est peut-être enfin de renforcer la capacité de production.

En Europe, comme nous l'avons déjà vu, la reprise ne s'est pas accompagnée d'une augmentation soutenue des investissements destinés à l'extension de la capacité. Au Royaume-Uni, les investissements dans le secteur manufacturier ont diminué de 5,3 % en valeur réelle en 1993, puis ils ont augmenté de 2,3 % en 1994, en s'accélérant au cours du deuxième semestre. La faiblesse des investissements alors que la reprise est en cours place les autorités devant un dilemme. En effet, environ 60 % des entreprises du secteur manufacturier déclarent travailler à pleine capacité et le taux moyen d'utilisation de la capacité est revenu à peu près au niveau de 1989. Si la productivité a fortement augmenté dans ce secteur en 1993 et 1994, cela a été dû principalement à des facteurs cycliques, et non à l'accroissement des investissements. Par conséquent, si la capacité n'augmente pas, il sera difficile de soutenir l'expansion de la production. L'accroissement des exportations qui était nécessaire pour redresser la balance commerciale a donc stimulé la croissance au point qu'elle se heurte à l'insuffisance de la capacité de production et qu'elle est jugée trop rapide par la Banque d'Angleterre pour le maintien de la stabilité des prix. Pour compliquer encore les choses, la livre sterling a eu tendance à suivre les mouvements du dollar, ce qui s'est traduit par une dépréciation effective d'environ 5 % au premier trimestre de 1995. Cela a renforcé la crainte d'une accélération de l'inflation et a amené à réclamer le relèvement des taux d'intérêt.

Il est difficile pour le gouvernement de réduire la demande globale en freinant la consommation plutôt que l'investissement. En effet, comme les dépenses de consommation réelles ont augmenté d'à peine plus de 2,5 % en 1993 et 1994 et comme les revenus réels ont progressé de moins de 1,5 %, il n'est guère possible d'agir sur la consommation en alourdissant la fiscalité. Les autorités ont donc opté pour le resserrement de la politique monétaire afin de brider la demande, au moment même où l'investissement devrait augmenter pour accroître la capacité et la productivité et permettre la poursuite de l'expansion. Mais, si elles appliquent une politique monétaire trop restrictive pour tenter d'enrayer l'inflation, qui a légèrement repris en 1995, afin de la maintenir dans la moitié inférieure de la fourchette de 1 à 4 % retenue comme objectif, l'accroissement nécessaire de l'investissement risque de ne pas avoir lieu.

Par conséquent, si le Royaume-Uni a donné, avec les Etats-Unis, le signal de la reprise de la production et de l'emploi, les diverses composantes de la demande ont joué, dans chaque cas, un rôle très différent : au Royaume-Uni, ce sont les exportations qui ont été le moteur de la reprise, tandis qu'aux Etats-Unis, c'est l'investissement. La poursuite de l'expansion et la réduction permanente du chômage structurel nécessiteront l'inversion du rôle relatif des exportations et de l'investissement dans chacun des deux pays. D'après l'enquête sur les intentions d'investissement, réalisée en avril 1995 par la Confederation of British Industry, 13 % des entreprises industrielles

envisageaient d'accroître leurs investissements productifs en 1996, s'écartant ainsi nettement des pratiques antérieures. Depuis la guerre, presque toutes les phases d'expansion se sont soldées par une envolée de la consommation qui a déclenché une spirale des salaires et des prix et provoqué un déséquilibre croissant de la balance des paiements et une crise monétaire, suivis par l'adoption d'une politique monétaire restrictive et de mesures d'austérité budgétaire.

Comme cela a été dit dans le Rapport sur le développement dans le monde 1994, l'économie japonaise poursuit ses efforts pour se dégager du surinvestissement qui a marqué la période de la bulle spéculative dans les secteurs immobilier et financier à la fin des années 80. Le retournement de la conjoncture, au début des années 90, a entraîné la chute des prix des actifs mais il a aussi eu pour effet de rendre excédentaires une bonne part des nouvelles capacités. Pendant les trois années qui ont suivi, l'investissement a stagné; la tendance ne s'est inversée que dans la deuxième moitié de 1994. Le taux d'utilisation de la capacité a augmenté en 1994, mais il reste bien inférieur au seuil de rentabilité et au niveau auquel l'investissement pourrait reprendre.

Les difficultés structurelles sont à l'origine de la hausse récente du yen, qui a encore aggravé la situation. Juste au moment où l'économie se remettait de l'ajustement du taux de change à 100 yen pour un dollar, une nouvelle flambée de la monnaie japonaise, qui est passée à moins de 80 yen pour un dollar, a jeté une ombre sur la plupart des plans d'investissement. En 1995, les dépenses d'investissement ont probablement stagné. Les petites et moyennes entreprises ont été encore plus pénalisées par la force du yen. Les investissements japonais consistent encore dans une large mesure en investissements directs à l'étranger. Ces derniers, qui ont augmenté d'environ 10 % en 1994, restent dirigés vers l'Asie de l'Est et du Sud-Est, en raison du transfert de la production dans les pays où les coûts de main-d'oeuvre sont moins élevés et dont la monnaie est rattachée au dollar des Etats-Unis.

Cette délocalisation de la production constitue une solution à court terme pour les entreprises japonaises, qui doivent faire face à la diminution de leurs bénéfices et à la perte de parts de marché. Mais elle accentue les difficultés de l'économie japonaise en réduisant les possibilités d'emploi dans le pays. Comme l'avait prévu le Rapport de 1994, le chômage a dépassé le seuil historique de 3 % et le gouvernement semble impuissant à enrayer sa progression. La poursuite de la délocalisation de la production rend de plus en plus difficile de maintenir des effectifs en surnombre. Les possibilités de transférer les salariés à l'intérieur des entreprises s'amenuisent à mesure que la production intérieure diminue. Au bout du compte, des licenciements seront inévitables, tout comme ils l'ont été dans les autres économies avancées, à moins que les problèmes de la demande puissent être surmontés - problèmes qui, au Japon, ont un caractère structurel, et non conjoncturel. Comme on l'a dit l'an dernier, le taux de chômage pourrait atteindre 5 à 6 % dans un proche avenir.

Le dilemme pour le Japon est donc assez différent de celui auquel le Royaume-Uni est confronté. L'économie japonaise doit compter moins sur les exportations et l'investissement et davantage sur la consommation intérieure pour stimuler l'investissement. Auparavant, la consommation s'adaptait

spontanément au niveau d'investissement nécessaire pour soutenir la croissance des marchés d'exportation. Mais aujourd'hui, la délocalisation de l'investissement et de la production par la plupart des grandes entreprises rend cet ajustement plus difficile, car cela réduit les revenus réels des consommateurs et ébranle leur confiance. Non seulement la consommation stagne, mais la déflation de la dette se propage au secteur du commerce de détail, où l'on observe une baisse généralisée des prix. Mais l'effet de richesse (effet Pigou) produit par la chute des prix n'est pas suffisant pour contrebalancer l'effet négatif de la montée du chômage. L'économie japonaise ne peut donc compter ni sur la consommation intérieure, ni sur la demande extérieure pour soutenir la croissance et stimuler l'investissement intérieur.

En 1994, l'Allemagne a engagé un processus de restructuration industrielle. Les entreprises du secteur manufacturier ont réduit l'emploi de plus de 15 % par rapport au niveau maximum atteint au printemps de 1991. A la suite des négociations salariales de 1993-1994, les salaires et les traitements n'ont augmenté que de 1,5 % dans l'ancienne République fédérale, ce qui a entraîné une forte baisse des coûts unitaires de main-d'oeuvre. Les investissements destinés à l'extension de la capacité de production ont commencé à prendre le pas sur les investissements dans la construction de logements et l'investissement total a progressé de 5 % en 1994. Toutefois, l'accroissement de la compétitivité et des bénéfices des entreprises a été largement contrebalancé par l'appréciation du deutsche mark et par les augmentations de salaires négociées pour 1995. L'Allemagne prend donc le chemin des Etats-Unis : l'industrie est restructurée pour accroître les bénéfices et la productivité, mais sans l'avantage de la stabilité des salaires. Le pays connaît aussi les mêmes difficultés que le Japon du fait de la surévaluation de la monnaie. Cela s'est traduit par une augmentation des investissements à l'étranger, en particulier dans les pays voisins d'Europe orientale. En conséquence, la reprise de l'investissement n'aide guère à résoudre le problème du chômage et peut même l'aggraver à court terme.

De plus, les brusques variations de la valeur réelle du deutsche mark observées récemment ont été particulièrement préjudiciables aux petites et moyennes entreprises, qui font la force du pays à l'exportation. L'appréciation du deutsche mark par rapport au dollar a été moins déterminante à cet égard que son appréciation par rapport aux monnaies des partenaires commerciaux européens de l'Allemagne et des pays asiatiques dont les monnaies sont rattachées au dollar. La récente décision de la Bundesbank d'abaisser les taux d'intérêt a été motivée de toute évidence par le souci de préserver la compétitivité de l'industrie allemande. L'inflation intérieure reste supérieure à l'objectif fixé par la Banque centrale.

La France a poursuivi avec assiduité une politique de convergence, en particulier vis-à-vis de l'Allemagne. La politique monétaire restrictive appliquée pour préserver le franc fort a fait reculer l'investissement non résidentiel, qui n'a progressé que de 0,5 % en 1994. Bien que la croissance, cette année-là, ait été plus rapide qu'en Allemagne et l'inflation plus faible, l'expansion a résulté en grande partie des incitations à la consommation. Toutefois, l'effet de ces incitations s'est estompé en fin d'année, mais en tout état de cause, elles n'étaient pas suffisantes pour encourager les investissements productifs.

Le gouvernement formé à la suite de l'élection présidentielle de mai 1995 a annoncé que l'augmentation de l'emploi serait son objectif prioritaire. Aussitôt, la crainte d'une aggravation du déficit budgétaire et de l'abandon de la politique du franc fort s'est propagée sur les marchés financiers, provoquant une hausse des taux d'intérêt du marché, qui décourage les investissements nécessaires pour créer des emplois. Par ailleurs, une forte augmentation des investissements limitée à la France pourrait entraîner rapidement des problèmes de balance des paiements. Les pays qui ont en partie surmonté cette difficulté, comme le Royaume-Uni et l'Italie, n'ont pu le faire qu'en décrochant leur monnaie du deutsche mark; et encore, le Royaume-Uni n'a pas réussi à accroître l'investissement et l'Italie n'a pas pu résoudre le problème du chômage.

4. Une expansion sans inflation

La reprise actuelle est caractérisée par le fait que, bien que les taux d'utilisation de la capacité aient atteint des niveaux historiquement élevés dans la plupart des pays et que l'expansion généralisée ait entraîné la remontée des prix des produits de base par rapport à leurs niveaux historiquement bas du début de la décennie, les taux d'inflation ont continué de baisser dans la plupart des pays avancés, tombant à moins de 3 % en 1994.

Au Japon, l'inflation a cédé la place à l'"écrasement des prix" (kakaku hakai), la faiblesse de la demande intérieure ayant entraîné une réduction généralisée des prix de détail : en avril 1995, ceux-ci avaient diminué de 0,2 % par rapport à l'année précédente. Dans des pays comme le Royaume-Uni, le taux d'inflation, qui était relativement élevé auparavant est tombé à 2 % environ en 1994 (pour la première fois depuis près de 30 ans), tandis qu'aux Etats-Unis, il est resté inférieur à 3 % depuis 1992, année où la reprise s'est amorcée. L'inflation a reculé même dans les pays dont la monnaie a été fortement dévaluée en 1992 et 1993, comme l'Espagne et l'Italie.

La conjonction d'une accélération de la croissance et d'une baisse de l'inflation peut s'expliquer par les effets conjugués de l'intensification de la concurrence mondiale, qui accentue la concurrence sur les marchés intérieurs de produits, de la faible progression des salaires et des revenus des ménages, qui freine la demande intérieure et de la restructuration industrielle, qui a entraîné une forte augmentation de la productivité du travail et une diminution des coûts unitaires de main-d'oeuvre. Ainsi, malgré la faiblesse de la demande et de l'inflation, les bénéfices ont augmenté, ce qui a encouragé la restructuration de la production, tout en procurant les moyens de la financer.

Aux Etats-Unis, il a fallu près de trois ans pour que ce processus débouche sur une augmentation nette de l'emploi, alors qu'au Royaume-Uni, la remontée de l'emploi a été plus rapide. Dans les autres pays de l'Union européenne, le fait que la reprise se soit produite si peu de temps après l'amorce de la phase descendante du cycle n'aurait dû impliquer qu'une augmentation minime du chômage, mais en fait, les compressions d'effectifs se sont poursuivies au début de la reprise. D'après les estimations de la Commission européenne, si le PIB s'accroît de 3 à 3,5 % à moyen terme et si la productivité du travail augmente de 2 % comme dans la période 1974-1994, l'emploi dans l'Union européenne progressera de 1 à 1,5 % par an, soit à peine plus que le taux d'accroissement de la population active 2/. Dans cette

estimation, le taux de croissance est supérieur au taux enregistré pendant la reprise, mais le gain de productivité est inférieur, en particulier pour le secteur manufacturier, ce qui donne à penser qu'il faudra une croissance beaucoup plus forte pour résorber le chômage.

L'accélération de la croissance du PIB et l'augmentation du chômage en Europe se sont poursuivies simultanément en 1995, malgré la crainte de plus en plus vive que l'insuffisance de la capacité de production et l'accroissement de la demande mondiale de matières premières industrielles et de produits primaires ne provoquent le retour des conditions inflationnistes qui prévalaient dans les années 70.

B. Politique monétaire

1. Resserrement de la politique monétaire pour prévenir l'inflation

Compte tenu de la difficulté d'utiliser la politique budgétaire et du décalage de l'évolution cyclique aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, d'une part, et en Europe occidentale continentale, d'autre part, les pays ont eu recours à la politique monétaire pour réaliser des objectifs de politique interne, ce qui a empêché toute coordination au niveau international. Aux Etats-Unis, où la croissance de l'économie avait atteint près de 6 % en rythme annuel au dernier trimestre de 1993, la Réserve fédérale a décidé de prévenir les risques de tensions inflationnistes en relevant d'un quart de point le taux des fonds fédéraux en février 1994. Elle craignait que si l'expansion se poursuivait à ce rythme, l'économie ne se heurte rapidement à des contraintes de capacité et que l'excès de la demande ne déclenche une spirale des salaires et des prix. La faible ampleur de cette première augmentation s'expliquait par la crainte qu'un changement de politique ne provoque des turbulences sur le marché à un moment où tout le monde anticipait des taux stables. La Réserve fédérale a ensuite procédé à plusieurs petits ajustements des taux, échelonnés dans le temps de manière à laisser aux détenteurs de capitaux empruntés le temps de s'adapter à ces nouvelles conditions.

Il semble rétrospectivement que l'ampleur de l'ajustement a eu moins d'importance que l'incertitude née du fait que la Réserve fédérale avait changé de politique sans indiquer d'objectif précis par rapport auquel le marché aurait pu juger du succès du resserrement monétaire. En l'absence de signes d'inflation évidents et comme les salaires augmentaient moins que les prix, le marché n'avait aucune possibilité d'apprécier les résultats de cette politique ou de prévoir l'orientation qui serait choisie par la suite. Un an plus tard, après sept augmentations successives des taux d'intérêt, le taux des fonds fédéraux atteignait 6 % (contre 3 %) et le taux d'escompte, relevé quatre fois, était passé de 3 % à 5,25 %.

Bien que la Réserve fédérale ait indiqué qu'elle s'attendait à ce que le marché obligataire interprète ce changement d'orientation comme une tentative pour limiter le risque d'inflation et, partant, pour réduire la prime de risque liée à l'inflation en faisant baisser les taux à long terme, il semble clair maintenant que les marchés n'étaient pas en proie aux mêmes anticipations inflationnistes. D'ailleurs, leur réaction au relèvement des taux de février 1994 a fait plonger les cours des obligations. Le coût accru de la détention de titres achetés à découvert, en raison de la hausse des taux

courts, et la prise de conscience soudaine que le marché n'avait peut-être pas remarqué les signes d'inflation décelés par la Réserve fédérale ont fait converger les anticipations sur l'hypothèse que les taux d'intérêt continueraient de monter et les cours des obligations de baisser dans le proche avenir.

Cela s'est soldé non seulement par des pertes substantielles pour les particuliers et les établissements financiers, mais aussi par une augmentation, estimée à plus de 0,3 % du PIB 3/ du déficit public pour l'année en cours, du fait de l'alourdissement des charges d'intérêt - au moment même où le gouvernement semblait avoir enfin réussi à enrayer la progression apparemment inexorable du ratio du déficit budgétaire au PIB, amorcée sous le gouvernement Reagan. Paradoxalement, lorsque le nouveau gouvernement est entré en fonctions en 1992, la Réserve fédérale avait fait de la réduction du déficit une des conditions de l'assouplissement de la politique monétaire pour soutenir la reprise.

L'effet négatif sur le déficit a été encore accentué par la décision du gouvernement de concentrer ses emprunts sur le compartiment du court terme, afin de réduire les charges d'intérêt. Ainsi, au lieu d'emprunter à long terme à moins de 6 % en 1993, il a emprunté à court terme à 4 %, mais en un an, les taux à moyen terme sont passés à plus de 7 %. Comme les marchés financiers considèrent généralement que toute augmentation du déficit public est inflationniste, la hausse des taux d'intérêt n'a fait que renforcer la crainte d'une inflation imminente suscitée par la Réserve fédérale et le sentiment qu'une prime de risque pour inflation devait être ajoutée aux taux d'intérêt.

Les conditions du marché ne se sont stabilisées qu'au printemps 1995, lorsque sont apparus des signes évidents d'un ralentissement de l'activité, qui, en l'absence du moindre signe de reprise de l'inflation, ont renforcé la conviction que la hausse des taux d'intérêt était terminée. La baisse du taux de croissance annuel, revenu à 2,7 % au premier trimestre de 1995 (contre 5,1 % au cours du trimestre précédent) donnait à penser que l'on était revenu à ce que la Réserve fédérale considérait comme le potentiel de croissance durable de l'économie. Dès février, le Président du Conseil des Gouverneurs avait déclaré au Congrès que la période de hausse des taux touchait à sa fin. Dès que le marché a senti que les taux avaient des chances de rester stables, le marché obligataire s'est ressaisi, les taux des obligations ont chuté et les cours des actions se sont envolés vers des niveaux records. Le fait que cela se soit produit au moment où l'inflation s'apprêtait à dépasser le seuil de 3 % donne à penser que la hausse des taux longs en 1994 était due à l'incertitude crée par le changement d'orientation de la Réserve fédérale, et non à la crainte d'une reprise de l'inflation ou à l'effet négatif sur l'économie de l'augmentation du déficit budgétaire. Lorsqu'il est apparu que la croissance de l'emploi avait cessé et que le ralentissement de l'activité se poursuivrait au deuxième trimestre, la crainte d'une nouvelle récession s'est répandue. A la fin de mai 1995, les taux des obligations à dix ans étaient inférieurs aux taux des fonds fédéraux; le rendement des obligations à 30 ans avait également diminué. Plusieurs grandes banques avaient abaissé leur taux de base, ce qui laissait supposer que la politique officielle était devenue trop restrictive.

Le Royaume-Uni a finalement suivi l'exemple des Etats-Unis en relevant le taux d'escompte entre septembre et février 1995, bien que l'inflation ait encore reculé tout au long de 1994 et au premier trimestre de 1995. Au lieu de réagir à la situation monétaire intérieure, les taux à long terme au Royaume-Uni ont semblé suivre le mouvement de hausse aux Etats-Unis. Il est donc devenu plus coûteux d'emprunter pour financer les nouveaux investissements nécessaires pour assurer une reprise durable. Avec des taux longs supérieurs à 8 % pendant la majeure partie de 1994 et un taux d'inflation inférieur à 2 %, le coût réel des emprunts pour les entreprises dépassait largement 6 %.

A la différence de ce qui s'est passé aux Etats-Unis, où le durcissement de la politique monétaire n'était fondé que sur de vagues indications d'une recrudescence des tensions inflationnistes au Royaume-Uni, le Gouverneur de la Banque d'Angleterre a déclaré, qu'à l'automne 1994, on avait constaté une tension sur les prix, liée aux prix des produits de base et aux contraintes de capacité dans le secteur des matières de base. Pourtant, les prix des produits de base ont baissé depuis le début de l'année et la Banque mondiale a prévu récemment que les cours des minéraux et des métaux resteront inférieurs à ceux de 1990, alors que les prix réels des produits agricoles et des produits de base autres que le pétrole devraient revenir à leur niveau de 1990 d'ici à 1998 et y rester jusqu'en 2004 4/. Plus récemment, la Banque d'Angleterre s'est de nouveau prononcée fermement en faveur d'un nouveau relèvement des taux d'intérêt pour prévenir l'inflation que pourrait provoquer, d'après elle, la dépréciation de la livre sterling. Pourtant, le taux d'inflation annuel, abstraction faite des effets des mesures budgétaires, était inférieur à 3 % au premier trimestre.

2. Propagation à l'échelle internationale des effets de la politique monétaire

On pensait généralement qu'en 1994 le relèvement des taux d'intérêt opéré aux Etats-Unis et au Royaume-Uni pour freiner la vigoureuse croissance de l'économie cesserait d'influer sur l'évolution des taux dans le reste du monde, afin de permettre leur baisse là où la reprise n'était pas encore assurée. Mais cette attente a été déçue. Du fait de l'intégration du marché international des capitaux, l'effondrement du marché obligataire aux Etats-Unis n'a pas tardé à se propager et, lorsque l'on a constaté, à l'automne, que les économies européennes commençaient à sortir de la récession, les taux d'intérêt mondiaux ont suivi la hausse des taux aux Etats-Unis. Comme l'inflation était relativement faible, les taux d'intérêt réels sont rapidement remontés à leurs niveaux records d'avant la récession dans la plupart des pays, avant même que la reprise se soit consolidée.

En Allemagne, la réduction des taux d'intérêt officiels amorcée en septembre 1992 s'est poursuivie en 1994 et 1995; le taux d'escompte et le taux Lombard ont été abaissés l'un et l'autre. La Bundesbank a été confrontée à des conditions particulièrement difficiles pendant la récession, car l'inflation est restée supérieure à l'objectif de 2 %, et au début de 1994, M3 a dépassé de 10 % le plafond retenu comme objectif. Pour ces différentes raisons, on s'attendait à une hausse des taux, malgré la faiblesse de l'activité intérieure. Néanmoins, les taux officiels ont été progressivement réduits et le taux d'inflation est revenu dans la fourchette de 2 à 2,5 %. Mais les effets de l'action de la Réserve fédérale n'ont pas tardé à se propager au

marché des capitaux allemand. Malgré la baisse continue des taux à court terme, les taux longs, qui étaient tombés à 5,5 % en janvier 1994, sont remontés en février, et en octobre, ils avaient augmenté de deux points, donnant une courbe de rendement très inclinée. Lorsque le climat s'est amélioré aux Etats-Unis, les taux allemands ont recommencé à baisser; au deuxième trimestre de 1995, ils avaient diminué d'un point. La croissance de la masse monétaire s'est elle aussi nettement ralentie au début de 1995, de sorte que M3 est tombé en deçà de la fourchette visée, ce qui a permis à la Bundesbank d'abaisser à nouveau les taux au mois de mars.

La France, qui a continué de maintenir le franc à l'intérieur de l'ancienne marge de fluctuation "étroite" par rapport au deutsche mark, a défini sa politique de taux d'intérêt en fonction des décisions de la Bundesbank, comme l'ont fait les banques centrales des Pays-Bas, de l'Autriche et de la Belgique, dont la monnaie est aussi rattachée au deutsche mark. En conséquence, leurs taux courts suivent à peu près des taux allemands, avec, en plus, une petite marge de risque (qui est parfois négative pour le florin), alors que les taux longs sont influencés, à travers les taux allemands, par l'évolution des taux aux Etats-Unis. Leur hausse s'est ainsi propagée, par l'intermédiaire du mécanisme de change, aux pays d'Europe occidentale continentale, alors que leur croissance s'était ralentie en 1994. C'est l'une des principales raisons pour laquelle ces derniers n'ont pas connu une aussi vigoureuse reprise que les Etats-Unis et le Royaume-Uni. Sauf en France, le taux d'inflation a été un peu plus élevé que dans ces deux pays, et la reprise risque maintenant de tourner court, avant que des progrès sensibles aient été faits sur le front du chômage. Comme tous ces pays ont une lourde dette publique, leurs charges d'intérêt ont également augmenté, ce qui a réduit la marge de manoeuvre budgétaire, du fait du ralentissement de la croissance.

L'Italie et l'Espagne sont les seuls pays à avoir échappé à l'influence dominante de la politique de taux d'intérêt allemande, puisqu'ils avaient décroché leur monnaie du deutsche mark. L'Italie est sortie du mécanisme de change, tandis que l'Espagne a utilisé la marge de fluctuation élargie de 15 % tout en procédant périodiquement à l'ajustement de son cours pivot par rapport à l'écu. La lire a continué de se déprécier après la crise du SME en 1992, en particulier par rapport au dollar et au deutsche mark. Après avoir baissé en 1994, les taux officiels ont été relevés en 1995, alors que l'inflation s'accélérait. Les taux courts ont atteint 9 % en mai 1995, progressant de 200 points de base en neuf mois, ce qui a augmenté de plus d'un demi-point le déficit public annuel 5/. L'instabilité politique étant due en partie à la difficulté de réduire le déficit public global (y compris les intérêts sur la dette publique qui sont supérieurs au déficit, alors que, sans les paiements d'intérêts, il y aurait un excédent équivalant à environ 3 % du PIB), tout nouveau resserrement de la politique monétaire risque d'annuler les améliorations budgétaires et de compromettre la reprise. L'ajustement des taux de change a également contribué à la reprise en Espagne, mais contrairement à ce qui s'est passé en Italie, le redressement de la balance commerciale a été éphémère, car en 1994, les importations ont augmenté et les exportations ont diminué, en grande partie à cause de l'accroissement de l'investissement intérieur. Face à l'accélération de l'inflation, la Banque centrale a relevé son taux d'intervention à trois reprises en 1995, l'augmentant ainsi de près de deux points.

Dans tous les pays où l'ajustement du taux de change a stimulé la demande globale, on s'attend maintenant à des tensions inflationnistes insoutenables.

L'expérience du Japon illustre les difficultés auxquelles se heurte la politique monétaire lorsque l'inflation a été maîtrisée et que les prix baissent. Malgré la détérioration continue des soldes intérieurs et extérieurs du pays, la Banque du Japon a maintenu les taux d'intérêt officiels au même niveau tout au long de 1994, à 1,75 %. Elle se trouvait dans une position difficile, car les taux du marché étaient déjà inférieurs à ceux que la plupart des compagnies d'assurance s'étaient engagées à payer sur les pensions et les contrats de placement. Ces dernières déclarent maintenant des pertes ou des bénéfices en forte baisse. En outre, les banques détiennent encore environ 500 milliards de dollars de créances irrécouvrables. Etant donné le très faible niveau des taux d'intérêt, les taux des dépôts et des emprunts sont au plus bas. Toute nouvelle baisse des taux a simplement pour effet de peser sur les taux prêteurs et de réduire les bénéfices des banques, ce qui est exactement le contraire de ce dont les banques ont besoin pour couvrir leurs créances douteuses. La baisse des taux a donc paradoxalement pour effet d'enlever aux banques la volonté et les moyens de prêter.

Alors qu'en général des taux d'intérêt peu élevés sont censés influencer favorablement les cours des actions, de nombreux établissements financiers ont dû vendre leurs portefeuilles pour réaliser des plus-values en capital, en raison de la contraction de leurs bénéfices. Ces ventes, auxquelles se sont ajoutées celles des entreprises, ont contribué à la faiblesse persistante du marché boursier et à la baisse des cours, qui sont tombés sous la barre des 15 000 points de l'indice Nikkei. Cela a fragilisé encore plus le secteur financier, car dans ces conditions les banques ne peuvent plus compter sur les plus-values boursières pour subvenir à leurs besoins de fonds propres ajustés en fonction du risque. Paradoxalement, si les compagnies d'assurance décident de couvrir leurs pertes en rapatriant les investissements qu'elles ont réalisés à l'étranger, en particulier aux Etats-Unis, cela entraînera une nouvelle appréciation du yen et une plus grande instabilité des taux d'intérêt et du dollar.

Face à la forte appréciation du yen depuis le début de 1995, la Banque du Japon a décidé d'intervenir sur les marchés des changes pour soutenir le dollar, plutôt que d'agir sur les taux d'intérêt. Cette politique ayant échoué, en raison du manque de coopération des Etats-Unis et de l'Allemagne, la Banque a finalement décidé, en avril 1995, de ramener à 1 % son taux d'intervention. Depuis lors, la croissance de la masse monétaire a quelque peu repris, mais cela n'a eu pratiquement aucun effet sur la demande intérieure. En raison de la baisse continue des prix de détail, la Banque du Japon a pratiquement épuisé sa marge d'action sur les taux d'intérêt, tandis que la faiblesse des taux nominaux est de plus en plus le signe d'une politique monétaire restrictive, la baisse des prix entraînant la hausse des taux réels.

Comme les budgets d'urgence de l'Etat sont généralement financés au moyen du "second budget", par l'émission d'obligations (voir partie 3, chapitre IV), on a craint que l'offre excessive d'obligations n'entraîne la chute des cours et la hausse des taux d'intérêt à long terme. Les crédits d'urgence alloués en 1994 et au premier semestre de 1995, y compris les dépenses destinées à la reconstruction après le tremblement de terre, représentent environ 10 % du PIB. En conséquence, le Ministère des finances a concentré ses émissions

obligataires dans le compartiment du court et du moyen terme afin d'éviter toute incidence négative sur les taux longs et sur le marché boursier. Mais cette politique a tendance à annuler l'effet des mesures d'assouplissement monétaire prises par la Banque centrale et à renforcer la restriction monétaire.

L'évolution disparate des taux d'intérêt d'un pays à l'autre tient en partie à ce que la reprise n'a pas eu lieu partout au même moment, la politique monétaire étant orientée vers la réalisation d'objectifs de politique interne; cela a rendu plus incertains les mouvements des taux de change. En raison de la baisse du dollar, la politique monétaire s'est heurtée à des difficultés particulières, en particulier au Japon, mais aussi dans les NEI d'Asie, dont les monnaies sont généralement rattachées au dollar, bien que la majeure partie de leurs investissements et de leurs emprunts à l'étranger soient libellés en yen. Ces pays sont donc confrontés à des conditions analogues à celles qu'ont connus les pays d'Amérique latine au moment de l'appréciation du dollar au début des années 80. Ils se sont joints au Japon pour tenter d'enrayer la baisse du dollar en intervenant sur le marché des changes. Comme les dollars ainsi achetés sont placés pour l'essentiel en titres du Trésor des Etats-Unis, la force du marché obligataire aux Etats-Unis coïncidant avec la faiblesse du dollar peut s'expliquer en partie par la plus grande instabilité monétaire qui a régné au début de 1995. Cela montre aussi combien il est difficile de concilier une politique de désendettement à moyen terme avec les exigences d'une politique conjoncturelle à court terme.

3. Taux d'intérêt, flux de capitaux et évolution du dollar

Le durcissement de la politique monétaire aux Etats-Unis et au Royaume-Uni a été motivé par le souci d'assurer l'"atterrissage en douceur" de l'économie en ramenant progressivement les taux de croissance à des niveaux compatibles avec ce qui était considéré comme le taux d'expansion potentiel à long terme. Toutefois, en l'absence de tensions inflationnistes apparentes, cela a eu initialement pour effet de concentrer les anticipations du marché sur le spectre de l'inflation à venir et les marchés financiers ont réagi en inversant brusquement la baisse des taux d'intérêt à long terme lorsque les cours des obligations se sont effondrés.

Les fonds qui étaient investis sur le marché obligataire des Etats-Unis se sont alors reportés massivement sur les marchés européens où la faiblesse de la demande intérieure laissait présager une baisse continue des taux. Ces transferts de fonds, et la rupture des discussions commerciales entre le Japon et les Etats-Unis, qui a pratiquement coïncidé avec la décision de relever les taux en février 1994, ont modifié l'opinion des marchés au sujet du dollar; celui-ci a alors connu un accès de faiblesse, qui s'est intensifié durant l'été 1994 et qui s'est reproduit au moment de la crise mexicaine, à la fin de l'année. La faiblesse du dollar a été encore accentuée par l'apparition de signes de reprise en Europe occidentale continentale et par la prise de conscience du fait que la baisse attendue des taux d'intérêt n'aurait pas lieu ou tournerait court. Cela a déprimé les marchés obligataires internationaux et le dollar s'est encore affaibli.

Face à la réduction des taux d'intérêt aux Etats-Unis, puis en Europe, pour enrayer le ralentissement de l'activité économique observé en 1991 et 1992, les fonds disponibles pour l'investissement se sont réorientés vers les marchés financiers des pays en développement, qui connaissaient une croissance soutenue et où les taux d'intérêt étaient élevés et les cours des actions en hausse. Cela a provoqué une flambée des cours sur la plupart des marchés émergents d'actions et d'obligations. La réorientation de la politique monétaire des Etats-Unis et la reprise survenue plus tôt que prévu en Europe ont largement contribué, par la suite, à l'inversion de ces flux. Les marchés asiatiques avaient commencé à faiblir dès le début de 1994. Ils ont été suivis par les marchés latino-américains lorsque le Gouvernement mexicain s'est trouvé dans l'impossibilité de rembourser les investisseurs étrangers, faute de réserves de changes suffisantes. Cette crise a provoqué la fuite précipitée des capitaux hors des marchés d'Amérique latine et un nouvel affaiblissement du dollar au moment où, sous l'impulsion des Etats-Unis, des efforts ont été faits pour fournir un financement d'urgence au Mexique.

La tentative de la Réserve fédérale pour assurer un atterrissage en douceur en relevant les taux d'intérêt à titre préventif a donc eu pour effet d'accroître l'instabilité sur les marchés des obligations à long terme, instabilité qui s'est propagée aux marchés des changes, empêchant le redressement du dollar. La réorientation de la politique monétaire en 1994 a infligé aux investisseurs opérant sur les marchés mondiaux des valeurs à revenus fixes des pertes en capital estimées à 1 500 milliards de dollars, soit près du double des pertes subies par les investisseurs privés lors du krach boursier mondial de 1987. Malgré le relèvement des taux d'intérêt aux Etats-Unis et leur réduction en Europe et au Japon, le degré de surajustement des taux de change qui en a résulté est comparable à celui qui avait été enregistré au milieu des années 80.

Les conditions sur les marchés des changes ont rendu encore plus difficile la reprise au Japon. Le taux du yen par rapport au dollar a progressé de plus de 20 % en moins d'un an. Le deutsche mark a également atteint des niveaux records par rapport au dollar. Normalement, cela aurait dû avoir peu d'effet sur l'économie allemande, puisque seulement 10 % environ des exportations du pays sont destinées aux Etats-Unis, mais après la sortie du SME du Royaume-Uni et de l'Italie, et les dévaluations successives en Espagne et au Portugal, le deutsche mark s'est aussi apprécié en valeur réelle par rapport aux monnaies des partenaires commerciaux européens de l'Allemagne, qui absorbent environ 25 % de ses exportations, et par rapport aux monnaies des pays en développement d'Asie qui sont rattachées au dollar. L'effet sur la rentabilité des exportations a été tel qu'au printemps 1995, la Bundesbank a décidé, contrairement aux anticipations du marché, d'abaisser les taux d'intérêt, malgré la poursuite de la reprise économique et bien que les taux d'utilisation de la capacité soient revenus à leurs niveaux d'avant la récession.

C. Convergence et chômage

Vers le milieu de 1995, à peu près 18 mois après que les autorités se furent alarmées du possible effet inflationniste d'une croissance trop rapide, il n'y avait toujours aucune menace d'inflation. En revanche, les signes d'un net ralentissement de l'activité commençaient à apparaître clairement dans les pays industrialisés. La croissance du revenu aux Etats-Unis au début de 1995

avait été due en grande partie à l'accumulation de stocks, ce qui indiquait que la croissance de la demande avait fléchi. Les pertes d'emplois en avril et en mai et la baisse de l'indice précurseur de l'activité économique ont confirmé cette impression.

Dans les pays d'Europe continentale, la reprise est loin d'être robuste et généralisée et elle risque de s'essoufler si les banques centrales continuent d'appliquer une politique monétaire restrictive pour parer à l'éventualité d'une inflation dont on ne voit aucun signe ni sur le marché du travail, ni sur celui des produits. Etant donné l'évolution des taux de change et la faiblesse de la demande intérieure, les performances économiques de l'Allemagne ne seront probablement pas meilleures qu'en 1994, tandis qu'au Royaume-Uni la croissance de 2,4 % en rythme annuel de la production non pétrolière au premier trimestre indique que l'activité économique est en train de se ralentir sous l'effet du resserrement brutal de la politique monétaire et l'orientation beaucoup plus restrictive de la politique budgétaire.

Le tassement de la croissance et l'absence persistante de tensions inflationnistes évidentes ont conforté les marchés financiers dans leur attente d'un atterrissage en douceur et ont apaisé les craintes d'un nouveau durcissement de la politique monétaire. En conséquence, les marchés obligataires se sont redressés vers le milieu de 1995, les taux étant de nouveau orientés à la baisse. La poursuite de la baisse des taux longs aura certes un effet positif, mais en raison du fléchissement des dépenses de consommation, du rythme d'accroissement de l'emploi et de la compression continue des dépenses publiques, les perspectives de croissance de la demande intérieure dépendent entièrement de l'investissement privé. Il ne faut guère compter sur les exportations pour stimuler l'activité, car dans les deux régions qui ont le plus contribué à la reprise de la croissance du commerce mondial en 1994, à savoir les Etats-Unis et l'Amérique latine, la croissance du PIB se ralentit. En outre, les fluctuations des taux de change restent un facteur défavorable pour des pays comme l'Allemagne et le Japon.

Une convergence est fort possible en termes de croissance et de stabilité des prix, mais cette croissance ne dépassera pas le seuil de 2 à 3 % que les banques centrales considèrent comme le taux de croissance potentiel (voir partie trois, chapitre III et encadré 6). Or, un tel taux de croissance ne permet guère d'espérer une nouvelle progression de l'emploi aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, ni l'arrêt de la montée du chômage en Europe occidentale continentale, ou de sa progression continue vers un niveau historiquement élevé au Japon.

Notes du Chapitre I

1/ Voir le *Rapport sur le commerce et le développement 1994*, deuxième partie, chap. II, sect. A.

2/ *European Economy, Supplément A*, No 1, janvier 1995, p. 3.

3/ Ce calcul s'appuie sur les estimations de l'OCDE concernant l'incidence d'une hausse d'un point des taux d'intérêt à court et à long terme sur les déficits publics en 1995. Voir *Perspectives économiques de l'OCDE*, décembre 1994, tableau 10.

4/ *Global Economic Prospects and the Developing Countries, 1995* (Washington D.C., Banque mondiale, avril 1995), p. 18 et 19.

5/ D'après des estimations de l'OCDE, op. cit.

Chapitre II

LA MAIN INVISIBLE, LA STABILITE ET LA CROISSANCE EN AMERIQUE LATINE

A. Introduction

En Amérique latine, la crise d'endettement a, entre autres effets, radicalement transformé la pensée économique et préparé ainsi le terrain pour un changement de cap complet. Alors que les secousses extérieures et la crise des années 30 avaient conduit à renoncer à la politique de non-intervention au profit d'une stratégie de remplacement des importations tout en conférant un pouvoir fortement accru à l'Etat, celles des années 80 ont provoqué un mouvement exactement inverse vers une stratégie de développement centrée sur l'extérieur et fondée sur la déréglementation, la libéralisation et la privatisation.

Il s'agissait de réaliser l'efficience micro-économique et la stabilité macro-économique qui devaient permettre d'accélérer la croissance et l'industrialisation. Le premier objectif imposait d'éliminer les distorsions qui caractérisaient les taux de change et les taux d'intérêt ainsi que les prix relatifs des biens et des services entrant ou non dans les échanges en déréglementant les marchés, en libéralisant le commerce et les moyens de financement, en supprimant les contrôles directs sur les prix et l'allocation des ressources et en privatisant les entreprises publiques. Par ailleurs, les déficits budgétaires et l'expansion monétaire étant considérés comme les causes profondes de l'instabilité macro-économique, l'équilibre budgétaire devenait une priorité absolue dont la clé était principalement la compression des dépenses publiques et la vente des entreprises d'Etat. Une plus grande autonomie des banques centrales était également jugée indispensable au nom de la discipline monétaire et budgétaire et la plupart des pays ont décidé que leur politique monétaire tendrait avant tout à ramener le taux d'inflation à un seul chiffre.

On escomptait que ces changements d'orientation donneraient une impulsion non négligeable à l'investissement du secteur privé dans la mesure où la libéralisation des opérations financières augmentait l'épargne de ce secteur et où la réduction ou la suppression des déficits publics dégageait des ressources qu'il pouvait utiliser. La discrimination à l'égard des exportations ayant cessé et l'exploitation des avantages comparatifs étant autorisée, le capital investi devait en principe profiter désormais aux activités exportatrices. Les placements privés d'origine locale dans les branches productrices de biens échangeables allaient être le nouveau moteur de la croissance.

Les réformes ont en général été brutales, surtout en Argentine, au Mexique et au Pérou. Cette brutalité a été jugée indispensable en raison de la multiplicité des déséquilibres et des distorsions et parce qu'un réaménagement partiel et progressif n'aurait pas été assez convaincant. Toutefois, certains pays, comme le Chili, avaient procédé au cours des années 70 à des refontes favorisant les mécanismes du marché, tandis que d'autres, comme le Brésil, n'avaient pu obtenir le consensus politique et social requis pour rompre ainsi avec le passé.

Les mesures de libéralisation et de déréglementation appliquées en Amérique latine ont été à deux égards très différentes de celles que les nouvelles économies industrielles de l'Asie de l'Est ont adoptées avec beaucoup de succès dans les années 80. En Asie de l'Est, on ne cherchait pas à lutter contre la stagnation et l'instabilité mais on tirait la leçon d'une politique industrielle qui avait porté ses fruits 1/. Dans cette région, la protection et les autres formes d'appui accordées aux entreprises locales ont été supprimées parce qu'elles n'étaient plus nécessaires. Par contre, en Amérique latine, la libéralisation est due à l'échec d'une stratégie de remplacement des importations à forte composante étatique qui devait entraîner une croissance et une industrialisation rapides. De plus, en Asie de l'Est, la libéralisation a été sélective, progressive et maîtrisée : les résultats étaient régulièrement comparés aux objectifs et de nouveaux mécanismes et/ou de nouvelles formes d'appui et de contrôle étaient substitués au fur et à mesure à ceux et/ou celles qui étaient devenus obsolètes.

Les pays d'Amérique latine étaient conscients de ce qu'une libéralisation brutale entreprise faute d'avoir pu mettre en place une base industrielle solide en recourant à l'intervention et à la protection de l'Etat créerait de sérieux problèmes d'ajustement mais ils comptaient que ces problèmes seraient temporaires et disparaîtraient lorsque l'économie saurait fonctionner selon les nouvelles règles du jeu. On s'attendait donc que la stabilité macro-économique persisterait, à condition que les pouvoirs publics acceptent la discipline fiscale et monétaire, et que la croissance reprendrait peu à peu pour s'établir à un niveau plus élevé.

En vérité, il y a seulement un an environ, l'optimisme était partout de mise concernant les réalisations et les perspectives économiques. Au bout de presque une décennie de stagnation et d'instabilité macro-économique, la région semblait avoir accédé à une stabilité des prix durable et à une croissance soutenable. Dans la plupart des pays, l'expansion qui avait repris au début de la décennie continuait, les déficits budgétaires et l'inflation étaient maîtrisés. Le fait que le plan de stabilisation brésilien du milieu de 1994 paraissait avoir réussi à réduire l'inflation et à relancer l'activité et la croissance comme la très forte progression constatée au Pérou ajoutaient encore à l'euphorie.

La crise mexicaine de décembre 1994 et ses séquelles ont pourtant remis en question l'idée-force des politiques suivies en Amérique latine. Le Mexique n'est pas seulement une puissance économique importante, sa politique économique avait jusque-là valeur d'exemple. Il a assurément été un pionnier de la stabilisation et de la réforme structurelle dans la région. Il servait de référence en matière de discipline fiscale, de privatisation et de déréglementation et on espérait en outre que son expérience mènerait, par le biais de l'ALENA, à une intégration commerciale régionale avec l'Amérique du Nord. En outre, le Mexique a toujours été un élément déterminant des anticipations des investisseurs étrangers pour l'ensemble de l'Amérique latine. De fait, comme la crise d'endettement de 1982, mais dans une moindre mesure, la crise récente a entraîné une réévaluation sérieuse des risques courus par les investisseurs dans la région.

Le présent chapitre traite des effets que peut avoir sur la stabilité et la croissance l'adaptation au brusque renversement des flux de capitaux, actuellement en cours, et de la manière dont les divers déséquilibres apparus au cours des années 90 affectent ce processus d'adaptation. Les perspectives d'expansion pour les années à venir sont ensuite passées en revue sur la base de cette analyse.

B. De la relance à la crise

Le secrétariat de la CNUCED est au nombre des prévisionnistes minoritaires qui n'ont cessé d'exprimer des doutes sur la situation financière extérieure du Mexique. Dans chacun des rapports sur le commerce et le développement publiés depuis 1991, il a souligné que les apports de capitaux à l'Amérique latine gonflaient par un effet d'entraînement et a annoncé que la "bulle" finirait par éclater. Il se fondait en cela sur une analyse de la nature et des effets de ces apports qui s'écartait sensiblement de la théorie classique. Sa vision différente du financement international s'est trouvée en gros confirmée (voir encadré 4).

Depuis que la crise a débuté, ses causes ont été abondamment étudiées. Beaucoup s'accordent maintenant à penser (malgré l'absence de consensus) qu'elle a été provoquée par un recours excessif aux apports de *liquidités* privées pour financer d'*importants déficits des paiements courants*. Cette explication laisse cependant en suspens un certain nombre de questions : le problème a-t-il tenu à la *taille* du déficit ou au *type* de flux de capitaux utilisé pour financer ce dernier ? La viabilité de la position extérieure a-t-elle été compromise par un dérapage des orientations ou par les réformes des politiques entreprises à des fins de stabilisation et d'ajustement structurel ? Il est indispensable de bien répondre si l'on veut tirer un enseignement utile de cette expérience.

On notera que le Mexique n'était pas le seul pays en développement à accuser un important déficit des paiements courants et qu'il n'était pas non plus le seul à bénéficier d'apports substantiels de liquidités. La Malaisie et la Thaïlande par exemple ont dû faire face à un gros déficit de la balance courante sans le secours de liquidités. Au Chili et au Brésil, par contre, où les entrées de liquidités ont été relativement substantielles, il n'a pas été constaté de déficit sensible en compte courant (voir première partie, chapitre II).

Encadré 4

ANALYSE DES APPORTS DE CAPITAUX A L'AMERIQUE LATINE PUBLIEE DANS DIVERS RAPPORTS SUR LE COMMERCE ET LE DEVELOPPEMENT

Le *Rapport sur le commerce et le développement* a suivi de près l'envolée des flux de capitaux à destination de l'Amérique latine dès qu'elle a commencé en 1990. On trouve dans le *Rapport 1991* les observations suivantes sur la situation financière du Mexique :

> **De nombreux observateurs estiment maintenant que ... l'allégement résultant de la restructuration de la dette bancaire mexicaine ... a ... aidé à renforcer la confiance dans l'économie du pays, ce qui, associé à la perspective d'un accord de libre-échange nord-américain avec le Canada et les Etats-Unis, a favorisé un relâchement des pressions pesant sur les paiements extérieurs du Mexique. Cette confiance illustre les anticipations des milieux économiques qui, comme on l'a souligné ailleurs dans le présent rapport, peuvent être de courte durée (p. 85).**

Le Rapport signale de plus que le brusque accroissement des apports financiers peut causer autant de problèmes qu'il procure d'avantages. Concernant les flux générateurs de dette ou les emprunts, il constate ce qui suit :

> **Il peut se produire des circonstances qui encouragent les entrées de capitaux à court terme, génératrices d'une hausse du taux de change et par là même encourageant la poursuite de cet afflux de capitaux. C'est ce qui arrive souvent lorsque les taux d'inflation et d'intérêt intérieurs sont beaucoup plus élevés qu'à l'étranger... Comme les entrées à court terme aboutissent à une appréciation réelle de la monnaie, les établissements financiers du pays constatent qu'ils peuvent emprunter à l'étranger à des taux d'intérêt beaucoup plus bas que ceux auxquels ils peuvent prêter chez eux. Si le processus n'est pas arrêté, le taux de change réel pourra continuer de monter jusqu'à ce que la dégradation de la balance commerciale suscite une perte de confiance, déclenchant des sorties de capitaux (p. 104 et 105).**

L'investissement indirect des non-résidents sur les marchés financiers des pays en développement suscite une mise en garde analogue :

> **Il doit en principe atténuer la pénurie de devises et améliorer l'efficacité des marchés financiers de ces pays. Nombre d'entre eux (regroupés dans une catégorie dite des pays à "marché des capitaux naissant") ont ouvert leur marché des capitaux aux non-résidents, et certains ont encouragé la participation de ces derniers à la privatisation d'actifs publics. Cette politique a des avantages mais elle n'est pas sans risques... Etant donné que le rendement des placements de l'investisseur étranger dépend en partie de l'évolution du taux de change, les anticipations quant à une dépréciation de la monnaie peuvent déclencher à la fois une forte baisse des cours des actions et des sorties de capitaux si le pays souffre d'un choc grave (par exemple sous la forme d'une détérioration de la balance commerciale) qui fait qu'une dévaluation paraît inévitable; le reflux des capitaux peut multiplier les problèmes d'ajustement. De même, l'humeur des marchés des actions peut exercer une forte influence sur le taux de change : c'est ainsi, par exemple, que des anticipations haussières peuvent provoquer des entrées de capitaux, débouchant sur une surévaluation de la monnaie (p. 107 et 108).**

Le Rapport insiste ensuite sur la nécessité de contrôler les apports de capitaux :

> **Laisser les entreprises nationales (privées ou publiques) solliciter sans contrôle aucun les marchés des capitaux internationaux s'est avéré dommageable dans bien des cas; les entrées de capitaux spéculatifs à court terme se sont révélées extrêmement gênantes même pour les pays industriels. La plupart des pays en développement ont besoin de contrôler de très près les entrées de capitaux étrangers et le rythme d'accumulation de la dette extérieure (p. 114).**

Le *Rapport 1992* fait également ressortir que le caractère spéculatif d'une bonne partie des apports de capitaux peut faire craindre un brusque renversement (p. 23). Selon les estimations contenues dans une annexe intitulée "Les apports récents de capitaux à l'Amérique latine : une tendance durable", plus de la moitié des apports de capitaux à l'Amérique latine sont à court terme :

Encadré 4 (suite)

Généralement ceux-ci se produisent quand il y a, entre les taux d'intérêt nominaux, des écarts qui ne semblent pas devoir être annulés par une baisse du taux de change nominal... Il peut également y avoir un afflux d'argent lorsqu'on s'attend que l'appréciation des valeurs boursières contrebalancera largement la dépréciation de la monnaie du pays. Dans les deux cas, les prévisions peuvent se réaliser du simple fait que les apports de fonds, s'ils sont suffisamment importants, contribueront à maintenir la valeur de la monnaie et à stimuler le marché boursier... En général, ces flux de capitaux procèdent au départ d'un changement d'attitude à l'égard du pays bénéficiaire dont la "cote" remonte... Dès lors, le vent tourne souvent à l'optimisme et c'est bientôt la ruée des prêteurs ou des investisseurs, chacun suivant tout simplement le troupeau. Bien souvent, cette frénésie retombe d'un seul coup et se termine par un brusque reflux de capitaux, généralement quand on prévoit une forte dépréciation de la monnaie, le mouvement étant difficile à contrer même si les taux d'intérêt réels sont beaucoup plus élevés (p. 57 et 58).

Le *Rapport 1993* met l'accent, comme les autres, sur le fait que nombre des apports de capitaux à l'Amérique latine revêtent un caractère spéculatif ou sont des mouvements à court terme mais il met en outre en garde contre le danger qu'un renversement pourrait représenter pour la politique macro-économique :

Les entrées de capitaux ... étant constituées en partie de capitaux instables, le pays court le risque d'un renversement du mouvement qui menacerait sa stabilité économique... En effet, il est à craindre que le taux de change de la monnaie nationale et la situation financière extérieure du pays ne résistent pas à des sorties massives de capitaux. Si une dégradation des comptes extérieurs du pays impose une dépréciation de sa monnaie, il court le risque qu'ils ne se dégradent encore plus lorsque les capitaux partiront parce qu'il n'y aura plus rien à gagner aux opérations d'arbitrage dont les bénéfices dépendent en partie d'un taux de change élevé. Le gouvernement constatera peut-être alors qu'il est en train de perdre la maîtrise de variables économiques clés comme le taux de change et le taux d'intérêt, et sera peut-être confronté aussi à une chute dévastatrice de la cote de crédit du pays à l'étranger (p. 23).

Une telle issue est probable à moins que des mesures ne soient prises pour l'éviter :

... la conjonction actuelle entre le niveau des taux de change, des taux d'intérêt et des valeurs boursières, qui est à l'origine de la forte expansion récente des flux de capitaux, ne saurait durer. Les marges d'arbitrage actuelles tiennent pour une large part à l'appréciation des monnaies, notamment des monnaies argentine et mexicaine, qui, si elle se poursuivait, finirait par déclencher une crise des paiements extérieurs puisque les exportations chuteraient et que les déficits commerciaux s'aggraveraient. Si, en revanche, ce mouvement d'appréciation s'inversait brusquement, les marges d'arbitrage disparaîtraient, ce qui pourrait provoquer une forte contraction des flux de capitaux à court terme. La meilleure stratégie consisterait donc à laisser glisser peu à peu les taux de change nominaux tout en maîtrisant les entrées de capitaux à court terme (p. 17).

En Argentine et au Mexique, la croissance est plus fragile et le choix entre la stabilité des prix et la compétitivité est beaucoup plus délicat. L'appréciation monétaire, combinée à la libéralisation des échanges et à des taux d'intérêt élevés, pénalise les investissements et les exportations, ce qui se traduit par d'importants déficits commerciaux et déficits du compte courant, qui pourraient devenir excessifs à moyen terme. Bien que, jusqu'à présent, les entrées spontanées de capitaux aient été plus que suffisantes pour financer les déficits extérieurs, ces pays doivent procéder à un ajustement extérieur par le biais d'un accroissement des investissements et des exportations : s'ils ne saisissent pas les possibilités d'un ajustement par l'expansion qui s'offrent à eux, ils seront peut-être contraints de procéder à un ajustement par la déflation (p. 21).

Dans les deux pays mentionnés un ajustement par la déflation est actuellement en cours.

Comme cela a déjà été exposé en détail dans les rapports précédents, la situation des paiements extérieurs du Mexique était cependant intenable parce que a) les apports de capitaux qui permettaient de financer les déficits ne pouvaient durer et b) l'amélioration de la capacité d'exportation et de la compétitivité ne semblait pas devoir réduire les déficits des transactions avec l'étranger. Les entrées consistaient pour une large part en flux *réversibles* encouragés par des opérations d'arbitrage profitables du fait des taux d'intérêt élevés et des appréciations monétaires et par les plus-values réalisées grâce aux gonflements spéculatifs des valeurs boursières ainsi qu'en apports *exceptionnels* non durables de fonds provenant par exemple de la diversification du portefeuille et de la privatisation et également attirés par la perspective de gains en capital 2/. Par ailleurs l'épargne extérieure additionnelle a été affectée pour une large part à la consommation et à l'investissement en biens non échangeables et dans une proportion relativement faible à l'investissement en biens échangeables sans lequel les déficits extérieurs ne pouvaient être réduits. Le Mexique n'a donc pas suivi la même évolution que le Brésil et le Chili, dans la mesure où il a accusé de forts déficits qui se sont aggravés, ni que les nouveaux pays industriels asiatiques de la seconde vague car les apports de capitaux dont il a bénéficié ont revêtu plus souvent la forme d'investissements indirects que d'investissements étrangers directs et l'utilisation des ressources additionnelles a privilégié la consommation au détriment de l'investissement productif.

Le Mexique a souffert d'un déséquilibre des paiements extérieurs pour avoir trop scrupuleusement respecté le précepte de la libéralisation des moyens de financement et pour avoir choisi la facilité en appliquant une politique populaire de désinflation par les apports de capitaux dont le point d'ancrage était le taux de change nominal. C'est cette foi aveugle en l'orthodoxie qui explique l'euphorie et l'inaction persistantes de l'Amérique latine et de la communauté financière internationale au début des années 90 alors que les taux de change montaient en termes réels et que les déficits commercial et courant se creusaient rapidement. On pensait que les apports de capitaux continueraient au même rythme parce que les marchés financiers réagissaient rationnellement à l'amélioration des bases de l'économie, que les mesures de stimulation de l'offre auraient finalement des effets sur l'investissement et la productivité, que la capacité d'exportation s'accroîtrait et que les déficits diminueraient 3/. Cette conviction n'a pas été entamée même quand il est apparu clairement que les flux de capitaux, les taux de change et le déficit des transactions avec l'étranger ne pourraient être supportés longtemps.

La première alerte a été enregistrée en février 1994 lorsque le Federal Reserve Board des Etats-Unis a commencé à durcir la politique monétaire, que les cours des obligations à longue échéance ont baissé et que les taux d'intérêt à long terme ont augmenté en même temps que les taux à court terme. Les deux tendances ont eu une incidence démesurée sur les cours des obligations et les taux d'intérêt latino-américains. Simultanément, la marge pour risque s'est accrue dans tous les pays d'Amérique latine; l'écart entre les obligations à long terme et les bons du Trésor des Etats-Unis s'était déjà sensiblement creusé avant le début de la crise. Surtout, la marge de risque a progressé en fonction de la sensibilité aux conditions extérieures : moins pour le Chili et la Colombie, davantage pour le Mexique et l'Argentine. Dans ces deux derniers pays, les cours des actions en dollars ont aussi fortement fléchi, alors que dans les autres, ils ont continué à s'envoler.

Les gouvernements ont choisi de relever les taux d'intérêt et les autorités mexicaines ont décidé de recourir à l'aide publique étrangère; des accords spéciaux de crédit croisé avaient été signés avec les Etats-Unis et le Canada en 1993 et 1994. Tandis que les flux de capitaux se ralentissaient et semblaient même vouloir s'inverser, les déficits commercial et courant ont continué de s'accentuer en Argentine et au Mexique pendant toute l'année 1994. En Argentine, les réserves ont marqué le pas pendant la première partie de l'année et se sont amenuisées par la suite, d'abord faiblement, avant la crise mexicaine, puis à une cadence plus rapide. Au Mexique, elles s'établissaient à 29 milliards de dollars en février 1994; le 20 décembre, lorsque le gouvernement a finalement décidé de dévaluer et de laisser flotter la monnaie, elles étaient tombées à 6 milliards de dollars. Pour l'ensemble de l'année, les pertes de liquidité ont atteint 20 milliards de dollars et la balance courante a accusé un déficit de 30,6 milliards de dollars. Les apports nets de capitaux se sont donc élevés à environ 10 milliards de dollars en 1994, soit un tiers des entrées de 1993.

L'évolution constatée au Mexique oppose un démenti catégorique à l'idée selon laquelle une crise des paiements extérieurs ne peut résulter que de déséquilibres budgétaires. Ce n'est pas en fait la première fois qu'une telle crise éclate en Amérique latine dans des conditions d'équilibre budgétaire. La crise dite du Cône Sud de la fin des années 70 et du début des années 80 a été attribuée à des déficits budgétaires et à l'intervention des pouvoirs publics; pourtant, le Chili dégageait un excédent budgétaire et menait des politiques commerciale et financière libérales. Autrement dit, l'expérience du Cône Sud n'a pas servi de leçon.

Au lieu d'évaluer les coûts et les avantages de l'ouverture financière, on semble de nouveau vouloir tout expliquer par la formule post hoc ergo propter hoc (à la suite de cela donc à cause de cela). Selon certains, les origines de la crise doivent être recherchées dans le manque d'information et de transparence sur la nature et l'ampleur des apports de capitaux, ce qui était pourtant le corollaire logique du non-interventionnisme à l'égard des entrées de fonds étrangers. De même, l'argument selon lequel les marchés financiers étaient mal renseignés sur l'état de l'économie mexicaine et, partant, excessivement optimistes quant à son évolution n'est guère convaincant. Il ne tient pas compte des bulles produites par la spéculation et des risques considérables pris par les investisseurs pour réaliser rapidement des bénéfices exceptionnels et des plus-values. Les exemples de ce genre de phénomène sont pourtant légion dans l'histoire tant ancienne que récente des moyens de financement et on ne saurait oublier à cet égard l'expérience des Etats-Unis et du Japon dans les années 80.

Il a aussi été affirmé que, en 1994, lorsque le peso s'est trouvé en difficulté et que les réserves ont été mises à contribution, le Mexique aurait dû resserrer sa politique monétaire et augmenter ses taux d'intérêt pour convaincre les marchés financiers qu'il restait fidèle à sa stratégie économique à moyen terme. La seule solution sensée aurait été de prendre en temps voulu des mesures pragmatiques qui découragent les afflux excessifs de liquidités et d'adopter une politique de change réaliste au lieu d'opérer des ajustements de caractère macro-économique visant à accompagner et à prolonger le bond en avant. En fait, l'application de taux d'intérêt élevés aurait aidé à contenir la poussée en creusant les déséquilibres, si bien que la crise

aurait été différée pour ressurgir avec plus de force car les paramètres fondamentaux étaient erronés et la situation financière extérieure n'était pas viable 4/.

La crise a également été imputée au manque de transparence de la politique macro-économique, surtout en ce qui concerne l'état des finances publiques et le rythme de l'expansion monétaire. On ne voit cependant pas bien comment une plus grande transparence aurait laissé présager la formation de déséquilibres et le déclenchement de la crise. En réalité, depuis le début des années 90, les capitaux n'ont cessé d'affluer dans des pays souffrant de déséquilibres macro-économiques beaucoup plus considérables que le Mexique. Le Brésil a bénéficié d'un gros apport de ressources en 1993-1994 malgré une très forte inflation, une croissance médiocre, des déficits publics substantiels et une brusque expansion monétaire. Au Mexique, la montée du déficit des transactions du Mexique avec l'étranger n'était pas due une politique macro-économique expansionniste. Il faut plutôt en cherché la cause dans une libéralisation prématurée et hâtive des échanges et du secteur financier et dans l'utilisation du taux de change pour obtenir une désinflation rapide, ce qui, par le biais d'une baisse des droits de douane et d'une appréciation de la monnaie, a entraîné une poussée soudaine des importations bon marché avant que ne soit établie une base d'exportations solide. Ces méthodes étaient populaires aussi parce qu'elles permettaient d'augmenter la consommation privée. Comme le président de l'une des principales associations d'entreprises l'aurait fait observer, la crise a éclaté parce qu'on a ouvert trop rapidement l'économie à la concurrence extérieure, trop compté sur les capitaux à court terme issus de la spéculation et trop surévalué le peso, autant de considérations électorales qui ont empêché de prendre les décisions opportunes 5/.

C. Stabilisation, ajustement et fragilité au niveau macro-économique

L'expérience vécue par l'Amérique latine au cours de la dernière décennie montre que la viabilité de la position extérieure et de la situation budgétaire est la condition première d'une stabilité et d'une croissance économiques soutenables. La plupart des efforts de stabilisation déployés au cours de la crise d'endettement ont été vains parce que les gouvernements ont été incapables de trouver une solution durable aux déséquilibres de la balance des paiements ou/et des finances publiques. Certes les programmes de stabilisation lancés par la Bolivie et le Chili dans les années 80 ont été couronnés de succès et ont continué d'être appliqués mais ce sont des exceptions. Dans la plupart des cas, la phase de stabilité a été brève car l'ajustement budgétaire et l'ajustement du compte des opérations avec l'extérieur étaient trop fortement tributaires d'une compression des dépenses publiques et des importations et ne tablaient pas suffisamment sur une augmentation des recettes fiscales et des exportations. Par ailleurs, le fait qu'on ne soit pas venu à bout de la contrainte extérieure qui pesait sur la croissance a souvent limité les possibilités de rétablissement budgétaire et de stabilisation des prix. Comme cela est indiqué dans le *Rapport sur le commerce et le développement, 1993* la situation a radicalement changé au début des années 90 avec la chute des taux d'intérêt internationaux et les apports massifs de capitaux. Certes, cette évolution a permis de juguler les contraintes extérieure et budgétaire mais elle a aussi provoqué de notables déséquilibres des paiements courants.

1. Apport de capitaux, taux de change et déséquilibres des paiements extérieurs

Après que la contrainte de la balance des paiements eut été éliminée, les effets retour déstabilisants des années 80 ont disparu et ont cédé la place à un heureux enchaînement de stabilité et de croissance. Un sensible accroissement des ressources en devises a permis une expansion rapide de l'absorption intérieure. En fait, le renversement des flux de capitaux a été si brutal et si important que beaucoup de pays ont connu une surabondance de financement extérieur malgré la rapide aggravation des déficits commerciaux; en 1991-1993 les apports nets de capitaux à l'Amérique latine ont atteint 166 milliards de dollars (voir tableau 17) et les déficits des paiements courants se sont établis au total à un niveau un peu inférieur à 100 milliards de dollars. L'ensemble de la région a donc accumulé des réserves internationales et la monnaie de la plupart des pays s'est valorisée. Le phénomène a beaucoup contribué à la stabilité des prix que ce soit en offrant un point d'ancrage aux anticipations ou en empêchant les coûts et les prix de monter. Le recul de l'inflation, joint à la hausse des prix des actifs a accru les ressources des consommateurs et augmenté ainsi la demande et l'activité globales.

La reprise a été particulièrement marquée en Argentine et (à partir de 1992) au Pérou. Au Mexique, le taux de croissance a presque doublé entre 1985-1990 et 1991-1993, mais il n'était encore que de 3 % en 1994 (tableau 17). Mieux encore, l'inflation s'est ralentie partout et surtout en Argentine, au Pérou, au Mexique et (à partir de juillet 1994) au Brésil; au Chili et en Colombie, il en a été de même malgré une indexation continue. Le premier groupe de pays a recouru au taux de change pour opérer la stabilisation et la désinflation. Au Chili et en Colombie, l'inflation était déjà modérée avant l'afflux des capitaux mais l'appréciation de la monnaie qui a été de pair avec cet afflux a contribué à la réduire encore dans les années 90.

La dépendance à l'égard des apports de fonds et de l'appréciation monétaire a été très variable de même que son effet sur les déséquilibres des paiements extérieurs. Comme on l'a vu dans les précédents rapports, seul le Chili a cherché systématiquement à décourager les entrées de capitaux à court terme bien que certains autres pays (comme le Brésil et la Colombie) aient aussi parfois cherché à les ralentir. En 1991-1993, le Mexique a bénéficié de 45 % des apports nets de capitaux à l'Amérique latine, l'Argentine de 18 %, le Brésil de 12 % et le Chili et le Pérou d'environ 5 % chacun; ces cinq pays ont ainsi absorbé 85 % du total (tableau 17). Pendant la même période, les devises ainsi obtenues ont représenté les deux tiers des recettes d'exportation totales au Pérou et au Mexique et plus de 50 % de ces recettes en Argentine; dans les autres pays leur part n'a, en général, pas dépassé 20 %. En 1994, les entrées nettes de capitaux dans l'ensemble de la région ont baissé, dans une large mesure parce que les flux à destination de l'Argentine et du Mexique ont fléchi et que les reflux en provenance du Venezuela ont été importants, mais le Brésil et la Colombie ont enregistré des augmentations de presque 50 % (voir première partie, chapitre II).

Tableau 17

INDICATEURS ECONOMIQUES DE BASE POUR L'AMERIQUE LATINE, 1985-1994

Pays	Croissance réelle du PIB (en pourcentage par an)			Inflation a/ (en pourcentage par an)			Apport net de capitaux (en milliards de dollars)		Balance commerciale (en milliards de dollars)		Exportations (croissance annuelle en pourcentage) b/		Importations (croissance annuelle en pourcentage) b/		Balance courante c/	
	1985-1990	1991-1993	1994	1985-1990	1991-1993	1994	1991-1993 d/	1994	1991-1993 d/	1994	1985-1990	1990-1994	1985-1990	1990-1994	1990	1994
Colombie	4,8	3,4	5,0	25	24	23	1,9	3,1	2,5	-2,2	14,2	6,0	6,8	21,4	6,4	-24,9
Chili	6,2	7,0	4,5	19	15	9	7,7	3,1	0,4	0,6	16,9	8,5	19,2	11,5	-7,2	-4,4
Mexique	1,4	2,3	3,0	70	13	7	75,0	10,5	-63,2	-23,6	4,4	6,2	18,8	16,6	-21,9	-61,2
Argentine	0,3	7,9	7,0	583	33	4	29,4	10,2	-8,1	-6,0	8,0	5,3	1,2	51,1	30,8	-57,7
Brésil	2,0	1,6	4,5	654	1 090	55 e/	19,4	13,1	39,9	11,3	4,1	8,4	9,4	11,6	11,0	-6,4
Pérou	-2,1	-2,3	11,0	824	79	18	7,5	5,9	-1,3	-1,3	1,6	7,1	9,9	17,4	-27,4	-54,3
Total Amérique latine	**1,9**	**3,3**	**3,7**	**.**	**.**	**.**	**165,9**	**47,3**	**-16,3**	**-19,2**	**5,8**	**5,8**	**10,2**	**16,0**	**-2,4**	**-25,6**

Source : Calculs effectués par le secrétariat de la CNUCED à partir des données publiées dans le *Statistical Yearbook for Latin America and the Caribbean*, Edition de 1994, de la CEPALC (publication des Nations Unies, numéro de vente E/S.95/II.G.1).

a/ Indice des prix à la consommation.
b/ A partir des valeurs (f.o.b.) en prix courants.
c/ Pourcentage des exportations de biens et de services.
d/ Montant cumulatif.
e/ Taux annualisé pour juillet-décembre.

L'appréciation monétaire a été une caractéristique de la région pendant les années 90 malgré de sensibles écarts entre les pays (tableau 18). C'est au Mexique et en Argentine qu'elle a été la plus forte. Au Mexique, le peso a pris beaucoup de valeur en 1988, un an après le lancement du programme de stabilisation et il a continué à monter en termes réels, d'abord lentement (jusqu'en 1990) puis plus rapidement. En Argentine, la monnaie s'était déjà appréciée en termes réels avant d'être rattachée au dollar conformément au plan de convertibilité d'avril 1991. Le Chili et la Colombie ont abordé les années 90 avec des taux de change relativement compétitifs; les monnaies de ces deux pays se sont depuis moins valorisées que les autres, mais, en Colombie, l'appréciation s'est accélérée en 1994 et le Chili a dû réévaluer de 10 % quelques semaines seulement avant la crise mexicaine.

Au Brésil, la monnaie a été fortement revalorisée en 1990 du fait du plan de stabilisation du président Collor. Par la suite le taux de change réel est tombé jusqu'en 1993. La réforme monétaire entreprise en application du plan *real* en juillet 1994 a fixé le taux de change nominal de la nouvelle monnaie par rapport au dollar en le soutenant par des taux d'intérêt très élevés. Il en est résulté une appréciation nominale d'environ 15 % (le cours du *real* passant a environ 83 centavos pour un dollar) et, comme les prix ont continué à monter de 2 à 3 % par mois, une appréciation réelle de la monnaie d'un tiers au cours du deuxième semestre.

Le rythme des apports de capitaux et des appréciations monétaires est aussi intégralement répercuté par les balances courante et commerciale. Dans les trois pays où l'appréciation a été la plus rapide (Argentine, Mexique et Pérou), les déficits des paiements courants ont augmenté rapidement à partir de 1990; dans les deux premiers, ils ont continué à s'accentuer en 1994 où les apports de capitaux ont diminué et où les réserves ont été ponctionnées. Au Chili et en Colombie, les déficits ont été modérés alors qu'au Brésil la balance courante a été plus ou moins équilibrée en 1994. Le Brésil a enregistré un excédent commercial cumulé d'environ 40 milliards de dollars en 1991-1993 et un nouvel excédent de 11 milliards de dollars en 1994 malgré l'essor des importations pendant le second semestre de l'année. Les déficits commerciaux cumulés du Mexique et de l'Argentine ont dépassé ensemble 100 milliards de dollars en 1991-1994. Pour l'ensemble de l'Amérique latine, la balance commerciale est passée d'un excédent de 27 milliards de dollars en 1990 à un déficit d'environ 19 milliards de dollars en 1994 ou, compte non tenu du Brésil, d'un excédent d'environ 19 milliards de dollars à un déficit de 30 milliards de dollars.

Tableau 18

TAUX DE CHANGE DANS LES PRINCIPAUX PAYS LATINO-AMERICAINS, 1986-1994
(Indice, 1990 = 100)

Pays	1986-1990 a/	1991	1992	1993	1994	1994 b/
	Taux de change réel c/					
Colombie	90,6	101,5	91,6	87,8	76,0	83,9
Chili	105,0	97,9	90,9	91,4	88,2	84,0
Mexique	117,9	90,5	83,4	78,7	81,8	69,4
Argentine	118,4	64,9	57,7	54,9	53,4	45,1
Brésil	132,2	115,7	126,6	126,3	103,2	78,1
	Taux de change effectif réel d/					
Colombie	87,5	101,0	89,5	83,3	76,3	87,2
Chili	96,6	98,9	94,8	96,1	95,0	98,3
Mexique	115,8	91,1	83,8	78,8	80,3	69,3
Argentine	119,1	83,3	77,5	74,4	76,3	64,1
Brésil	133,8	118,5	126,5	111,3	96,2	71,9

Source : R. Frenkel, "Macroeconomic sustainability and development prospects: The Latin American performance in the 1990s" (*UNCTAD Discussion Paper*, à paraître).

a/ Moyenne annuelle.
b/ 1986-1990 = 100.
c/ Taux de change de la monnaie nationale par rapport au dollar, corrigé des variations des prix de gros aux Etats-Unis et ajusté d'après l'indice des prix à la consommation.
d/ Taux de change de la monnaie nationale par rapport à une unité de monnaie étrangère (pondéré en fonction de la répartition géographique des exportations).

La détérioration des balances courante et commerciale est imputable à une envolée sans précédent des importations. En 1991-1994, pour l'ensemble de la région, les exportations ont progressé en valeur au taux annuel de 6 %, et les importations à celui de 16 %. Si les résultats obtenus à l'exportation n'ont guère changé, le taux de croissance moyen annuel des importations au cours de la même période a dépassé de plus de 50 % le taux correspondant atteint pendant la seconde moitié des années 80. Le Brésil est l'un des rares pays où les recettes d'exportation se soient réellement améliorées pendant les années 90. La croissance de ses importations a de plus été modeste en raison d'un taux de change réel relativement stable et d'une libéralisation progressive des échanges. Au Chili, où les échanges avaient déjà été libéralisés dans les années 70, les résultats commerciaux ont également été un peu supérieurs à la moyenne de la région. En Colombie, où la monnaie s'est faiblement valorisée, l'essor des exportations a tenu surtout à la libéralisation. Les hausses brutales des prix du cuivre (19 %) et du café (94 %) en 1994 ont joué un grand rôle dans l'expansion rapide des recettes d'exportation au Chili et en Colombie respectivement. Le Mexique avait déjà entamé la décennie avec un important déficit commercial dû à la libéralisation; la progression des exportations s'est par la suite un peu accélérée, mais le déficit commercial a continué à se creuser, les importations étant soutenues par les apports de capitaux et l'appréciation de la monnaie. En Argentine, où les échanges avaient été libéralisés brutalement dans le cadre du plan de convertibilité, le net excédent commercial de départ a rapidement disparu face à la poussée des importations et à la diminution de moitié de la montée des exportations.

Ces éléments nouveaux se sont traduits par une forte aggravation de la fragilité extérieure de la région mesurée par le ratio déficits de la balance courante/exportations de biens et de services. Le rapport entre les déficits et les exportations au lieu du PIB est un meilleur indicateur parce qu'il échappe à l'influence des taux de change et des prix relatifs intérieurs. Il montre l'accroissement des exportations qui serait nécessaire pour combler le déficit extérieur si les apports nets de capitaux venaient à s'arrêter. Pour l'ensemble de l'Amérique latine, une augmentation de 2,5 % des exportations aurait été suffisante en 1990; en 1994, il aurait fallu que la progression passe à environ 25 %. De toute évidence, la sensibilité au renversement des flux de capitaux a été beaucoup plus marquée en Argentine, au Mexique et au Pérou où le chiffre correspondant pour 1994 était supérieur à 50 %.

2. Productivité et compétitivité

Un objectif important des mesures de restructuration était de favoriser l'efficience et la productivité dans les secteurs des biens échangeables. On comptait qu'une croissance plus rapide de la productivité et un abaissement des droits de douane et des impôts feraient contrepoids aux effets négatifs qu'aurait sur la compétitivité toute appréciation monétaire pouvant résulter d'apports de capitaux et que, grâce à une compétitivité accrue, les exportations deviendraient le moteur de l'économie. La productivité du travail a effectivement beaucoup augmenté au Mexique et en Argentine, mais son amélioration n'a pas été suffisante pour compenser la revalorisation de la monnaie. En outre, la progression de la productivité a en général plutôt été de pair avec des licenciements, des compressions de coûts et une réduction de la taille des entreprises qu'elle ne s'est accompagnée d'une expansion.

Le tableau 19 compare les tendances de la productivité, de l'emploi et de la compétitivité au Mexique et en Argentine à partir de l'année ayant précédé la détermination du taux de change nominal (1988 au Mexique et 1991 en Argentine). Les deux premières colonnes du tableau montrent l'évolution du PIB réel par habitant et des salaires (en dollars constants) dans le secteur manufacturier. L'inflation a connu une poussée vers le bas dans les deux pays après la fixation du taux de change mais elle y est restée plus élevée qu'aux Etats-Unis. La dépréciation du taux de change nominal ayant été maintenue à un bas niveau (zéro en Argentine), le taux de change réel a tendu à monter. En Argentine, les salaires nominaux ont progressé plus lentement que les prix à la consommation - autrement dit les salaires réels ont un peu diminué - mais ils ont sensiblement augmenté en dollars. Au Mexique les salaires nominaux se sont même accrus plus rapidement que les prix à la consommation et la hausse des salaires en dollars a été plus rapide que celle du taux de change réel.

Comme l'indice des salaires est un indicateur supplétif des variations des prix des biens non échangeables, cette orientation a profondément modifié les prix relatifs au profit des biens et services non échangeables. Le tableau permet de constater que dans le secteur manufacturier des deux pays la montée des salaires réels en dollars a été beaucoup plus forte que celle de la productivité mesurée par le PIB réel par habitant, ce qui a provoqué une dégradation de la compétitivité internationale.

Tableau 19

PRODUCTIVITE, EMPLOI ET COMPETITIVITE DANS LE SECTEUR MANUFACTURIER AU MEXIQUE ET EN ARGENTINE
(Indices)

Année	PIB réel par habitant	Salaires réels a/	Emploi	Productivité de la main-d'oeuvre	Compétitivité b/
			Mexique (1987=100)		
1988	99,2	123,8	100,0	103,2	119,9
1989	100,6	142,2	102,1	108,3	131,3
1990	103,0	156,8	102,2	114,9	136,5
1991	104,7	189,2	100,5	121,5	155,7
1992	105,4	232,1	96,6	129,3	179,5
1993	103,9	266,5	91,8	135,0	197,4
			Argentine (1990=100)		
1991	107,1	121,5	95,5	117,2	103,7
1992	114,5	138,1	94,6	127,0	108,7
1993	119,4	147,0	91,7	136,9	107,4

Source : Comme pour le tableau 18.

a/ Gains moyens en dollars dans le secteur manufacturier, corrigés de l'indice des prix de gros des Etats-Unis.

b/ Coûts salariaux unitaires, en dollars, en prix constants.

Le tableau 19 indique aussi dans quelle mesure le mouvement ascendant des salaires en dollars a été neutralisé par l'accroissement de la productivité. Au Mexique, la productivité du travail a progressé de 35 % entre 1987 et 1993 et l'emploi a fléchi d'environ 8 %. En Argentine, l'emploi a accusé le même recul et on a enregistré une amélioration légèrement plus forte de la productivité du travail (environ 37 %). La croissance annuelle de la productivité a donc atteint 5 % au Mexique (à partir de 1987) et 11 % en Argentine (à partir de 1990). Cela n'a cependant pas suffi pour compenser la majoration des coûts de main-d'oeuvre en dollars déclenchée par les appréciations monétaires; les charges salariales unitaires en dollars constants ont grimpé dans les deux pays et nettement plus au Mexique qu'en Argentine.

La libéralisation des échanges et la diminution des droits de douane, jointes à l'appréciation de la monnaie, ont contraint les industries manufacturières à rechercher des moyens d'améliorer leur productivité pour survivre. Ce n'est cependant pas en renforçant leurs investissements et en créant des capacités qu'elles ont atteint leur but (voir section D). En Argentine, où les ressources consacrées aux biens d'équipement professionnel et aux structures industrielles ont été modestes, les compressions d'effectifs ont été deux fois plus rapides qu'au Mexique et l'emploi dans le secteur manufacturier a baissé de 2,8 % par an. La production a néanmoins augmenté grâce à l'existence d'énormes capacités sous-utilisées; en 1990, elle s'établissait à un niveau inférieur d'environ 13 % à celui de 1980 et, malgré les résultats remarquables obtenus par la suite, en 1993, elle ne dépassait que de 10 % le chiffre enregistré en 1980. En soi, le meilleur emploi des capacités a développé la productivité : c'est en 1991 que cette dernière a fait le plus grand bond avec un accroissement de plus de 17 % tandis que la production progressait de presque 12 %; ultérieurement, le taux de croissance de la productivité s'est trouvé réduit de moitié et il a continué à baisser pendant toute l'année 1993 à mesure que le rythme d'expansion de la production fléchissait, tombant d'abord à 7 % puis à 4,5 %. Les résultats à l'exportation n'ont pas été marquants : en 1990-1993, alors que la production s'accroissait de presque 7 % par an, les exportations (en prix courants) ont augmenté de 5,5 %. En fait, dans certains secteurs essentiels, comme l'industrie automobile, la croissance de la production a été presque totalement attribuable au mouvement ascendant de la demande intérieure et la progression de la productivité a tenu davantage à une utilisation plus intense des capacités qu'aux effets positifs des exportations.

Au Mexique, au contraire, où la baisse de compétitivité a été plus sensible et la croissance de la productivité plus lente et plus régulière, les exportations des industries manufacturières ont augmenté de plus de 25 % par an en 1987-1993 alors que la production croissait de moins de 4 % par an. Cet écart entre la production et les résultats à l'exportation est imputable, semble-t-il, à une tendance générale à ne plus remplacer les importations qui a freiné l'ensemble de la production mais s'est accompagnée d'une progression des exportations dans un petit nombre de secteurs, notamment l'industrie automobile et les industries d'assemblage de parties et pièces détachées, comme celles des machines électriques et du matériel électronique. La tenue des exportations dans ces domaines s'explique toutefois plus par les gros investissements effectués avant les années 90 que par les effets positifs des changements d'orientation 6/.

3. Ajustement et fragilité budgétaires

Au cours des années 90, un certain nombre de pays d'Amérique latine, en particulier l'Argentine, se sont énergiquement employés à réduire leurs déficits budgétaires en procédant à des réformes fiscales radicales. En fait, sauf au Brésil, le budget de l'Etat a été équilibré ou excédentaire ces dernières années dans tous les grands pays d'Amérique latine et, même au Brésil, où l'inflation a été très forte pendant la plus grande partie de la période, c'est en 1992 seulement qu'a été enregistré un déficit opérationnel public de caractère non financier (c'est-à-dire ne comprenant pas les paiements d'intérêts nominaux). Cependant l'élimination de la contrainte extérieure a aussi beaucoup contribué à assainir les finances publiques de diverses manières, surtout au Mexique et en Argentine. Ces deux pays avaient commencé la décennie avec des déficits budgétaires relativement élevés; le redressement auquel ils ont procédé ultérieurement a coïncidé avec l'afflux massif de capitaux et la détérioration des balances extérieures.

Au Chili et en Colombie, par contre, les budgets étaient déjà en équilibre avant le début de la décennie et les soldes budgétaires ont été beaucoup moins sensibles aux apports de capitaux. Dans les deux pays, les déficits budgétaires ont diminué pendant la seconde moitié des années 80, pour une large part grâce à l'augmentation du produit de leurs exportations traditionnelles (le cuivre pour le Chili, le café et l'huile pour la Colombie). En Colombie, les recettes fiscales se sont également accrues après l'entrée en vigueur d'une taxe à la valeur ajoutée (TVA). Dans les années 90, l'assainissement des finances publiques s'est poursuivi en Colombie où l'assiette de l'impôt a été élargie, tandis qu'au Chili le nouveau gouvernement a financé les dépenses supplémentaires engagées pour faire face aux tensions sociales héritées du régime militaire, en trouvant de nouvelles sources de recettes, au lieu de recourir à l'impasse budgétaire. Au Chili, dans les années 80 l'investissement public a progressé et les déficits ont été réduits. En Colombie, l'investissement public s'est amenuisé mais ce fléchissement est attribuable à l'achèvement de grands projets relatifs à l'infrastructure et à l'énergie entrepris à la fin des années 70. Contrairement à ce qui s'est produit au Chili et dans la plupart des autres pays de la région, la privatisation n'a pratiquement joué aucun rôle dans l'ajustement budgétaire opéré par la Colombie. Des pressions accrues en faveur d'un excédent budgétaire substantiel se sont exercées lorsque, en faisant monter les taux d'intérêt, la stérilisation des liquidités a été à l'encontre du but recherché mais les autorités ont préféré réglementer les apports de capitaux.

Le Mexique comme l'Argentine ont beaucoup fait appel à l'investissement public pour réduire leurs déficits budgétaires : en 1988-1992, l'investissement public a atteint en moyenne 4,7 % du PIB au Mexique et 4,1 % en Argentine (2,2 % en 1992), c'est-à-dire environ la moitié des niveaux enregistrés au début des années 80 7/. Par ailleurs, les deux pays ont poussé très loin la privatisation. Au Mexique, la vente des actifs publics a rapporté un montant qui a représenté environ 3 % du PIB en 1991 et 1992; ces recettes ont servi plutôt à diminuer l'encours de la dette qu'à financer les déficits. En Argentine, par contre, les recettes tirées de la privatisation ont été utilisées surtout pour couvrir les dépenses courantes; en 1990-1993, elles ont atteint 11 milliards de dollars; elles ont représenté la totalité de l'excédent budgétaire primaire en 1991 et plus de la moitié de cet excédent

en 1992. En outre, dans les deux pays, si le besoin de financement du secteur public a régressé c'est en grande partie parce que les paiements d'intérêts tant intérieurs qu'extérieurs ont accusé un recul. Au Mexique, la charge d'intérêts intérieure est tombée de 13,3 % du PIB en 1988 à 3,4 % en 1991 et les versements extérieurs de 3,6 % à 2 % 8/. En Argentine, le fléchissement du service des intérêts à l'étranger a été plus accusé mais la liquidation d'une part appréciable de la dette intérieure pendant les années de forte inflation a aussi été un élément positif.

Un certain nombre de facteurs ont contribué à alléger le service de la dette. Premièrement, les accords Brady ont permis un certain aménagement de la dette extérieure; le produit des privatisations a en outre ramené la dette intérieure du Mexique de 29 % à 21 % du PIB entre 1988 et 1993 9/. Deuxièmement, la détente des taux d'intérêt en dollars a eu aussi des conséquences non négligeables. Troisièmement, contrairement à ce qui s'est produit dans les années 80 où les dépréciations monétaires ont été un facteur notable de "désordre macro-économique" en accentuant les déficits budgétaires 10/, des appréciations ont diminué le taux de change intérieur réel du service de la dette extérieure. Enfin, le recul rapide de l'inflation a entraîné une baisse très nette des taux d'intérêt et des besoins de financement, en particulier au Mexique. La désinflation a aussi aidé au rétablissement budgétaire en accroissant la valeur réelle des recettes fiscales, notamment en Argentine où le recouvrement tardif des impôts dans un climat fortement inflationniste n'avait cessé de réduire le pouvoir d'achat des encaissements.

A la veille de la crise financière, même s'il est tenu compte de la réduction du montant de la dette, le Mexique était sur le plan fiscal beaucoup plus vulnérable que la Colombie et le Chili face aux dévaluations, à l'accélération de l'inflation et à la montée des taux d'intérêt. La situation budgétaire de l'Argentine était également précaire : le maintien de la parité du peso avec le dollar aurait nécessité une déflation substantielle qui aurait très sensiblement amoindri les recettes fiscales.

Le Brésil a hérité des années 80 un important déficit budgétaire attribuable à des politiques populistes et à une absence de concordance entre l'ajustement extérieur et l'ajustement budgétaire. Les efforts déployés pour neutraliser les apports de capitaux ont encore aggravés les déficits budgétaires au début des années 90 11/. Ainsi, jusqu'au milieu de 1994, bien que les situations macro-économiques des trois pays soient très différentes, ces apports ont posé au Brésil le même genre de problème qu'au Chili et à la Colombie en matière de politique budgétaire et monétaire. Le plan réal a permis une réforme fiscale qui, jointe à la baisse de l'inflation et à la reprise de l'activité, a beaucoup accru les recettes. La situation budgétaire n'en demeure pas moins précaire et d'autres réaménagements sont indispensables.

D. Mouvements de capitaux, épargne et investissement

La coïncidence d'un assainissement des finances publiques avec une détérioration des balances extérieures a fait que l'écart entre l'épargne privée et l'investissement privé s'est creusé. Selon la doctrine dite de Lawson, un déficit de la balance courante causé par des emprunts du secteur privé n'a rien de préoccupant. Cela est peut-être vrai lorsque ces emprunts servent à financer des investissements. Mais, en Amérique latine, l'augmentation des flux de capitaux a plutôt servi à financer la consommation privée. Pour cette raison - et contrairement à ce qu'on pouvait attendre des réformes structurelles - la réduction du secteur public et la résorption des déficits budgétaires n'ont pas eu d'effet d'attraction sur les investissements privés.

Selon des données du FMI portant sur un échantillon de pays latino-américains, il est possible de considérer que la contribution du secteur extérieur à l'accumulation de capital a été négative au cours de la seconde moitié des années 80, période durant laquelle ces pays ont été pratiquement coupés des marchés financiers internationaux (voir le tableau 20). En revanche, cette contribution a été positive entre 1990 et 1992. Il ressort d'une comparaison des moyennes de ces deux périodes que l'épargne extérieure a enregistré une augmentation correspondant à 3 % du PIB (dans les six pays de l'échantillon), mais que l'investissement intérieur brut a diminué de 0,6 %. Il apparaît donc que la baisse de l'épargne intérieure a été si forte que l'augmentation des entrées nettes de capitaux n'a pu empêcher le taux d'investissement de diminuer 12/. En effet, comme le montrent les données relatives à l'épargne figurant dans le tableau 21, en Amérique latine, l'épargne en pourcentage du PIB est tombée en moyenne de 23,5 % à 19,3 % entre les périodes 1983-1990 et 1991-1993, alors que l'investissement stagnait. Cela tranche singulièrement avec l'expérience des nouveaux pays industriels (NPI) d'Asie de l'Est, où les entrées de capitaux ont connu exactement la même variation entre les deux périodes. Dans les sept pays mentionnés dans le tableau 20, le volume de l'épargne extérieure en pourcentage du PIB a cru de 3 %, tandis que les investissements augmentaient de 4 points de pourcentage. En d'autres termes, et comme le montre aussi le tableau 21, l'augmentation des entrées de capitaux en Asie s'est accompagnée non pas d'une baisse, mais d'un accroissement de l'épargne intérieure.

Le contraste, en matière d'investissement, entre l'Asie et l'Amérique latine se manifeste également dans les différences de nature des flux de capitaux. Comme on peut le voir dans le tableau 21, pendant la période 1991-1993, les investissements étrangers directs (IDE) ont représenté près de 70 % du total des entrées de capitaux dans les NPI d'Asie, soit le double du pourcentage enregistré en Amérique latine. Qui plus est, une bonne partie des IDE en Amérique latine ont été consacrés à l'achat d'actifs existants, dans le cadre de privatisations ou de la conversion de dettes en prises de participation, plutôt qu'à la création de nouvelles capacités.

On observe par ailleurs d'importantes différences entre les pays latino-américains du point de vue des liens entre les entrées de capitaux et l'investissement (voir le tableau 20). Au Chili, il y a eu une augmentation relativement forte du coefficient d'investissement pendant la période 1990-1992 par rapport à la période 1984-1989, quoique moins nette que la variation du compte de capital, la moitié seulement de l'augmentation des entrées de capitaux ayant servi à financer des investissements nouveaux. A l'autre bout de l'éventail, le Pérou et l'Argentine ont enregistré une baisse des investissements correspondant à 3 % du PIB en dépit d'une forte hausse des entrées nettes de capitaux. Au Mexique, les investissements ont certes augmenté, mais beaucoup moins que le compte des opérations en capital : plus des trois quarts de l'augmentation des entrées nettes de capitaux ont servi à financer la consommation. Malgré l'augmentation de l'épargne extérieure, le Brésil a aussi accusé une baisse des investissements pendant une profonde et longue récession au début des années 90.

Tableau 20

APPORT DE CAPITAUX ETRANGERS ET INVESTISSEMENT INTERIEUR BRUT DANS CERTAINS PAYS D'AMERIQUE LATINE ET PAYS EN DEVELOPPEMENT D'ASIE EN 1984-1989 ET 1990-1992
(En pourcentage du PIB)

Région/pays	Balance des mouvements de capitaux a/		Augmentation	Investissement intérieur brut		Augmentation
	1984-1989	1990-1992		1984-1989	1990-1992	
	(1)	(2)	(2)-(1) = (3)	(4)	(5)	(5)-(4) = (6)
Amérique latine						
Colombie	2,0	1,0	-1,0	19,7	17,7	-2,0
Chili	-1,7	5,9	7,6	16,0	20,1	4,1
Pérou	-5,3	-0,3	5,0	19,4	16,4	-3,0
Argentine	-1,6	2,2	3,8	18,1	15,1	-3,0
Mexique	-0,4	6,2	6,6	20,1	21,7	1,6
Brésil	-2,3	-0,3	2,0	17,2	15,8	-1,4
Moyenne des 6 pays	-1,6	1,4	3,0	18,4	17,8	-0,6
Asie						
Indonésie	2,2	5,0	2,8	23,8	25,4	1,6
République de Corée	-2,0	1,3	3,3	28,9	36,3	7,4
Malaisie	-0,4	8,7	9,1	26,0	32,8	6,8
Philippines	-3,8	1,9	5,7	18,3	20,8	2,5
Singapour	5,0	3,3	1,7	38,9	39,0	0,9
Province chinoise de Taiwan	0,1	-4,9	-5,0	19,3	22,7	3,4
Thaïlande	4,2	11,0	6,8	21,8	28,2	6,4
Moyenne des 7 pays	0,8	3,8	3,0	25,3	29,3	4,0

Source : Calculs effectués par le secrétariat de la CNUCED à partir des données du FMI et de G.A. Calvo, "The management of capital flows: domestic policy and international cooperation", International Monetary and Financial Issues for the 1990s, Vol. IV - The International Monetary and Financial System: Developing Country Perspectives (UNCTAD/GID/G24/4), New York, 1994.

a/ Y compris les erreurs et les omissions.

Tableau 21

L'EPARGNE, L'INVESTISSEMENT ET L'INVESTISSEMENT ETRANGER DIRECT DANS LES NOUVEAUX PAYS INDUSTRIELS D'ASIE ET EN AMERIQUE LATINE a/

	1975-1982	1983-1990	1991-1993
Epargne (en pourcentage du PIB)			
Asie	28,1	30,8	33,1
Amérique latine	22,9	23,5	19,3
Investissement brut (en pourcentage du PIB)			
Asie	28,1	29,3	34,6
Amérique latine	23,5	19,8	20,0
Apport net d'investissement étranger direct (en milliards de dollars par année)			
Asie b/	2,1	8,3	37,9 c/
Amérique latine	4,4	5,9	16,5 c/
Investissement étranger direct net en pourcentage du total des entrées de capitaux			
Asie b/	16,7	50,6	69,0 c/
Amérique latine	19,8	98,0	34,9 c/

Source : Calculs effectués par le secrétariat de la CNUCED à partir de P. Turner, "Capital flows in Latin America: A new phase", *BIS Economic Papers*, No 44, mai 1995, tableaux 1, 4 à 6.

a/ Les données sont relatives à dix pays d'Amérique latine (Argentine, Bolivie, Brésil, Chili, Colombie, Equateur, Mexique, Pérou, Uruguay et Venezuela) et à 7 pays d'Asie (Hong Kong, Indonésie, Malaisie, République de Corée, Singapour, Province chinoise de Taiwan et Thaïlande).

b/ A l'exclusion de Hong Kong.

c/ 1991-1994.

Une analyse de la contribution de différents éléments de la demande à la croissance du PIB montre également que l'augmentation de la demande en Amérique latine dans les années 90 a été due à la consommation privée plutôt qu'aux investissements et aux exportations (voir le tableau 22). Dans aucun des cinq pays considérés, la contribution des dépenses d'investissement à la croissance du PIB n'a été supérieure à celle de la consommation privée. En Argentine et au Mexique, par exemple, l'augmentation des dépenses de consommation a contribué deux fois plus que l'investissement brut à la croissance de la demande.

L'augmentation de la consommation privée a été un important aspect des programmes de stabilisation rapide fondés sur une appréciation de la monnaie, et il n'est guère surprenant de constater que c'est dans le pays où la stabilisation a été la plus rapide (l'Argentine) que la consommation a le plus augmenté. Cette relation, qui a aussi été mise en évidence par les épisodes "cruzado" au Brésil et "austral" en Argentine au milieu des années 80, et plus récemment dans le cadre du plan relatif au real au Brésil, s'explique par

l'élimination instantanée de la ponction fiscale de l'inflation et par la remonétisation de l'économie. L'envolée des importations a résulté en partie de l'accroissement de la demande. Pour l'essentiel, elle a cependant été due à l'effet conjugué de l'appréciation de la monnaie et de la réduction des droits de douane, en particulier en Argentine et au Mexique où les exportations nettes ont apporté une forte contribution négative à la croissance (voir le tableau 22).

Tableau 22

COMPOSANTES DE LA CROISSANCE DU PIB DE 1991 A 1993 DANS LES PRINCIPAUX PAYS D'AMERIQUE LATINE
(Variation du volume en pourcentage)

Pays	Consommation		Formation brute de capital fixe	Exportations nettes	PIB
	privée	publique			
Colombie	1,7	1,0	1,6	-0,9	3,4
Chili	3,2	0,4	2,3	1,1	7,0
Argentine	7,3 b/	..	3,8	-3,2	7,9
Mexique	2,2	0,3	1,2	-1,4	2,3
Brésil	1,0 b/	..	0,0	0,6	1,6

Source : Comme pour le tableau 17.

a/ Moyenne annuelle.
b/ Y compris la consommation du secteur public.

Il est évident que la consommation ne peut à elle seule assurer la croissance de la production; il faut aussi élargir les capacités existantes si l'on veut que la production continue d'augmenter. Les ratios, formation brute de capital fixe PIB à prix constants figurant au tableau 23 donnent une idée des apports annuels au stock de capital. Ils rendent compte non seulement de la part du PIB courant consacrée à l'accumulation de capital, mais aussi de l'évolution des prix des biens d'équipement par rapport aux prix des biens et des services qui forment le PIB; ce sont ces prix relatifs qui déterminent dans quelle mesure les dépenses d'investissement accroissent la capacité de production. Comme dans les pays en développement, les importations représentent généralement un élément important dans l'investissement, les prix relatifs des biens d'équipement sont fortement influencés par les variations du taux de change réel et des droits de douane. En raison de ces variations, ces prix relatifs ont suivi une tendance à la hausse dans les années 80, puis une tendance à la baisse. Dans les années 90, le recul a été particulièrement fort en Colombie, en Argentine et au Mexique et a eu pour effet d'augmenter le volume d'investissements réels pouvant être financé par un certain volume d'épargne, compensant par là même partiellement la baisse de la part du PIB consacrée à l'achat de biens d'équipement 13/. Cela dit, en dépit de la baisse des prix relatifs des biens d'équipement, les taux réels d'investissement dans les années 90 n'ont nullement été impressionnants. En Colombie et au Chili, ils sont revenus à leur niveau traditionnel. Au Mexique, en Argentine et au Brésil, ils ne dépassent guère le niveau des années 80, période durant laquelle le service de la dette extérieure grevait l'épargne.

Tableau 23

TAUX D'INVESTISSEMENT DANS LES PRINCIPAUX PAYS D'AMERIQUE LATINE, 1970-1993
(En pourcentage du PIB en prix constants sur la base de 1980)

Pays	1970	1980	1982	1985	1989	1990	1991	1992	1993
Colombie	19,8	19,1	22,0	16,7	15,6	14,9	13,3	17,9	21,7
Chili	17,8	21,0	12,6	13,9	20,0	18,8	17,4	19,5	20,8
Mexique	22,2	27,2	21,8	18,3	17,8	18,9	19,6	21,8	21,0
Argentine	23,8	25,1	19,2	16,0	14,8	13,3	15,3	18,5	19,8
Brésil	20,7	23,3	19,1	18,3	16,0	14,9	14,4	13,2	13,9

Source : Comme pour le tableau 18.

Ces résultats moyens ne sont pas caractéristiques de toutes les catégories d'investissement. En 1992, dans sept pays latino-américains pris ensemble, le PIB était de 21 % plus élevé qu'en 1981 (année du précédent record), mais le volume total des investissements était encore inférieur de 8,2 %. Cela dit, les investissements dans le bâtiment à usage résidentiel étaient en hausse de 27,4 %, alors que les investissements dans les machines et le matériel et dans le bâtiment à usage non résidentiel étaient en baisse, respectivement, de 10,6 % et 24,2 % (voir le tableau 24). En outre, d'après des données de comptabilité nationale, les investissements dans l'infrastructure étaient même plus faibles que dans le secteur du bâtiment à usage non résidentiel pris globalement. En un mot, c'est surtout dans le secteur de la construction de logements qu'il y a eu reprise des investissements au début des années 90 - ce qui n'ajoute rien à la capacité de produire des biens marchands.

Tableau 24

PIB REEL ET FORMATION BRUTE DE CAPITAL FIXE EN AMERIQUE LATINE a/, 1985-1992
(Indice, 1981 = 100) b/

	1985	1989	1990	1991	1992
PIB	103,9	114,2	114,8	118,4	121,2
Capitaux investis dans :					
Les biens d'équipement professionnel	67,4	74,4	76,2	82,1	89,4
La construction à des fins autres que l'habitation	77,3	81,9	76,0	73,7	75,8
La construction de logements	94,3	105,4	108,5	116,2	127,4

Source : A. Holman "Capital stock estimates in Latin America", *Cambridge Journal of Economics* (à paraître).

a/ Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Equateur, Mexique et Venezuela.
b/ A partir de données en prix constants sur la base de 1980.

Dans le même groupe de pays, la part des investissements nets dans le PIB est tombée de 11,5 % en 1980 à 4,6 % seulement en 1992, compte non tenu de la dépréciation additionnelle du stock de capital dans le secteur des biens marchands, notamment des machines et du matériel, du fait de la libéralisation du commerce 14/. De même, les investissements nets dans les machines et le matériel sont tombés de 2,6 % du PIB en 1980 à 0,4 % en 1992, les chiffres correspondants pour le bâtiment à usage non résidentiel étant de 5,8 % et de 1,7 % seulement. En revanche, l'investissement net dans le bâtiment à usage résidentiel par rapport au PIB est resté quasiment inchangé.

Jusqu'en 1992, l'Argentine avait le coefficient d'investissement le plus faible parmi les pays pour lesquels des données sont disponibles. La reprise des investissements au début des années 90 est à mettre en grande partie à l'actif d'entreprises récemment privatisées, dont la plupart opèrent dans les secteurs des services et des biens non marchands; mais en 1992, l'investissement net était négatif ou proche de zéro pour les trois types d'investissement mentionnés plus haut. Au Mexique, l'investissement net qui avait atteint le niveau record de 11,9 % en 1980, a baissé presque tout au long des années 80 à 3,2 % en 1987; il a ensuite amorcé une reprise, atteignant 6,2 % en 1992; toutefois, l'essentiel de l'investissement net enregistré cette année-là a concerné le secteur du bâtiment à usage résidentiel, l'investissement net dans les machines et le matériel se chiffrant à 2 % du PIB seulement et aucune investissement net n'ayant été enregistré dans le secteur du bâtiment à usage non résidentiel. Au Brésil, l'investissement net a atteint 16,4 % du PIB en 1975 (environ le double de la plupart des autres pays de la région et environ un tiers de plus que le taux enregistré au Mexique), avant de retomber à 4,3 % seulement en 1992. La baisse a été particulièrement forte dans le cas des machines et du matériel (de 4,3 % du PIB à -1 %) et dans le secteur du bâtiment à usage non résidentiel, qui a enregistré une diminution du même ordre; par contre, elle a été beaucoup plus modérée dans le secteur du bâtiment à usage résidentiel. En revanche, au Chili, au lendemain de la crise de la dette, c'est dans le secteur des machines et du matériel, suivi du secteur du bâtiment à usage non résidentiel, puis du secteur du bâtiment à usage résidentiel que s'est amorcée la reprise de l'investissement; après une baisse de 4 % à 0,6 % du PIB entre 1980 et 1983, l'investissement net total est passé à 0,6 % en 1992.

Vu la faiblesse continue des investissements dans les machines, le matériel et l'infrastructure, une forte reprise des investissements dans le bâtiment à usage résidentiel n'est pas le meilleur moyen de faire de l'investissement privé d'origine locale dans les biens marchands et les services le nouveau moteur de la croissance en Amérique latine. Mais cette situation n'a pas été le fruit du hasard; elle a été le résultat des politiques adoptées. Les mêmes facteurs qui ont attiré des liquidités - à savoir l'appréciation de la monnaie, des taux d'intérêt élevés, la cession d'entreprises publiques à des prix avantageux - ont, en même temps, exercé un effet dissuasif sur les investissements à long terme, en particulier dans le secteur des biens marchands.

Autre obstacle de taille à l'investissement, l'incertitude croissante qui caractérise l'environnement économique depuis la crise de la dette des années 80; cette crise a été à l'origine d'une longue période d'instabilité macro-économique et a entraîné des mutations micro-économiques durables qui ont nui à l'investissement et à la croissance. Les signaux donnés par les prix

sont devenus confus en raison d'une inflation à la fois vive et erratique et des variations aussi brusques que fortes de certains prix relatifs essentiels, notamment le taux de change réel et les salaires réels. Qui plus est, l'activité économique dans son ensemble a fortement fluctué sous l'effet de chocs extérieurs et de réorientations radicales. Ces facteurs ont aussi induit des variations fréquentes et brutales dans les positions de liquidité et la situation financière des entreprises et des ménages, avec des transferts particulièrement importants de ressources provoqués par des maxi-dévaluations inattendues et des phases d'accélération de l'inflation.

Les politiques suivies au lendemain de la crise de la dette ont permis de réduire l'inflation mais ont, en même temps, nui à l'investissement à long terme en créant des conditions favorables aux placements dans des actifs financiers liquides aux dépens d'actifs corporels dans ce secteur productif. De très fortes fluctuations des taux d'intérêt et des prix des actifs ont non seulement ouvert de larges perspectives de profit sur l'achat et la vente d'actifs, mais aussi raccourci l'horizon de planification des entreprises, notamment dans le secteur des biens marchands en rendant incertaine l'évolution à long terme des prix relatifs, notamment des taux d'intérêt réels et des taux de change réels, qui déterminent le rendement de l'investissement, d'où une très grande prédilection pour les actifs liquides et le souci de conserver des "positions" ouvertes en matière d'investissement. En d'autres termes, les possibilités de réaliser des profits à court terme sur les opérations financières, ainsi que le risque accru associé aux futurs mouvements de fonds ont gravement compromis les investissements à long terme dans des actifs corporels du secteur manufacturier, notamment les machines, le matériel et les installations 15/. En revanche, l'investissement dans le bâtiment à usage résidentiel, qui mobilise beaucoup plus de liquidités en raison de l'existence de marchés immobiliers bien organisés, a rapidement augmenté, dopé par la spéculation et par un accès plus facile au crédit.

Enfin, le secteur public a en général très peu investi dans l'infrastructure nécessaire pour développer les nouvelles activités marchandes imposées par la nouvelle structure des avantages comparatifs. Comme l'a noté la Banque mondiale, l'investissement dans l'infrastructure a été gravement négligé presque tout au long des années 80 et continue de l'être. Cette institution a estimé qu'au cours des cinq prochaines années, les pays d'Amérique latine devront investir chaque année dans l'infrastructure environ 4 % de leur PIB 16/. Au Brésil et en Argentine, ces investissements, y compris ceux qui sont financés par le secteur privé, n'en représentent actuellement que la moitié 17/. Tout cela n'est manifestement pas de bon augure pour la santé économique à long terme de l'Amérique latine 18/.

E. Perspectives

L'analyse qui vient d'être faite montre que les incidences d'une brusque inversion des mouvements de capitaux et de l'apparition de contraintes extérieures sur la stabilité macro-économique varient considérablement d'un pays à l'autre. Les trois principales puissances économiques, qui représentent presque les trois quarts de la production de la région, sont toutes confrontées à de graves problèmes d'ajustement. Mais le type d'ajustement requis, la nature des sacrifices à consentir et les choix politiques ne sont pas toujours les mêmes.

L'Argentine et le Mexique se sont lancés dans un vaste processus d'ajustement des comptes extérieurs : la question qui se pose est celle de savoir s'ils atteindront leurs objectifs sans réactiver l'inflation ou plonger leur économie dans une récession profonde et de longue durée. La forte dévaluation de la monnaie au Mexique facilite l'ajustement de la balance des paiements, mais met en danger la stabilité des prix. En Argentine, en revanche, il s'agit de savoir quel niveau de chômage sera nécessaire pour améliorer la compétitivité - sachant que les pouvoirs publics ont exclu de recourir au moyen d'action qui est généralement considéré comme le plus efficace en la matière, à savoir le taux de change - et si ce niveau de chômage sera politiquement acceptable.

La préoccupation immédiate au lendemain de la dévaluation de la monnaie mexicaine en décembre 1994 a été de trouver le moyen de stabiliser les réserves du pays et le peso. Grâce à un programme international de sauvetage sans précédent et aux mesures monétaires prises, ces objectifs ont été atteints et le peso a perdu moins de la moitié de sa valeur. La stabilisation du cours des actions, du rendement des titres émis par l'Etat et du taux de change du peso, ainsi que l'excédent commercial enregistré au premier trimestre de 1995 ont conduit les milieux officiels, au Mexique et à l'étranger, à considérer que la crise était virtuellement terminée. Selon les projections actuelles pour 1995, la production devrait néanmoins baisser d'environ 5 %, soit une diminution plus forte que celle qui s'était produite au lendemain de la crise de la dette en 1982. Bien que le secteur manufacturier travaille actuellement à environ 40 % de sa capacité, le taux d'inflation pourrait atteindre 70 % 19/. La croissance des exportations a été relativement vigoureuse, mais les produits exportés proviennent en grande partie d'usines de montage fortement dépendantes des importations et qui ont peu d'effets d'entraînement en amont sur le reste de l'économie; l'augmentation des exportations s'accompagne d'une contraction de la production industrielle 20/ et les importations ont peu baissé en dépit d'un net recul de l'activité économique et de la dévaluation du peso. Pour toutes ces raisons et du fait du ralentissement de l'activité économique aux Etats-Unis, il est très peu probable que la réduction anticipée du déficit en compte courant, qu'on espérait ramener de 25 à 2 milliards de dollars, soit possible sans une forte compression des importations.

L'énorme encours de la dette en dollars ou libellée en dollars contractée par les ménages et les entreprises financières et non financières au cours des quelques dernières années a considérablement accentué les conséquences déflationnistes de la dévaluation. L'augmentation de la valeur en peso de ce passif, la forte baisse des prix des actifs, y compris des actions et des biens immobiliers, s'ajoutant au fait que les taux d'intérêt ont quadruplé pourraient déclencher un processus de déflation de désendettement accompagnée de récession aussi grave que celui qu'ont connu les Etats-Unis et le Japon à la fin des années 80 et au début des années 90. C'est dire que les créances douteuses du système bancaire, parmi lesquelles les hypothèques représentent 25 %, sont en augmentation rapide. Le risque d'une crise de la dette dans le secteur privé et d'une multiplication des faillites bancaires est grand; au début de l'année, le gouvernement a obtenu une ligne de crédit d'un montant de 3,2 milliards de dollars de la Banque mondiale, plus 2 milliards de dollars de la Banque interaméricaine de développement afin de pouvoir faire face aux difficultés que pourraient rencontrer les banques. Déjà en juin 1995, l'Etat a dû reprendre une des plus grandes banques

du pays. Comme il avait été expliqué dans le *Rapport sur le commerce et le développement de 1992 et de 1993*, un tel processus débouche généralement sur des réductions draconiennes des dépenses et fait que les banques sont moins en mesure de prêter et moins disposées à le faire, ce qui a pour effet de prolonger la récession jusqu'à ce que l'équilibre des comptes soit rétabli.

Aux Etats-Unis, le succès remporté dans la lutte contre la déflation de désendettement a été largement facilité par l'expansion monétaire et la baisse des taux d'intérêt. Cela dit, comme le Mexique doit ajuster non seulement ses comptes nationaux, mais aussi ses comptes extérieurs, il devrait continuer de pratiquer une politique d'austérité monétaire jusqu'à ce que l'inflation soit maîtrisée et la confiance rétablie. Comme il a déjà été noté, l'augmentation rapide du taux d'inflation et des taux d'intérêt nominaux et réels alourdira considérablement le fardeau de la dette publique intérieure. Le rendement des *tesebonos* (titres d'Etat indexés sur le dollar détenus surtout par des non-résidents) est brusquement monté à 20 % au début de l'année. D'autre part, la baisse du peso devrait entraîner une augmentation des paiements d'intérêts sur la dette extérieure de l'ordre de 1,4 % du PIB en 1995 21/. Pour la période allant de janvier à mars 1995, les paiements d'intérêts effectués par le secteur public non financier ont augmenté en valeur réelle (c'est-à-dire en données corrigées de l'indice des prix à la consommation) de 44,5 % par rapport au même trimestre de 1994 22/. Les recettes fiscales ont quant à elles diminué de 13 % au premier trimestre. Le gouvernement essaie non seulement de combler les déficits budgétaires causés par la "stagflation", mais aussi de faire les économies nécessaires pour réduire le déficit des comptes courants : il a ainsi augmenté le taux de la TVA de 50 %, relevé les prix des biens et des services produits par le secteur public et annoncé un plan visant à réduire de 10 % les dépenses publiques. Sachant qu'il existe déjà une forte tendance à la contraction due à la déflation de désendettement, les politiques monétaires et budgétaires suivies actuellement pourraient fort bien entraîner une surdose de déflation (si ce n'est pas déjà fait).

La contraction de l'activité économique dépend aussi de l'évolution de l'inflation. Parce qu'ils augmentent les coûts, des taux d'intérêt élevés peuvent compliquer la lutte contre l'inflation. Si, par ailleurs, une tendance à la spirale des salaires et des prix apparaît, la récession risque d'être plus profonde et plus longue, car les pouvoirs publics essaieront de juguler cette spirale en réduisant encore plus la demande. C'est pourquoi un nouveau "pacte" a été envisagé; mais il n'est pas facile de demander d'autres sacrifices après tant d'années d'"ajustement" fondé sur l'austérité, en particulier à ceux à qui la dernière phase de prospérité n'a rien rapporté. Néanmoins, avec le succès peut venir la tentation de rejouer le même scénario. Pour être crédibles, les pouvoirs publics doivent plus que jamais bénéficier de la confiance des marchés financiers, laquelle dépend d'un redressement des prix des actifs et d'une stabilisation durable du peso - en d'autres termes du rétablissement des mouvements de capitaux. Une telle possibilité n'est pas à exclure, car la situation actuelle caractérisée par l'affaissement des prix en dollars des actifs corporels (hôtels, banques, "chaînes de restauration rapide, magasins de vêtements, points de vente de matériel vidéo", biens immobiliers) permet de réaliser des bénéfices exceptionnels 23/. Si le taux de change peut être maintenu dans la fourchette des 6 à 6,5 pesos pour 1 dollar et si l'inflation s'établit à 70 %, le taux de change réel aura retrouvé son précédent niveau en l'espace d'une année. Si les taux d'intérêt suivent le taux d'inflation, des bénéfices considérables pourront être

réalisés sur le marché des liquidités, surtout que, pour les taux d'intérêt, la tendance aux Etats-Unis est à la baisse. Plus les pouvoirs publics réussiront à stabiliser le peso et, partant, à gagner la confiance des marchés financiers, plus les possibilités de réaliser des bénéfices à court terme seront grandes. Dans ces conditions, un effet d'amplification risque de se produire une fois de plus à moins que des mesures de contrôle ne soient prises pour restreindre les mouvements de capitaux.

Même si l'ajustement nécessaire est opéré de façon ordonnée, par une compression des importations jointe à une augmentation des exportations, et si l'inflation est maîtrisée, il faudra trouver le moyen de relancer la croissance sans susciter des difficultés de paiement ni réactiver l'inflation par des dévaluations successives. La réalisation de cet objectif dépend bien sûr de l'ampleur des mouvements de capitaux à moyen terme. Mais elle dépend aussi beaucoup de la capacité de l'industrie d'assurer une expansion des exportations pouvant compenser l'augmentation inévitable des importations; il n'y a quasiment aucune possibilité de réduire les importations par des mesures commerciales. Une expansion soutenue des exportations est inconcevable sans une augmentation substantielle des investissements.

En Argentine aussi, les décideurs sont confrontés à des choix difficiles. Un excédent commercial a été enregistré au cours du premier trimestre de 1995 grâce au renchérissement des produits de base exportés et à une augmentation substantielle des exportations vers le Brésil; durant cette période, le Brésil a absorbé presque la moitié des exportations de l'Argentine. Néanmoins, on ne s'attend guère à ce que le PIB augmente en 1995 après le taux de croissance remarquable de 6 % obtenu en 1993 et en 1994. L'inflation, qui était retombée à moins de 4 % en 1994, s'est accélérée au début de 1995; son évolution future dépendra de la rigueur des mesures qui seront prises : elle sera d'autant plus faible que la contraction de l'activité économique sera forte.

Comme au Mexique, le gouvernement essaie de générer l'épargne nécessaire pour réduire le déficit de la balance des comptes courants, mais il se heurte à des difficultés. Selon le Ministre des finances, les pertes dues à la crise financière mexicaine se sont élevées à 4 550 millions de dollars (environ 1,8 % du PIB), dont 3 750 millions en manque à gagner sur les recettes fiscales, 500 millions imputables à la hausse des taux d'intérêt et 300 millions en manque à gagner sur les recettes de privatisation 24/. Avec le ralentissement de l'économie, la TVA a rapporté en avril 1995 11 % de moins qu'en avril 1994, en dépit de l'augmentation du taux, et les recettes fiscales ont baissé chaque mois sauf en février. Le gouvernement a du mal à atteindre l'objectif budgétaire fixé d'un commun accord avec le FMI (un excédent de 4,4 milliards de dollars).

En outre, le système bancaire connaît un certain nombre de problèmes. Le secteur financier est toujours l'élément le plus fragile en période d'ajustement déflationniste, et l'Argentine ne fait pas exception à cette règle. D'importants retraits ont été effectués sur les dépôts bancaires au début de l'année et le gouvernement a mis en place un système de garantie des dépôts pour rétablir la confiance - mesure largement interprétée comme un manquement à la doctrine libéraliste. Les dépôts libellés en dollars, notamment les dépôts pour une durée déterminée, ont néanmoins continué de diminuer. En outre, les ressources du fonds de garantie des dépôts ne semblent pas suffisantes pour répondre à toutes les demandes en cas de nouveaux

retraits massifs. Selon le Président de la Banque centrale, au début de l'année "entre 25 et 30 % des dépôts étaient détenus auprès de banques insolvables" 25/. Le gouvernement a obtenu un milliard de dollars de la Banque mondiale et de la Banque interaméricaine de développement et des facilités de crédit d'un milliard de dollars de la Banque des règlements internationaux (BRI) (garantis par des actions cotées en bourse de la société pétrolière YPC), qui lui permettront de remédier à l'insolvabilité des banques. Les difficultés actuelles devraient entraîner de nombreuses fusions et fermetures avant la fin de l'année; même ainsi, une grave crise bancaire ne peut être entièrement exclue.

Au cas où il ne serait pas possible de rétablir la confiance et de reconstituer les dépôts bancaires, il faudrait, pour maintenir la parité, resserrer plus encore la politique monétaire et relever les taux d'intérêt, ce qui pourrait fort bien entraîner une surdose de déflation, lourde de conséquences sociales et politiques. En revanche, un retour massif des épargnants vers le système bancaire permettrait de ralentir le processus d'ajustement extérieur; mais le risque serait que la compétitivité reste insuffisante pour que de nouvelles crises de confiance puissent être évitées.

En un mot, l'Argentine, avec un taux de change fixe, est placée devant un certain nombre de choix difficiles en matière d'ajustement extérieur. Compte tenu de l'importance de son commerce avec le Brésil, une appréciation continue du *réal* serait fort bénéfique, mais comme on le verra plus loin, ce n'est pas une option viable pour le Brésil. En conséquence, une baisse des salaires nominaux et des prix des produits non marchands ou une augmentation de la productivité tirée par l'investissement sont les seuls moyens de rétablir la compétitivité des exportations. Une baisse rapide et importante des prix et des salaires nominaux est improbable et causerait, en tout état de cause, de graves difficultés financières aux entreprises et aux banques. Il est également peu probable que l'investissement dans le secteur des produits marchands augmente en l'absence d'une amélioration du taux de change réel et d'une diminution des taux d'intérêt, actuellement supérieurs à 20 %.

C'est donc le secteur des importations qui devra supporter, en fin de compte, le fardeau de l'ajustement. Le gouvernement a décidé d'augmenter les droits de douane sur les 15 % d'articles dont les échanges n'entrent pas dans le cadre du MERCOSUR, mais cela n'aura qu'un effet limité. Une augmentation des droits de douane de plus vaste portée n'est pas faisable; elle serait de surcroît totalement contraire à la philosophie d'économie libérale du gouvernement et pourrait même éroder la confiance. La compression des importations devra donc essentiellement résulter de la baisse de la demande intérieure. Compte tenu de l'ampleur et du rythme du processus d'ajustement requis et de la faible réaction des importations à une réduction de la demande, une récession profonde et prolongée pourrait s'instaurer. Bien qu'il bénéficie d'un appui extérieur accru, le processus d'ajustement risque d'être aussi douloureux que dans les années 80.

D'autre part, une dévaluation - que les marchés pourraient imposer au pays au cas où une réduction aussi forte de la demande se révélerait politiquement inacceptable - n'est pas forcément la panacée comme le montre l'exemple du Mexique. Sachant que la plupart des crédits, y compris les prêts à la consommation et les prêts hypothécaires contractés dans les années 90, sont libellés en dollars ou indexés sur le dollar, une dévaluation engendrerait un grave problème de surendettement. Les banques pourraient subir

en retour sous forme de risque de crédit le risque de change qu'elles avaient transféré aux emprunteurs, ce qui mettrait en péril la solvabilité d'un système bancaire déjà en difficulté. En outre, comme l'économie est de fait indexée sur le dollar, une dévaluation pourrait provoquer une augmentation simultanée des prix et des salaires et, partant, causer une nouvelle poussée hyperinflationniste.

En bref, il s'agit de savoir comment rétablir l'équilibre extérieur et retrouver un taux de change compétitif tout en évitant une inflation galopante, qu'il n'avait d'ailleurs été possible de juguler qu'en sacrifiant l'équilibre de la balance extérieure et en perdant les avantages d'un taux de change compétitif. Pour stabiliser la monnaie en période de forte inflation, il faut généralement utiliser le taux de change nominal comme point d'ancrage des anticipations inflationnistes et des décisions en matière de prix et de salaires, ce qui a pour effet d'entraîner une appréciation de la monnaie. Le plus difficile est d'assurer une transition rapide et en douceur vers un régime de taux de change réel stable et durable de façon à rétablir la compétitivité sans relancer l'inflation ni déstabiliser les prix. Israël et la Bolivie ont, par exemple, réalisé cette transition avec plus ou moins de succès. Le Mexique et l'Argentine n'y sont pas parvenus, surtout parce qu'ils ont mis à profit les entrées de capitaux pour augmenter rapidement la capacité d'absorption tout en amorçant une désinflation; des politiques de stabilisation hétérodoxes ont été appliquées dans le simple but d'éviter d'importantes pertes de production et baisses du niveau de vie durant le processus de désinflation.

Le Brésil doit relever le même défi. La situation au second semestre de 1994 montrait que l'économie brésilienne suivait pratiquement la même trajectoire que les économies mexicaine et argentine. La monnaie a été stable en termes nominaux, grâce à un soutien occasionnel des pouvoirs publics. On ne s'est guère préoccupé de la surévaluation rapide de la monnaie et de la détérioration de la balance extérieure au second semestre de 1994 parce que les pressions émanant du secteur réel de l'économie ne semblaient pas particulièrement menaçantes. Le plan *réal* a favorisé une remarquable expansion de la demande qui a permis aux entreprises d'augmenter leur production et leurs ventes en dépit d'une poussée des importations sous l'effet de l'appréciation de la monnaie et de réductions tarifaires. Cette poussée des importations a été en outre jugée positive parce qu'elle atténuait la pression de la demande sur les prix. Bien que la balance commerciale ait commencé d'accuser un déficit à la fin de l'année, le niveau des réserves était encore élevé et l'on s'attendait à ce que les importations soient moins euphoriques dans un avenir proche. En outre, le processus d'assainissement budgétaire et de désindexations se heurtait à des obstacles politiques.

Les conditions ont brusquement changé avec la crise mexicaine. Le compte de capital est passé au rouge à un moment où le déficit commercial se creusait rapidement à cause de la poussée continue des importations. En réaction à cette situation, le nouveau gouvernement a apparemment procédé à une réorientation radicale en accordant toute son attention au taux de change réel et à la balance commerciale. Au début de mars, il a d'abord annoncé que les interventions de la Banque centrale se feraient à l'intérieur d'une fourchette de flottement comprenant une limite supérieure fixe et une limite inférieure baissant progressivement, ce qui a immédiatement provoqué une forte augmentation de la demande de dollars. La Banque centrale a soutenu le taux

de change à un niveau proche de la limite inférieure annoncée et le mouvement n'a été jugulé qu'au prix d'un nouveau changement de règles, avec l'adoption d'une politique de change prévoyant une fourchette de flottement avec des limites nominales supérieures et inférieures fixes. Ces mesures ont entraîné une dépréciation de 10 % du taux de change nominal. Fin juin 1995, alors que le dollar s'échangeait à 92,5 centavos (juste au-dessous de la limite supérieure d'une fourchette allant de 88 à 93 centavos), le gouvernement a préparé les conditions d'une nouvelle dévaluation en cédant aux pressions du marché et en laissant le *réal* fluctuer entre 91 et 99 centavos. Néanmoins, en valeur réelle, la monnaie vaut encore 25 % de plus qu'au moment de sa mise en circulation en juillet 1994.

Le gouvernement semble ensuite être revenu sur sa politique de libéralisation rapide du commerce et a commencé de prendre des mesures commerciales pour freiner les importations. En février 1995, les droits de douane sur les voitures importées ont été relevés de plus de la moitié. Fin mars, les droits perçus sur 100 articles importés de pays non membres du MERCOSUR, surtout des automobiles et des biens de consommation durables, ont été augmentés de 70 %. Le gouvernement a également exigé des importateurs une caution à l'importation de 20 % et leur a interdit de payer leurs importations avec des dollars empruntés. Lorsque le déficit commercial s'est aggravé en mai, il a été décidé de contingenter les importations d'automobiles.

Enfin, les pouvoirs publics ont essayé de ralentir l'économie de façon à réduire les pressions inflationnistes et à enrayer la détérioration de la balance commerciale. La croissance du PIB en rythme annuel avait été de 9 % au premier trimestre, mais pour l'ensemble de l'année 1995, elle devrait s'établir entre 5 et 6 %. Les taux d'intérêt ont été sensiblement relevés, notamment pour les prêts à la consommation. D'autre part, les droits de douane appliqués à certains biens de consommation de base, y compris des denrées alimentaires, des vêtements et autres biens de consommation courante, ont été réduits de manière sélective afin d'atténuer les pressions sur les prix et d'éviter de nouvelles hausses de salaire.

Les résultats obtenus jusque-là sont mitigés. Depuis le début de 1995, la balance commerciale a été déficitaire tous les mois (tout récemment en raison d'une forte augmentation des importations provoquée par la crainte d'une dévaluation et d'autres mesures commerciales), et les réserves ont diminué de quelque 10 milliards de dollars par rapport à la fin de 1994. Cela dit, les exportations ont récemment été extrêmement dynamiques et l'inflation a été ramenée à moins de 2 % par mois. Les taux d'intérêt réels restent néanmoins très élevés (plus de 30 % par an) et l'industrie risque d'être asphyxiée si cette situation persiste. Des mesures budgétaires doivent être prises rapidement pour réduire les pressions pesant sur la politique monétaire.

Face aux nouvelles conditions sur les marchés financiers internationaux, l'économie brésilienne s'est trouvée dans une situation particulièrement vulnérable : l'état des comptes extérieurs est devenu critique pendant les premiers mois qui ont suivi l'arrivée au pouvoir du nouveau gouvernement, alors que le programme de stabilisation commençait tout juste d'être appliqué

et que de nouvelles mesures draconiennes étaient nécessaires pour le renforcer. Mais l'un des mérites de ce nouveau gouvernement a aussi été de savoir prendre, avant qu'il ne soit trop tard, des décisions empreintes d'un plus grand réalisme.

Quant à savoir si le Brésil pourra ou non maintenir stabilité et croissance en dépit de conditions financières extérieures défavorables, la réponse dépendra de sa capacité de mettre à profit les avantages résultant du "retard" qu'a pris son "processus d'ajustement structurel". Premièrement, compte tenu des paramètres qui régissent la politique économique dans les différents pays, le Brésil a, plus que d'autres pays de la région, la possibilité d'utiliser des mesures commerciales pour corriger ses déséquilibres extérieurs et intérieurs; comme indiqué plus haut, de telles mesures ont été de fait utilisées de manière sélective pour réduire les importations et atténuer les pressions inflationnistes. Deuxièmement, son économie n'est pas dollarisée, de sorte que des dévaluations n'y auraient pas les mêmes conséquences financières qu'au Mexique et en Argentine. Troisièmement, les vastes possibilités de privatisation qui existent sont de nature à faciliter la réduction des déficits et de la dette publics qui constituent le talon d'Achille du programme de stabilisation du gouvernement.

La manière dont les économies argentine, brésilienne et mexicaine évolueront aura d'importantes incidences sur les petits pays de la région - non seulement sur les pays dont la balance courante est fortement déficitaire et qui ont de ce fait des problèmes potentiels d'ajustement similaires (par exemple, le Pérou), mais aussi sur d'autres pays dont la situation est beaucoup plus confortable (par exemple, le Chili et la Colombie). Cela s'explique non seulement par un effet bien connu de contagion, mais aussi par l'interdépendance croissante des pays à travers le commerce intrarégional. Une des conséquences de cette interdépendance croissante est que les modifications de la structure régionale des taux de change jouent aujourd'hui un plus grand rôle dans la répartition de la croissance entre les pays. Par exemple, l'accroissement des exportations du Chili vers la région dans les années 90 a été en grande partie dû à une moindre appréciation de la monnaie de ce pays par rapport aux autres monnaies. A l'heure actuelle, la structure régionale des taux de change évolue de nouveau rapidement. Depuis un an, la monnaie mexicaine s'est dépréciée et la monnaie argentine s'est appréciée vis-à-vis de presque toutes les autres monnaies latino-américaines (sauf que la valeur du peso argentin par rapport au *réal* brésilien a diminué). Toutefois, les marchés mexicain et argentin ne pouvant que se contracter, l'effet net sur les autres pays sera assurément négatif.

L'appréciation du *réal* et la croissance rapide de l'économie brésilienne après juillet 1994 ont également été bénéfiques pour les partenaires du Brésil au sein du MERCOSUR. Les exportations de l'Uruguay vers le Brésil, qui est son principal partenaire commercial à l'intérieur de ce marché, ont doublé au cours des premiers mois de 1995, ce qui a eu pour effet de réduire fortement le déficit commercial bilatéral uruguayen. La récente dévaluation du *réal* n'a donc pu que causer beaucoup d'inquiétude en Uruguay, ainsi qu'en Argentine.

Comme les pays essaient de plus en plus de ramener leurs déficits commerciaux à des niveaux supportables en intervenant sur les taux de change ou par des mesures commerciales, la tension monte dans les relations commerciales régionales, y compris dans le cadre du MERCOSUR : par exemple,

même si les exportations de voitures de l'Argentine vers le Brésil ne constituent qu'une infime partie des importations totales de voitures au Brésil, les restrictions imposées par ce pays à ce type d'importations sont une source de friction avec l'Argentine. Evoquant cette situation, un important magazine économique latino-américain a parlé d'un retour de la politique du "chacun pour soi" 26/.

F. Conclusions

A en juger par les nouvelles conditions qui sont instaurées en 1995, dans les grands pays latino-américains, les effets inhibiteurs du manque d'épargne et des taux de change sur la croissance se font de nouveau sentir. La baisse des entrées nettes de capitaux freinera la croissance en comprimant à la fois l'épargne et le volume des ressources en devises nécessaires pour le financement des importations de biens d'équipement ainsi que des importations associées à la hausse des revenus. En outre, les déséquilibres budgétaires et l'instabilité des prix causés par l'ajustement des comptes extérieurs empêcheront les moyens d'action mis en oeuvre de donner leur pleine mesure, ce qui pourrait aussi peser sur la croissance.

Pour aplanir ces obstacles, il faudra augmenter rapidement l'épargne intérieure et orienter les investissements vers les biens marchands. La question cruciale qui se pose est celle de savoir si la politique actuelle permettra d'atteindre ces objectifs. L'expérience récente montre qu'elle comporte de graves insuffisances; les réformes visant à accroître l'épargne, l'investissement et la compétitivité sont pour beaucoup dans la crise, car elles ont davantage encouragé la consommation que l'épargne et ont détourné l'investissement du secteur des biens marchands. Il faut donc revoir les réformes adoptées pour faire face à la crise des années 80 afin de déterminer ce qui doit être fait. Il ressort de l'analyse ci-dessus que l'accent doit être mis sur le financement, le commerce et le secteur public.

On s'attendait à ce que l'épargne des ménages augmente et facilite l'accumulation de capital une fois les équilibres macro-économiques fondamentaux rétablis, l'inflation maîtrisée et la "répression financière" éliminée. Toutefois, comme indiqué dans le *Rapport sur le commerce et le développement, 1994*, dans presque tous les cas d'industrialisation moderne réussie, du Japon à la République de Corée, les bénéfices ont été la principale source d'accumulation de capital dans l'industrie privée; ces bénéfices ont été conservés parce qu'il y avait volonté d'assurer une accumulation à un rythme accéléré, et l'intervention des pouvoirs publics a joué un rôle important dans ce processus. Bien que, traditionnellement, les bénéfices aient été aussi importants en Amérique latine, la propension à les réinvestir n'a pas été très forte, en raison des possibilités de s'assurer des rentes élevées par des placements dans divers secteurs improductifs. Le processus de libéralisation et de déréglementation a certes éliminé les anciennes filières de rentes improductives, mais il en a ouvert de nouvelles, notamment dans le secteur financier, ce qui a eu pour effet de détourner des ressources de l'investissement. Il sera, par conséquent, peut-être nécessaire de réglementer et de contrôler les transactions financières de façon à éliminer ces nouvelles filières dans l'objectif d'augmenter l'épargne et de promouvoir l'accumulation de capital; cela permettrait aussi de réduire l'instabilité et l'incertitude.

Le contrôle des flux de capitaux à court terme devrait être un dispositif permanent du système financier, car ces flux sont une importante source de rentes spéculatives et parce que la réussite d'un processus de développement extraverti dépend beaucoup d'un taux de change stable. L'expérience montre que si les données macro-économiques fondamentales sont bonnes, les contrôles peuvent être tout à fait efficaces. C'est ce qu'a expliqué le gouverneur de la Banque centrale de Colombie, pays qui a appliqué de telles mesures avec un réel succès :

> A l'heure actuelle, la théorie dominante veut que toutes les mesures visant à contrôler les mouvements de capitaux soient inutiles parce qu'elles deviennent assez rapidement inefficaces. Je pense que cela n'est qu'à moitié vrai. On peut faire valoir qu'une bonne partie des flux de capitaux peut être contrôlée. A cet effet, l'adoption de règles pourrait se révéler utile.
>
> L'expérience montre clairement que la réglementation ne peut pas empêcher des nationaux d'exporter des capitaux lorsqu'ils perdent confiance dans leur propre monnaie. De même, il peut être extrêmement difficile d'empêcher des nationaux de rapatrier des capitaux...
>
> Néanmoins, il est de toute évidence possible de remédier aux insuffisances des marchés qui favorisent des mouvements déstabilisateurs dus à des institutions financières contrôlées. De plus, ces institutions sont celles qui peuvent réaliser les plus gros transferts de capitaux à court terme. Dans ce cas, les mesures de contrôle sont efficaces 27/.

Il est incontestable que des obstacles au commerce de taille ne pouvaient accélérer que jusqu'à un certain point l'industrialisation en Amérique latine et qu'une forte dose de libéralisation du commerce était nécessaire. Mais en la matière, la balance a trop penché de ce côté; les droits de douane moyens et maximaux actuellement en vigueur dans les pays latino-américains sont nettement plus faibles et couvrent moins de produits que dans les pays dynamiques d'Asie de l'Est, qui ont une base industrielle plus solide et un secteur manufacturier exportateur plus développé et plus efficace 28/. Dans tous les exemples récents d'industrialisation, la libéralisation des importations a suivi, plutôt que précédé, l'expansion des exportations. Selon l'analyse détaillée présentée dans le précédent *Rapport sur le commerce et le développement* 29/ comme on le verra dans le chapitre 2 de la troisième partie ci-après, il faut dépasser les limites imposées par des avantages comparatifs statiques (main-d'oeuvre non qualifiée et ressources naturelles abondantes) et pour s'engager dans une industrialisation fondée sur l'exploitation d'avantages comparatifs dynamiques. D'où la nécessité de revoir les politiques commerciales en Amérique latine, dans le contexte des engagements déjà pris au niveau international, et de concevoir des mesures budgétaires pouvant produire le même effet que des mesures commerciales pour favoriser une industrialisation rapide fondée sur l'exploitation d'avantages comparatifs dynamiques dans des industries de haute technologie, à forte intensité de compétences.

Là encore, des efforts considérables ont été déployés pour restructurer le secteur public, rétablir la rigueur budgétaire et réduire l'inefficacité. Cependant, dans les trois principales puissances économiques latino-américaines (Argentine, Brésil et Mexique), le secteur public n'est pas encore entièrement engagé dans un processus de stabilité et de croissance économique. Les recettes fiscales sont insuffisantes et l'impôt est devenu plus régressif. L'investissement public dans les ressources humaines et l'infrastructure physique a beaucoup souffert des réductions de dépenses des années 80 et 90. Le volume des dépenses dans ces domaines est actuellement trop faible pour soutenir une croissance et une industrialisation rapides.

Il n'y a aucun désaccord concernant les variables clés sur lesquelles il convient d'agir pour accélérer la croissance et l'industrialisation en Amérique latine. Comme l'ont noté les auteurs d'un récent rapport de la Banque mondiale sur l'Amérique latine après la crise mexicaine : "Si l'Amérique latine obtient des améliorations dans trois domaines clés - compétitivité des exportations, épargne intérieure et investissement dans l'infrastructure - son taux de croissance annuel moyen pourrait notablement augmenter d'ici la fin de la décennie" 30/. Il s'agit de déterminer les politiques qui permettront d'obtenir ces améliorations. Dans cette perspective, une reformulation de la politique économique semble s'imposer.

Notes du Chapitre II

1/ Voir *Rapport sur le commerce et le développement, 1994*, deuxième partie, chap. I, "La main visible et l'industrialisation de l'Asie de l'Est".

2/ Il est vrai que la privatisation peut occasionner un investissement étranger direct mais les montants en cause sont en général modestes par rapport au produit de la vente initiale. Qui plus est, étant utilisé davantage pour créer de nouveaux moyens de production, que pour acquérir des actifs existants, surtout dans le secteur manufacturier, l'investissement étranger direct entraîne normalement des importations supplémentaires de biens d'équipement et augmente, de ce fait, la demande de devises. Ainsi, ces apports de capitaux pèsent beaucoup moins sur les taux de change que l'investissement indirect ou l'investissement direct étranger provoqué par la privatisation.

3/ On notera que dans le numéro de mai 1995 de *World Economic Outlook*, préparé par le secrétariat du FMI, la possibilité d'un effet d'entraînement spéculatif n'est pas prise en compte dans l'analyse des causes profondes de la crise. Aucune mention n'est faite des apports de capitaux *spéculatifs* à propos de la viabilité de la situation financière extérieure du Mexique. Par ailleurs, l'interprétation optimiste selon laquelle le déficit extérieur qui en résulte diminuerait avec le temps sans qu'il soit nécessaire de dévaluer, l'amélioration de la productivité entraînant une augmentation progressive de la compétitivité et des exportations, serait confirmée dans une certaine mesure par le comportement de l'investissement et des exportations (annexe I, p. 42). Certes, l'investissement s'est un peu accru mais *avant* plutôt qu'*après* la reprise des apports de capitaux (ibid., tableau 1). En outre, comme on le verra plus loin, une bonne part de cet accroissement a profité aux biens et services non échangeables. De surcroît, si les exportations totales ont progressé, l'essor des importations a été beaucoup plus rapide et le déficit extérieur n'a manifesté aucune tendance à la baisse (*ibid*.). Selon la même source, les exportations des industries manufacturières se sont développées à un rythme assez rapide en 1988-1994 tandis que le peso se valorisait en termes réels, pour partie grâce à l'accroissement de la productivité totale des facteurs qu'ont entraîné la libéralisation rapide des échanges et l'ample déréglementation des années précédentes (p. 42). On verra à la section C que cet accroissement a néanmoins été insuffisant pour neutraliser la montée des coûts salariaux unitaires en dollars et que la compétitivité internationale de l'industrie manufacturière mexicaine s'est fortement amenuisée.

4/ Comme le secrétariat du FMI le reconnaît également, si on avait procédé bien avant à un resserrement du crédit en s'appuyant sur une politique budgétaire plus restrictive, l'incidence de cette initiative sur la production et sur la solvabilité du système bancaire n'aurait peut-être pas été qualitativement différente des effets constatés à la suite de la crise de décembre (*ibid*., p. 43).

5/ *Latin American Weekly Report*, 15 juin 1995, p. 262.

6/ Voir M. Mortimore, "Paths towards international competitiveness", Santiago, Chili, janvier 1995 (document ronéotypé).

7/ M. Agosin, "Saving and investment in Latin America", UNCTAD Discussion Paper, No 90, octobre 1994, tableau 3, p. 12.

8/ J. Carlos de Souza Braga, M.A.M. Cintra et S. Danis, "Financing the Public Sector in Latin America", UNCTAD Discussion Paper (à paraître), tableau 4.

9/ *Ibid.*, tableau 3.

10/ Voir *Rapport sur le commerce et le développement*, 1989, première partie, chap. IV, "Le désordre macro-économique dans les pays en développement".

11/ Voir *Rapport sur le commerce et le développement*, 1993, deuxième partie, chap. III, sect. C.4, et encadré 12.

12/ Il convient de noter que dans le compte capital figurant dans le tableau 20 sont prises en considération les erreurs et omissions qui d'habitude rendent compte approximativement des fuites de capitaux (ou des entrées de capitaux non enregistrées). L'épargne extérieure, telle qu'elle est définie dans la balance du compte de capital, n'inclut pas la rémunération nette des facteurs à l'étranger; celle-ci est prise en compte dans le calcul de l'épargne nationale, qui est l'épargne intérieure (c'est-à-dire le PIB moins la consommation) moins le revenu net des facteurs, et dans le calcul des transferts nets de ressources (c'est-à-dire la balance du compte de capital, y compris les erreurs et omissions, moins les bénéfices et les intérêts). De toute évidence, comme les paiements nets d'intérêts ont généralement diminué dans les années 90 par rapport aux années 80, le volume des transferts nets de ressources a beaucoup plus fluctué entre les deux périodes que la balance du compte de capital, ce qui signifie que l'épargne intérieure a baissé encore plus que l'épargne nationale. Cela dit, il convient aussi de noter qu'une partie des entrées de capitaux a alimenté les réserves, en sorte que la part de l'épargne extérieure qui a servi à financer la consommation a été quelque peu inférieure à ce qui est indiqué dans le tableau 20.

13/ Cela met en lumière un problème potentiel. Pour pallier le reflux des capitaux, il faudrait accélérer l'accumulation de capital de façon à assurer l'accroissement voulu des exportations. Les dévaluations nécessaires pour l'ajustement de la balance extérieure ayant pour effet de pousser vers le haut les prix relatifs des biens d'équipement, pour obtenir le même taux d'accroissement du stock de capital, il faudrait y consacrer une part beaucoup plus grande du PIB qu'au début des années 90.

14/ Ces chiffres relatifs à l'investissement net proviennent de la même source que les chiffres bruts figurant dans le tableau 24. Ils ont été établis à l'aide de la méthode de l'inventaire permanent, sur la base d'un amortissement linéaire sur 15 ans pour les machines et le matériel, sur 40 ans pour les bâtiments à usage non résidentiel et sur 50 ans pour les bâtiments à usage résidentiel.

15/ Pour plus de détails sur la relation entre l'instabilité macro-économique et l'"option" consistant à différer les décisions d'investissement, voir, par exemple, A. Dixit et R.S. Pindyck, *Investment Under Uncertainty* (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1994).

16/ S.J. Burki et S. Edwards, "Consolidating Economic Reforms in Latin America and the Caribbean", *Finance and Development,* mars 1995, p. 7 et 8.

17/ Pour un examen des besoins en infrastructure en Amérique latine et du rôle du secteur privé, voir J.C. de Souza Braga *et al.*, op. cit.

18/ Il convient de noter que l'incidence des facteurs examinés plus haut sur l'investissement au Chili a été moindre : la monnaie s'est peu appréciée, la balance courante est restée stable, l'activité économique n'a pas subi de fortes fluctuations et l'investissement public a augmenté. En outre, l'investissement au Chili s'est davantage concentré sur les secteurs à forte intensité de facteurs primaires que sur le secteur manufacturier, où il est beaucoup plus sensible aux variations des prix relatifs.

19/ Pour un aperçu de la situation, des politiques et des perspectives les plus récentes au Mexique, en Argentine et au Brésil, voir *Latin American Economy and Business*, avril-juin 1995; et *ibid.*, *Quaterly update* No 2, juin 1995.

20/ Voir "Trade balance up, production falling", *Latin American Weekly Report*, 22 juin 1995, p. 272.

21/ *Latin American Weekly Report*, 8 juin 1995, p. 242.

22/ Renseignements fournis par le Ministère mexicain des finances.

23/ Voir L. Crawford et L. Bransten, "Bargain Time in Mexico", *Financial Times*, 14 juin 1995.

24/ J. Carlos de Souza Braga *et al.*, op. cit., p. 8 et 9.

25/ *Latin American Economy and Business*, mai 1995, p. 6.

26/ *Latin American Economy and Business*, avril 1995, p. 1.

27/ Miguel Urrutia Montoya, observations faites à la session sur "les liquidités internationales, la mobilité des capitaux et les pays en développement" de la Conférence organisée par le Groupe des Vingt-quatre à l'occasion du cinquantième anniversaire de la Conférence de Bretton Woods; Carthagène (Colombie), 18-20 avril 1994 (*International Monetary and Financial Issues for the 1990s, vol. IV - The International Monetary and Financial System: Developing Country Prospects*) (UNCTAD/GID/G24/4), p. 85 et 86.

28/ Voir *Rapport sur le commerce et le développement, 1993*, deuxième partie, chap. III, sect. B.

29/ *Rapport sur le commerce et le développement, 1994*, deuxième partie, chap. I.

30/ S.J. Burki et S. Edwards, op. cit., p. 7.

Chapitre III

LE RISQUE SYSTEMIQUE ET LES MARCHES DERIVES

A. Introduction

L'attention suscitée par le développement des marchés dérivés au cours des dernières années est liée à la crainte qu'ils ne provoquent, dans certaines circonstances, la déstabilisation de l'ensemble du système financier. Cette crainte, encore mal définie, est née de l'idée qu'une défaillance sur les marchés dérivés pourrait déclencher une réaction en chaîne, mettant en danger non seulement les participants à ces marchés, mais aussi les autres institutions financières. L'analyse qui suit est consacrée principalement au risque systémique, mais elle traite aussi des autres risques inhérents aux produits dérivés dans la mesure où ils peuvent provoquer des crises systémiques.

La corrélation entre les défaillances effectives ou potentielles et les risques systémiques est illustrée ici par plusieurs exemples concernant à la fois les marchés organisés de produits dérivés et les institutions financières intervenant sur les marchés de gré à gré 1/. Le krach boursier mondial d'octobre 1987 est particulièrement intéressant à cet égard, car non seulement il a entraîné des faillites sur le marché des contrats à terme d'actions à Hong Kong, mais il a aussi sérieusement ébranlé plusieurs autres marchés dérivés. Les dangers liés à la défaillance de sociétés détenant des positions en produits dérivés négociés de gré à gré diffèrent de ceux qui résultent de défaillances sur les marchés organisés. Du point de vue de la réglementation, cela pose notamment le problème du manque de transparence des positions des sociétés et de l'opacité des relations entre sociétés et entre marchés qui peut en résulter.

Les mesures et les propositions présentées ci-après ont trait non seulement au risque systémique en tant que tel, mais aussi à d'autres aspects. Les initiatives visant directement le risque systémique consistent à renforcer les mécanismes de défense des marchés organisés et à éviter la propagation de problèmes qui, au départ, sont localisés. D'autres mesures visent principalement les sociétés elles-mêmes, en particulier leurs mécanismes de contrôle internes. Mais, compte tenu de leurs relations avec le système dont elles font partie intégrante, ces mesures ont aussi des effets plus vastes. Les réglementations prudentielles ont des objectifs à la fois micro-économiques et macro-économiques. Les mesures de cette catégorie peuvent privilégier un aspect plutôt que l'autre, mais chacune contribue généralement au fonctionnement du système tout entier.

B. Le risque systémique et les autres risques

Dans un rapport établi en 1992 à l'intention des banques centrales du Groupe des Dix, les risques systémiques sont définis comme des risques susceptibles de provoquer une crise systémique, c'est-à-dire "une perturbation qui nuit gravement au fonctionnement du système financier et, au pire, provoque son effondrement ... Les crises systémiques peuvent avoir diverses origines, mais en définitive, elles altèrent toujours au moins l'une des trois fonctions essentielles du système financier : la répartition du crédit, les paiements et la détermination des prix des actifs financiers. Une

perturbation financière peut se transformer en crise systémique à un moment bien précis, mais cela dépend de la conjoncture financière et économique au moment où le choc se produit" 2/. Un haut fonctionnaire de la Banque des règlements internationaux (BRI) a proposé, récemment dans un discours, une illustration utile de cette définition : "Considérons, à titre d'exemple, une matrice des flux financiers dans laquelle les colonnes représentent les différents *acteurs* du marché et les lignes, les instruments qu'ils négocient. Dans ce cadre interviennent deux autres éléments : les conditions d'*équilibre du marché* et la structure *institutionnelle* (postmarché, cadre juridique et systèmes de paiement) - qui permettent aux marchés de fonctionner. Un risque systémique apparaît dès qu'un problème à l'un de ces quatre niveaux menace de provoquer des difficultés soudaines et de grande ampleur dans d'autres parties du système financier, difficultés suffisamment graves pour avoir des conséquences macro-économiques" 3/.

Ces citations montrent clairement que le risque systémique dépend du contexte dans lequel une perturbation se produit. Par exemple, comme nous le verrons plus loin, les conséquences d'une défaillance sur un marché organisé de produits dérivés dépendront du cadre réglementaire et de la rigueur avec laquelle les règlements sont appliqués. De même, l'apparition d'un risque systémique à la suite de difficultés initialement localisées dépend de la nature et de l'ampleur des engagements des autres sociétés vis-à-vis de celles qui sont touchées en premier lieu. Les conséquences d'une défaillance dépendent aussi des conditions qui règnent sur les marchés financiers au moment où elle a lieu. L'apparition d'un risque systémique est plus probable si les marchés sont instables et chaotiques. La défaillance aura alors un effet perturbateur plus important sur la psychologie du marché. En outre, l'inexécution des obligations se répercutera sur les systèmes de règlement et de financement à court terme, alors que ceux-ci sont peut-être déjà surchargés et sous pression.

Hormis le risque systémique, les risques inhérents aux produits dérivés sont principalement le risque de crédit, le risque de marché, les risques de règlement et de liquidité et les risques opérationnel et juridique. Le risque de crédit est le risque qu'une contrepartie ne s'acquitte pas de ses obligations. Le risque de marché est le risque de perte dû aux variations de la valeur en bourse d'une position avant que celle-ci puisse être compensée ou liquidée. Le risque de règlement est le risque qu'une partie, après s'être acquittée de son obligation de verser des fonds ou de livrer des produits, ne reçoive pas dans les délais les fonds ou les produits que lui doit sa contrepartie. Ce risque est particulièrement important dans les transactions impliquant des transferts à des dates différentes ou entre différentes plages horaires.

Le risque de liquidité est généralement défini comme ayant deux dimensions : le risque de liquidité monétaire ou de financement et le risque de liquidité du marché. Ce dernier correspond au risque, pour les opérateurs, de voir leurs propres transactions influer sur les cours (du moins occasionnellement). Ce risque a une incidence sur le coût et sur l'efficacité des diverses stratégies de couverture, y compris l'assurance de portefeuille (dont il sera question plus loin). Le risque de liquidité monétaire ou de financement est présent dans bon nombre des opérations des établissements financiers, et pas seulement dans celles qui portent sur des produits dérivés. Il découle des besoins périodiques de liquidités qu'il n'est pas possible de

prévoir avec exactitude. Avec les produits dérivés, ces besoins peuvent survenir brusquement et porter sur de gros montants, par suite d'une modification des conditions du marché ou de la surface financière des opérateurs, qui nécessitent le paiement d'une marge supplémentaire sur les marchés organisés ou l'ajustement des positions. Le risque opérationnel est le risque de perte dû à l'insuffisance des systèmes et des mécanismes de contrôle, à une mauvaise gestion ou à une erreur humaine. Le risque juridique, enfin, est lié aux incertitudes quant au caractère exécutoire des contrats de produits dérivés et à d'autres aspects juridiques de leur exécution.

Le risque de marché est cité parmi les principaux risques inhérents aux produits dérivés car ces instruments sont utilisés pour se prémunir contre des risques de fluctuation des cours. La couverture parfaite d'une position au moyen d'un produit dérivé n'est pas toujours possible (notamment s'il y a une corrélation imparfaite entre son prix et la valeur de la position couverte), de sorte que l'institution concernée peut encore être exposée à un risque de base résiduel 4/. Le risque de marché peut aussi découler du fait que les produits dérivés sont utilisés non seulement à des fins de couverture, mais aussi à des fins spéculatives.

Les risques décrits ci-dessus ne sont pas en soi des risques systémiques, mais leurs conséquences peuvent se répercuter sur l'ensemble du système financier en raison, notamment, de leur interaction. Le risque de crédit, en particulier, est étroitement lié à beaucoup d'autres risques non systémiques. Il peut s'accroître, par exemple, lorsque la volatilité des cours, qui est à l'origine du risque de marché, inflige des pertes aux opérateurs ou limite de toute autre manière leur capacité de s'acquitter de leurs obligations. De même, le risque de règlement associé aux engagements à court terme est étroitement lié au risque de crédit, tout comme le sont les manquements aux obligations dus à des problèmes relevant du risque opérationnel et du risque juridique. De plus, ces relations ne sont pas unilatérales, puisqu'une défaillance, ou même un manquement temporaire aux obligations, peut provoquer de fortes fluctuations des prix des actifs financiers, devenant ainsi un facteur de risque de marché.

Le risque que cette interaction engendre des menaces systémiques dépend de l'ampleur de la défaillance imputable en premier lieu à un risque ou à des risques de caractère non systémique, de l'incidence sur le fonctionnement des marchés financiers ainsi que du niveau et de la nature des engagements des autres établissements vis-à-vis de l'institution ou des institutions défaillante(s) et des marchés touchés. Comme cela est expliqué plus loin, une seule défaillance importante sur un marché organisé peut perturber gravement son fonctionnement, ou même le paralyser, mais, avec un cadre juridique approprié et une surveillance rigoureuse, un tel événement devrait être très improbable aujourd'hui. Plus généralement, quel que soit son caractère initial, toute perturbation des systèmes de financement et de paiement peut être amplifiée par les relations réciproques qui sous-tendent la liquidité et la solvabilité des établissements financiers et par leur engagement sur les mêmes marchés d'actifs. Comme nous le verrons plus loin, le fait que des risques non systémiques peuvent engendrer, dans certaines circonstances, des difficultés systémiques est très important pour la prévention. En effet, les mesures prises pour limiter les risques non systémiques ont pour effet de réduire aussi les risques systémiques.

C. Problèmes concrets rencontrés sur les marchés dérivés

1. La défaillance du marché de l'étain en 1985

Jusqu'à présent, les défaillances intervenues sur des marchés organisés ont rarement compromis leur existence. Cette menace planait cependant sur le marché de l'étain, en octobre 1985, lorsque le directeur du stock régulateur du Conseil international de l'étain a annoncé que cet organisme n'était pas en mesure de s'acquitter de ses obligations, qui étaient estimées à quelque 900 millions de livres, et qui consistaient en contrats à terme pour l'achat d'étain à la Bourse des métaux de Londres (BML) et en prêts bancaires 5/. A l'époque, les transactions à la BML se faisaient directement entre acheteurs et vendeurs. Autrement dit, aucune chambre de compensation ne garantissait l'exécution des contrats en s'interposant en tant que contrepartie dans chaque transaction, comme c'est habituellement le cas sur les marchés organisés de contrats à terme et d'options. Non seulement l'absence de chambre de compensation augmentait les risques mais elle a sans doute aussi contribué au manque de transparence des opérations, qui a abouti à la situation intenable dans laquelle se trouvait le Conseil international de l'étain 6/.

La Bourse des métaux de Londres a réagi en suspendant les transactions sur l'étain, afin d'éviter la chute des cours, qui aurait menacé la solvabilité des opérateurs sur le marché de l'étain, mais aussi sur les autres marchés de la BML. Une telle débâcle aurait fort bien pu sonner le glas de cette institution. Les sociétés les plus directement touchées étaient principalement des filiales de sociétés transnationales, producteurs et transformateurs de métaux et sociétés de négoce, mais leur capitalisation était relativement faible (moins de 10 millions de livres en moyenne), et il n'était pas certain que leurs sociétés mères étaient disposées à couvrir leurs pertes. Il était évidemment difficile d'évaluer avec précision les conséquences qu'aurait eues l'effondrement généralisé des engagements interdépendants entre courtiers, producteurs, consommateurs et banquiers. Néanmoins, d'après une étude effectuée par la Banque d'Angleterre au début de 1986 sur la base d'un scénario catastrophe 7/, les dettes totales des membres de la Bourse envers les banques auraient pu atteindre 6,2 milliards de livres, si le pire s'était produit 8/. Certes, ce scénario catastrophe n'était qu'une hypothèse, mais la crise de l'étain a quand même eu des répercussions sur les autres marchés de la Bourse des métaux de Londres où certains opérateurs ont hésité à traiter avec les courtiers qui étaient réputés courir un risque en raison de leurs positions dans l'étain 9/.

Finalement, en mars 1986, il a été décidé de liquider tous les contrats sur l'étain qui n'avaient pas encore été réglés à un prix fixe uniforme (basé sur le prix du marché en vigueur). Les opérateurs concernés ont subi des pertes dont l'importance a été fonction de la nature et du montant de leurs positions et de la différence entre le prix de liquidation et les prix d'achat ou de vente prévus dans leurs contrats. Après de longues négociations, le Conseil international de l'étain et ses créanciers sont parvenus à un accord au sujet du règlement de ses obligations, et le Conseil s'est acquitté envers ses créanciers au début de 1990. Les transactions sur l'étain avaient repris en 1989. Auparavant, la Bourse des métaux de Londres s'était dotée, en mai 1987, d'une chambre de compensation, conformément à la nouvelle réglementation des marchés financiers au Royaume-Uni, instituée par la loi de 1986 sur les services financiers.

2. La menace d'effondrement du marché des contrats à terme d'instruments financiers de Hong Kong

Le krach boursier d'octobre 1987 a eu des répercussions sur toutes les places financières du monde. Le marché boursier de Hong Kong a été l'un des plus durement touchés et c'est seulement au prix d'un vaste plan de sauvetage que le marché des contrats à terme d'actions a pu échapper à une débâcle totale. En mai 1986, un contrat à terme sur l'indice Hang Seng avait été introduit sur le marché à terme de Hong Kong (Hong Kong Futures Exchange-HKFE) qui venait d'être réorganisé. D'emblée, les transactions ont suscité le vif intérêt des spéculateurs, attirés, en particulier, par le prix relativement peu élevé de ce contrat au regard des prix internationaux et par les échéances courtes (un, deux et trois mois) pour lesquelles il pouvait être négocié. La défaillance du marché en octobre 1987 a brutalement exposé au grand jour les insuffisances du cadre juridique et institutionnel du marché des contrats à terme et des mécanismes de surveillance de ce marché.

La chute des cours à Hong Kong (l'indice Hang Seng avait baissé de 11 %) s'est produite avant l'ouverture des marchés aux Etats-Unis, le lundi 19 octobre. Le Conseil d'administration de la Bourse a aussitôt décidé de fermer l'établissement pour le reste de la semaine, invoquant le risque de panique et de dérèglement du marché, la possible précarité des positions de liquidité des courtiers et le risque de ruée sur les banques. L'attention a été attirée aussi sur le fait que le système de règlement de la Bourse - qui était censé fonctionner en continue - était surchargé avec un arriéré de 250 000 transactions non réglées, soit l'équivalent d'une semaine d'activité.

Après la fermeture de la Bourse, les transactions sur les contrats à terme de titres financiers ont été suspendues. Dans les jours qui ont suivi, il a été signalé aux autorités que la Hong Kong Futures Guarantee Corporation (HKFGC) n'aurait pas suffisamment de ressources pour faire face à des défaillances multiples sur le Hong Kong Futures Exchange (HKFE), et que l'effondrement de ce dernier pourrait conduire à des ventes massives d'actions couvertes par des contrats à terme ou détenues dans le cadre d'opérations d'arbitrage. Des chiffres de l'ordre de 5 à 6 milliards de dollars de Hong Kong ont été cités (soit à peu près 1,25 % de la capitalisation du marché en décembre 1987). Un plan de sauvetage de la HKFGC a donc été mis en place. Il prévoyait l'octroi d'un prêt de 2 milliards de dollars de Hong Kong, financé à moitié par le gouvernement et à moitié par diverses institutions financières. Le lundi 26 octobre, les cours boursiers se sont de nouveau effondrés, cette fois de 33 %. La majeure partie du prêt a été rapidement utilisée pour couvrir les défaillances sur le marché à terme et le gouvernement a été contraint de mettre sur pied un nouveau plan de sauvetage du même montant (qui, en l'occurrence, n'a pas été tiré). A la suite de cette expérience éprouvante, il a été décidé de créer une commission d'examen des opérations boursières, présidée par un ancien directeur du marché des assurances de Lloyds, M. Ian Hay Davison, et chargée d'examiner le marché boursier et le marché des contrats à terme sur titres, lesquels ont ensuite été soumis à des règles plus strictes.

Comment expliquer que la HKFGC se soit trouvée dans une situation où l'épuisement imminent de ses ressources menaçait le fonctionnement du HKFE ? Les mécanismes de compensation et de garantie n'ont pas les mêmes caractéristiques sur tous les marchés à terme, mais ils sont généralement de même nature. Leur pièce maîtresse est une chambre de compensation qui, comme cela a été dit dans la section précédente, s'interpose entre les acheteurs et les vendeurs en tant que contrepartie dans toutes les transactions. Les positions longues et courtes des membres de la chambre de compensation sont évaluées quotidiennement aux cours du marché et les comptes qu'ils détiennent auprès de la chambre de compensation sont crédités ou débités en conséquence, les montants demandés à la suite d'appels de marge devant être versés dans les meilleurs délais. Les membres peuvent effectuer des transactions pour leur propre compte, mais ils doivent aussi compenser toutes les opérations effectuées par des tiers, sociétés ou particuliers, qui détiennent eux-mêmes des comptes sur marge auprès des membres. Les chambres de compensation sont généralement habilitées à augmenter le montant de leurs dépôts, si elles le jugent nécessaire pour protéger l'intégrité financière du marché, mesure qui peut être prise, par exemple, en période de grande volatilité. Au cas où les membres ne pourraient pas s'acquitter de leurs obligations (par exemple, à cause de la défaillance de leurs clients), la chambre de compensation peut tirer sur ses ressources - réserves, emprunts, montants disponibles au titre de polices d'assurance et fonds versés par ses membres (ou par ses actionnaires, s'ils sont différents).

Pour qu'une chambre de compensation - et le marché à terme qu'elle dessert - fonctionne bien, il est essentiel que les mécanismes de paiement des marges soient au point et que la chambre dispose de réserves suffisantes pour pouvoir honorer les obligations engendrées par la défaillance de ses membres. A l'automne 1987, le HKFE ne satisfaisait à aucune de ces deux conditions. Le montant disponible pour faire face à des ponctions massives dans les ressources de la HKFGC ne dépassait pas 22 millions de dollars de Hong Kong. Ce montant, qui comprenait le capital initial de la société et les réserves accumulées, était largement insuffisant. Il suffit, pour s'en convaincre, de le comparer à la valeur des quelque 35 000 positions non liquidées, qui équivalait à environ 7 milliards de dollars de Hong Kong 10/. Dans le cadre du HKFE, le financement de la HKFGC, qui avait pour actionnaires six banques de Hong Kong et la chambre de compensation elle-même, ne relevait pas de la responsabilité collective des membres de la chambre de compensation, car on supposait que les six grandes banques actionnaires feraient le nécessaire pour préserver l'intégrité du HKFE.

Parmi les contrats sur titres en cours en octobre 1987, la plupart des positions courtes prises à des fins de couverture et d'arbitrage étaient détenues par des investisseurs institutionnels, principalement d'origine étrangère. La plupart des positions longues étaient détenues par des spéculateurs et, de par leurs caractéristiques, elles pouvaient être très vulnérables en cas d'effondrement des cours des actions. Un seul opérateur (un magnat de l'immobilier expatrié) en détenait environ 50 %, avec ses associés. Le reste était détenu en grande partie par de petits investisseurs, y compris des chauffeurs de taxi et des *amahs* (gouvernantes chinoises) 11/. La vulnérabilité du marché à terme était accentuée par le fait que de nombreux courtiers n'avaient pas exigé de leurs clients le dépôt de garantie obligatoire. La Commission Hay Davison ne précise pas comment les membres de la chambre de compensation ont réglé leurs obligations envers cet organisme,

qui correspondaient aux dépôts de garantie qui n'avaient pas été versés par leurs clients. Elle fait cependant état à ce sujet de crédits d'impôt et de la certitude croissante que le marché resterait haussier 12/ - ce qui donne à penser que les obligations en question ont été réglées à crédit. Le krach a entraîné la défaillance de nombreux courtiers, ce qui a conduit à la liquidation de plus de 30 % des sociétés membres de la chambre de compensation 13/.

Le premier plan de sauvetage du marché des contrats à terme, décrit précédemment, a été mis sur pied sans que l'on n'ait l'assurance que les actionnaires de la HKFGC soutiendraient cet organisme. Le second plan a été adopté après que le Président de la HKFGC eut fait savoir au Ministre des finances de Hong Kong, le 26 octobre, que si des ressources supplémentaires n'étaient pas trouvées rapidement, la HKFGC cesserait d'accorder des garanties (ce qui aurait entraîné la fermeture du marché à terme). Alors que tous les actionnaires de la HKFGC avaient participé, à hauteur de 25 %, au premier plan de soutien, deux seulement se sont associés au second. Autrement dit, leur engagement était bien inférieur à ce qui avait été supposé au moment de l'ouverture du marché des contrats à terme sur l'indice Hang Seng, en 1986.

Cet exemple montre à tous les pays, y compris les pays en développement, qui envisagent de créer des marchés à terme d'instruments financiers combien il est dangereux de le faire lorsque le cadre juridique et institutionnel ou les mécanismes de contrôle sont insuffisants. Le récit du krach fait par quelqu'un qui connaissait bien, de longue date, les marchés financiers de Hong Kong met en lumière le fait qu'en octobre 1987, les principaux responsables n'avaient pas pleinement saisi les risques liés à la forte expansion de l'activité boursière et à la participation accrue d'investisseurs étrangers aux marchés des actions et des contrats à terme 14/. Le rapport de la Commission Hay Davison montre bien comment la dispersion des fonctions et des obligations a nui au fonctionnement du marché 15/. Par exemple, les membres de la chambre de compensation n'avaient pas le droit de participer à la gestion et au contrôle de cet organisme. La relation juridique entre le HKFE et la HKFGC était mal définie - d'ailleurs, on ne savait pas très bien si une quelconque institution intervenait effectivement en tant que contrepartie dans les transactions des membres de la chambre de compensation. Cela a entraîné la dilution de la responsabilité collective des membres eu égard à l'intégrité des marchés. Les réformes adoptées ensuite par les autorités de Hong Kong étaient destinées à remédier à ces déficiences. Elles ont consisté notamment à clarifier la situation de la chambre de compensation, qui est maintenant une filiale à 100 % du HKFE et qui est dotée d'un fonds de réserve capable de mobiliser des ressources importantes pour faire face aux conséquences de défaillances.

3. Les tensions sur les marchés des Etats-Unis pendant le krach d'octobre 1987

Le comportement des marchés des actions et des marchés des contrats à terme et des options sur titres aux Etats-Unis au moment du krach boursier d'octobre 1987 jette une lumière intéressante sur bon nombre des risques qui sont associés aux produits dérivés du fait de l'intégration de ces marchés par le biais de l'arbitrage, des stratégies de redistribution d'actifs et de l'assurance de portefeuille 16/. Les risques accrus encourus au moment du krach ont été analysés en détail dans des études officielles et autres 17/.

La présente analyse se limitera à deux questions qui ont un lien particulier avec le risque systémique : la première a trait au fonctionnement des mécanismes de compensation et de règlement en période de forte augmentation du volume des transactions et d'instabilité des marchés, et la seconde concerne les effets des importants déplacements des pressions à l'achat et à la vente entre les marchés des actions et les marchés dérivés. La première question est intéressante non seulement en raison du contraste avec la situation à Hong Kong décrite dans la section précédente, mais aussi parce que de nombreux éléments du cadre institutionnel et réglementaire des marchés des contrats à terme et des options aux Etats-Unis sont de plus en plus souvent pris comme modèles dans d'autres pays. La seconde question mérite une attention particulière parce que les déplacements d'un marché à l'autre des pressions à l'achat et à la vente peuvent avoir un effet déstabilisateur et les stratégies auxquelles ils obéissent peuvent prendre une importance croissante dans d'autres pays 18/.

Au moment du krach, les mécanismes de compensation et de règlement sur les marchés à terme d'instruments financiers et sur les marchés d'options aux Etats-Unis ne fonctionnaient pas du tout de la même façon qu'à Hong Kong. Les opérations de compensation et de règlement effectuées le 19 octobre sur les marchés des contrats à terme sur titres n'ont entraîné la défaillance d'aucun organisme de compensation, bien que l'indice Standard & Poor (S & P) de 500 actions (sous-jacent au contrat à terme le plus largement négocié) ait enregistré sa plus forte variation en une seule journée. Au Chicago Mercantile Exchange, où est négocié le contrat à terme S & P, les appels de marge ont atteint 2 milliards de dollars, soit 20 fois plus que la moyenne de 1987 jusqu'en octobre 19/. Naturellement, le dérèglement du marché s'est accompagné de signes de tension. Des rumeurs ont circulé, annonçant la faillite imminente de tels ou tels courtiers ou organismes de compensation, et la circulation de l'information entre les intervenants a été profondément perturbée. Mais, ce qui est plus important du point de vue de la réglementation, c'est que les retards de paiement risquaient d'accroître les engagements à court terme des chambres de compensation vis-à-vis des banques de compensation (par l'intermédiaire desquelles les chambres de compensation reçoivent les dépôts de garantie de leurs membres) et ceux des chambres de compensation vis-à-vis de leurs clients 20/. Ces retards sont un constant sujet de préoccupation pour les autorités de contrôle des marchés financiers, qui craignent qu'une brusque augmentation des engagements à court terme en période de grande volatilité des marchés n'influe de façon négative sur l'appréciation de la solvabilité, ce qui aurait de graves conséquences pour l'ensemble du processus de règlement des dépôts obligatoires. Comme cela est expliqué plus loin dans la section D.1, les retards de paiement observés pendant le krach ont ensuite amené à prendre des dispositions pour éviter les contretemps dans les opérations de compensation et de règlement sur les marchés à terme.

Le krach boursier a provoqué des tensions plus évidentes dans le cas de l'Options Clearing Corporation (OCC), organisme qui assure la compensation et le règlement des options sur titres négociées sur les principales places des Etats-Unis. Bien que le calcul des dépôts de garantie ne se fasse pas de la même façon que sur les marchés à terme, les procédures de règlement ont plusieurs caractéristiques communes. Dans le cas de l'OCC également, la crise a entraîné une forte augmentation des appels de marge. Un membre compensateur (H.B. Shaine and Co.) ayant fait faillite le 19 octobre, l'OCC a dû couvrir

les pertes à hauteur de 6,8 milliards de dollars (soit 2,45 % des fonds disponibles) 21/. Comme plusieurs autres membres ont eu des difficultés à répondre aux appels de marge, l'OCC a réagi en interprétant avec souplesse ses règles en matière de règlement et en imposant des restrictions aux opérations des sociétés en question. Cette démarche a permis d'éviter de nouvelles faillites, sans pour autant compromettre la situation financière de l'OCC, car les dépôts de garantie qu'elle détenait dépassaient largement les montants obligatoires 22/.

Les recherches empiriques n'ont pas abouti à un consensus au sujet des effets des marchés dérivés sur la volatilité des cours des actions. Les travaux dont il est fait une synthèse dans l'étude de la Securities and Exchange Commission des Etats-Unis sur le krach boursier de 1987 montrent que l'introduction des contrats à terme a entraîné une plus grande instabilité des cours sur une journée, mais pas d'un jour à l'autre 23/.

Toutefois, comme cela est dit dans cette étude, l'existence du marché à terme a amené les opérateurs à adopter des stratégies qui ont considérablement accru la vitesse et la concentration des transactions, de sorte qu'il est plus difficile d'assurer le fonctionnement ordonné du marché boursier 24/. Deux des études officielles sur le krach boursier accordent une importance particulière aux pressions à la vente résultant de l'application de ces stratégies à certains moments en période de fortes fluctuations des cours 25/. Ces études, ainsi que d'autres, montrent aussi comment, sur des marchés instables et désordonnés, la multiplication des voies de transmission des pressions à l'achat et à la vente et les écarts qui en résultent entre les prix au comptant et les prix à terme peuvent compliquer l'interprétation des informations sur les conditions du marché. En outre, il a été établi que l'idée selon laquelle l'assurance de portefeuille était à l'origine d'un surcroît de pressions à la vente avait eu un effet négatif sur la psychologie du marché. Ces effets sur la transparence et sur les anticipations ont réduit la liquidité du marché, accentuant ainsi la volatilité des cours.

Comme cela a déjà été dit, les autorités de contrôle des Etats-Unis ont pris des mesures pour tenir compte des leçons de la crise boursière de 1987. Bien que le cadre juridique et institutionnel ait été beaucoup plus solide aux Etats-Unis qu'à Hong Kong, les événements qui viennent d'être décrits apportent une preuve supplémentaire des tensions qui peuvent résulter de la concentration d'importants mouvements de capitaux, en raison des interactions entre le marché boursier et les marchés dérivés. Dans de telles circonstances, les défauts ou les lacunes du cadre juridique et institutionnel peuvent compromettre l'existence même des marchés touchés.

4. Les défaillances d'institutions opérant sur les marchés de gré à gré

Les problèmes décrits précédemment sont liés aux opérations sur les marchés organisés de produits dérivés. Comme cela a déjà été dit, ces marchés sont soumis à des règles qui visent à minimiser les pertes en cas de défaillance des membres des chambres de compensation de leurs clients et à couvrir celles qui surviennent néanmoins. Mais au cours des dernières années, plusieurs institutions financières opérant sur les marchés de gré à gré ont fait faillite. La liquidation de leurs portefeuilles n'a pas entraîné de perturbations majeures. Il reste maintenant à tirer de ces exemples des conclusions générales sur la maîtrise du risque systémique.

Les institutions en question sont la British and Commonwealth Merchant Bank (BCMB), la Development Finance Corporation de Nouvelle-Zélande (DFC), la Bank of New England (BNE) et Drexel Burnham Lambert (DBL). Au moment où elle a fait faillite, la DFC détenait un portefeuille de swaps dont la valeur en principal notionnel était de 3 à 4 milliards de dollars, tandis que la BCMB avait un portefeuille de swaps et d'autres instruments de gré à gré liés aux taux d'intérêt d'une valeur d'environ 2 milliards de livres 26/. Ces portefeuilles n'étaient pas suffisamment importants pour que ces deux établissements aient été considérés comme des opérateurs de premier plan sur les marchés dérivés. Lorsque la BNE a fait faillite, au début de 1991, la valeur notionnelle de son portefeuille d'instruments de gré à gré était de 6,6 milliards de dollars. Or, un an plus tôt, lorsque la BNE a été qualifiée officiellement de banque en difficulté et a été soumise à la surveillance renforcée des autorités de contrôle, à savoir la Réserve fédérale et l'Office of the Controller of the Currency, la valeur notionnelle de son portefeuille était de 30 milliards de dollars 27/. En février 1990, au moment de la faillite de Drexel Burnham Lambert, sa filiale DBL Products détenait un portefeuille de swaps et d'autres instruments liés aux taux d'intérêts d'une valeur notionnelle de 30 milliards de dollars, ce qui la plaçait à peu près au vingtième rang parmi les quelque 800 institutions financières américaines ayant déclaré la valeur notionnelle de leurs portefeuilles de swaps en 1990.

L'attribution à la BNE du statut de banque officiellement en difficulté est intervenue après l'annonce, en janvier 1990, d'une perte de plus de un milliard de dollars pour 1989 (due en grande partie au non-remboursement de prêts dans le secteur immobilier). En 1990, les contreparties n'ont pas voulu conclure de nouveaux swaps avec la BNE pour ne pas s'engager durablement envers une banque en difficulté, mais la banque a poursuivi ses opérations sur le marché à terme (à des conditions de plus en plus rigoureuses). La BNE a pu réduire de près de 80 % son portefeuille d'instruments de gré à gré, de façon relativement ordonnée, avant de se déclarer en état de cessation de paiements, en janvier 1991. Le dénouement des contrats sur produits dérivés s'est poursuivi après que la Federal Deposit Insurance Corporation eut pris les choses en mains, mais il restait un portefeuille d'une valeur en bourse d'environ 80 millions de dollars en juillet 1990, lequel a été acheté avec la banque par le groupe financier Fleet/Norstar.

La filiale DBL Products n'a pas engagé de procédure de faillite en même temps que sa société mère le groupe DBL, ce qui lui a permis de réduire progressivement ses opérations en maximisant autant que possible la valeur de ses actifs et en minimisant ses pertes. Alors que la plupart des accords de swap conclus par DBL Products auraient permis à ses contreparties de se dégager de leurs obligations après la faillite du groupe DBL, rares sont celles qui l'ont fait 28/. Pendant les trois mois et demi qui ont précédé son dépôt de bilan, à la fin de mai, DBL Products a liquidé la quasi-totalité de son portefeuille de swaps en brandissant, dans les négociations avec ses contreparties, la menace d'une coûteuse procédure judiciaire au cas où elles voudraient se retirer, et en exploitant leur crainte qu'en cas de retrait, les autres intervenants sur le marché des swaps hésitent à traiter avec elles par la suite. DBL Products a récupéré la totalité des fonds qui lui étaient dus au titre de la plupart de ses contrats et a versé 70 à 75 % des sommes qu'il devait.

Bien que la BNE et DBL Products soient intervenus massivement sur les marchés dérivés, les autorités de contrôle des marchés financiers semblent hésiter à tirer de ces deux cas des conclusions générales sur les liens entre la faillite d'institutions financières et le risque systémique. Cela tient en partie à ce que de nombreux établissements possèdent des portefeuilles de produits dérivés de gré à gré qui sont beaucoup plus importants que ceux de la BNE et de DBL Products du point de vue du nombre de marchés et de pays. De plus, dans les deux cas, les autorités de contrôle elles-mêmes avaient tout mis en oeuvre, en tant qu'administrateurs ou médiateurs, pour faire en sorte que l'effondrement des deux institutions provoque le moins de perturbations possible 29/. L'attitude des autorités s'explique aussi par le fait qu'une faillite aurait des conséquences beaucoup plus graves si elle se produisait en période de tensions, par exemple à un moment où les cours sur les marchés organisés sont très instables. Dans de telles circonstances, les difficultés causées par la non-exécution des obligations sur les marchés de gré à gré pourraient être aggravées par des défaillances sur les marchés organisés. Les autorités semblent craindre aussi qu'en cas de défaillance soudaine et inattendue, la nature des engagements de la société ou des sociétés concernées soit difficile à saisir, en raison du manque de transparence. Cette crainte est évidemment motivée en partie par la multiplicité des relations existant entre les marchés dérivés, les marchés de gré à gré et les marchés organisés 30/.

D. Réglementation et contrôle

Les produits dérivés ont une longue histoire. Les contrats à terme sont une évolution des contrats à livraison différée, par lesquels deux parties s'entendent sur la livraison d'une quantité déterminée de produits ou de devises à un prix ou à un taux de change déterminé. Le développement de cette forme de contrat dans le contexte de marchés organisés tels que ceux de l'Europe médiévale et de l'Europe de la Renaissance a permis une normalisation progressive des modalités contractuelles, d'où une plus grande transférabilité des contrats et une plus grande facilité de règlement 31/. Le négoce du riz dans le Japon du XVIIe siècle est souvent cité comme le premier exemple historique d'un marché à terme au sens moderne 32/. Des options de change de gré à gré existaient dans l'Allemagne du XIXe siècle 33/. Mais l'actuel éventail de contrats à terme d'instruments financiers, d'options et d'échanges financiers correspond à une évolution relativement récente. Il n'est donc pas surprenant que la réglementation applicable aux produits dérivés soit encore à maints égards rudimentaire, et malgré une tendance récente à la convergence, les réglementations nationales continuent d'être sensiblement différentes (ce qui s'explique non seulement par les traditions propres à chaque pays en matière de droit des affaires et de supervision financière, mais aussi par la diversité des situations concernant l'accès à ces instruments et l'activité des entreprises sur les marchés dérivés).

Comme il était suggéré dans l'introduction du présent chapitre, les sujets à examiner en matière de réglementation et de contrôle concernent à divers degrés les risques systémiques. La réglementation et la supervision financières intéressent traditionnellement un large éventail de questions, dont certaines ont directement trait au fonctionnement du système financier, tandis que d'autres concernent avant tout le fonctionnement des entreprises et les relations entre celles-ci et leurs clients. Toutefois, étant donné que

le fonctionnement du système ne peut être considéré isolément des positions des différents participants, les secondes influent, en dernière analyse, sur les premières, avec des effets plus immédiats dans certains cas que dans d'autres.

Les régimes réglementaires appliqués aux produits dérivés restent largement marqués par leurs origines nationales, même si beaucoup de leurs éléments témoignent de l'influence des enseignements tirés de l'expérience d'autres pays. Mais comme dans le secteur bancaire international d'une façon plus générale, non seulement ces régimes, mais aussi les pratiques de gestion des entreprises, font de plus en plus l'objet d'initiatives émanant d'institutions et d'organismes supranationaux. On trouvera à la suite non pas un examen détaillé de la réglementation et du contrôle, mais une étude partielle visant à illustrer les grandes tendances dans ce domaine. Le premier ensemble de mesures abordé ici concerne des mesures dont les principaux objectifs sont manifestement de nature systémique. Sont ensuite analysées des initiatives traitant des contrôles internes des entreprises, qui ont un lien plus indirect avec le risque systémique. Un troisième groupe de mesures concerne divers aspects du fonctionnement ordinaire des marchés dérivés, et non pas nécessairement le risque systémique en tant que tel. Mais comme on l'a vu plus haut, ces deux aspects ne sont, dans la pratique, jamais complètement séparés.

1. Amélioration des marchés

On a déjà évoqué un certain nombre de réformes des marchés organisés, qui avaient manifestement pour principal objectif de réduire le risque systémique. La création d'une chambre de compensation à la Bourse des métaux de Londres relève de cette catégorie de mesures, tout comme la révision du cadre juridique et institutionnel du marché des contrats à terme de Hong Kong après la crise de 1987. Les leçons tirées du krach boursier ont également conduit à l'adoption de mesures, ailleurs, visant à renforcer les marchés en période de tension. Par exemple, en février 1988, un fonds de garantie de 100 millions de livres sterling a été constitué pour garantir les contrats à terme et les contrats d'options compensés par la chambre de compensation du marché à terme londonien des instruments financiers (LIFFE), qui étaient auparavant seulement garantis par les fonds propres relativement modestes de la société propriétaire de la chambre de compensation et par l'obligation morale de ses actionnaires (arrangement analogue à celui qui existait à Hong Kong avant le krach boursier) 34/. Aux Etats-Unis, les mesures de réglementation ont surtout porté sur les moyens de réduire les risques à court terme au cours du processus de compensation et de règlement. Par exemple, un accord a été conclu en 1988 entre le (Chicago) Board of Trade Clearing Corporation, le Chicago Mercantile Exchange et leurs banques de règlement en vertu duquel les transferts effectués par les banques de compensation à la chambre de compensation pour le règlement des marges étaient définitifs et irrévocables, indépendamment de la position vis-à-vis de la banque de compensation du membre compensateur devant honorer le règlement 35/.

En dépit des diverses améliorations apportées à l'encadrement juridique et institutionnel des principaux marchés de contrats à terme et d'options et l'adoption dans de nombreux cas de règles analogues dans certains domaines, les différences qui subsistent concernant cet encadrement et la rigueur de la supervision restent une source potentielle d'arbitrage réglementaire.

De plus, les règles relatives à l'échange d'informations entre organismes de surveillance restent rudimentaires par rapport aux règles en vigueur pour les activités bancaires internationales. En fait, les arrangements applicables aux banques internationales (qui ont notamment fait l'objet de directives du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire) 36/ sont probablement à l'heure actuelle, dans la plupart des cas, le principal vecteur de tels échanges d'informations, mais tout laisse à penser qu'ils sont insuffisants dans la mesure où la réglementation nationale des activités bancaires est distincte de la réglementation nationale des marchés à terme 37/.

2. Contrôles internes

Divers organismes ont récemment publié des recommandations sur les contrôles internes relatifs aux opérateurs et aux utilisateurs de produits dérivés. L'étude publiée en 1993 par le Groupe des Trente (mentionnée dans la section C.4 plus haut) a suscité une attention particulière dans ce contexte. Les recommandations détaillées 38/ du Groupe peuvent être résumées comme suit : les entreprises ou établissements qui négocient ou qui utilisent ces instruments devraient 1) déterminer au plus haut niveau de direction et de décision l'ampleur de leurs activités sur le marché des produits dérivés et les politiques à appliquer; 2) évaluer leurs positions sur produits dérivés aux prix du marché, au moins aux fins de gestion des risques; 3) quantifier leurs risques de marché dans des conditions de marché défavorables par rapport à des limites, réaliser des simulations de crise et prévoir les besoins d'investissement et de financement en liquidités; 4) évaluer les risques de crédit découlant des transactions sur produits dérivés sur la base de mesures fréquentes des risques courants et potentiels par rapport aux limites de crédit; 5) réduire les risques de crédit en ayant davantage recours à des accords-cadres multiproduits assortis de dispositions de compensation libératoire 39/, et en veillant à ce que les transactions sur produits dérivés relèvent de régimes juridiques appropriés; 6) bien séparer les fonctions de gestion du risque de marché et du risque de crédit - en en définissant clairement les compétences - de la fonction commerciale 40/; 7) autoriser uniquement des professionnels possédant toutes les compétences et l'expérience voulues à s'occuper de tous les aspects de la gestion des produits dérivés et de la gestion des risques afférents à ces produits; 8) mettre en place des systèmes d'information de gestion suffisamment perfectionnés pour mesurer, gérer et signaler rapidement et de façon précise les risques liés aux produits dérivés; et 9) adopter des pratiques de comptabilité et de publication permettant une harmonisation internationale et une plus grande transparence, en attendant l'adoption de normes internationales.

Des sujets analogues ont été traités dans des documents publiés simultanément par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et par le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) 41/. Les deux documents visaient à fournir des orientations aux autorités de surveillance pour la mise au point de stratégies concernant le contrôle des transactions sur produits dérivés des établissements financiers. Mais ils présentaient aussi un intérêt évident pour les opérateurs et les utilisateurs finals.

Comme il a été noté précédemment, certains sujets visés par des directives d'ordre micro-économique concernant la gestion et le contrôle interne ont un lien plus direct que d'autres avec des problèmes de risque systémique. On peut notammment mentionner le risque de liquidité et la simulation de situations de crise. Le risque de liquidité (décrit plus haut dans la section B) concerne à la fois les effets possibles sur les prix des actifs des transactions réalisées par les opérateurs du marché et les difficultés d'accès à des fonds liquides. Ces deux aspects du risque de liquidité peuvent devenir particulièrement importants en période d'évolution rapide et désordonnée des marchés. Les simulations de situations de crise peuvent indiquer l'évolution probable des portefeuilles des entreprises dans de telles conditions, ce qui permettrait de réduire les risques de défaillance au moment même où ces risques seront aussi les plus grands pour la plupart des autres opérateurs du marché 42/.

On note actuellement une tendance à faire jouer aux contrôles internes des banques un rôle explicite dans les normes de contrôle prudentiel et à s'appuyer davantage sur les données découlant de ces contrôles pour l'information des autorités de surveillance 43/. Cela a notamment pour avantage de réduire le coût pour les institutions déclarantes de la production de l'information demandée. Cette tendance a également été encouragée par ceux qui considèrent les modèles utilisés par les banques pour leurs contrôles internes comme le moyen le plus approprié d'établir les exigences de fonds propres à respecter au regard des risques financiers. Cette approche est préconisée en ce qu'elle facilite l'adaptation des normes de fonds propres à l'évolution souvent rapide des instruments et des systèmes de gestion des risques associés à l'innovation financière 44/. Dans ses plus récentes propositions concernant les exigences de fonds propres à respecter par rapport aux risques de marché (voir ci-après), le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire accepte l'utilisation, sous certaines conditions, de modèles internes pour la mesure de ces risques.

3. Normes prudentielles et transparence

Les initiatives actuelles en matière de contrôle prudentiel concernent surtout les marchés de gré à gré. Dans les pays où l'on trouve les plus importants marchés financiers, les grands opérateurs de gré à gré sont dans la plupart des cas assujettis à une forme ou une autre de réglementation 45/. De plus, le marché des produits dérivés de gré à gré est relativement concentré; par exemple, aux Etats-Unis, huit banques seulement représentaient plus de 85 % des produits dérivés de gré à gré sur taux d'intérêt et sur devises en circulation parmi les 50 premières banques du pays à la fin de 1991, et les huit premiers établissements représentaient 56 % du marché mondial des échanges de taux d'intérêt et des échanges de devises à la même date d'après l'étude mentionnée plus haut du Groupe des Trente 46/. On peut s'attendre à ce que cette concentration facilite quelque peu le contrôle (bien qu'en raison de l'ampleur des liens interentreprises qu'elle implique, elle puisse entraîner de plus grands risques systémiques dans certains cas). Toutefois, les réglementations diffèrent selon les pays et la transparence des transactions sur produits dérivés des établissements financiers est encore jugé insuffisante. De plus, le processus devant conduire à un accord sur des normes internationales harmonisées de fonds propres pour les positions sur produits dérivés de ces établissements est loin d'être achevé.

Les améliorations apportées aux régimes prudentiels nationaux concernant les marchés dérivés dépendent de plus en plus d'initiatives prises au niveau international, qui ne visaient initialement ces marchés que dans le cadre de propositions et de mesures destinées à réduire ou à contrôler les multiples risques financiers associés à l'activité bancaire et aux transactions sur titres en général. Dans ce contexte, les marchés dérivés ne faisaient l'objet d'un traitement particulier que dans la mesure où leurs caractéristiques l'exigeaient. Plus récemment, toutefois, comme on l'a vu plus haut dans l'analyse des contrôles internes, les directives émanant d'organismes internationaux ont commencé de porter sur certains aspects des produits dérivés considérés en tant que tels.

Le risque de crédit associé aux produits dérivés est désormais couvert par les directives de l'Union européenne sur les normes de fonds propres pour les établissements de crédit 47/ et par l'accord de 1988 du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire intitulé "Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres". Le Comité de Bâle faisant de plus en plus autorité en tant que principale source de normes pour les activités bancaires internationales, ses directives sur la question ont toutes les chances de servir de modèle pour les régimes bancaires dans le monde entier. Les risques de marché sont visés par la directive de l'Union européenne sur l'adéquation des fonds propres, qui doit entrer en vigueur en 1996 48/. Les propositions initiales faites en avril 1993 par le Comité de Bâle sur la question 49/ (dont l'orientation était analogue à celle de la directive européenne) ont été critiquées par les banques. Le Comité proposait d'appliquer des normes de fonds propres à la valeur commerciale courante des positions ouvertes des banques en titres de créance et prises de participation et aux positions en devises comportant un risque de change, sur la base d'évaluations normalisées des différents risques couverts. Les observations reçues au cours de consultations ultérieures ont fait tout particulièrement ressortir l'incapacité de ces propositions de promouvoir une amélioration des systèmes de gestion des risques, une prise en compte insuffisante des corrélations et des effets de portefeuille entre les instruments et entre les marchés, d'où un encouragement insuffisant à la diversification des risques, et l'incompatibilité probable de nombreux aspects des propositions avec les propres systèmes de gestion des risques des banques (source potentielle de gaspillage de ressources dans la mesure où les institutions auraient à évaluer de deux façons différentes les risques de marché) 50/.

En avril 1995, le Comité de Bâle a donc publié des propositions révisées prévoyant la possibilité pour les banques de recourir à leur système interne de mesure des risques de marché pour le calcul des exigences de fonds propres, sous réserve d'un avis favorable des autorités de surveillance concernant les normes qualitatives appliquées par les banques dans l'organisation de leur système de gestion des risques et les normes quantitatives appliquées pour le calcul du risque valeur 51/. Le coefficient multiplicateur appliqué à ce risque pour le calcul des exigences de fonds propres serait fixé par les autorités de surveillance en fonction de leur propre évaluation des systèmes de gestion des risques des banques et des antécédents récents en matière d'instabilité, mais ne serait pas inférieur à trois. Dans le cas de banques n'utilisant pas un système global de gestion des risques, les autorités de supervision auraient recours à une version légèrement révisée de l'approche normalisée du Comité de Bâle concernant la mesure des exigences de fonds propres pour le risque de marché proposée en avril 1993.

Les initiatives prises jusqu'ici ont donc seulement abouti à mettre en place les premiers éléments d'un régime harmonisé de normes internationales pour la réglementation des marchés de produits dérivés, avec une couverture encore incomplète à la fois des opérations et des établissements financiers. Les directives de l'Union européenne s'appliquent aux banques et aux maisons de titres dans tous les pays membres de l'Union. Les normes de fonds propres du Comité de Bâle ne visent quant à elles que les banques opérant au niveau international; les pays bénéficient d'une certaine latitude quant à l'application des normes au niveau national. Les compétences des autorités de contrôle bancaire couvrant, à des degrés divers selon les pays, les transactions sur titres, une grande partie des travaux du Comité de Bâle concernant le risque de marché a été réalisée conjointement avec le Comité technique de l'OICV. En raison de désaccords internes, l'OICV n'avait pas été en mesure d'approuver les propositions d'avril 1993 du Comité de Bâle concernant les normes de fonds propres applicables au risque de marché 52/. On ignorait, au moment de l'établissement du présent rapport, la réaction de l'OICV aux nouvelles propositions d'avril 1995. Les consultations sur ces propositions sont censées s'achever fin juillet 1995, et la date d'application par les pays membres du Comité de Bâle serait fin 1997. Même si ce calendrier est respecté, il restera à harmoniser les règles de l'Union européenne sur les normes de fonds propres figurant dans sa directive sur l'adéquation des fonds propres avec les révisions apportées par le Comité de Bâle à son accord sur les fonds propres pour y inclure les risques de marché. Un accord international sur les principaux aspects du contrôle des opérations sur produits dérivés des établissements financiers apparaît donc encore relativement éloigné.

Un consensus semble plus facile à obtenir sur l'information et la transparence. Les objectifs en l'occurrence sont d'améliorer l'information mise à la disposition non seulement des autorités de contrôle, mais aussi des contreparties et des investisseurs dans le capital des établissements financiers. La publication de renseignements concernant les portefeuilles de produits dérivés et les positions financières associées, les pratiques comptables et d'autres aspects plus qualitatifs de l'utilisation, et du négoce, des produits dérivés permettrait aux contreparties et aux investisseurs de prendre de meilleures décisions concernant une entreprise, apportant ainsi une discipline utile à la gestion de celle-ci. C'est avec ces objectifs à l'esprit qu'en septembre 1994, un groupe de travail spécial du Comité permanent sur les eurodevises des banques centrales du Groupe des Dix a publié un document ("rapport Fisher") qui, de façon relativement prévisible étant donné les relations étroites existant entre ce comité et le Comité de Bâle, recommandait un ensemble d'éléments pour la publication d'une information sur les risques et les procédures de gestion des risques des établissements financiers, inspiré des propres systèmes internes des banques centrales 53/. Des directives analogues ont été proposées par l'Institute of International Finance dans un document d'août 1994 54/. En mai 1995, le Comité de Bâle et l'OICV ont publié un rapport conjoint sur un ensemble d'éléments d'information utile pour les autorités de surveillance concernant les transactions sur produits dérivés des établissements financiers 55/. L'information y est classée en fonction des grandes catégories de risques non systémiques décrites plus haut dans la section B et des incidences des produits dérivés sur les revenus des établissements financiers. Le cadre minimum proposé ne couvre que quelques éléments d'information, en privilégiant la valeur théorique des positions sur produits dérivés dans les risques des

établissements financiers, la solvabilité des contreparties, les échéances, et les pertes enregistrées sur produits dérivés. D'autres questions relevant d'un cadre minimal seront traitées ultérieurement. Les incidences d'une amélioration de l'information mise à la disposition des autorités de surveillance dépendent des régimes réglementaires en vigueur, dont l'efficacité sera renforcée par la mise en place et l'extension géographique d'ensembles plus complets de directives prudentielles harmonisées au niveau international.

4. Quelques autres approches

Diverses idées ont récemment été avancées en vue d'améliorer le fonctionnement des marchés dérivés et d'en réduire les risques. Il a notamment été proposé de modifier le cadre réglementaire dans lequel fonctionnent les établissements financiers de façon que les activités portant sur les produits dérivés et sur certains autres instruments dont la finalité n'est pas de fournir une couverture ou qui ne relèvent pas vraiment de la fonction d'intermédiation soient réalisées par des entités juridiques distinctes créées à cette fin. Cette idée s'appuie sur une conception des systèmes financiers où des distinctions juridiques beaucoup plus nettes seraient faites entre différentes entités en fonction du niveau de risque de leurs actifs. Il est probable que son application susciterait une résistance de la part des établissements financiers, pour lesquels la fourniture de divers services est souvent étroitement associée à la recherche de profits à travers la prise de positions sur les marchés correspondant à ces services. Une telle différenciation des activités des établissements financiers en fonction du risque pourrait sans doute accroître la transparence, et ainsi peut-être réduire les motivations de spéculation, mais les effets sur le risque systémique ne seraient pas nécessairement importants.

Une autre proposition concerne la création d'une chambre de compensation pour les échanges sur marchés organisés et autres contrats de gré à gré. Cela s'appliquerait à un nombre limité de contrats normalisés 56/. Les marchés dotés de chambres de compensation correctement conçues peuvent comporter moins de risques, comme en témoigne la description du rôle de celles-ci dans la section C plus haut. D'autres avantages potentiels sont une amélioration de la transparence des positions et des transactions, la probabilité d'une participation aux marchés d'un plus large éventail d'établissements financiers qu'à l'heure actuelle (ce qui favoriserait une plus grande concurrence), et une plus grande liquidité. Toutefois, des doutes ont été exprimés quant à l'ampleur de ces avantages 57/. C'est ainsi qu'une tentative faite en 1991 par le Chicago Board of Trade de lancer des échanges normalisés de taux d'intérêt à trois et cinq ans a échoué en raison du peu d'intérêt manifesté par les investisseurs 58/. Plus récemment, quelques mouvements spontanés ont été enregistrés dans cette direction. Par exemple, le Chicago Board Options Exchange et la Bourse de Philadelphie offrent désormais la possibilité de négocier des contrats d'options non normalisés. L'avantage de cette approche est que l'utilisation de ces instruments dépend de l'offre et de la demande de ceux qui souhaitent combiner une certaine flexibilité des modalités contractuelles avec la sécurité offerte par une chambre de compensation et qui sont prêts à prendre le risque que le marché de tel ou tel contrat se révèle non liquide. Les pressions en faveur d'une normalisation généralisée des contrats, qui inquiète les opérateurs de gré à gré, sont ainsi évitées.

Une autre proposition récente concerne la structure d'incitation inhérente aux modalités traditionnelles de rémunération des opérateurs des établissements financiers 59/. Cette rémunération se compose d'un traitement de base auquel s'ajoute une prime liée aux bénéfices, qui peut être extrêmement élevée et peut ainsi parfois encourager une prise de risque excessive. Il est donc proposé d'établir une corrélation positive entre les primes et le niveau des bénéfices, mais une corrélation négative entre les primes et la variabilité des bénéfices. Les incidences sur le risque systémique en sont difficiles à apprécier si l'on ne tient pas compte d'autres aspects de la gestion des risques des établissements financiers tels que les contrôles internes 60/. Quelques établissements ont déjà décidé d'asseoir la rémunération de leurs opérateurs sur une formule selon laquelle les bénéfices réalisés par unités qui sont supérieurs aux bénéfices sur un portefeuille sans risque sont comparés à un niveau global de référence indiquant les bénéfices qu'aurait pu procurer l'évolution du marché dans son ensemble. Cette formule semble conçue pour donner les mêmes résultats que la proposition décrite plus haut 61/.

Il semblerait donc que rien ne puisse facilement ou simplement remplacer un processus continu d'élaboration de normes internationales harmonisées pour la réglementation des marchés de produits dérivés, conjointement à des efforts ponctuels visant à améliorer les régimes réglementaires nationaux existants. Les marchés dérivés continueront d'être soumis à un risque systémique en raison d'accès d'instabilité exceptionnellement élevée sur les marchés de leurs actifs sous-jacents et du risque de défaillance des établissements financiers possédant de gros portefeuilles d'instruments dérivés (et plus particulièrement si ces deux types d'événements se produisent en même temps). De meilleures normes harmonisées protégeraient davantage contre ce risque, mais ne pourraient probablement pas l'éliminer. C'est pourquoi la capacité de traverser sans encombre des périodes de tension continuera de dépendre de la - bonne - gestion des risques des établissements financiers et de la qualité et de l'ampleur de la surveillance au niveau national.

5. Observations finales

Les contrats à terme et les options existent depuis longtemps, mais jusqu'aux années 70, ils étaient, en dehors des bourses de produits, assez mal connus. Mais depuis la création de marchés organisés de contrats à terme et d'options sur instruments financiers, les banques et les investisseurs institutionnels ont progressivement intégré les produits dérivés à la gestion de leurs actifs et de leurs engagements. De plus en plus présents dans les opérations des institutions financières, les produits dérivés font également l'objet d'une attention grandissante en matière de réglementation. A quelques exceptions près, l'utilisation de ces produits reste relativement limitée dans les pays en développement et les pays en transition, bien que les contrats à terme et les options soient utilisés depuis longtemps par les opérateurs de ces pays spécialisés dans le commerce d'exportation de produits primaires. Toutefois, les investisseurs nationaux et les investisseurs en valeurs de portefeuille dans les pays en développement réalisent de plus en plus d'opérations de couverture et de spéculation sur produits dérivés, même en l'absence de marchés bien établis pour les contrats à terme et les options sur instruments financiers, et on peut s'attendre à ce que le mouvement s'accélère avec la libéralisation des marchés financiers de ces pays 62/.

L'expérience donne à penser que l'expansion de l'utilisation et du négoce des produits dérivés devrait s'inscrire dans le prolongement des activités de couverture et autres opérations des établissements financiers aux fins de gestion de leur bilan. Des encouragements artificiels au négoce des produits dérivés - par exemple, avec la création de marchés visant uniquement à attirer des opérateurs vers les nouveaux centres financiers dans les pays en développement - risquent de conduire les marchés là où la spéculation prédomine et de menacer la stabilité des systèmes financiers dont ils font partie. De plus, l'expansion des marchés de produits dérivés devrait s'accompagner de la mise en place de vigoureuses mesures de réglementation et de surveillance, consistant notamment à s'assurer de l'existence de contrôles internes rigoureux dans les entreprises. A mesure que l'utilisation des produits dérivés s'étendra, les liens entre les entreprises et les places financières devraient conduire à reconnaître la nécessité d'instaurer, en s'inspirant des travaux en cours de l'Union européenne, du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et de l'OICV, des accords plus précis en matière de normes prudentielles, associant aussi bien des pays en développement que les pays de l'OCDE.

Notes du Chapitre III

1/ Différents types de contrats à terme et d'options sont négociés sur les marchés organisés. Les contrats à terme portent sur la livraison, à un prix fixé et à une échéance précise, de produits ou d'instruments financiers. Les options, quant à elles, confèrent à l'acheteur le droit, mais pas l'obligation, d'acheter ou de vendre ultérieurement des produits ou des instruments financiers à un prix fixé lors de l'achat de l'option. Les produits dérivés qui sont négociés en bourse sont standardisés. Ceux qui sont négociés de gré à gré entre établissements financiers sont généralement des produits sur mesure. Ils comprennent les options, les contrats à livraison différée (semblables aux contrats à terme, mais non négociables en bourse), les swaps (échange de paiements périodiques dans la même monnaie ou dans des monnaies différentes selon un calendrier précis) et les autres contrats conférant des droits et des obligations liés à la performance d'un actif sous-jacent - titres financiers, devises, indices boursiers ou taux d'intérêt.

2/ Banque des règlements internationaux, *Recent Developments in International Interbank Relations*, rapport rédigé par un groupe de travail établi par les banques centrales du Groupe des Dix (Rapport Promisel) (Bâle, 1992), p. 25.

3/ Discours liminaire de M. William R. Whyte à la conférence organisée à l'Université de Londres par la London School of Economics, sur le thème "The Implications of Derivatives for Regulation", le 2 décembre 1994 (reproduit dans le Bulletin de la BRI du 22 décembre 1994).

4/ Le risque de base est celui qui résulte de corrélations imparfaites de ce genre.

5/ Les faits exposés ici sont tirés, pour l'essentiel, de Rudolf Wolff & Co. Limited, *Wolff's Guide to the London Metal Exchange*, 3ème édition (Londres, etc. : Metal Bulletin Books, 1987), chap. 11, et de R. Kestenbaum, *The Tin Men. A Chronicle of Crisis* (Londres, etc. : Metal Bulletin Books, 1991). (Ralph Kestenbaum était le porte-parole et le représentant des courtiers pendant les négociations au sujet du règlement de l'encours des créances entre le Conseil international de l'étain et ses créanciers, après la faillite de 1985.)

6/ Le dépôt de garantie versé initialement par les membres d'une chambre de compensation au moment de l'ouverture d'un compte et les montants supplémentaires qu'ils versent ultérieurement en cas de pertes sur leurs positions, évaluées aux cours du marché, au moins quotidiennement, limitent les risques encourus par la chambre de compensation en cas de défaillance des opérateurs. Le niveau d'engagement des membres de la chambre de compensation envers leurs clients (dont ils compensent les transactions) est limité grâce à un système distinct, mais analogue, de dépôts de garantie obligatoires.

7/ Le scénario catastrophe décrit ci-après est extrait d'un rapport présenté, le 12 février 1986, à la Commission du commerce et de l'industrie de la Chambre des Communes du Royaume-Uni (cité dans Kestenbaum, op. cit., p. 57 et 58) : "Si les transactions reprennent à la Bourse des métaux de Londres, alors que le Conseil international de l'étain n'a pas les fonds nécessaires pour rembourser ses emprunts bancaires ou pour régler l'étain qu'il a acheté sur le marché, on assistera aux événements suivants :

a) La Bourse ouvre alors que le Conseil international de l'étain n'est pas en mesure d'honorer ses engagements envers les courtiers.

b) Le courtier A achète de l'étain à la corbeille et en demande le règlement au Conseil, qui ne peut pas payer.

c) Le courtier A, en position longue, est obligé de vendre pour limiter ses pertes - le cours baisse.

d) Les banques vendent également l'étain qu'elles détiennent à titre de nantissement de leurs prêts.

e) Les autres courtiers en font autant; si le cours est de 5 000 livres la tonne, leur perte totale s'élève à environ 202 millions de livres.

f) En raison de la perte subie par suite de la liquidation de la position du Conseil international de l'étain, le courtier A devient insolvable.

g) Le courtier A doit cesser toute transaction sur les produits de base (y compris les autres métaux et les produits agricoles) et il en informe toutes les parties.

h) Par suite de la défaillance du courtier A - et du Conseil, les autres courtiers doivent liquider leurs positions vis-à-vis du courtier A.

i) A cause de g) et h), tous les marchés, et pas seulement celui de l'étain, vont baisser au détriment des sociétés qui tentent de vendre leurs positions indésirables; les pertes s'alourdissent.

j) Un autre courtier devient insolvable et le scénario se reproduit depuis g), tous les courtiers étant touchés les uns après les autres.

L'existence même de la Bourse des métaux de Londres et de ses membres sera sérieusement menacée. De surcroît, comme les sociétés membres sont fortement engagées sur le marché de l'or, sur le marché des changes et sur le marché des produits agricoles, elles entraîneront dans leur chute l'ensemble des institutions financières et des sociétés de négoce établies à Londres".

8/ Kestenbaum, op. cit., p. 95.

9/ *Ibid.*, p. 68. Ce comportement était contraire au règlement de la Bourse, qui interdit aux courtiers de refuser de traiter avec les autres opérateurs à la corbeille (le "ring").

10/ Securities Review Committee, *The Operation and Regulation of the Hong Kong Securities Industry. Report of the Securities Review Committee* (Hong Kong, 1988), p. 410 (il s'agit du rapport de la Commission Hay Davison mentionné précédemment). Sur la base du niveau record de 3 950 points que l'indice Hang Seng a atteint le 1er octobre, la valeur du stock de positions non liquidées pour 35 000 contrats équivaut à : 3 950 x 35 000 x 50 dollars HK (multiplicateur des contrats), soit environ 6,9 milliards de dollars HK.

11/ *Ibid.*, p. 411.

12/ *Ibid.*, p. 155.

13/ US Securities and Exchange Commission (Division of Market Regulation), *The October 1987 Market Break*, (Washington, D.C.: US Government Printing Office, 1988), p. 11 à 19.

14/ R. Fell, *Crisis and Change: The Maturing of Hong Kong's Financial Markets, 1981-1989* (Hong Kong: Longman Group (Far East), 1992), p. 195 à 197 et p. 226. (Robert Fell a été successivement, dans les années 80, Commissaire aux opérations boursières et Commissaire aux opérations bancaires de Hong Kong. Retraité, il a repris du service, après le krach de 1987, pour exercer les fonctions de directeur général de la Bourse de Hong Kong.)

15/ Securities Review Committee, op. cit., chap. VII.

16/ Bien que la terminologie dans ce domaine ne soit pas bien arrêtée, la redistribution d'actifs consiste généralement en la redistribution de fonds par les investisseurs entre les grandes catégories d'actifs, y compris les actions, les contrats à terme et les options, selon des stratégies qui considèrent souvent ces catégories comme des actifs distincts. L'arbitrage consiste à transférer des fonds entre les marchés, principalement les marchés d'actions et de contrats à terme sur titres afin de profiter des écarts entre, d'une part, la valeur des actions en portefeuille sous-jacentes aux indices boursiers, et, d'autre part, la valeur théorique estimée des contrats, déterminée sur la base de l'indice correspondant, des taux d'intérêt et de dividende, du délai jusqu'à l'échéance des contrats et des coûts de transaction relatifs. L'assurance de portefeuille est une technique destinée à assurer un rendement minimum sur un portefeuille sans exclure la possibilité de profiter de mouvements favorables du marché en modifiant constamment ou presque la proportion d'options d'achat et d'instruments du marché monétaire ou d'actions, de contrats à terme sur titres et d'instruments du marché monétaire, en fonction des variations des prix des actifs.

17/ Un certain nombre de rapports officiels ont été publiés à la suite de la crise boursière de 1987. Parmi les plus complets, il faut citer celui de la Securities and Exchange Commission, mentionné précédemment, et celui de la Commission Brady, *Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms* (Washington, D.C.: US Government Printing Office, janvier 1988). Des extraits de ces rapports, accompagnés des commentaires de spécialistes, sont présentés dans un ouvrage publié pour le compte du Mid America Institute for Public Policy Research Inc. (Chicago, Illinois) et intitulé *Black Monday and the Future of Financial Markets* (Homewood, Illinois: Dow Jones - Irwin, 1989).

18/ Au moment du krach de 1987, les transactions sur les contrats à terme de titres financiers ou sur les options sur titres, ou sur les deux à la fois, ont suivi les transactions boursières sur plusieurs places financières autres que celles des Etats-Unis (et de Hong kong). (Un tableau est présenté dans R.W. Roll, "The International Crash of October 1987", dans *Black Monday and the Future of Financial Markets,* p. 54.) Mais leur rôle a été différent, les stratégies décrites précédemment étant moins répandues hors des Etats-Unis. Voir, par exemple, U.S. Securities and Exchange Commission, op. cit., p. 11 et 12 à 11 à 13.

19/ M. Meyer, *Markets* (New York, etc.: Simon and Schuster, 1988), p. 78.

20/ Pour plus de précisions sur les mécanismes institutionnels de paiement des dépôts de garantie au Chicago Mercantile Exchange, voir Federal Reserve Bank of New York, *The Chicago Mercantile Exchange* (New York, juillet 1989), p. 83 à 99.

21/ Federal Reserve Bank of New York, *An Overview of the Operations of the Options Clearing Corporation* (New York, avril 1989), p. 27.

22/ U.S. Securities and Exchange Commission, op. cit. p. 10-44 à 10-48.

23/ *Ibid.*, p. 3 à 6 à 3 à 9. Pour une analyse succincte portant aussi sur des ouvrages plus récents, voir D.A. Dubofsky, *Options and Financial Futures. Valuation and Uses*, (New York, etc.: McGraw-Hill, 1992) p. 171 et 172 et p. 435 à 448.

24/ US Securities and Exchange Commission, op cit. p. xiv.

25/ *Ibid.*, p. 3 à 9 à 3 à 16 et *Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms*, chap. 4 (en particulier p. 34 à 36) et *Analytical Study III* (en particulier p. III-20 et III-21).

26/ La liquidation des portefeuilles de produits dérivés de ces institutions financières est décrite dans "Several significant defaults affecting the over-the-counter derivatives market", document de travail No 4 pour le rapport de la Commodity Futures Trading Commission, intitulé *OTC Derivative Markets and Their Regulation* (Washington, D.C., octobre 1993). Le cas de DBL est aussi exposé succinctement dans *Safety and Soundness Issues Related to Bank Derivative Activities - Part 3*, Audition devant la Commission des banques, des finances et des affaires urbaines de la Chambre des représentants, cent troisième Congrès, première session, 28 octobre 1993 (Washington, D.C.: U.S. Government Printing Office, 1994) ("Rapport Leach"), p. 798 à 800.

27/ Le principal notionnel est le montant en principal sur lequel sont calculés les paiements d'intérêt dans un swap. Dans un swap de taux d'intérêt où les deux séries de paiements d'intérêts sont exprimées dans la même monnaie, il n'y a pas d'échange de principal. L'échange de principal a lieu surtout dans le cas des swaps où les paiements d'intérêts sont libellés dans des monnaies différentes.

28/ Le fait que les contreparties ne se soient pas dégagées de leurs obligations est d'autant plus étonnant que plus des deux tiers des swaps de DBL Products étaient en dedans - autrement dit, en raison de la variation des taux d'intérêt et, partant, de la valeur en capital des paiements au titre des swaps depuis leur entrée en vigueur, les contreparties devaient de l'argent à DBL en cas de résiliation négociée des contrats avant l'échéance.

29/ B. Quinn, "Derivatives - where next for supervisors?", dans Group of Thirty Occasional Paper 44, *Global Derivatives: Public Sector Responses* (Washington, D.C.: Group of Thirty, 1993), p. 38. (Brian Quinn, directeur à la Banque d'Angleterre, a prononcé le discours précité lors d'un colloque sur les produits dérivés qui avait été convoqué pour examiner l'étude du Groupe

des Trente sur les marchés dérivés mondiaux, intitulée *Derivatives: Practices and Principles* (Washington, D.C.: Group of Thirty, 1993); plusieurs discours prononcés à cette occasion sont reproduits dans la publication citée.)

30/ Par exemple, un établissement qui négocie des swaps peut se prémunir contre les risques liés aux paiements à effectuer et à recevoir en prenant des positions en instruments du marché monétaire ou en contrats à terme s'il ne trouve pas d'autre contrepartie demandant des paiements qui compenseraient exactement ceux à effectuer au titre du premier swap. Les établissements qui négocient des instruments de gré à gré plus complexes, et de plus en plus répandus, associant des éléments de différents types de dérivés, se couvrent bien souvent contre les différents risques constitutifs, en prenant des positions compensatrices dans des instruments de gré à gré ou dans d'autres instruments financiers échangés sur les marchés organisés. A l'inverse, le risque lié aux paiements ou aux recettes nets au titre d'un ensemble de swaps peut être compensé par les flux de trésorerie associés à une position en un seul instrument, comme des obligations du Trésor américain. Voir, par exemple, J.F. Marshall et K.R. Kapner, *Understanding Swaps* (New York, etc.: John Wiley and Sons, 1993), p. 187 à 191.

31/ Les anticipations sur les taux de change dans les foires espagnoles de la ville d'Anvers au XVIe siècle, qui étaient réglées selon des modalités ayant quelque ressemblance avec la liquidation des positions sur les marchés à terme modernes, sont décrites dans R. Ehrenburg, *Capital and Finance in the Age of the Renaissance*, traduction de H.M. Lucas (Londres : Cape, 1928), p. 243 et 244.

32/ Le marché du riz de Dojima dans le nord d'Osaka a été créé en 1688. Les transactions sur ce marché ont progressivement adopté nombre de règles qui caractérisent aujourd'hui les opérations à terme sur produits de base (normalisation des contrats, qualités de référence des produits, chambre de compensation, puis, au XIXe siècle, provision pour la livraison du produit physique). Voir, par exemple, A. Alletzhauser, *The House of Nomura* (Londres : Bloomsbury Publishing, 1990), p. 26 et 27, et R.J. Teweles, C.V. Harlow et H.L. Stone, *The Commodity Futures Games. Who Wins? Who Loses? Why?* (New York, etc.: McGraw-Hill, 1974), p. 8 et 9.

33/ Les exportateurs de produits tels que le charbon dans le Berlin du XIXe siècle pouvaient établir des prix fixes en roubles pour leurs clients en Russie, en réassurant leur risque au moyen de ventes conditionnelles à livraison différée (en fait, des options de vente de roubles à un taux de change spécifié). L.B. Yeager, *International Monetary Relations: Theory, History, and Policy*, deuxième édition (New York, etc.: Harper and Row, 1976), p. 269.

34/ Banque de réserve fédérale de New York, *Exchanges and Clearing Houses for Financial Futures and Options in the United Kingdom* (New York, mars 1989), p. 15 à 20.

35/ *The Chicago Mercantile Exchange*, p. 96, et Banque de réserve fédérale de New York, *Clearing and Settlement through the Board of Trade* Clearing Corporation (New York, février 1990), p. 17.

36/ Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (anciennement appelé Comité des règles et pratiques de contrôle des opérations bancaires de Bâle), créé en 1974 par les banques centrales de Belgique, du Canada, de France, d'Allemagne, d'Italie, du Japon, du Luxembourg, des Pays-Bas, de Suède, de Suisse, du Royaume-Uni et des Etats-Unis, a pour objectif de renforcer la collaboration entre les autorités nationales concernant la supervision prudentielle des activités bancaires internationales. Pour un examen de ses travaux, voir, par exemple, A.J. Cornford, "The role of the Basle Committee on Banking Supervision in the regulation of international banking", *UNCTAD Discussion Paper* No 68.

37/ D'après une analyse préliminaire, le manque d'échange d'informations entre les organismes de réglementation du Royaume-Uni, de Singapour et du Japon a contribué à la lenteur de leur réaction face à l'accumulation par Barings de positions sur contrats à terme qui ont fini par entraîner son insolvabilité. Voir, par exemple, l'éditorial du *Financial Times*, du 6 avril 1995, "Looking back at Barings".

38/ Op. cit., pp. 7 et 8.

39/ Une compensation libératoire consiste à régler toutes les créances et tous les engagements contractés, mais non encore échus, sur un établissement financier en une seule fois lorsque se produit l'un des événements d'une liste préétablie, tels que l'insolvabilité. Un tel arrangement peut réduire le risque de crédit des établissements considérés.

40/ Bien que l'étude du Groupe des Trente soit davantage axée sur les produits dérivés négociés de gré à gré que sur les produits traités sur les marchés organisés, l'importance de cette recommandation concernant la séparation de la fonction de gestion du risque de la fonction commerciale a été mise en lumière par l'insolvabilité de Barings, qui semble justement avoir résulté de la confusion des deux fonctions dans la même personne, à savoir Nick Leeson. La nécessité d'une gestion indépendante du risque de marché est détaillée dans la recommandation 8 de l'étude.

41/ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, "Risk management guidelines for derivatives" (Bâle, juillet 1994); et Organisation internationale des commissions de valeurs, "Operational and financial risk management control mechanisms for over-the-counter derivatives activities of regulated securities firms" (Montréal, juillet 1994). L'OICV regroupe les autorités de surveillance des transactions sur titres d'un grand nombre de pays, et son Comité technique est composé de représentants de pays possédant de grandes places financières.

42/ La recommandation 6 de l'étude du Groupe des Trente concerne la nécessité d'effectuer régulièrement des simulations de situations de crise.

43/ Divers aspects des possibilités pour les autorités de surveillance d'utiliser davantage les données produites par les systèmes de gestion des risques des banques sont examinés dans Banque des règlements internationaux, *Issues of Measurement Related to Market Size and Macroprudential Risks in Derivatives Markets*, rapport établi par un groupe de travail créé par les banques centrales du Groupe des Dix (Bâle, février 1995) ("Rapport Brockmeijer"), p. 19, 21, 29 et 35, et annexe I (p. 4).

44/ C. Taylor, *A New Approach to Capital Adequacy for Banks* (Londres: Center for the Study of Financial Innovation, juillet 1994).

45/ Les lacunes de la réglementation relative aux produits dérivés de gré à gré aux Etats-Unis sont décrits dans General Accounting Office (GAO) des Etats-Unis, *Financial Derivatives. Actions Needed to Protect the Financial System* (Washington, D.C., mai 1994), chap. 5.

46/ Op. cit., p. 131 et 132.

47/ Les principales directives sont la Directive 89/299/CEE du Conseil, du 17 avril 1989 ("Directive concernant les fonds propres des établissements de crédit"), reproduite dans le *Journal officiel des Communautés européennes*, No L124, 5 mai 1989, et la Directive 89/647/CEE du Conseil, du 18 décembre 1989 ("Directive relative à un ratio de solvabilité des établissements de crédit"), ibid., No L386, 30 décembre 1989.

48/ Directive 93/6/CEE du Conseil, reproduite dans le *Journal officiel des Communautés européennes*, No L141/1, 11 juin 1993.

49/ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *The Supervisory Treatment of Market Risks* (Bâle, avril 1993).

50/ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Proposal to Issue a Supplement to the Basle Capital Accord to Cover Market Risks* (Bâle, avril 1995), p. 2, et *An International Model-Based Approach to Market Risk Capital Requirements* (Bâle, avril 1995), p. 1.

51/ Le risque valeur correspond au manque à gagner par rapport à un revenu escompté à un certain niveau de confiance.

52/ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Report on International Developments in Banking Supervision*, rapport No 9 (Bâle, septembre 1994), p. 80.

53/ Banque des règlements internationaux, "Public disclosure of market and credit risks", document de travail établi par un groupe de travail du Comité permanent sur les eurodevises des banques centrales du Groupe des Dix (Bâle, septembre 1994).

54/ Institute of International Finance, *A Preliminary Framework for Public Disclosure of Derivatives Activites and Related Credit Exposures* (Washington, D.C., août 1994). (L'Institute of International Finance est une organisation de banques internationales créée lors de l'éclatement de la crise d'endettement des pays en développement pour améliorer la circulation de l'information à la fois entre les banques et entre celles-ci et les gouvernements et les institutions multilatérales, et pour permettre un débat sur de grandes questions d'orientation.)

55/ *Framework for Supervisory Information about the Derivatives Activites of Banks and Securities Firms*, rapport conjoint du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et du Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) (mai 1995).

56/ Une proposition de ce genre a été avancée par D. Volkerts-Landau et A. Steinherr ("The wild beast of derivatives: to be chained up, fenced in or tamed?"), dans R. O'Brien (éd.), *Finance and the International Economy 8*, The Amex Bank Review Prize Essays in Memory of Robert Marjolin (Oxford, etc.: Oxford University Press, 1994).

57/ Pour les raisons qui font douter les autorités de surveillance et les opérateurs des avantages nets que procurerait la création d'une chambre de compensation pour les échanges sur les marchés organisés, voir le rapport Leach, mentionné à la section C.4 plus haut, p. 720 à 724.

58/ Document ronéotypé de Gay Evans répondant à la proposition de Volkerts-Landau et Steinherr. (Les autorités espagnoles étudient actuellement une proposition du marché à terme d'instruments financiers espagnol Renta Fija concernant le négoce sur marchés organisés d'échanges de taux d'intérêt normalisés libellés en pesetas. R. Lapper, "MEFF poised to launch swaps trade initiative", *Financial Times*, 28 avril 1995.)

59/ C. Goodhart, "Why bonus payments are dangerous", *Financial Times*, 23 mars 1995.

60/ Pour une analyse récente, par un spécialiste des transactions sur titres publics, des délais nécessaires pour évaluer les résultats d'un opérateur, voir C.I. Ray, *The Bond Market. Trading and Risk Management* (Homewood, Illinois: Business One Irwin, 1993), p. 398 à 402. Selon Ray, l'échéance des primes influe sur la prise de risque à tous les niveaux du service des opérations en bourse.

61/ Une formule de ce type est décrite dans W.F. Sharpe et G.J. Alexander, *Investments*, quatrième édition (Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall, 1990), p. 749 et 750.

62/ L'utilisation de produits dérivés pour la gestion des portefeuilles de valeurs cotées sur les nouveaux marchés est encore extrêmement réduite en raison du très petit nombre de contrats disponibles et de contraintes réglementaires. (Voir, par exemple, G.R. Dobson, *The Global Investor. Opportunities, Risks and Realities for Institutional Investors in the World's Markets* (Cambridge (Angleterre) et Chicago: Probus Publishing Company, 1994), p. 105 à 108.) On observe toutefois une croissance rapide à partir d'un faible niveau initial de produits dérivés de gré à gré liés aux obligations internationales (y compris les obligations Brady) de pays latino-américains (J. Clarks "The Structure, growth and recent performance of the Latin American bond market", *Federal Reserve Bank of New York Research Paper 9416*, octobre 1994, p. 22 à 26).