

Rapport annuel de la Banque des règlements internationaux (BRI) pour  
l'exercice 1992-1993

Le rapport qui contient formellement huit chapitres consacrés à l'analyse économique et financière et un dernier chapitre ayant trait aux opérations de la Banque se divise en trois grandes parties: l'évolution des économies nationales et des échanges, les marchés internationaux des capitaux, la politique monétaire et des changes. Enfin, la conclusion expose de manière synthétique les opinions de la Banque. Il est à noter que le directeur de la BRI a eu recours à la forme interrogative au début de sa conclusion. Cela souligne si nécessaire qu'en matière de politique économique les questions sont pour l'heure plus nombreuses que les réponses.

**1. L'évolution des économies nationales et des échanges**

En 1992, le **PIB** mondial a légèrement augmenté passant de 0,5% à 1,1% en dépit du recul massif de la production en Europe orientale (-15,9%). Hors de l'Europe orientale, la progression est de 2,2% contre 1,4% en 1991. Elle est le résultat essentiellement de la croissance soutenue de plusieurs pays en développement (PED), notamment en Asie et en Amérique latine.

Il est difficile d'observer une tendance généralisée de l'évolution économique des **pays industriels**. Si le rapport note l'amorce d'une reprise modeste aux Etats-Unis, ainsi que des perspectives de redémarrage au Royaume-Uni et au Japon, il relève en revanche qu'une nette détérioration s'est produite en Europe occidentale avec un recul de la production industrielle, une stagnation, au mieux, du PIB, ainsi qu'une augmentation du chômage et des déficits budgétaires. Pour quelques pays industriels (Finlande, Espagne, Irlande, Suède), la BRI n'hésite plus à qualifier la récession actuelle comme étant la plus sévère de la seconde moitié du siècle. Toutefois, elle se veut rassurante en rappelant que l'actuel ralentissement succède dans la plupart des cas à la reprise la plus longue et la plus vigoureuse de l'histoire récente. Elle réfute même l'opinion selon laquelle la situation économique actuelle ressemble fortement à un fléchissement durable de l'expansion de la production et de la croissance. La modération salariale, la reconstitution des marges bénéficiaires, le renforcement de l'épargne des ménages, l'accélération des gains de productivité et l'orientation à moyen terme vers un assainissement budgétaire devraient contribuer à rétablir l'élément devenu essentiel à la reprise: la confiance.

Sur cette toile de fond plutôt sombre, quoiqu'on en dise, vient se greffer une grave préoccupation, à savoir la hausse du **chômage**. A cet égard, le rapport reconnaît que les possibilités d'inverser la tendance à long terme paraissent très limitées, même si la production se redresse et que l'inflation demeure faible. Il en incrimine la faute à une longue liste de rigidités dont principalement le niveau des salaires non adaptés à la productivité, les coûts sociaux de main-d'oeuvre et fiscaux acquittés par les employeurs, la faible mobilité de la main-d'oeuvre, sans parler des mesures non orthodoxes de lutte contre le chômage qui



peuvent avoir des effets pervers comme le système de retraite anticipée, l'assouplissement des critères d'admission aux pensions d'invalidité et le système de partage du travail. Plus que des mesures spécifiques, le rapport préconise un état d'esprit général de réalisme et de coopération, ainsi qu'une plus grande disposition à utiliser les opportunités que peuvent offrir les marchés.

La BRI met en garde les gouvernements des pays industriels contre la tentation du **protectionnisme** comme solution aux problèmes de la lenteur de la croissance et de la montée du chômage. Selon elle, une restriction des importations ne permet pas à terme de réduire le chômage. Une telle mesure soutiendrait les segments faibles d'une économie au détriment des secteurs concurrentiels non protégés, réduirait le pouvoir d'achat des ménages et exposerait l'économie d'un pays à des mesures de rétorsion commerciales. En particulier, la BRI souligne les dangers à transposer telles quelles les mesures de protection des industries naissantes aux industries à technologie de pointe et appelle les gouvernements à renoncer à des contrôles directs sur les échanges et à permettre aux forces du marché de prendre le dessus.

Compte tenu de ces préoccupations, il convient de définir le rôle de la politique macro-économique. Il s'agit avant tout de s'engager résolument sur l'axe de la **régulation de la demande** dont l'assainissement à moyen terme des finances publiques en constitue le pilier principal. Le rapport invite notamment à réaménager les dépenses et recettes en vue d'accroître l'investissement public dans les infrastructures et l'éducation. Par ailleurs, la politique monétaire pourrait, selon la BRI, influencer la régulation de la demande, tout en ne s'écartant pas de l'objectif de la maîtrise de l'inflation. D'une manière générale enfin, le rapport déplore l'absence d'action coordonnée concernant le processus de restructuration, que ce soit au niveau de la CE ou du G-7.

Quant à l'**Europe orientale**, il est généralement admis à présent que les difficultés ont été considérablement sous-estimées, même si les pays les plus avancés sur la voie des réformes (ex-Tchécoslovaquie, Hongrie, Pologne, mais aussi Slovaquie et Etats baltes) ont été en mesure de recueillir les premiers fruits de la stabilisation macro-économique et de la transformation de leur économie. Les résultats sont particulièrement décevants dans les pays qui ont poursuivi des politiques moins énergiques et moins cohérentes (Russie et la plupart des autres ex-républiques soviétiques). Le rapport en conclut que les efforts de stabilisation sont une condition nécessaire, mais non suffisante au succès de la transition à une économie de marché. Le rôle essentiel des mesures de stabilisation peut par ailleurs être contrecarré par une baisse de la production et une montée du chômage, d'où l'importance de l'aide extérieure sous forme de prêts et d'assistance technique pour soutenir ces politiques économiques. De plus, les pays industriels qui imposent des restrictions aux importations en provenance de l'Europe orientale érigent non seulement des obstacles à l'intégration économique de cette région au reste du monde, mais encore menacent la croissance des échanges. Dans sa conclusion, le directeur général de la BRI insiste sur la nécessité d'une régulation monétaire efficace comme contribution à la stabilité macro-économique dans la plupart des républiques de l'ancienne Union soviétique. Cela implique dans ces cas comme conditions préalables l'adoption d'une monnaie propre ou la reconnaissance d'une seule autorité d'émission, la réduction des déficits budgétaires et du crédit aux entreprises d'Etat déficitaires.

Avec 5%, la croissance a été une nouvelle fois beaucoup plus rapide dans les **PED** et les

**nouvelles économies industrialisées (NEI)** que dans les pays industriels. L'on note toutefois des différences inter-régionales, le redressement de l'activité en Asie et au Moyen-Orient compensant largement un certain affaiblissement en Afrique et en Amérique latine. L'Inde et surtout la Chine sont à plusieurs reprises cités en exemple. Nulle part ailleurs que dans les PED l'on a expérimenté aussi clairement les bienfaits de la maîtrise de l'inflation. Cela démontre qu'une croissance durable n'est réalisable que dans un environnement peu inflationniste. Les résultats en matière de croissance sont également dus selon le rapport à la bonne tenue de l'épargne, à la vigueur de l'investissement, à la maîtrise des déficits budgétaires et à la croissance de la productivité. Mais le rapport avertit que la croissance dans les NEI pourrait dans un proche avenir être plus lente que par le passé en raison de l'affaiblissement de la compétitivité. En Amérique latine, l'augmentation marquée de la demande intérieure, conjuguée à la politique de modération des tensions inflationnistes par le biais du cours de change a été source de préoccupations, les déficits des paiements courants s'étant sensiblement creusés. Le rapport constate que la répartition du revenu mondial s'est faite ces dernières années plus inégale et semble penser que les politiques économiques ont eu un rôle majeur à cet égard.

L'évolution de la situation économique internationale a mis en lumière la dépendance actuelle des économies nationales à l'égard des événements extérieurs. La part de la production mondiale faisant l'objet d'**échanges internationaux** n'a cessé de croître depuis dix ans. Les mouvements des capitaux ont connu une expansion plus rapide encore. Les opérations de portefeuille entre pays (\$238mia) dépassent à présent l'ensemble des transactions commerciales dans la plupart des pays industriels. Les échanges entre pays industriels sont restés globalement peu soutenus. Pis, l'accentuation des déséquilibres extérieurs entre le Japon et les Etats-Unis, ainsi que l'ampleur du déficit en Europe ont exacerbé les tendances protectionnistes. En revanche, on a pu constater dans plusieurs régions du monde que des politiques axées sur une plus grande intégration à l'économie mondiale portaient leurs fruits. L'Asie, en particulier la Chine et des pays de l'Asie du Sud-Est, en constitue le meilleur exemple. Les exportations en Europe orientale ont été le principal moteur de la croissance. L'Amérique latine qui a certes enregistré de substantielles entrées de capitaux présente des résultats à l'exportation moins probants.

## 2. Les marchés internationaux des capitaux

Etant donné que la santé du secteur financier dépend des résultats de l'économie réelle et les affecte en même temps, le rapport estime utile d'asseoir l'activité financière sur des bases saines. Il importe d'abord de tirer les enseignements de la **gestion du processus de déréglementation** à la lumière notamment de l'extension des pertes sur prêts à un certain nombre de banques d'Europe continentale et de l'aggravation de la crise bancaire dans plusieurs pays nordiques. Ainsi, la déréglementation doit s'appuyer sur des politiques micro- et macro-économiques prudentes et cohérentes qui comprennent essentiellement un renforcement de la surveillance et de la réglementation prudentielles, un engagement ferme à long terme contre l'inflation et un degré élevé de discipline budgétaire. La BRI estime qu'il faudrait accorder une plus grande place à la prévention des difficultés financières. Beaucoup reste à faire dans le domaine de la réglementation et de la surveillance prudentielle pour prendre en compte les nouvelles réalités du marché, tant à l'échelon national qu'international. Le rapport cite principalement au niveau micro-prudentiel la surveillance consolidée, sous une forme ou une autre, des structures organiques complexes,

une plus grande coopération entre les différentes autorités de surveillance et l'extension de la couverture des normes de fonds propres au-delà du risque crédit. Les propositions publiées par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire en avril 1993 peuvent être considérées comme un pas dans cette direction.

Le **secteur bancaire** connaît des difficultés. La BRI constate la multiplication sans précédent des abaissements des "ratings" bancaires. La baisse des prix fonciers a contribué sensiblement à la dégradation de la qualité et de la rentabilité des actifs bancaires. L'immobilier joue un rôle plus important dans le système bancaire suisse que partout ailleurs dans les pays industriels. Les grandes banques en Suisse ont donc augmenté leurs provisions qui restent pourtant parmi les plus faibles en comparaison internationale. En revanche, le rendement des actifs des banques suisses est parmi les plus élevés.

L'année 1992 a été selon la BRI riche en **événements sur les marchés des capitaux**. Soumis à des forces opposées, les divers compartiments ont fait l'objet de divergences et fluctuations importantes en cours d'année. Ainsi les turbulences sur les changes ont favorisé la croissance du crédit bancaire (6%) et le dynamisme des opérations sur titres libellés en devises-refuge; la baisse généralisée des taux longs, les financements en obligations; l'instabilité des changes et des taux du marché monétaire, le recours aux instruments dérivés. Le rapport mentionne encore le développement des emprunts du secteur public et l'institutionnalisation de la gestion de portefeuille. Des obstacles de taille ont cependant freiné l'expansion des marchés: la faiblesse générale de l'économie, le poids des emprunts d'Etat et la morosité boursière. Pour le papier commercial, enfin, la BRI relève que la concurrence des marchés nationaux a eu tendance à desservir l'euromarché.

### 3. La politique monétaire et des changes

En 1992, la **politique monétaire** a été assouplie dans de nombreux pays industriels, quoique dans des circonstances et à des moments différents. En ce qui concerne plusieurs pays d'Europe, les autorités monétaires qui d'une part cherchaient à préserver la stabilité du cours du change et à maîtriser l'inflation, et d'autre part étaient interpellées par le fardeau de l'endettement du secteur privé et la faiblesse de la production et de l'emploi ont au travers des mesures finalement prises ébranlé la crédibilité de leur politique monétaire.

Sur le **marché des changes**, le dollar a encore parcouru un cycle complet d'appréciation et de dépréciation au cours de la période. Après plusieurs accès de faiblesse, le yen a enfin amorcé une phase de raffermissement marqué à partir de septembre. En Europe, ce sont au total sept monnaies membres du mécanisme de change européen (MCE) et trois devises nordiques rattachées à l'Ecu qui ont été soumises, en diverses occasions, à de fortes pressions de la part du marché, et une autre monnaie à des tensions temporaires et limitées. Dans ce contexte, le rapport n'hésite pas à affirmer que le système monétaire international a vécu les événements les plus significatifs depuis l'abandon des accord de Bretton Woods il y a 20 ans. Le franc suisse a quant à lui amplement fluctué par rapport à la monnaie allemande. En mars 1992, la BNS a dû soutenir sa monnaie par des interventions. Par la suite, au cours du 2e et 3e trimestre le franc suisse a bénéficié de la baisse du dollar et surtout d'un retour partiel à son statut de monnaie-refuge. Il s'est cependant affaibli quelque peu jusqu'au début avril 1993, parallèlement à la détente des taux d'intérêt.

Le rapport s'étend longuement sur les causes des turbulences survenues dans le cadre du MCE et estime que la transformation graduelle de ce mécanisme, de régime de cours de change fixes mais ajustables en système de parités immuables, est largement responsable de la sévérité de la crise. Il considère en outre que deux autres circonstances défavorables - les distorsions des cours de change et le niveau élevé des taux d'intérêt à court terme allemands - étant circonscrites la crise est terminée. Cependant, il invite à en tirer les leçons.

Le pouvoir des marchés privés sur les monnaies a pris une importance considérable, rendant beaucoup plus difficile la défense de la stabilité des taux de change. A titre de comparaison, les interventions des banques centrales européennes entre juin et décembre 1992 ont totalisé \$200mia, alors que le volume des transactions s'est chiffré en avril 1992 à \$880mia par jour ouvrable, plusieurs fois celui des opérations purement commerciales. En conséquence, les autorités devront agir sur les anticipations en matière de taux de change ou tout au moins éviter d'en susciter qui soient défavorables. Il convient à cet égard de garder à l'esprit que de nos jours les informations que possèdent les opérateurs ne sont que rarement en retrait par rapport à celles dont disposent les autorités. Cela implique la mise en oeuvre d'actions crédibles susceptibles de convaincre les marchés que les ajustements sont durables. Ainsi, le recours aux interventions devrait pouvoir s'appuyer sur des modifications de taux d'intérêt. Indirectement, la détermination des autorités de s'en tenir à leur objectif, sur la base des données fondamentales de l'économie et de la situation politique des pays concernés joue selon la BRI également un rôle capital.

Le rapport suggère dans le cadre du **fonctionnement du MCE** que pour éviter de se voir imposer un ajustement des parités par les marchés financiers, les autorités devront décider rapidement s'il y a lieu de s'accorder sur des réalignements préventifs. Il conviendra également d'évaluer les avantages respectifs d'un réalignement individuel et d'un réaménagement général. Enfin, si des attaques se dirigeaient contre des monnaies de pays dont l'économie est fondamentalement saine, il faudrait s'y opposer non seulement par des interventions et des modifications de taux d'intérêt, mais également en mettant en relief la nature multilatérale de l'engagement. La BRI met néanmoins en garde contre le risque d'une utilisation erronée des mesures de réalignement. Des réalignements trop importants ou trop fréquents risqueraient de perturber les relations de change, même pour les pays bénéficiant d'une situation économique fondamentalement saine. Elle craint dès lors qu'au lieu de renforcer les engagements de change propres à ces pays et d'accélérer leur accession à l'union monétaire, l'on maintienne pour des raisons politiques notamment la configuration actuelle d'arrangements de cours de change hétéroclites et potentiellement très instables, avec un régime de flottement pour deux grandes monnaies. Même si certaines mesures correctives peuvent influencer sur les distorsions de taux de change - l'instabilité du marché des changes à court terme peut être atténuée par des interventions pratiquées au moment opportun et les fluctuations des taux de change réels à moyen terme par l'application de politiques économiques saines et internationalement compatibles -, la probabilité d'une correction efficace des distorsions est faible en dehors du cadre contraignant d'un engagement de taux de change explicite. Par ailleurs, prévient la Banque, les pays qui ont mis récemment leur monnaie en flottement ne devront jamais perdre de vue pour autant l'aspect taux de change dans l'élaboration de leur politique monétaire même en l'absence d'engagement de change explicite. Ces pays doivent également demeurer vigilants à l'égard des risques inflationnistes et se tenir prêts à relever les taux d'intérêt.

Louis-José Touron