

CHRONIQUE

LES MARCHÉS FINANCIERS EN 1994 : DE LA HAUSSE DES TAUX OBLIGATAIRES À LA DÉTENTE

ALEXANDRE MAYMAT *

L'année 1994 est marquée, sur les marchés financiers, par la chute des rendements obligataires qui trouve son origine dans la remontée des taux longs aux Etats-Unis, amorcée à l'automne 1993 et amplifiée par le retournement de la politique monétaire de la FED au début de 1994. La montée des taux longs reflète pour partie la vigueur de la croissance américaine, accentuant le déficit d'épargne nationale par rapport à l'investissement, mais elle paraît surtout marquer la réapparition de craintes de tensions inflationnistes. La hausse des taux longs a par ailleurs été accentuée par le dénouement des positions spéculatives accumulées dans les premières années de la reprise américaine. La vive augmentation des taux longs s'est diffusée dès le début de l'année 1994 à l'ensemble des places européennes, selon un effet de contagion classique, mais a été là encore amplifiée par les annonces d'une reprise exceptionnellement vigoureuse. La forte baisse des rendements obligataires s'est accompagnée d'une forte dépréciation du dollar, liée au gonflement sans précédent du déficit courant américain.

275

La hausse des taux longs a provoqué un net recul des émissions obligataires internationales, tant domestiques que sur les marchés internationaux, à la faveur des prêts bancaires qui ont connu une très nette progression.

Le franc durcissement de la politique monétaire américaine opéré le 15 novembre 1994 semble avoir rassuré les marchés sur la volonté de la FED d'enrayer d'éventuelles tensions inflationnistes et provoqué une stabilisation des anticipations des agents, entraînant dans son sillage une détente des marchés obligataires et un raffermissement du dollar vis-à-vis du yen et du DM. L'année 1994 s'est cependant terminée sur les vives turbulences consécutives à la crise du peso mexicain entamée le 20 décembre. Ces dernières ont alimenté la défiance des investisseurs vis-à-vis des marchés financiers de nombreux pays émergents, mais aussi de

* Direction de la prévision. Administrateur de l'INSEE, bureau de synthèse de la prévision internationale.

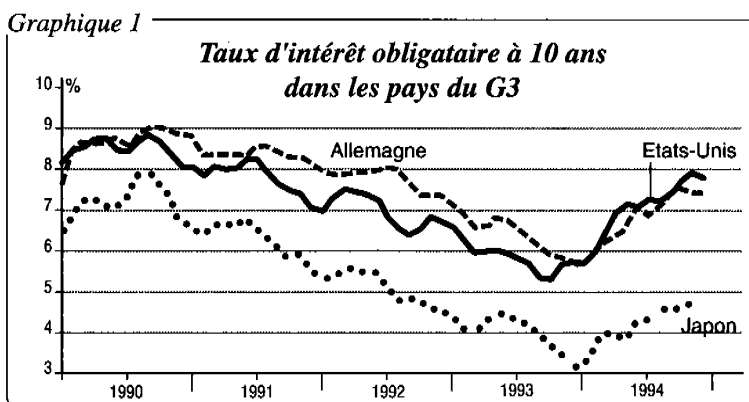
ceux des pays de l'OCDE qui cumulent les incertitudes en matière d'inflation et de finances publiques.

I - Les tensions sur les marchés obligataires se sont développées à mesure que la croissance américaine s'accélérait

Les rendements obligataires américains se sont fortement redressés depuis octobre 1993, mais surtout après le 4 février 1994, date du premier relèvement des taux directeurs de la Réserve fédérale au cours du présent cycle. Ils ont entraîné dans leur sillage les taux longs européens, la vigueur de la reprise au cours du cycle actuel alimentant les craintes d'une résurgence précoce des tensions inflationnistes.

Par rapport à son niveau historiquement faible d'octobre 1993, le rendement des bons du Trésor américains à dix ans a augmenté de près de 200 points de base à l'été et de près de 275 points mi-novembre 1994. Sur le Bund à dix ans, la progression des taux entre le point bas observé début janvier et fin décembre, est de l'ordre de 200 points de base. Pour ce qui est des autres places européennes, l'écart de taux longs observé sur les marchés obligataires entre le début et la fin de l'année dernière s'établit à 200 points aux Pays-Bas ou en Belgique et à plus de 300 points pour l'Italie et l'Espagne. La montée est plus faible au Japon, où elle atteint cependant 170 points de base.

276



Une baisse profonde des cours obligataires aux Etats-Unis étalée sur plusieurs trimestres n'est pas un phénomène sans précédent. Des épisodes semblables se sont déjà déroulés au cours des années quatre-vingt, généralement en début de reprise, date habituelle de retournement de la

politique monétaire de la FED. Pour autant, celui-ci présente quelques caractères originaux.

La chute des cours des marchés obligataires américains traduit la résurgence brutale des craintes inflationnistes

Lors du présent cycle, les cours des marchés obligataires sont restés haussiers longtemps après le début de la reprise. Les opérateurs paraissent avoir mal évalué l'avancement du cycle et la vigueur de la croissance, à l'instar d'ailleurs de la plupart des observateurs et des comptables nationaux américains eux-mêmes. Lorsque la prise de conscience de la vigueur de la croissance s'est faite, fin 1993/début 1994, elle a alimenté les inquiétudes inflationnistes des marchés, d'autant plus brutalement qu'elle avait tardé. Le durcissement progressif de la politique monétaire à partir de février n'a pas suffi à apaiser ces tensions. Au contraire, le resserrement des conditions monétaires s'est accompagné d'une montée particulièrement forte des taux longs.

La hausse des taux longs a été renforcée par des éléments de nature technique

L'effet de la modification des anticipations inflationnistes des investisseurs internationaux a été renforcé par le retournement de certains comportements spéculatifs ayant prévalu en 1993.

— La politique monétaire particulièrement souple menée par la FED en 1993 avait parmi ses objectifs celui de restaurer la rentabilité et la capitalisation du système bancaire américain, fléchissant sous le poids de créances douteuses notamment dans le secteur immobilier. Des taux réels particulièrement bas favorisaient en effet l'octroi aux banques de ressources à court terme peu coûteuses qu'elles placèrent en valeurs du trésor à long terme, assurant un rendement plus élevé, créant ainsi un effet de demande puissant pour les obligations américaines.

Parallèlement, les détenteurs d'actifs à court terme, qui ont souffert d'un manque à gagner lié à la diminution des taux d'intérêt nominaux, ont retiré leurs avoirs déposés dans les banques pour les investir en fonds de placements, et poussé ces derniers à rechercher les rémunérations plus fortes, notamment par le biais des obligations originaires des pays émergents d'Amérique latine ou d'Asie. Cette délocalisation des placements vers des marchés moins fiables a accru l'exposition des investisseurs au risque mais surtout raréfié les ressources longues placées dans les banques américaines.

C'est ainsi que les banques américaines abordèrent l'exercice 1994 avec une situation bilancielle particulièrement déséquilibrée : un passif déformé au profit des ressources de court terme ; un actif riche en créances

longues avec notamment plus de 300 Mds de \$ de titres publics. La sensibilité du bilan des banques, tant à une éventuelle baisse des cours des obligations venant amputer la valeur de leur actif qu'à une remontée des taux courts accentuant le coût de leurs ressources et donc leur besoin de trésorerie était donc particulièrement forte. En particulier, leur temps de réaction à l'évolution des rendements obligataires s'est trouvé considérablement raccourci du fait de l'ampleur des sommes investies et donc des pertes résultant d'une légère hausse des taux longs. L'augmentation des taux courts survenu à partir de février 1994 a ainsi accru les besoins de trésorerie, poussant les banques à liquider leur actif obligataire : dès lors, le mouvement de hausse des taux longs et donc de baisse de la valeur des obligations s'est accéléré.

— La chute des cours obligataires a en outre été accélérée par l'impact de la hausse des taux sur le stock d'obligations hypothécaires titrisées. Ces obligations sont des titres de placement pour les investisseurs résultant de la fusion des prêts hypothécaires bancaires. Lorsque les taux se sont élevés, les emprunteurs ont été incités à garder leurs titres plus longtemps, puisque les intérêts qu'ils avaient à payer étaient calculés sur une base inférieure au nouveau taux de marché. L'allongement de la durée de vie résiduelle de ces titres a repoussé dans le temps le moment de remboursement du capital et donc diminué leur valeur actualisée. Dans ces conditions et pour couvrir les pertes encourues par la dévalorisation de ces obligations hypothécaires, les investisseurs ont été poussés à vendre une partie de leur actif, notamment obligataire.

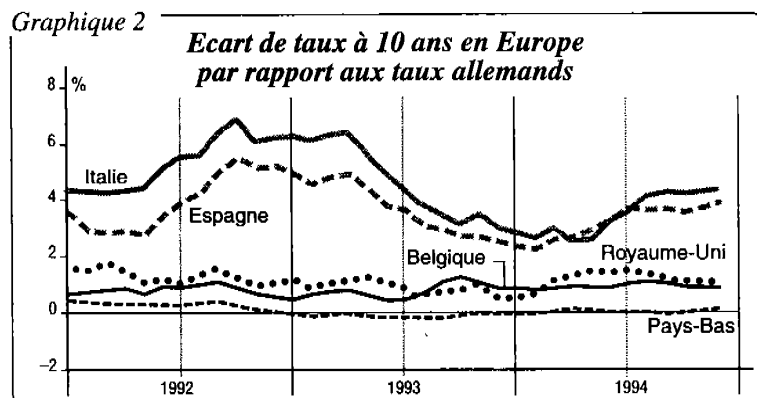
278

La remontée des taux longs américains s'est transmise à l'ensemble des marchés obligataires

Le redressement des taux longs américains s'est vite diffusé à l'ensemble des marchés obligataires internationaux, ce qui peut paraître surprenant, étant donné le fort décalage de conjoncture existant entre les États-Unis et ses partenaires occidentaux et la poursuite jusqu'à l'été 1994 de l'assouplissement des politiques monétaires en Europe continentale. Cette progression concomitante des taux longs pourrait être imputable au creusement du déficit entre l'épargne internationale (laquelle est tombée de 23,5 à 19,4 % dans la zone OCDE entre 1992 et 1994 en raison principalement de l'aggravation des déficits publics dans la plupart des pays) et du besoin de financement de l'économie mondiale, plus fort en phase de croissance généralisée et vigoureuse.

La remontée des taux longs européens pourrait également avoir été la conséquence de l'émergence de craintes inflationnistes d'autant plus vives que se multipliaient les signes d'une reprise beaucoup plus vigoureuse que prévu : en effet, alors qu'en janvier la prévision moyenne de crois-

sance pour l'Europe, telle qu'elle était publiée par la revue *Consensus Forecast*, était de 1,2 % pour 1994, les principales informations disponibles en fin d'année faisait état d'une croissance proche de 2,3 %. A titre d'exemple et au Royaume-Uni, si tant est qu'on puisse en juger par le comportement des fonds d'Etat britanniques indexés, ce facteur a compté pour un peu moins d'un point dans la progression des rendements obligataires enregistrée entre février et décembre 1994.

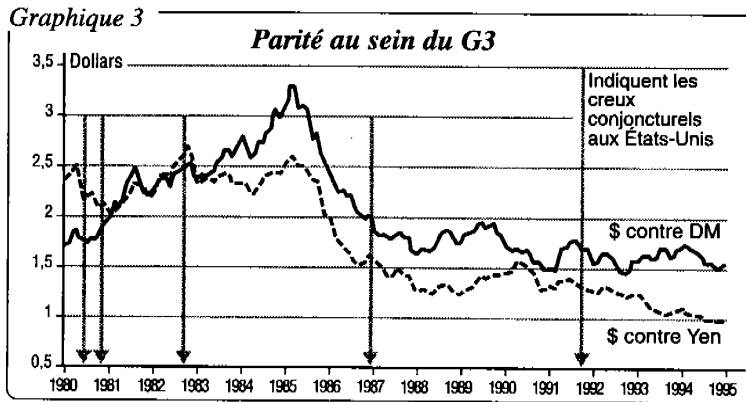


279

L'augmentation des taux longs, générale dans tous les pays d'Europe, s'est par ailleurs avérée d'autant plus élevée que le niveau initial l'était déjà. Plus que les turbulences politiques récentes observées dans certains pays, le creusement de l'écart de taux pourrait avoir traduit l'appréciation — largement fondée sur les performances passées — que les marchés ont de la capacité des Etats à juguler les pressions inflationnistes en phase de forte croissance et/ou à maîtriser leurs finances publiques.

II - La hausse des rendements obligataires s'est accompagnée d'une forte baisse du dollar par rapport aux devises européennes et au yen

De 110 yen et 1,75 DM en début d'année 1994, le dollar s'est échangé jusqu'à 97 yen et 1,5 DM fin octobre. En termes effectifs, c'est-à-dire pondérée par la structure des exportations américaines, la valeur du dollar n'a cependant baissé que de 3,6 % entre février et septembre derniers, le dollar canadien et les devises de certains pays en développement ayant suivi ou dépassé le repli de la devise américaine.



La dépréciation du dollar, si elle ne doit pas surprendre lors d'une phase de maturité du cycle de croissance, générant des craintes de regain des tensions inflationnistes, a été particulièrement forte. Elle peut avoir été entretenue là encore par la vigueur de la croissance européenne, conduisant les marchés à anticiper un retournement plus rapide que prévu de la politique monétaire en Europe continentale, et donc une augmentation précoce des taux d'intervention favorisant les monnaies du SME, et le deutsche Mark en particulier. L'augmentation anticipée des taux sur les titres émis en monnaies européennes a favorisé l'achat de titres européens au détriment des titres émis en dollars, la hausse des taux américains ayant déjà été capitalisée dans les anticipations des investisseurs.

Ce facteur s'est combiné à d'autres éléments venant accélérer l'affaiblissement du dollar. Les États-Unis ont enregistré en 1994 un déficit record de la balance des transactions courantes de 156 Mds de \$ contre 104 en 1993. A contrario, l'excédent courant du Japon est resté stable au voisinage de 130 Mds de \$. Or, les mouvements effectifs de capitaux à long terme ont été à rebours des besoins financiers de ces deux pays. Les États-Unis, qui ont du financer un déficit considérable et croissant de la balance courante, n'ont dans le même temps vu s'accroître suffisamment les entrées nettes de capitaux longs. Pourtant, après avoir été nettement déficitaire de 1991 à 1993, le solde des investissements directs a été quasi équilibré en 1994. Parallèlement, le solde des investissements de portefeuille à long terme a été légèrement excédentaire.

*Tableau 1 : Balances courantes des pays de l'OCDE
(en milliards de dollars courants)*

	1991	1992	1993	1994
Etats-Unis	- 7	- 68	- 104	- 156
Japon	73	118	132	129
Allemagne	- 19	- 22	- 20	-22
France	- 7	4	9	10
Royaume-Uni	- 14	- 17	- 17	- 1
Italie	- 24	- 28	11	14
Canada	- 24	- 22	- 24	- 18
Union européenne	- 1	- 77	5	27
<i>OCDE</i>	<i>- 46</i>	<i>- 68</i>	<i>- 12</i>	<i>- 39</i>
4NEI	13	14	17	11
OPEP	- 62	- 32	- 25	- 29
Autres pays de l'Asie hors OPEP	- 8	- 13	- 33	- 30
Amérique latine hors OPEP	- 5	- 9	- 20	- 25
Afrique hors OPEP	- 4	- 7	- 9	- 10
Pays d'Europe centrale et orientale	- 4	- 6	- 5	- 5
<i>Total des pays non OCDE</i>	<i>- 73</i>	<i>- 54</i>	<i>- 72</i>	<i>- 87</i>

281

*Tableau 2 : Balance des capitaux à long terme aux Etats-Unis
(1991-1994)*

(En Mds de \$ US)	1991	1992	1993	1994
<i>Investissements directs</i>				
Etrangers aux Etats-Unis	26	10	21	60
Américains à l'étranger	31	41	58	58
<i>Investissements en titres</i>				
Achats étrangers de titres américains (publics et privés)	58	73	111	94
Achats américains de titres étrangers (publics et privés)	45	45	120	61

Sources : Treasury Bulletin.

Parallèlement, les investisseurs japonais, qui ont perdu des milliards de dollars dans les années quatre-vingt sur leurs avoirs en valeurs du Trésor américain, n'ont pas comme dans les cycles précédents soutenu le cours des actifs en dollars. Pourtant, après avoir été importateur net de capitaux longs au 1^{er} semestre, le Japon a exporté des capitaux à long terme au deuxième semestre à un rythme soutenu. Globalement, le Japon a été exportateur net de 82 Mds de \$ de capitaux longs (dont 64 Mds de \$ obligataire) soit un chiffre voisin de celui constaté en 1993. Pour autant, les investisseurs japonais se sont davantage tournés vers des émissions libellées en yens, dont le poids dans les émissions totales sur les marchés internationaux s'est nettement accru (67 Mds de \$, dont seulement 14 Mds empruntés par le Japon). Cet accroissement, répondant sans doute à la volonté des investisseurs japonais de réduire leur exposition au risque de change, s'est effectué au détriment des obligations émises par le gouvernement américain.

Par suite, le déficit de la balance des paiements courants des Etats-Unis a dû être financé dans une plus large proportion par des concours bancaires à court terme et par le recyclage des réserves en dollars des banques centrales. Ce mode de financement du déficit courant, par nature instable, a contribué à alimenter la méfiance des marchés vis-à-vis du dollar.

282

Enfin, vis-à-vis du yen, les négociations commerciales nippo-américaines semblent avoir pesé sur l'évolution du dollar : les méandres des discussions et la timidité des résultats obtenus ont en effet déçu les marchés qui espéraient de ces négociations des décisions aptes à réduire durablement le déficit commercial bilatéral entre les Etats-Unis et le Japon.

III - Le marché américain des actions, soutenu par la réévaluation des perspectives de croissance et des profits, a mieux résisté que les marchés européens à la hausse des taux longs

L'indice composite du cours des actions américaines est resté stable entre octobre 1993 et septembre 1994 et le rendement des actions, déjà historiquement bas à la fin de 1993, n'a que marginalement progressé jusqu'à la mi-novembre, accusant même un très léger tassement entre le deuxième et le troisième trimestre 1994. Le niveau des transactions a continué de progresser au premier semestre de 1994. Les investisseurs ont en effet probablement fait l'hypothèse que la vigueur de la croissance se poursuivrait et stimulerait les profits des entreprises.

La très vive réévaluation des perspectives de croissance et l'important rebond de la production industrielle opéré dès la fin 1993, n'ont en revanche pas suffi à soutenir les cours sur les bourses européennes :

l'indice allemand d'octobre a cédé près de 8 % par rapport à janvier 1994, phénomène qui s'est reproduit à l'identique dans la plupart des places européennes. Le marché japonais semble avoir mieux résisté, progressant de 5 % sur un an, cette amélioration étant certes acquise dès le premier trimestre, sans doute en relation avec les entrées de capitaux longs.

IV - Le mode de financement des déficits courants traduit la chute des rendements obligataires

Pris dans la tourmente des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis en Europe, les volumes d'émission sur les marchés obligataires internationaux et domestiques se sont nettement contractés en 1994. Cette diminution a bénéficié principalement aux emprunts bancaires internationaux par un effet de substitution au financement obligataire devenu plus onéreux.

Tableau 3 : Emprunts sur les marchés internationaux (1991-1994) (hors facilités non cautionnées)

En % du total	1991	1992	1993	1994
Obligations	67,6	69,2	72,2	62,9
Actions	5,0	4,8	6,0	6,5
Titres	72,6	73,9	78,2	69,4
Prêts bancaires internationaux	25,4	24,4	20,4	29,7
Prêts bancaires étrangers	0,2	0,2	0,2	0,1
Autres facilités internationales	1,8	1,4	1,2	0,7
<i>Total (en Mds de \$ courants)</i>	<i>766</i>	<i>817</i>	<i>1 147</i>	<i>1 150</i>

283

Source : OCDE, calcul DP.

La hausse des taux longs pèse sur les marchés obligataires internationaux et domestiques

Les volumes d'émissions sur **les marchés obligataires internationaux** se sont nettement contractés en 1994 par rapport à 1993 (- 11 % dans l'ensemble). Cette chute a touché plus particulièrement les émissions à taux fixes qui baissent de 19 %, tandis que les émissions à taux variable s'accroissaient d'environ 37 %, ces dernières profitant de la hausse des rendements obligataires.

La désaffection des emprunteurs pour les marchés obligataires touche plus particulièrement le Japon dont les émissions ont pratiquement été divisées par deux entre 1993 et 1994 (31,5 Mds de \$ en 1994 contre 61 en 1993) et les pays d'Europe (notamment la France). Au contraire, les émissions de titres obligataires américains sur les marchés internationaux se sont fortement accrues, traduisant un effort de substitution entre marchés internationaux et marchés domestiques.

Le dollar reste la première monnaie d'émissions obligataires sur les marchés internationaux : la part des émissions opérées en dollars reste en effet constante en valeurs à 38 % en 1994, comme en 1992 et 1993 et en dépit de la dévaluation du dollar sur l'ensemble de l'année 1994. Parallèlement, les émissions en yens sont nettement accrues (+ 30 % environ), les émetteurs, notamment allemands, bénéficiant du faible niveau des taux longs japonais tandis que les investisseurs, principalement japonais, ont trouvé dans ces titres l'attrait des placements peu exposés au risque de change.

Par ailleurs, les émissions en mark ont connu une forte baisse (54,6 Mds de \$ en 1994 contre 31,5 en 1994), en dépit de la forte appréciation du DM par rapport au dollar. Enfin, les émissions d'obligations en lire ont progressé d'environ 50 % malgré la fragilité de la monnaie italienne.

284

Le relatif retrait des investisseurs des marchés obligataires internationaux se retrouve sur les **marchés domestiques** : ainsi, entre 1993 et 1994, les émissions brutes ont baissé aux Etats-Unis (- 20 %), en Allemagne (- 13 %), en France (- 23 %) et au Royaume-Uni (- 38 %). Au Japon en revanche, les émissions obligataires ont progressé en 1994 : outre un niveau des taux longs nettement inférieurs aux autres pays occidentaux, cette hausse pourrait trouver là encore son origine dans la préférence des investisseurs japonais pour des titres libellés en yen et donc moins exposés au risque de change dans une période marquée par la poursuite de l'appréciation de la monnaie nipponne.

Tableau 4 : Emissions brutes d'obligations
sur les marchés internationaux et domestiques (1992-1994)

(En milliards de dollars US)	1992	1993	1994
<i>Etats-Unis</i>			
Marchés internationaux et étrangers	18	25	46
Marchés domestiques	1 223	1 433	1 145
<i>Japon</i>			
Marchés internationaux et étrangers	56	61	39
Marchés domestiques	909	1 104	n.d.
<i>Allemagne</i>			
Marchés internationaux et étrangers	20	45	46
Marchés domestiques	360	424	370
<i>France</i>			
Marchés internationaux et étrangers	33	41	32
Marchés domestiques	67	93	72
<i>Royaume-Uni</i>			
Marchés internationaux et étrangers	34	35	33
Marchés domestiques	50	88	54
<i>Italie</i>			
Marchés internationaux et étrangers	8	18	16
Marchés domestiques	187	187	n.d.

Source : OCDE.

285

L'engagement accéléré pour les prêts bancaires internationaux témoigne de la désaffection des emprunteurs pour les marchés obligataires

En 1994, les prêts bancaires ont connu une progression très nette (+ 44 %) par rapport à l'année précédente. Cette progression traduit essentiellement un effet de substitution entre le financement sur les marchés obligataires et celui par emprunts auprès des banques : il répond à l'augmentation simultanée des taux obligataires et à l'amélioration simultanée des conditions d'emprunts. Selon les données de l'OCDE, le différentiel entre le taux moyen de la zone OCDE et le taux libor est ainsi passé de 78 points de base en 1993 à 59 points de base en 1994, reflétant principalement la concurrence accrue au sein du système bancaire.

Tableau 5 : Prêts bancaires internationaux (1992-1994)

(En milliards de dollars US)	1992	1993	1994
<i>Prêts bancaires totaux</i>	125	145	208
dont :			
Etats-Unis	53	69	84
Japon	1	1	1
Allemagne	1	2	1
France	3	6	5
Royaume-Uni	11	3	25
Italie	4	2	4
Union européenne ¹	33	27	65
Pays de l'Est ²	0	1	1
Amérique latine ³	0	2	1
Asie du Sud-Est ⁴	11	16	19

1 Union européenne à 15.

2 République tchèque, Hongrie, Pologne, Russie, Géorgie, Slovaquie, Slovénie.

3 Mexique, Brésil, Argentine, Vénézuéla.

4 Chine, Hong-Kong, Corée du Sud, Philippines, Thaïlande, Indonésie, Taiwan, Malaisie, Singapour.

286

V - De la détente enregistrée mi-novembre à la crise du peso mexicain déclenchée le 20 décembre dernier

Le relèvement des taux directeurs américains survenu le 15 novembre 1994 et d'une ampleur supérieure à celle anticipée par les marchés ¹, semble avoir mis fin aux craintes entretenues jusqu'alors par les marchés sur les risques de tensions inflationnistes.

Les anticipations d'inflation des marchés s'en sont trouvées stabilisées, ce qui a même permis une certaine détente des taux longs (de quelque 20 points de base entre le 15 novembre et la fin décembre). Le marché des actions a bien réagi, confirmant l'hypothèse selon laquelle les investisseurs anticipaient un ralentissement en douceur de l'activité en réaction au durcissement de la politique monétaire, plutôt qu'une franche récession. Enfin, la politique monétaire de la FED a favorisé un raffermissement du

1 La Réserve fédérale a en effet procédé à un relèvement de 75 points de base de son taux directeur contre 50 points généralement admis.

dollar, qui s'échangeait contre 100 yen et 1,55 deutsche Mark fin décembre. Cette stabilisation a d'ailleurs été soutenue par le léger accroissement de la prime par rapport au deutsche Mark, nulle en octobre et proche de 30 points de base fin décembre.

L'année 1994 s'est achevée cependant sur les turbulences provoquées par l'impact de la crise du peso mexicain sur l'ensemble des places monétaires et les marchés des changes. L'annonce, le 20 décembre dernier par le gouvernement mexicain d'une dévaluation du peso a provoqué un désengagement des capitaux, notamment nord-américains.

La crise mexicain s'est en effet enclenchée le 20 décembre 1994, alors que l'Amérique latine venait de connaître quatre années de reprise économique. Cette dernière s'était accompagnée, notamment au Mexique, d'un creusement rapide des déficits extérieurs couverts pour des montants croissants, par des investissements de portefeuille particulièrement volatiles. Au Mexique, durant toute l'année 1994, ces placements à court terme ont reflué : mais les autorités ont préféré assécher leurs réserves extérieures, plutôt que de réviser leur politique économique. La politique monétaire est notamment restée expansive. L'année 1994 s'est ainsi terminée sur un déficit courant de 28,5 Mds de \$ et des réserves extérieures ramenées de 25 à 6 Mds de \$ en un an.

Lorsque le 20 décembre 1994, la Banque centrale mexicaine a annoncé une dévaluation de 10 % du peso, elle n'avait plus les moyens de défendre la nouvelle parité encore très surévaluée et les autorités durent laisser flotter la monnaie, provoquant une forte chute du peso, le rapatriement massif des capitaux étrangers placés en actions et en bons du Trésor à court terme, suscitant une forte hausse des taux courts.

L'année 1994 s'achève sans que soient définies les modalités et les conditionnalités de l'aide accordée au Mexique par la communauté internationale et dans l'incertitude sur les effets de contagion éventuels de la crise mexicaine.

La vulnérabilité respective des différents pays d'Amérique latine à la réduction ou à l'inversion des flux de capitaux intervenue après décembre 1994 dépend largement de la réorientation des politiques économiques suscitées par les entrées massives de capitaux et l'évolution des taux d'épargne nationaux au début des années 1990. Deux types de politique se sont schématiquement opposés : au Chili, en Colombie et au Pérou, se sont conjuguées d'une part des politiques de change flexible favorisant la contraction du déficit des opérations courantes, d'autre part une limitation des entrées de capitaux à court terme contribuant à un financement du déficit extérieur sous forme d'investissement direct à long terme, par nature plus stable, enfin, des réformes des systèmes de sécurité sociale et de retraite favorisant le développement de l'épargne nationale. Au con-

traire, en Argentine, et dans une moindre mesure au Brésil, le gel du taux de change a conduit à un creusement des déficits extérieurs tandis que le niveau élevé des taux d'intérêts entraînait une entrée massive des investissements de portefeuille à court terme, beaucoup plus instables. Ces derniers apparaissaient donc fin 1994 comme beaucoup plus vulnérables aux conséquences de la crise mexicaine que les premiers.

Plus généralement, la crise mexicaine a suscité la défiance des investisseurs internationaux à l'égard des marchés émergents, mais aussi vis-à-vis des monnaies jugées les plus faibles, en particulier le dollar canadien, mais aussi la lire, la peseta ou la couronne suédoise.