

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

CINQUANTE-SIXIÈME RAPPORT ANNUEL

1^{ER} AVRIL 1985 - 31 MARS 1986

BÂLE

9 juin 1986

TABLE DES MATIÈRES

	Page
Introduction	1
I. Un bilan favorable	3
II. Reprise économique et aménagement du dosage des politiques	9
<p>Faits saillants (p. 9); production et demande (p. 10): <i>un nouveau genre de choc pétrolier</i> (p. 14); inflation (p. 15); <i>cours des produits de base et prix à l'importation</i> (p. 17), <i>salaires et coûts unitaires de main-d'œuvre</i> (p. 18); les marchés du travail et la reprise actuelle (p. 21): <i>contraste Europe-Amérique du Nord et Japon</i> (p. 21), <i>modifications dans la structure de la population active occupée</i> (p. 22), <i>rigidités, salaires réels et capacités de production</i> (p. 23), <i>rigidités du marché du travail</i> (p. 23), <i>salaires réels et emploi</i> (p. 25), <i>capacités de production et chômage</i> (p. 27), <i>résumé</i> (p. 28); politiques et problèmes budgétaires (p. 29): <i>croissance de la dette publique</i> (p. 31), <i>efficacité de la politique budgétaire</i> (p. 32), <i>coordination des moyens d'action</i> (p. 34); dosage des politiques monétaires et budgétaires (p. 34): <i>1985: un tournant?</i> (p. 34).</p>	
III. Echanges et paiements internationaux	39
<p>Faits saillants (p. 39); commerce mondial (p. 40); aggravation du déséquilibre extérieur des trois plus grands pays industrialisés (p. 43): <i>Etats-Unis</i> (p. 44), <i>Japon</i> (p. 50), <i>Allemagne</i> (p. 53); évolution des balances des paiements dans les autres pays du Groupe des Dix (p. 56); évolution des balances des paiements dans les autres groupes de pays (p. 60): <i>pays développés extérieurs au Groupe des Dix</i> (p. 60), <i>Europe de l'Est</i> (p. 61); évolution des balances des paiements dans les pays en développement (p. 62): <i>pays en développement</i> (p. 62), <i>pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient</i> (p. 63), <i>Amérique latine</i> (p. 63), <i>Asie</i> (p. 64), <i>autres pays en développement</i> (p. 65), <i>état du processus d'ajustement dans les pays en développement</i> (p. 67).</p>	
IV. Tendances des marchés des capitaux	69
<p>Faits saillants (p. 69); évolution de l'épargne privée et publique dans les principaux pays (p. 70): <i>déséquilibres épargne/investissement</i> (p. 70), <i>mécanismes régulateurs du marché</i> (p. 73); évolution des portefeuilles et rendements des actifs (p. 75): <i>avoirs et engagements extérieurs</i> (p. 75), <i>accumulation d'actifs, effets de valorisation et modifications de portefeuille</i> (p. 75); les marchés des capitaux en 1985 (p. 80): <i>taux d'intérêt</i> (p. 80), <i>activité sur les marchés boursiers</i> (p. 82), <i>collecte de fonds sur les marchés des capitaux</i> (p. 84); expansion des opérations sur titres et rôle des investisseurs institutionnels (p. 87); évolution du rôle des diverses institutions financières (p. 89); stabilité financière: problèmes récents (p. 92); innovation financière et stabilité du système: un défi pour le contrôle bancaire (p. 94).</p>	
V. Marchés internationaux des capitaux	97
<p>Faits saillants (p. 97); vue d'ensemble (p. 98); le secteur bancaire international (p. 103): <i>évolution des agrégats globaux</i> (p. 103), <i>origines et emplois des fonds bancaires internationaux</i></p>	

(p. 103), prêts aux pays extérieurs à la zone déclarante (p. 107), rôle des divers centres du marché (p. 110), composition par monnaie de l'activité bancaire internationale et croissance du marché de l'Ecu (p. 113), le marché des prêts consortiaux (p. 115); les marchés internationaux des titres (p. 115); le secteur à court terme (p. 115), le secteur à long terme (p. 118); la situation de l'endettement international et l'initiative Baker (p. 123).

VI. Politique monétaire: objectifs intermédiaires et modalités d'intervention 132

Faits saillants (p. 132); évolution des politiques de la masse monétaire (p. 133); agrégats monétaires: objectifs et évolution (p. 133), difficultés de la fixation d'objectifs de croissance aux agrégats (p. 137), tendance à l'assouplissement des stratégies d'objectifs monétaires (p. 140), prise en compte des taux de change dans les stratégies fondées sur les agrégats (p. 141); stratégies de rechange pour la politique monétaire (p. 144); les politiques monétaires explicitement axées sur le taux de change (p. 144), objectifs de PNB nominal et de taux d'intérêt pour la politique monétaire (p. 148); modifications des instruments de politique monétaire et des procédures d'intervention (p. 149); nouveaux instruments et procédures (p. 149), causes des modifications (p. 152), flexibilité des interventions sur le marché monétaire et taux de change (p. 153), persistance des problèmes de régulation des marchés monétaires (p. 156); contraintes de la politique monétaire (p. 158).

VII. Le système monétaire international 161

Faits saillants (p. 161); évolution générale des taux de change (p. 162); monnaies flottantes (p. 162), efficacité de la régulation officielle du marché des changes (p. 169), perspectives à plus long terme et plaidoyer en faveur d'une réforme (p. 172); évolution au sein du SME (p. 175); production d'or et marché de l'or (p. 181); réserves et liquidité internationale (p. 184).

VIII. Activités de la Banque 191

Développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales (p. 191); système de compensation de l'Ecu privé (p. 195); opérations du Département Bancaire (p. 196): passif (composition des ressources) (p. 197), actif (utilisation des ressources) (p. 200), opérations à terme sur or (p. 202); bénéfice net et répartition (p. 202); la Banque comme Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté européenne du charbon et de l'acier, et comme Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux (p. 203); modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction (p. 203).

Conclusion 206

* *
*

Bilan et compte de profits et pertes au 31 mars 1986.

LISTE DES TABLEAUX ET GRAPHIQUES

(Les graphiques sont indiqués par un astérisque)

	Page
Reprise économique et aménagement du dosage des politiques	
Variations du produit national brut en volume et contributions de ses composantes	12
Inflation dans les pays du Groupe des Dix, 1961-86*	16
Variations des prix à la consommation	16
Cours mondiaux des produits de base pétroliers et non pétroliers, 1979-86*	17
Prix à l'importation, 1981-85*	18
Coûts salariaux dans l'industrie et prix de gros	19
Indicateurs du marché du travail: Etats-Unis, Japon et Europe	21
Caractéristiques de l'emploi dans le secteur des services: indicateurs sélectionnés	24
Population active occupée, chômage et salaires réels dans certains pays européens	25
Europe OCDE: chômage et part du travail dans le revenu, 1965-85*	26
Indicateurs des capacités de production	27
Soldes budgétaires des administrations publiques	30
Endettement des administrations publiques et service des intérêts	31
Dépenses des administrations publiques	34
Ecart des taux d'intérêt réels à court et à long terme entre les Etats-Unis et certains pays, 1980-86*	36
Echanges et paiements internationaux	
Commerce mondial, 1982-85*	41
Etats-Unis: facteurs de variation de la balance commerciale (estimations)	44
Etats-Unis: soldes commerciaux vis-à-vis des divers groupes de pays	46
Etats-Unis: résumé des opérations en capital	47
Etats-Unis: flux bancaires	48
Etats-Unis: répartition géographique des flux de capitaux identifiés du secteur privé	49
Japon: contribution des variations du volume des échanges et des termes de l'échange aux variations de la balance commerciale (estimations)	50
Japon: mouvements de capitaux	52
Allemagne: contribution des variations du volume des échanges et des termes de l'échange aux variations de la balance commerciale (estimations)	54
Allemagne: mouvements de capitaux identifiés	55
Soldes des paiements courants dans le monde	57
Pays du Groupe des Dix: structure des mouvements de capitaux	59
Pays en développement: facteurs de variation de la balance des paiements courants (estimations)	62
Pays en développement: financement du déficit des paiements courants (estimations)	65
Tendances des marchés des capitaux	
Investissement brut et épargne aux Etats-Unis, au Japon et en Allemagne, 1980-85*	70
Investissement brut, épargne et ses composantes	71
Avoirs et engagements extérieurs	76

	Page
Rendements réels des actifs	77
Composition du portefeuille du secteur privé non financier	78
Ratios endettement/fonds propres du secteur des entreprises non financières	79
Taux d'intérêt nominaux et inflation, 1980-86*	81
Cours réels des actions sur les principales places boursières, 1980-86*	83
Fonds collectés par les emprunteurs nationaux non financiers	85
Emissions brutes d'obligations	87
Ressources collectées par les banques sur les marchés des titres	89
 Marchés internationaux des capitaux	
Tendances des marchés internationaux des capitaux, 1982-85*	98
Prêts sur les marchés internationaux (estimations corrigées des duplications d'écritures): variations des créances extérieures des banques déclarantes de la BRI et des émissions internationales de titres	99
Variations des avoirs extérieurs des banques déclarantes de la BRI à taux de change constants et courants, 1979-85*	104
Banques déclarantes de la BRI: principales caractéristiques de l'activité internationale	105
Origines et emplois des fonds bancaires internationaux (estimations)	106
Flux entre les banques de la zone déclarante de la BRI et les groupes de pays extérieurs à la zone (estimations)	108
Opérations des banques déclarantes avec les divers groupes de pays en développement (hors OPEP)	109
Evolution dans les divers centres bancaires	112
Répartition par monnaie des positions extérieures des banques déclarantes	113
Structure du marché bancaire de l'Ecu	114
Activité sur les marchés internationaux des capitaux, par secteur de marché et par emprunteur	116
Rendements de certaines obligations internationales et taux des dépôts en eurodollars, 1984-86*	119
Caractéristiques structurelles des marchés obligataires internationaux	120
Groupes d'emprunteurs sur les marchés obligataires internationaux	122
Evolution de l'endettement international dans les pays en développement non membres de l'OPEP, 1975-85*	124
Facteurs agissant sur les besoins d'emprunt des pays en développement non membres de l'OPEP, 1975-85*	126
 Politique monétaire: objectifs intermédiaires et modalités d'intervention	
Agrégats monétaires et du crédit: objectifs et taux de croissance	134
Agrégats monétaires: objectifs et évolution, 1985-86*	135
Variations des mesures de la masse monétaire, du PNB et de la vitesse-revenu	138
Taux d'intérêt du marché monétaire et taux de change, 1985-86*	144

	Page
Taux d'intérêt à court et à long terme et variations des prix à la consommation: écarts par rapport à l'Allemagne	146
Opérations officielles influençant les conditions du marché monétaire	152
Taux d'intérêt officiels et interbancaires, 1985-86*	155

Le système monétaire international

Variations des taux de change bilatéraux de certaines monnaies par rapport au dollar EU, 1984-86*	163
Variations des taux de change bilatéraux de certaines monnaies par rapport au deutsche mark, 1984-86*	164
Variations des taux de change effectifs de certaines monnaies, 1980-86*	166
Variabilité journalière du taux de change de certaines monnaies vis-à-vis du dollar	172
Taux de change bilatéraux réels de certaines monnaies par rapport au dollar EU, 1976-86*	173
Taux de change au comptant dans le mécanisme de change du SME, 1984-86*	177
Evolution des coûts et prix relatifs au sein du SME, 1983-86*	180
Production d'or dans le monde (estimations)	182
Origine et utilisation de l'or (estimations)	182
Cours de l'or, 1984-86*	183
Variations des réserves globales	186
Structure des placements des réserves en devises	189

Activités de la Banque

Encours des emprunts communautaires	195
Evolution du total du bilan au cours des cinq derniers exercices	197
Evolution de la composition des ressources au cours des cinq derniers exercices	197
Fonds empruntés d'après leur origine	199
Fonds empruntés d'après leur nature et leur durée restant à courir	199
Répartition d'après leur nature des avoirs à vue et des autres placements	200
Dépôts à terme et avances, titres à terme, d'après leur durée restant à courir	201

CINQUANTE-SIXIÈME RAPPORT ANNUEL

soumis à
l'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE ORDINAIRE
de la
BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX
tenue à
Bâle, le 9 juin 1986

Mesdames, Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le cinquante-sixième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice commencé le 1er avril 1985 et clos le 31 mars 1986.

Après transfert de 1.547.159 francs or à la Provision pour frais d'administration exceptionnels, le bénéfice net de l'exercice s'élève à 80.171.806 francs or, contre 68.366.633 francs or au titre du précédent exercice.

Le Conseil d'administration recommande à la présente Assemblée générale d'affecter, en application de l'article 51 des Statuts de la Banque, la somme de 19.171.806 francs or au paiement d'un dividende de 155 francs suisses par action.

Le Conseil recommande, en outre, de transférer 24.400.000 francs or au Fonds de réserve générale et le reliquat du bénéfice net, soit 36.600.000 francs or, au Fonds de réserve libre.

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 1985-86 sera payable aux actionnaires le 1er juillet 1986.

I. UN BILAN FAVORABLE

La situation de l'économie mondiale paraît dans l'ensemble plus saine actuellement qu'il y a un an; on peut même dire qu'elle n'a jamais été aussi bonne au cours de ces cinq ou six dernières années. Elle présente cependant des aspects positifs et d'autres négatifs, et en établir le bilan n'est pas seulement une question d'arithmétique. Si un large consensus peut être trouvé sur ce qui relève de chacune des deux catégories, il est en revanche beaucoup plus malaisé de s'accorder sur l'importance relative des succès obtenus et des problèmes qui demeurent préoccupants. Il est peut-être néanmoins utile de commencer ce tour d'horizon de l'évolution économique durant l'année écoulée par un recensement des éléments favorables et défavorables. Certains d'entre eux seulement seront commentés dans le présent chapitre, une analyse plus approfondie étant consacrée à l'ensemble de ces thèmes dans le corps même du Rapport.

La liste des succès, ou plutôt — pour ne pas surévaluer le rôle joué par la politique économique — des *développements favorables*, est longue:

- l'inflation a reculé dans un grand nombre de pays industriels, pour se situer dans certains cas au-dessous du niveau considéré habituellement comme équivalant à une inflation nulle compte tenu des difficultés de la mesure statistique (voir pages 15–21);
- bien que les chiffres de la production aient été moins favorables en 1985 qu'en 1984 (par suite du ralentissement de l'activité aux Etats-Unis depuis le milieu de 1984), le fait que la demande globale n'a pas baissé dans la plupart des économies, comme on aurait pu s'y attendre en se référant aux schémas traditionnels du cycle économique, constitue un élément positif. La majorité des pays paraissent en mesure de maintenir le rythme de croissance — certes modéré — qu'ils connaissent depuis maintenant trois bonnes années, se rapprochant ainsi de l'idéal vers lequel ils tendent depuis longtemps, qui est de prolonger les phases d'expansion en évitant toute surchauffe de l'économie (pages 10–15);
- la structure des taux de change est certainement plus conforme à présent qu'il y a un an aux exigences des diverses économies (voir, en particulier, la page 173);
- la capacité et la détermination des grands pays industriels de coopérer semblent s'être renforcées (pages 34–38);
- les pressions qui s'exercent aux Etats-Unis en faveur d'une réduction du déficit fédéral — qui représente, pour de nombreux observateurs, la cause première de bien des maux qui frappent l'économie mondiale — revêtent actuellement une telle ampleur qu'on peut penser qu'une action appropriée sera entreprise sous une forme ou une autre (page 29);

- le prix du pétrole a baissé de plus de moitié, en termes de dollars EU, par rapport au niveau qu'il occupait depuis plusieurs années, mais il est encore cinq à six fois supérieur environ à celui d'avant 1973. La diminution sensible du coût de l'énergie aura des répercussions favorables sur un grand nombre d'économies, même si, à l'évidence, toutes ne pourront en bénéficier (pages 14–15);
- les taux d'intérêt nominaux ont connu une baisse générale. Si cette baisse n'a pas été dans tous les cas plus forte que celle de l'inflation, elle n'en reste pas moins significative en soi, surtout en ce qui concerne les pays débiteurs et la charge du service de la dette (pages 80–82).

Quant aux *insuccès*, les problèmes dont la gravité n'a guère, ou pas du tout, diminué sont les suivants:

- la situation du chômage dans la plupart des pays européens (voir pages 21–29);
- la crise de l'endettement qui touche de nombreux pays en développement (pages 123–131);
- les tensions que les diverses situations nationales et internationales exercent sur le système financier (pages 92–96); et
- les importants déséquilibres des paiements courants (pages 43–56).

Cela ne veut pas dire qu'aucun progrès n'ait été accompli dans l'un ou l'autre de ces domaines. Dans la plupart des pays industriels à *chômage* élevé, la tendance ascendante a été enrayée. Certains pays sont même parvenus, pour la première fois depuis plusieurs années, à améliorer sensiblement la situation de l'emploi, bien que, sous l'effet de facteurs démographiques et de l'accroissement des taux d'activité, ce redressement ne se soit pas traduit par une baisse correspondante du nombre des chômeurs. Il existe maintenant de bonnes chances de progrès dans cette voie. Mais quelles sont les possibilités de ramener le chômage à des niveaux considérés traditionnellement comme tolérables?

Deux aspects de cette question sont examinés en détail dans le présent Rapport. Sur le plan macro-économique, il convient de se demander s'il est possible, par un dosage approprié des moyens d'action, coordonnés si nécessaire à l'échelle internationale, de stimuler suffisamment la croissance économique pour réduire le chômage. En d'autres termes, existe-t-il des contraintes de politique économique ou d'autres facteurs qui s'y opposent? L'autre question, d'ordre micro-économique, a trait à la rigidité des marchés du travail, qui, dans de nombreuses économies, empêche les mécanismes du marché de produire, même au terme d'une période assez longue, l'ajustement nécessaire.

Le *problème de l'endettement* a connu plusieurs développements nouveaux depuis le printemps de 1985. Le plus important a été l'initiative Baker, présentée à Séoul au début d'octobre dernier. Ce changement d'orientation de la politique américaine a été favorablement accueilli par la quasi-totalité des pays. La préférence accordée à présent à l'«ajustement par la croissance» plutôt qu'aux

politiques d'«austérité» est certainement plus prometteuse en ce qui concerne la recherche de solutions et plus réaliste également quant à la véritable dimension temporelle du problème de l'endettement. Un certain nombre de pays débiteurs auxquels s'adresse le plan Baker ont déjà entamé des négociations avec la Banque mondiale pour l'octroi de prêts favorisant l'ajustement structurel, tout en appliquant, ou en négociant, d'autres programmes sous l'égide du FMI. Certes, aucun pays débiteur n'a encore entrepris officiellement une action qui soit conforme en tous points aux propositions du Secrétaire américain au Trésor, mais un certain retard était prévisible dès le début. D'un côté, la chute brutale des prix pétroliers imposait, dans la plupart des pays débiteurs, une révision complète des stratégies, car elle a brusquement modifié en hausse ou en baisse leurs besoins de financement. (Le Mexique constitue, à cet égard, l'exemple le plus frappant.) D'autre part, cette nouvelle approche implique en elle-même que certaines modifications des politiques des pays débiteurs aillent bien au-delà de simples déclarations d'intention et ne se conforment pas seulement à la «conditionnalité» qui a toujours fait partie des programmes établis par le FMI. Si ces pays sont censés démontrer, par des résultats tangibles, leur aptitude à bénéficier de ce programme, ces résultats n'apparaîtront, même dans le meilleur des cas, qu'à l'issue d'un certain délai. Nombre de pays en développement se sont déjà montrés résolument décidés à agir davantage sur les causes profondes de leurs difficultés et à trouver des solutions hardies.

Si les perspectives se sont améliorées, les données de base du problème de l'endettement n'ont guère changé, cependant, au cours de l'année passée. Il n'y a eu pratiquement aucun amortissement de dette; tous les montants arrivant à échéance ont fait l'objet de rééchelonnements, le plus souvent à des conditions plus favorables. Les périodes de remboursement ont été allongées, les taux d'intérêt ont fléchi conformément à la tendance générale et les marges ont été réduites en considération des efforts d'ajustement importants de certains pays débiteurs. La majorité d'entre eux semblent avoir pris conscience des limites au-delà desquelles les banques commerciales (et les gouvernements des pays membres du Club de Paris) ne sont pas disposées à aller. L'approche «cas par cas» a été conservée; elle semble toujours répondre aux intérêts des deux parties, des «solutions globales» n'étant ni disponibles ni nécessaires. L'amélioration notable de la situation économique de nombreux pays débiteurs, observée en 1984, ne s'est toutefois pas reproduite en 1985, bien que le Brésil et le Venezuela aient enregistré, de nouveau, un important excédent commercial, malgré un ralentissement sensible de l'expansion du commerce mondial. Peu de nouveaux prêts nets ont été accordés aux pays débiteurs en difficulté; ceux-ci ne sont pas parvenus à restaurer leur solvabilité, et les ratios du service de la dette se sont maintenus autour des niveaux de 1982.

La *menace pour le système bancaire international* que représente le risque de défaillances simultanées sur de nombreux grands prêts bancaires internationaux semble moins aiguë aujourd'hui qu'il y a quelques années. Cela ne tient pas seulement aux efforts accomplis pour rendre de tels défauts de paiement moins probables, mais également au fait que les banques ont pu renforcer leurs fonds propres par rapport au montant de leurs prêts aux pays en difficulté. Dans

certains pays, cependant, quelques banques – en particulier celles qui ont une forte concentration de prêts à l'agriculture et de crédits destinés au financement de la recherche pétrolière – se sont récemment trouvées aux prises avec de sérieux problèmes dans le cadre de leurs activités internes. Si cette situation peut porter préjudice aux banques et amener les investisseurs à chercher d'autres débouchés sur les marchés des capitaux, ces problèmes demeurent néanmoins étroitement circonscrits et ne créent pas la même menace « systémique » que lors de la crise de l'endettement de 1982. L'évolution des marchés des capitaux et de l'activité bancaire a toutefois suscité quelque inquiétude à la suite de la vague récente d'innovations financières, qui est d'abord apparue aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, puis s'est étendue dernièrement au Japon et à l'Europe continentale. Dans la mesure où certaines de ces innovations répondaient notamment au désir de se soustraire aux nouvelles normes rigoureuses en matière de fonds propres, le renforcement du capital des banques, dont il vient d'être question, risque d'être plus apparent que réel. Les préoccupations que fait naître ce foisonnement d'innovations sont cependant plus profondes et conduisent à se demander si les institutions concernées ont elles-mêmes pleinement conscience des risques qu'elles encourent et si elles en tiennent dûment compte. Dans les grands pays, les banques centrales et les autorités de surveillance ont accompli, l'an dernier, d'énormes efforts pour faire face à ces nouveaux développements, afin de ne pas être prises au dépourvu au cas où le système financier international viendrait à se trouver menacé par un danger d'une tout autre origine que les risques-pays.

Le dernier point négatif – les *déséquilibres considérables des paiements courants* – comporte de vastes implications. Des déséquilibres dans les échanges internationaux de biens et services aussi prononcés que ceux des dernières années ne doivent pas être pris à la légère. De prime abord, on peut penser que personne n'en pâtit. Les pays excédentaires renoncent à des dépenses réelles en accumulant des avoirs extérieurs, mais ils peuvent bénéficier d'effets stimulants pour leur économie. Quant aux pays déficitaires, on peut estimer qu'ils sont satisfaits de l'accroissement de leurs dépenses tant qu'ils n'éprouvent aucune difficulté à financer leur déficit. Mais il s'agit là – dans un cas comme dans l'autre – d'une vue à très court terme. Les pays déficitaires seront placés tôt ou tard devant la nécessité de mesures correctives: les circonstances risquent de les conduire à une action désespérée, susceptible d'affecter sérieusement le niveau de la demande mondiale. Quant aux pays excédentaires, ils peuvent n'être guère incités à compenser cette réduction de la demande par une politique de relance, compte tenu des retards et de l'incertitude liés à tous ces effets. Il est possible que l'une des raisons majeures des déséquilibres actuels des paiements courants, à savoir le défaut d'ajustement général des taux de change, ait été en grande partie corrigée, mais il est probable que la réduction des déséquilibres prendra plus de temps que les autorités ne sont disposées à attendre. Les délais seront longs, non seulement à cause des effets bien connus de la courbe en J, mais aussi en raison de l'allégement substantiel de la facture pétrolière du Japon et de l'Allemagne. C'est certainement l'aspect négatif de notre liste qui fait le plus craindre qu'on s'oriente vers des politiques inadaptées.

Le bilan favorable dressé au début de ce chapitre doit toutefois être assorti d'une réserve importante. Il est trop tôt pour considérer comme définitivement acquis les succès obtenus jusqu'à présent; en effet, le processus qui les a permis n'est pas terminé et le risque demeure que la situation devienne incontrôlable. La nouvelle structure des taux de change n'a pas encore engendré le degré souhaité de stabilité des changes et l'évolution des prix pétroliers n'a toujours pas conduit à un nouvel équilibre. Cette réserve s'applique même à l'amélioration de la coopération entre les pays industriels, où l'accord sur un point n'implique pas nécessairement que l'on s'accorde également sur le suivant et où l'irritation est souvent prompte à ressurgir.

Sur les problèmes de politique budgétaire, les points de vue divergent nettement. Si tous les pays paraissent avoir une idée très précise de l'orientation qu'ils jugent être la bonne pour eux, ils sont loin d'être unanimes, en revanche, sur la politique que les autres devraient appliquer. Quant à savoir quelle pourrait être l'attitude à adopter sur le plan collectif, cette question n'est même pas, bien souvent, considérée comme un problème en soi. En général, les pays fondent leur politique sur le principe simple que «ce qui est bon pour l'économie du pays est bon pour l'économie mondiale», étant donné qu'on ne dispose d'aucun mécanisme permettant d'évaluer, ne serait-ce qu'approximativement, les avantages et les coûts d'une politique multidimensionnelle. Cet aspect de la coopération économique sera vraisemblablement examiné de manière plus approfondie dans les réunions et études futures des organisations internationales.

Il est probable également que la détermination et la capacité de coopération des grands pays seront mises à l'épreuve sur le problème de l'évolution du système monétaire international. L'accord du Plaza a entraîné une modification de la structure des taux de change. Il a permis d'obtenir ce résultat non pas tant à travers les interventions qu'il a suscitées sur les marchés des changes, que parce qu'il a convaincu ces marchés que les autorités de tous les pays concernés désiraient véritablement un ajustement des taux de change et qu'elles n'hésiteraient pas à utiliser tous les moyens à leur disposition pour y parvenir de manière concertée. On a observé que l'engagement à cet égard des autorités américaines revêt un poids prépondérant, dans la mesure où leur offre de dollars est illimitée, alors que celle des autres banques centrales, bien qu'importante, comporte malgré tout des limites. Ce n'est pas une autre forme d'asymétrie: toutes les banques centrales peuvent, sans aucune contrainte technique — abstraction faite à ce stade des effets internes sur les réserves des banques — acheter des devises étrangères en échange de leur propre monnaie, l'offre de la monnaie qu'elles émettent étant en principe illimitée. Mais, comme il s'agissait de faire baisser le dollar EU, c'était l'offre illimitée de dollars qui, dans ce cas précis, était déterminante.

Il ne fait aucun doute que, après la réunion du Plaza et l'ajustement des cours de change qu'elle a entraîné, le système monétaire international diffère sur un point important des structures qui existaient depuis 1973. La question de savoir si cette situation nouvelle devrait être officialisée d'une manière ou d'une autre figurera certainement à l'ordre du jour des prochaines discussions sur la

coopération économique entre les grands pays industriels. On peut se demander s'il est nécessaire de rechercher des accords formels, car, de par leur nature même, ils exigent de longues négociations et des prises de position sur des points souvent mineurs. Lorsque la coopération est fructueuse, elle se développe généralement d'elle-même, et il sera peut-être préférable d'explorer de nouveaux domaines où existent de bonnes possibilités de coopération.

L'un de ces domaines est celui de la politique monétaire, où l'on peut trouver des précédents encourageants d'action concertée et où il n'y a pas la même divergence de principes que pour la politique budgétaire. Le problème de la coopération dans ce domaine peut être de nature exactement opposée. C'est précisément parce qu'il est si facile d'agir de concert que cette attitude pourrait devenir un principe directeur de la politique monétaire au sens large, au détriment non seulement des impératifs de la politique économique interne, mais également de l'harmonisation des autres politiques, qui risquent de se révéler incompatibles sur le plan international. Il va sans dire que faire de la coordination un objectif en soi ne servirait les intérêts de personne; le cadre multidimensionnel des politiques requiert que la politique monétaire ne perde jamais de vue sa responsabilité première, qui est d'empêcher toute résurgence de l'inflation. Pour l'instant, l'inflation paraît heureusement maîtrisée dans les grands pays, mais elle ne saurait être écartée des préoccupations majeures de la politique économique.

Les thèmes développés dans ce Rapport se présentent dans un ordre légèrement différent de celui qui était adopté jusqu'ici. Pour l'essentiel, trois sujets sont abordés à tour de rôle: l'économie «réelle», les marchés des capitaux et la politique monétaire. Chacun d'eux fait l'objet de deux chapitres successifs, l'un consacré aux économies nationales et l'autre aux liens qui les unissent à l'échelle internationale. La Conclusion s'efforce, enfin, de replacer les principaux enseignements du Rapport dans un contexte plus large.

II. REPRISE ÉCONOMIQUE ET AMÉNAGEMENT DU DOSAGE DES POLITIQUES

Faits saillants

L'an dernier, la reprise économique s'est en général poursuivie dans les pays du Groupe des Dix. Cette évolution est d'autant plus remarquable que les effets stimulants exercés par les Etats-Unis se sont nettement amoindris depuis le milieu de l'année 1984.

Il est également encourageant de constater qu'après plusieurs années d'ajustement les bénéfices et la rentabilité se sont sensiblement améliorés l'an passé; on peut y voir l'une des explications de la contribution importante fournie opportunément, dans divers pays, par l'investissement des entreprises à la croissance de la demande globale.

Dans le même temps, de nouveaux progrès ont été accomplis sur le front de l'inflation, souvent dans des pays où elle s'était avérée particulièrement tenace. Hors d'Amérique du Nord, l'appréciation du taux de change a renforcé l'incidence de la faiblesse générale des cours des matières premières. Plus récemment, la chute brutale des prix pétroliers a permis d'améliorer de manière spectaculaire les résultats déjà obtenus. Le rythme de la hausse des prix à la consommation est à présent bien inférieur dans beaucoup de pays à l'augmentation tendancielle des coûts internes; ces gains seront par conséquent de courte durée en l'absence de réaction rapide des coûts internes, en particulier des coûts salariaux.

La baisse des prix du pétrole va également renforcer la demande réelle dans la plupart des pays importateurs, améliorant ainsi les perspectives non seulement en matière d'évolution des prix, mais aussi pour la poursuite de la reprise économique.

Malgré tout, le chômage demeurera sans doute élevé, selon les critères traditionnels, surtout en Europe. Certes, des progrès ont été réalisés pour créer des emplois et atténuer les rigidités du marché du travail, mais ces résultats seront de toute évidence insuffisants. La nature même du problème réside peut-être dans le fait que, sous l'effet conjugué de l'application de politiques rigoureuses, rendues nécessaires pour lutter contre l'inflation par les coûts et les prix dans le passé, et de la réaction des employeurs aux augmentations antérieures excessives des salaires réels, l'Europe s'est retrouvée avec un stock de capital insuffisant. Comme cette situation ne peut être corrigée que sur une période relativement longue, les possibilités de réduire notablement le chômage en Europe par le biais de politiques macro-économiques s'en trouvent sérieusement limitées.

Par ailleurs, dans le domaine budgétaire, des contraintes additionnelles entravent l'action des autorités, en raison de la nécessité de maîtriser l'augmentation de la charge de la dette publique et de diminuer les dépenses trop importantes de l'Etat; en outre, un sentiment de défiance est apparu, à la lumière de l'expérience acquise depuis le début des années soixante-dix, à l'égard de

l'utilisation de la stimulation de la dépense par le déficit budgétaire comme instrument macro-économique. Il est également possible que, dans certains pays, les responsables de la politique économique considèrent que toute tentative de relance isolée par la voie budgétaire entraînerait inévitablement un affaiblissement de la monnaie, contrairement à ce qui s'est passé aux Etats-Unis.

La modification du dosage des politiques budgétaires et monétaires entre les Etats-Unis et le reste du monde se trouve désormais au centre du débat de politique économique lié au besoin impérieux de corriger les déséquilibres actuels des paiements courants dans l'économie mondiale. Les efforts concrets entrepris à ce jour pour remédier de manière ordonnée à cette situation ont essentiellement consisté en quelques interventions coordonnées sur le marché des changes et en un assouplissement prudent de la politique monétaire.

Beaucoup reste à faire sur le plan budgétaire. Peu nombreux sont ceux qui ne sont pas encore convaincus de la nécessité de réduire sensiblement et sans tarder le déficit budgétaire des Etats-Unis. Il importe également que les stratégies de croissance à moyen terme adoptées dans d'autres pays – et qui mettent l'accent sur l'ajustement structurel – fassent preuve d'une efficacité plus tangible.

Production et demande

Le taux de croissance de la production dans l'ensemble des pays du Groupe des Dix, qui avait été de quelque 4¾% en 1984, est retombé l'an dernier à 2¾% environ, soit pratiquement au même niveau qu'en 1983.

Le fléchissement du taux de croissance global s'est concentré dans une très large mesure sur les Etats-Unis. Dans ce pays, en effet, l'expansion de l'activité économique, qui avait commencé à se ralentir au milieu de 1984, est en moyenne légèrement inférieure depuis lors à 2½% en rythme annuel. De ce fait, le taux d'une année sur l'autre est tombé à quelque 2¼%, chiffre qui non seulement est nettement moins élevé qu'en 1984 mais se situe en outre à plus d'un point au-dessous du niveau de 1983, première année de la reprise.

Cette décélération de l'expansion s'est produite en dépit d'une contribution des exportations nettes beaucoup moins négative qu'en 1984 (voir tableau de la page 12). En revanche, le cycle de constitution des stocks est entré dans sa phase descendante, avec une variation totale de ces derniers de l'ordre de 3¾% du PNB entre 1984 et 1985. De même, le rythme de croissance de l'investissement des entreprises du secteur privé a commencé à se ralentir.

Par ailleurs, les dépenses publiques se sont accélérées en raison de l'augmentation continue des dépenses militaires. Quant aux dépenses de consommation, elles ont été soutenues par une baisse de quelque deux points du taux d'épargne des ménages. Les ventes de voitures neuves, en particulier, ont connu une vive progression au troisième trimestre, sous l'effet d'incitations temporaires à l'achat. En contrepartie, cependant, l'endettement des consommateurs s'est encore accru – ce qui peut être dû dans une certaine mesure aux «effets de richesse» liés au vif essor des cours en Bourse.

Les milieux officiels, tout comme le secteur privé, paraissent de plus en plus optimistes quant aux perspectives économiques aux Etats-Unis. On s'est enfin attaqué au problème budgétaire, et les taux d'intérêt à long terme ont nettement fléchi, de même que le dollar et le prix du pétrole. Ainsi, malgré le ralentissement marqué de la croissance du PNB l'an dernier, de nombreux observateurs estiment que les Etats-Unis en sont à présent à un stade avancé de la phase de reprise, sans subir cependant les conséquences inflationnistes qui l'accompagnent habituellement.

Dans les autres pays, le «changement de vitesse» de l'économie ne s'est pas accompli, sur l'ensemble de l'année, aussi brusquement qu'aux Etats-Unis. Au Japon, par exemple, le PNB s'est accru de plus de 4½%, contre 5% en 1984. En Europe, malgré une certaine décélération par rapport à 1984, la croissance de la production (+2¼% en moyenne) est encore supérieure en tout cas à celle de 1983.

De prime abord, ces bonnes nouvelles sont surprenantes. La reprise de 1983-84 aux Etats-Unis avait entraîné un accroissement considérable des importations en provenance du reste du monde. Certes, cet accroissement avait été également favorisé par la perte de compétitivité des Etats-Unis consécutive à l'appréciation prolongée du dollar. L'an dernier, cependant, les importations américaines ont pratiquement cessé de se développer et ont même diminué au premier semestre. Il est vrai, toutefois, que les exportations des Etats-Unis ont recommencé à fléchir en 1985, en raison peut-être de l'effet différé de la baisse de compétitivité. Il est possible que cette situation ait permis à d'autres pays de tirer profit d'une contraction éventuelle des parts de marchés des exportations américaines. Néanmoins, la balance commerciale américaine s'est beaucoup moins détériorée en termes réels qu'au cours des deux années précédentes, ce qui donne à penser que l'effet d'entraînement exercé sur la demande mondiale par la «locomotive américaine» a été sensiblement réduit.

Ces diverses évolutions se sont reflétées de manière très nette dans les exportations du Japon et du Canada, dont les relations commerciales avec les Etats-Unis sont très étroites. Au Japon, le taux d'expansion des ventes à l'étranger est tombé de quelque 17½% en 1984 à 6% l'an dernier, mouvement qui s'est encore amplifié au second semestre. Au Canada, la décélération a été plus spectaculaire encore puisque le rythme d'accroissement est revenu de près de 20% à 4½% l'an passé.

En ce qui concerne la demande adressée à la production intérieure, il convient de noter qu'au Japon et au Canada la croissance des importations a également fortement diminué, atténuant ainsi dans une certaine mesure l'incidence du ralentissement des exportations. Toutefois, l'expansion de la demande interne a aussi constitué un élément de soutien important. Au Japon, la consommation privée a continué d'augmenter de manière modérée, tandis que l'investissement total s'est légèrement accéléré, grâce à la reprise des dépenses en capital fixe dans le secteur du logement, après plusieurs années de contraction. Les investissements productifs du secteur privé ont poursuivi leur progression à un rythme tendanciel relativement élevé. Au Canada, l'accroissement de

l'investissement privé – tant résidentiel que non résidentiel – a entraîné une expansion de la demande interne en 1985, qui a permis de compenser en partie l'ample retournement, à hauteur de quelque 2% du PNB, de la contribution des exportations nettes à la croissance.

Variations du produit national brut en volume et contributions de ses composantes¹

Pays	Années	Produit national brut en volume	Consommation		Formation brute de capital fixe			Exportations	Importations	Variation des stocks
			secteur privé	secteur public	secteur privé	investissements productifs	logement				secteur public
en % et points de pourcentage										
Etats-Unis . . .	1982	- 2,5	0,8	0,4 ²	- 0,9	- 0,7		- 0,9	0,2	- 1,5
	1983	3,4	3,0	0,2 ²	- 0,2	1,4		- 0,4	- 1,1	0,6
	1984	6,6	2,9	0,9 ²	2,1	0,6		0,7	- 2,6	2,1
	1985	2,2	2,1	1,2 ²	1,2	0,1		- 0,3	- 0,4	- 1,6
	1985 T4	2,1	1,9	1,5 ²	0,8	0,3		- 0,5	- 0,6	- 1,2
Japon	1982	3,1	2,4	0,2	0,4	0,0	- 0,1	0,6	- 0,3	- 0,1
	1983	3,3	1,9	0,3	0,4	- 0,3	- 0,1	0,7	0,8	- 0,4
	1984	5,0	1,6	0,2	1,7	- 0,1	- 0,3	3,0	- 1,6	0,5
	1985	4,6	1,5	0,2	2,1	0,2	- 0,6	1,1	- 0,1	0,1
	1985 T4	4,4	1,6	0,2	2,4	0,2	- 0,4	- 0,2	0,5	0,2
Allemagne fédérale	1982	- 1,0	- 0,8	- 0,2	- 0,5	- 0,3	- 0,3	1,0	0,0	0,1
	1983	1,5	0,7	0,1	0,5	0,3	- 0,2	- 0,1	- 0,3	0,5
	1984	3,0	0,4	0,5	0,1	0,1	- 0,0	2,6	- 1,5	0,8
	1985	2,4	0,9	0,4	0,6	- 0,7	- 0,0	2,4	- 1,4	0,1
	1985 T4	2,4	1,4	0,4		0,0 ³		0,7	- 1,2	1,0
France	1982	1,8	2,2	0,3	0,1	- 0,2	0,2	- 0,6	- 1,6	1,4
	1983	0,7	0,6	0,2	- 0,4	0,0	- 0,1	1,0	0,2	- 0,8
	1984	1,6	0,5	0,0	- 0,2	- 0,2	0,0	1,6	- 0,6	0,5
	1985	1,2	1,3	0,0	0,0	- 0,1	0,0	0,7	- 1,2	0,4
	1985 T4	1,8	2,0	0,1	0,1	- 0,1	0,0	0,3	- 1,0	0,4
Royaume-Uni . . .	1982	1,3	0,5	0,2	0,8	0,3	- 0,1	0,3	- 1,2	0,6
	1983	3,6	2,3	0,4	- 0,1	0,2	0,8	0,7	- 1,5	0,8
	1984	1,9	1,1	0,3	1,3	0,1	0,0	2,0	- 2,5	- 0,3
	1985	3,3	1,7	0,1	1,0	0,0	- 0,7	1,7	- 0,8	0,4
	1985 T4	3,3	2,0	0,0	0,4	0,2	- 0,7	0,6	0,2	0,5
Italie	1982	- 0,5	0,3	0,4		- 0,9 ³		0,1	- 0,3	0,0
	1983	- 0,2	- 0,3	0,4		- 0,6 ³		0,8	0,1	- 0,7
	1984	2,8	1,2	0,4		1,0 ³		1,6	- 1,9	0,6
	1985	2,3	1,2	0,4		0,7 ³		2,1	- 2,1	0,0
	1985 T4	2,3	1,5	0,4		- 0,4 ³		2,3	- 1,5	0,1
Canada	1982	- 4,4	- 1,2	0,1	- 1,5	- 0,9	0,1	- 0,4	3,1	- 3,3
	1983	3,3	2,0	0,1	- 2,1	0,9	- 0,1	1,6	- 2,1	2,6
	1984	5,0	2,3	0,5	0,1	- 0,2	0,3	5,1	- 3,8	0,6
	1985	4,5	3,2	0,4	0,7	0,7	0,0	1,3	- 1,9	0,4
	1985 T4	4,9	3,9	0,3	0,9	1,3	- 0,1	0,7	- 2,6	0,9
Pays du Groupe des Dix ⁴	1982	- 0,6	0,9	0,3		- 0,8 ³		- 0,2	- 0,1	- 0,7
	1983	2,7	2,0	0,2		0,4 ³		0,3	- 0,6	0,3
	1984	4,8	1,9	0,5		1,7 ³		1,7	- 2,2	1,2
	1985	2,7	1,8	0,7		1,0 ³		0,7	- 0,8	- 0,6
	1985 T4 ⁵	2,7	1,9	0,9		1,0 ³		- 0,1	- 0,6	- 0,4

¹ Les chiffres de 1985 sont encore provisoires; ceux de 1985 T4 se réfèrent aux variations sur quatre trimestres. La somme des composantes peut ne pas correspondre à la croissance du PNB, étant donné que les chiffres ont été arrondis et en raison des écarts statistiques dans les Comptes Nationaux. ² Investissement public compris. ³ Montant total de l'investissement fixe. ⁴ Pondérations du PNB et taux de change de l'année précédente. ⁵ Les sept plus grands pays seulement.

L'évolution intervenue dans les économies européennes l'an dernier a été moins nette. Cela tient en partie au fait que, comme on pouvait le penser, les conséquences directes du ralentissement conjoncturel aux Etats-Unis ont été moins prononcées et plus difficiles à cerner dans des pays ayant des liens commerciaux moins étroits avec cette économie. En outre, certains facteurs spécifiques se sont fait sentir. Parmi ces derniers, on peut souligner les conditions météorologiques rigoureuses du début de l'année, qui ont alors eu tendance à affecter la production. Toutefois, les pertes qui en ont résulté ont probablement été en partie effacées par la suite.

Un autre facteur qui, dans le cas de la principale économie européenne, à savoir l'Allemagne, a agi dans la même direction a été le comportement des consommateurs. Du fait des incertitudes concernant l'adoption de mesures de lutte contre la pollution, les acheteurs potentiels de voitures automobiles ont apparemment différé leurs achats pour les effectuer plus tard dans l'année. La composante de la demande interne qui a connu l'expansion la plus rapide a été l'investissement productif du secteur privé, conformément à l'objectif des autorités allemandes. Malgré le ralentissement de la croissance aux Etats-Unis et la baisse du dollar, les exportations allemandes sont restées relativement soutenues durant les trois premiers trimestres. Sur l'ensemble de l'année, le solde commercial net a exercé une influence positive sur l'expansion de la demande. Toutefois, au quatrième trimestre, les ventes à l'étranger ont connu un fléchissement brutal, de près de 2% par rapport aux trois mois précédents. Il est encore trop tôt pour savoir s'il ne s'agit là que d'un coup d'arrêt temporaire ou de la conséquence de l'appréciation du deutsche mark.

En France, mais surtout en Italie, l'action des responsables de la politique économique est demeurée soumise à la nécessité de poursuivre la lutte contre l'inflation, de protéger la balance des paiements et, pour ce deuxième pays, de retrouver la maîtrise de l'évolution budgétaire. A la fin de l'année, cependant, il est clairement apparu que les autorités françaises avaient assez bien réussi à faire face à ces contraintes, surtout sur le front de l'inflation. Malgré tout, dans ces deux pays, la croissance de la production s'est légèrement ralentie et a été plutôt alimentée par la demande interne que par le secteur externe.

Au Royaume-Uni, la reprise modérée, mais durable, s'est poursuivie l'an dernier. Les chiffres ont cependant été influencés par l'incidence de la grève des mineurs en 1984, qui a eu tendance à faire baisser légèrement la production cette année-là, puis à lui donner une certaine impulsion lorsque le conflit a pris fin en mars 1985. D'un autre côté, l'investissement des entreprises du secteur privé s'est avéré très soutenu. L'annonce de la suppression progressive des facilités d'amortissement a probablement incité les entreprises à anticiper la réalisation de projets d'investissements, de manière à profiter pleinement des avantages du système avant sa disparition.

Parmi les pays plus petits, les Pays-Bas ont enregistré l'an passé une légère accélération de la croissance, due en particulier à l'investissement des entreprises et à la consommation privée. On a toutefois constaté une contraction de la construction privée de logements ainsi que de l'investissement public, tandis

que le taux d'accroissement des exportations s'est inscrit en baisse. En Belgique, où l'assainissement budgétaire constitue l'objectif prioritaire, l'expansion de la demande interne s'est ralentie. Cependant, comme la croissance des exportations a légèrement moins diminué que celle des importations, le solde extérieur a fourni au PNB une faible contribution positive. L'accroissement de la production a néanmoins fléchi au total, revenant de 1½% en 1984 à moins de 1% l'an dernier.

Les autorités suédoises ont été amenées, en mai 1985, à freiner l'expansion de la demande interne, qui se traduisait par une augmentation considérable des importations. Elles ont surtout agi sur la consommation, en rendant par exemple plus rigoureux le régime des ventes à tempérament de véhicules automobiles. Néanmoins, sur l'ensemble de l'année, la demande interne s'est accrue de quelque 4¼%, avec notamment une forte intensification de la constitution de stocks, tandis que la balance commerciale a accusé une détérioration en volume de 2½% du PNB et que le solde global des paiements courants est devenu déficitaire.

Un nouveau genre de choc pétrolier. Le monde ressent actuellement les effets d'un choc pétrolier d'un genre nouveau, sous la forme d'une chute des prix du pétrole. Cette baisse est d'autant plus remarquable qu'elle s'est produite parallèlement à un repli du dollar. Pour les pays importateurs de pétrole autres que les Etats-Unis, la diminution des prix pétroliers apparaît encore plus marquée si elle est exprimée en leur propre monnaie.

Cette évolution – en supposant qu'elle s'avère durable – n'aura pas nécessairement des effets exactement inverses de ceux des deux précédents chocs pétroliers. Il convient de rappeler que le renchérissement du pétrole s'était alors répercuté totalement sur le niveau des prix intérieurs, avivant ainsi l'inflation et réduisant le pouvoir d'achat des revenus internes. Parallèlement, les pays exportateurs de pétrole avaient eu tendance – pendant quelque temps tout au moins – à épargner une bonne partie de l'augmentation de leurs revenus pétroliers. L'incidence globale de cette hausse a souvent été assimilée à une majoration de la fiscalité indirecte. En outre, lors du second choc pétrolier en particulier, les gouvernements des pays industriels importateurs de pétrole ont jugé nécessaire, pour s'opposer aux conséquences inflationnistes des relèvements des prix pétroliers, d'appliquer des politiques macro-économiques excluant la création monétaire. Dans les deux cas, cela a abouti à une récession – ce qui n'a cependant pas empêché une certaine recrudescence de l'inflation.

Cette fois, on observera certainement une tendance à une accentuation du recul de l'inflation et, en même temps, à une augmentation des revenus réels. Il est toutefois difficile de prévoir l'attitude des autorités dans les pays consommateurs. De toute évidence, il n'y a aucun intérêt à vouloir compenser en soi l'amorce d'une nouvelle baisse de l'inflation. D'un autre côté, certains gouvernements peuvent voir là une manière relativement indolore de poursuivre la réduction des déséquilibres budgétaires à moyen terme. Autrement dit, il pourrait y avoir une incitation à relever les taxes sur le pétrole et les produits pétroliers sans qu'il en résulte une aggravation du chômage ou de l'inflation.

La réaction des exportateurs de pétrole sera peut-être plus importante. Nombre de grands producteurs de l'OPEP détiennent encore un portefeuille considérable d'actifs étrangers, constitué à partir des excédents de paiements courants des années soixante-dix et du début des années quatre-vingt. Cependant, devant la perspective de plus en plus probable d'un déficit extérieur induit par la baisse des prix pétroliers, il se peut que beaucoup d'entre eux préfèrent diminuer leurs importations. En d'autres termes, ils choisiraient de ne pas «désépargner». Dans ce cas, l'incidence bénéfique exercée, dans les pays industriels, par la demande interne se trouverait annihilée en partie ou en totalité par la contraction de leurs exportations vers les pays producteurs de pétrole. Il n'y aurait donc pas analogie avec les effets initiaux des deux précédents chocs pétroliers.

Dans un tel cas, il est toutefois probable qu'une incidence favorable continuerait à s'exercer sur les prix internes des pays importateurs. Par conséquent, dans la mesure où les objectifs nominaux seraient respectés — en termes de masse monétaire et/ou de PNB — cela impliquerait que toute diminution des exportations vers les pays producteurs de pétrole serait compensée.

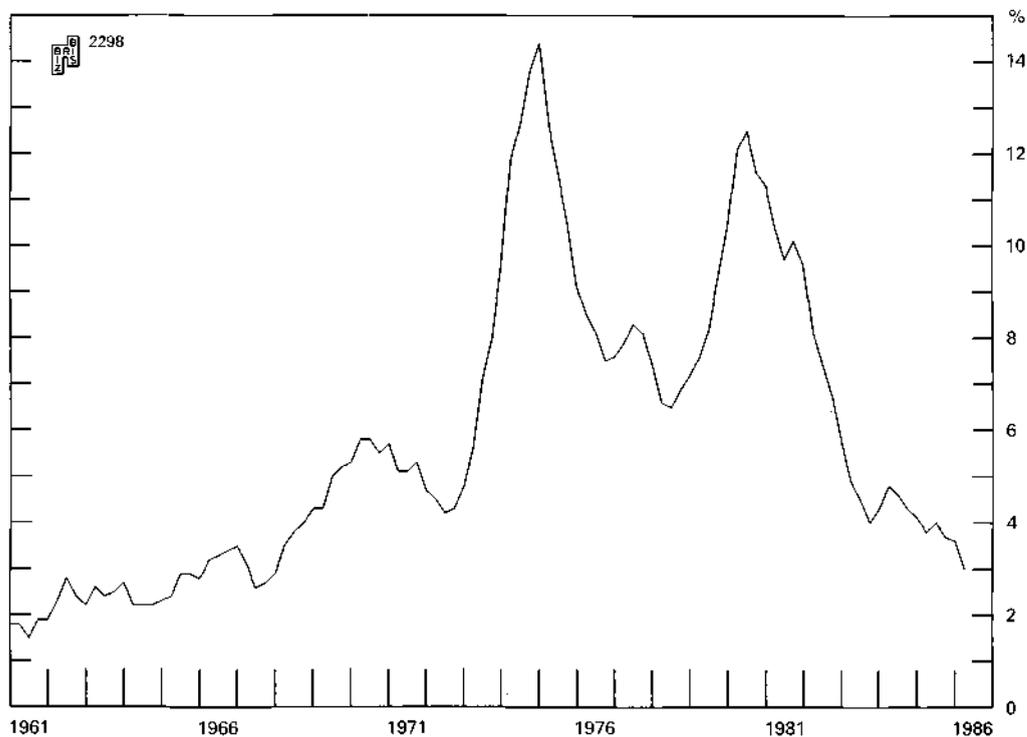
La même remarque vaut pour les pays autres que les Etats-Unis et le Canada, en ce qui concerne les répercussions positives de l'appréciation de la monnaie sur les prix. En outre, pour de nombreux pays, la conjonction d'une baisse des taux d'intérêt, d'une inflation faible et du dynamisme des marchés boursiers devrait continuer à soutenir les dépenses d'investissement fixe des entreprises.

Inflation

L'an passé, les prix à la consommation ont augmenté en moyenne de quelque 3¼% dans les pays du Groupe des Dix, ce qui représente une nouvelle amélioration par rapport à l'année précédente. En mars 1986, la hausse des prix à la consommation s'est encore ralentie, pour se situer à 2¼% environ. Actuellement, l'inflation est donc plus faible, en moyenne, qu'elle ne l'a jamais été depuis le milieu des années soixante. Pour certains pays, on peut même parler, pour l'instant tout au moins, d'un retour à la stabilité des prix. Ces résultats doivent être mis en grande partie au crédit des politiques de lutte contre l'inflation appliquées depuis le second choc pétrolier, surtout si l'on se souvient qu'avant 1985 les progrès réalisés dans ce domaine par de nombreux pays l'avaient été en présence d'une dépréciation du taux de change.

L'année dernière, et plus particulièrement durant les premiers mois de 1986, des facteurs externes ont également affecté dans un sens favorable l'évolution des prix dans la plupart des pays. Dans le même temps, cependant, la hausse des salaires nominaux a eu tendance à s'accélérer légèrement ou, plus fréquemment, à ne pas refléter la baisse de croissance de la productivité observée depuis 1983. Par voie de conséquence, une détérioration s'est produite l'an dernier dans de nombreux pays sur le plan des coûts unitaires de main-d'œuvre, ce qui donne à penser que la composante interne de l'inflation n'a certainement pas été totalement en sommeil.

Inflation dans les pays du Groupe des Dix, 1961-86*



* Variation moyenne (en %) des prix à la consommation sur quatre trimestres. Pondérations des dépenses de consommation et taux de change de l'année précédente.

Variations des prix à la consommation

Pays	Variations sur une période de douze mois s'achevant en décembre						Mars 1986 ¹
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	
	en %						
Etats-Unis	12,4	8,9	3,9	3,8	4,0	3,8	2,3
Japon	7,5	4,3	1,8	1,8	2,6	1,8	1,1
Allemagne fédérale	5,5	6,8	4,6	2,6	2,0	1,8	0,1
France	13,7	13,9	9,7	9,3	6,7	4,7	3,0
Royaume-Uni	15,1	12,0	5,4	5,3	4,6	5,7	4,2
Italie	21,2	17,8	16,3	12,7	8,8	8,6	7,2
Canada	11,2	12,1	9,3	4,5	3,8	4,4	4,1
Belgique	7,6	8,1	8,1	7,2	5,3	4,0	1,5
Pays-Bas	6,7	7,2	4,3	3,0	2,8	1,7	0,7
Suède	14,1	9,2	9,6	9,2	8,2	5,6	4,3
Suisse	4,4	6,6	5,5	2,1	2,9	3,2	0,9
Pays du Groupe des Dix ²	11,2	9,3	5,2	4,5	4,1	3,7	2,3

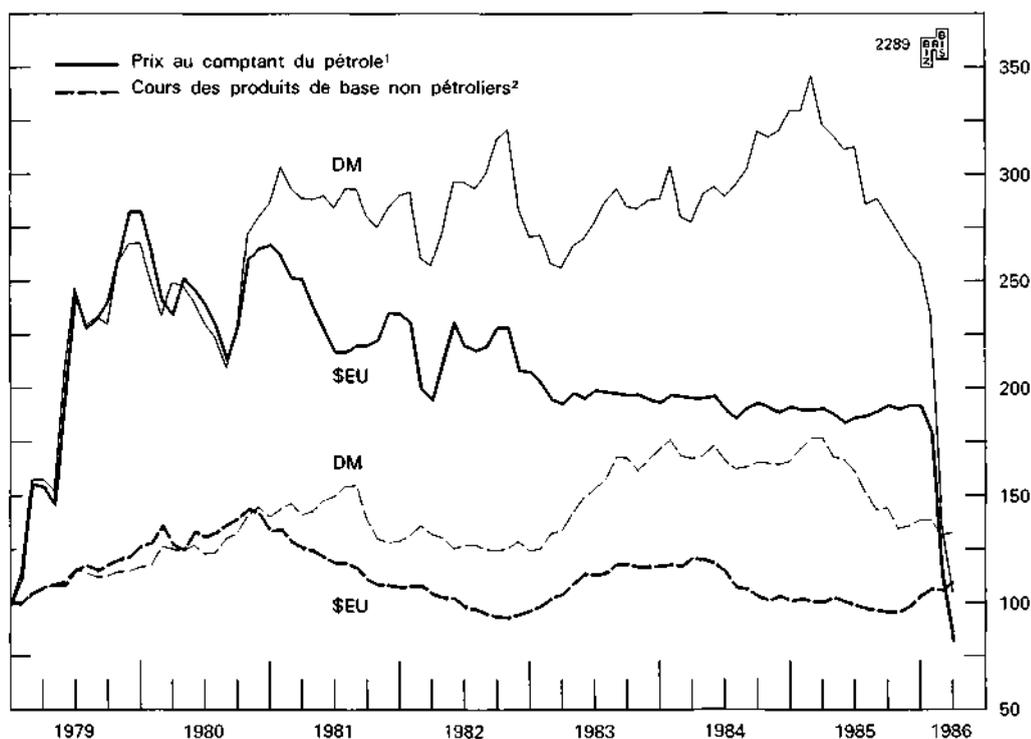
¹ Variations par rapport à mars 1985. ² Pondérations des dépenses de consommation et taux de change de l'année précédente.

Cours des produits de base et prix à l'importation. Les cours des produits de base non pétroliers ont en général fléchi durant la majeure partie de 1985, malgré la baisse de la valeur de leur numéraire, à savoir le dollar. Autrement dit, par référence aux autres monnaies, qui s'appréciaient, la diminution des cours des produits de base a été assez considérable. Ainsi, les prix des produits de base non pétroliers ont fléchi de quelque 20% en termes de deutsche marks entre leur maximum du début de 1985 et mars 1986.

Si le ralentissement de la croissance économique, l'an dernier, a certainement contribué à la faiblesse des cours, d'autres facteurs ont probablement joué un rôle, notamment la persistance de taux d'intérêt réels élevés, qui a accru le coût de détention de stocks de produits de base et incité en même temps les investisseurs à préférer les actifs financiers aux actifs réels. En outre, il est possible que les pays producteurs de produits de base lourdement endettés aient été amenés à effectuer des «ventes d'urgence» et à augmenter la production pour essayer d'assurer le service de leur dette. De plus, du côté de l'offre, l'abondance des moissons de plusieurs produits agricoles de base et l'apparition de nouvelles sources d'exportations de céréales en Asie ont eu tendance à faire baisser les cours mondiaux des denrées alimentaires.

Cours mondiaux des produits de base pétroliers et non pétroliers, 1979-86

Décembre 1978 = 100.



¹ Brut «Arabe léger» saoudien à Rotterdam. Pour 1986, les prix du brut ont été estimés à partir des cours des produits raffinés («netback»). ² Indicateur de l'«Economist» établi à partir des cours en dollars EU.

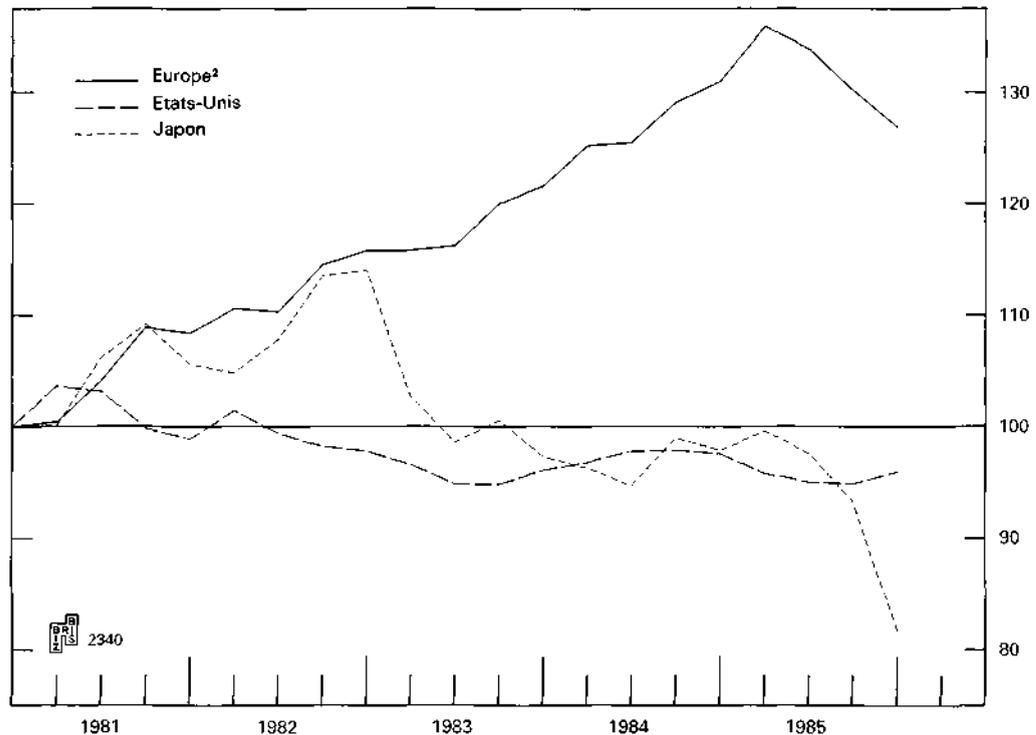
L'influence conjuguée de cette évolution tendancielle des cours des produits de base et de la baisse du dollar a permis d'atténuer l'an dernier, dans la plupart des pays, les tensions sur les prix d'origine externe. Cela a été le cas en particulier de l'Europe, où, comme le montre le graphique, la tendance antérieure à la hausse des prix à l'importation a commencé à s'inverser de manière très nette, pour la première fois depuis le deuxième choc pétrolier. Au Japon, également, une forte baisse a été enregistrée l'année passée.

Il est intéressant de noter que la contrepartie de ces évolutions hors des Etats-Unis n'est pas encore apparue clairement dans ce dernier pays. Le graphique révèle que les prix à l'importation aux Etats-Unis n'ont commencé à augmenter qu'au quatrième trimestre, et encore, à un rythme modéré. Il se peut que les exportateurs vers les Etats-Unis aient accepté une diminution des marges bénéficiaires sur leurs ventes, compte tenu des niveaux exceptionnels qu'elles avaient atteints durant la période de forte hausse du dollar.

Salaires et coûts unitaires de main-d'œuvre. Dans l'ensemble des pays du Groupe des Dix, le rythme de hausse des salaires nominaux n'a que peu varié l'an dernier. En d'autres termes, les augmentations salariales n'ont guère eu tendance à

Prix à l'importation, 1981-85¹

Quatrième trimestre 1980 = 100.



¹ Indices de valeurs unitaires.

² Comprend l'Allemagne, la Belgique, la France, l'Italie, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse.

se ralentir, malgré le niveau élevé du chômage dans de nombreux pays et la baisse tendancielle, déjà notée, de l'accroissement des prix à la consommation.

Le problème des salaires nominaux reste particulièrement tenace dans divers pays d'Europe. Au Royaume-Uni, par exemple, les augmentations salariales semblent à présent insensibles à toute évolution du marché du travail et se maintiennent à un niveau qui risque fort d'être incompatible avec un comportement satisfaisant des prix à plus long terme. En Allemagne, la réduction de la

Coûts salariaux dans l'industrie¹ et prix de gros

Pays	Années	Salaires nominaux ²	Productivité ³	Coûts unitaires de main-d'œuvre ⁴	Prix de gros ⁵
		variations en %, d'un quatrième trimestre à l'autre			
Etats-Unis	1983	3,7	3,3	0,3	0,8
	1984	3,7	0,8	3,0	1,6
	1985	3,7	- 0,6	4,3	1,4
Japon	1983	3,4	9,8	- 5,8	- 3,3
	1984	4,2	8,3	- 3,8	0,5
	1985	3,8	1,3	2,5	- 3,7
Allemagne fédérale	1983	4,0	7,6	- 3,4	0,8
	1984	4,8	4,8	- 0,1	1,3
	1985	5,5	3,2	2,3	- 1,1
France	1983	10,7	2,9	7,4	10,1
	1984	6,4	3,6	2,8	7,4
	1985	6,0	2,6	3,3	2,2
Royaume-Uni	1983	9,7	9,6	0,1	5,6
	1984	8,4	2,9	5,4	6,1
	1985	8,4	3,8	4,5	5,2
Italie	1983	15,2	4,7	10,1	9,1
	1984	10,8	6,1	4,4	8,9
	1985	10,8 ⁶	1,0 ⁶	9,6 ⁶	5,9
Canada	1983	4,8	12,9	- 7,2	3,6
	1984	5,0	7,3	- 2,1	4,2
	1985	4,4	3,3	1,0	2,4
Belgique	1983	8,3	6,1	2,0	9,0
	1984	8,5	2,1	6,2	3,1
	1985	6,7 ⁶	3,3 ⁶	3,3 ⁶	- 2,2
Pays-Bas	1983	2,7	9,8	- 6,4	2,0
	1984	2,9	4,9	- 2,0	3,9
	1985	1,6	- 1,3	3,0	0,7
Suède	1983	9,2	9,1	0,1	9,9
	1984	12,3	5,9	6,1	7,8
	1985	7,6	3,4	4,0	3,9
Suisse	1983	3,1	4,9	- 1,7	0,9
	1984	1,7	2,4	- 0,7	3,3
	1985	3,2	2,3	0,8	0,9
Pays du Groupe des Dix ⁷	1983	5,4	5,9	- 0,5	2,0
	1984	4,9	3,5	1,5	2,7
	1985	4,7	0,9	3,8	0,8

¹ Pour les Etats-Unis et la France, à l'exclusion des entreprises agricoles; pour les autres pays, ensemble de l'industrie ou des industries manufacturières. ² Pour les Etats-Unis, l'Italie, la Belgique et la Suède, montant total des coûts de main-d'œuvre; pour les autres pays, salaires et traitements ou rémunérations. ³ Pour le Japon, le Royaume-Uni, l'Italie, le Canada, les Pays-Bas et la Suisse, production par personne employée; pour les autres pays, production horaire. ⁴ Calculés à partir des salaires nominaux et de la productivité. ⁵ Pour les Etats-Unis, la France, le Royaume-Uni, les Pays-Bas et la Suède, prix à la production; pour les autres pays, indice général des prix de gros. ⁶ Troisième trimestre. ⁷ Pondérations du PIB et taux de change de l'année précédente.

durée du travail a entraîné une accélération des gains horaires moyens qui, tout en revêtant probablement un caractère temporaire, ne s'est pas moins produite dans un contexte de chômage élevé.

En France, de nouveaux progrès ont été réalisés dans la réduction des hausses de salaires. Une «norme de salaires» a été décrétée par le gouvernement, fondée non pas sur le taux d'inflation *passé*, mais sur le taux-objectif *futur*. En période de ralentissement de la hausse des prix, on peut voir dans cette décision un moyen de favoriser une diminution plus rapide de l'inflation, sans entraîner toutefois des répercussions défavorables évidentes sur les revenus réels.

En Italie, également, les perspectives d'évolution des salaires se sont améliorées depuis que les électeurs se sont prononcés, lors du référendum de juin 1985, contre la restauration de quatre points d'indice, éliminés antérieurement dans le cadre du système d'indexation de l'échelle mobile. En outre, un accord a été conclu vers la fin de l'année dernière portant modification du système d'indexation. La hausse des salaires nominaux demeure cependant élevée, eu égard aux impératifs de stabilité des prix.

En Suède, la hausse des salaires nominaux est encore forte, malgré les efforts énergiques mis en œuvre en début d'année par le gouvernement pour réunir les organisations d'employeurs et d'employés afin de ramener la progression des salaires à 5% et l'inflation globale à 3%.

En Belgique, l'action entreprise par les autorités pour imposer un freinage rigoureux des salaires semble avoir enfin donné quelques résultats positifs en 1985, et de nouvelles mesures ont été appliquées au début de cette année.

Si, en Europe, les résultats obtenus sur le plan des salaires ne sont pas encore totalement satisfaisants, des signes plus encourageants sont venus d'Outre-Atlantique, en particulier des Etats-Unis, puisque l'augmentation des salaires n'y a pas été plus rapide l'an dernier qu'en 1983. Il convient toutefois de replacer ce dernier résultat dans le contexte d'une reprise établie de longue date – où l'inflation a généralement tendance à s'accélérer.

Il apparaît clairement que l'évolution des salaires présente une plus grande souplesse aux Etats-Unis que dans les autres pays. Dans certains cas, par exemple, de franches diminutions de salaires ont été acceptées pour sauvegarder des emplois. Néanmoins, la productivité ayant fléchi aux Etats-Unis l'an dernier (voir tableau de la page 19), les coûts unitaires de main-d'œuvre se sont mis à augmenter légèrement. De fait, le tableau montre que les résultats enregistrés dans la plupart des pays en matière de productivité ont été tels que, compte tenu de l'évolution des salaires nominaux, les coûts unitaires de main-d'œuvre se sont généralement accrus.

En ce qui concerne l'inflation globale, la chute récente des prix pétroliers devrait se traduire par une nouvelle décélération au premier semestre de 1986. Cependant, dans une perspective à plus long terme, le comportement récent des salaires et des coûts unitaires – dans le contexte d'un chômage élevé – n'est pas totalement rassurant. Comme les coûts de main-d'œuvre constituent de loin la part la plus importante des coûts globaux, il importe de poursuivre, et dans bien des cas d'intensifier, la modération dans les accords de salaires nominaux. Pour

de nombreux pays, l'évolution favorable des prix externes constitue un cadre particulièrement propice à l'adoption d'initiatives dans ce domaine. C'est maintenant qu'il faut profiter des occasions qui se présentent.

Les marchés du travail et la reprise actuelle

Contraste Europe-Amérique du Nord et Japon. L'un des traits caractéristiques de l'évolution des marchés du travail dans la reprise actuelle est le contraste entre l'Europe, d'une part, l'Amérique du Nord et le Japon, d'autre part. Aux Etats-Unis, comme le montre le tableau suivant, l'expansion rapide de la population active occupée a permis de ramener le taux de chômage à 7,2% en 1985, soit à son niveau le plus faible depuis cinq ans. En outre, la part de la population en âge de travailler pourvue d'un emploi a atteint un record historique, qui reflète en partie l'arrivée à l'âge adulte de la génération du «baby boom». En Europe, en revanche, le chômage a continué de monter en 1985, le niveau de l'emploi ayant moins progressé que la population active. La proportion de la population en âge de travailler pourvue d'un emploi se trouve actuellement à quelque sept points en dessous du niveau de la fin des années soixante et du début des années soixante-dix. De plus, la baisse du taux d'activité est sans doute due à des facteurs démographiques ainsi qu'à l'effet de dissuasion exercé sur les travailleurs du fait de possibilités d'emploi peu favorables. L'expérience du Japon se situe quelque part entre celles de l'Europe et de l'Amérique du Nord. L'emploi y a évolué favorablement depuis 1975, mais à un rythme d'accroissement faible par

Indicateurs du marché du travail: Etats-Unis, Japon et Europe¹

Pays et périodes	Taux de chômage	Taux d'activité	Population active occupée par rapport à la population en âge de travailler	Rémunération par personne occupée	Coûts réels de main-d'œuvre ²	Production par personne occupée	Population active occupée
	en %			variation annuelle moyenne en %			
Etats-Unis							
1965-73	4,5	66,5	63,6	6,3	1,3	1,2	2,3
1974-79	6,8	69,9	65,3	7,8	- 0,2	0,0	2,5
1980-85	8,1	72,8	67,0	6,5	0,4	0,5	1,4
1984	7,5	73,4	67,9	4,7	0,6	2,4	4,1
1985	7,2	73,9	68,7	3,7	0,3	0,2	2,1
Japon							
1965-73	1,2	71,9	71,0	14,7	7,6	7,9	1,3
1974-79	1,9	71,0	69,6	12,5	4,1	2,9	0,7
1980-85	2,4	72,4	70,6	4,5	2,4	3,1	1,0
1984	2,7	72,7	70,7	3,9	2,6	4,4	0,6
1985	2,6	72,5	70,6	3,8	2,1	3,8	0,7
Europe OCDE							
1965-73	3,2	67,6	65,3	10,0	4,4	4,2	0,3
1974-79	5,4	66,9	63,3	12,5	2,3	2,1	0,3
1980-85	9,5	65,8	59,6	9,7	0,3	1,5	- 0,2
1984	11,0	65,2	58,0	7,7	- 0,3	2,1	0,1
1985	11,2	65,3	57,9	6,7	- 0,4	2,0	0,3

¹ Les chiffres pour 1985 sont encore provisoires. ² Rémunération par personne occupée corrigée du déflateur du PIB.

Sources: OCDE, Statistiques de la population active et OCDE, Comptes Nationaux.

rapport aux tendances précédentes et à celui de l'Amérique du Nord. Il n'en demeure pas moins que le taux de chômage, tout en étant très bas par comparaison avec les autres pays, s'établissait à un niveau record (2,9%) à fin 1985, avant de s'inscrire de nouveau en baisse au début de cette année.

Modifications dans la structure de la population active occupée. Un autre contraste dans les tendances récentes du marché du travail est apparu, dans les divers pays, entre l'industrie et les services. Dans la plupart des cas, l'accroissement de l'emploi dans l'industrie a été faible ou négatif, tandis que le secteur des services a connu une vive progression. Bien que le manque de ressort de l'industrie ait également affecté la demande de services, et en dépit de l'action de freinage exercée par le resserrement des politiques budgétaires sur l'emploi dans le secteur public, le secteur tertiaire a poursuivi son expansion; en effet, dans la plupart des pays, sa part dans la population active occupée en 1985 s'établissait à près de six points au-dessus du niveau enregistré dix ans auparavant. Les services financiers et commerciaux se sont développés à un rythme particulièrement rapide et représentent maintenant, dans plusieurs pays, pratiquement 10% de la population active occupée. Cette expansion peut être attribuée pour l'essentiel à l'accroissement des services commerciaux, qui reflète en partie un transfert d'activité des entreprises industrielles vers des filiales prestataires de services ou vers des sociétés indépendantes. Dans le secteur financier, en revanche, la croissance de l'emploi a été plus lente durant les cinq dernières années, les banques ayant mis en place de nouveaux équipements générateurs d'économies de main-d'œuvre.

En raison du caractère très hétérogène du secteur des services, il est difficile de définir globalement le processus de création d'emplois; ses incidences macro-économiques ne peuvent, en outre, être cernées que de manière approximative et ce, pour plusieurs raisons. Tout d'abord, l'industrie est plus sensible que les services aux fluctuations de la conjoncture de sorte que, durant une récession, la part de l'emploi industriel a tendance à baisser. En deuxième lieu, du fait de la faible intensité capitalistique des emplois dans les services et de la part élevée et croissante des postes à temps partiel, la productivité du travail est plus réduite que dans l'industrie. Aussi le transfert d'emplois vers les services a-t-il généralement freiné l'amélioration de la productivité globale et, partant, les possibilités de hausse non inflationniste des salaires réels. Troisièmement, l'importance du processus de «désindustrialisation» que semblent connaître les pays développés apparaît beaucoup moins grande si l'on prend comme indicateur l'évolution tendancielle de la production ou les parts relatives de valeur ajoutée, plutôt que la population active occupée.

Ces caractéristiques conjoncturelles et structurelles ressortent clairement de la comparaison des évolutions récentes de la production et de l'emploi. Ainsi, 20% seulement des onze millions d'emplois non agricoles créés aux Etats-Unis depuis la fin de l'année 1982 l'ont été dans l'industrie. De plus, l'emploi dans l'industrie de transformation, secteur le plus exposé à l'appréciation du dollar, n'a cessé de reculer jusqu'à la fin de l'an passé et se situait toujours à quelque 8% en dessous de son maximum de 1979. Or, la production dans l'industrie de

transformation a étonnamment bien résisté aux Etats-Unis, par rapport à la fois au PIB et à l'évolution antérieure. Au Japon, également, la croissance de la production dans l'industrie de transformation a été plus soutenue que les chiffres de l'emploi ne le donnent à penser. En Allemagne, en revanche, et plus encore au Royaume-Uni, les indicateurs de la production et de l'emploi révèlent un affaiblissement des secteurs manufacturiers, sous l'effet en partie de facteurs conjoncturels défavorables. Cependant, compte tenu de l'appréciation réelle du dollar EU et de l'amélioration de la compétitivité qui en est résultée à l'échelle internationale pour les entreprises européennes, la croissance lente de la production et de l'emploi dans l'industrie de transformation semble traduire une faiblesse plus fondamentale.

Rigidités, salaires réels et capacités de production. La plupart des analyses des tendances récentes des marchés du travail mettent naturellement l'accent sur les causes des résultats médiocres obtenus en Europe. Outre la faible croissance de la demande et de la production en termes réels, trois explications principales sont avancées: manque de souplesse des marchés du travail et des biens, empêchant l'ajustement des structures salariales et de l'emploi; hausse des coûts réels de main-d'œuvre par rapport à la productivité du travail et, parallèlement, diminution des parts de profits et de la rentabilité; enfin, modifications du volume et de la composition du stock de capital.

Rigidités du marché du travail. Il n'est guère facile d'évaluer de façon précise les rigidités du marché du travail et leur incidence sur l'accroissement de l'emploi en Europe, car on dispose de très peu de mesures quantitatives. En outre, la nécessité d'une flexibilité du marché du travail varie selon que les autres marchés, en particulier les marchés des biens, sont plus ou moins soumis à d'amples fluctuations des niveaux de la production et des prix relatifs. Les facteurs de rigidité les plus fréquemment cités sont les dispositions réglementaires ou les mécanismes institutionnels, qui empêchent l'adaptation des salaires réels et des structures salariales aux variations de la demande et de l'offre (salaires minimums, indexation et allocations de chômage élevées), accroissent le coût total de la main-d'œuvre par rapport aux bénéfices (cotisations de sécurité sociale, coûts de formation et indemnités de licenciement) et tendent à compartimenter les marchés du travail et à empêcher le libre jeu de la concurrence. Plusieurs pays ont cependant pris des mesures en vue d'introduire plus de flexibilité dans le fonctionnement de leur marché du travail: modification (en Italie, en Belgique et en France) ou abolition (au Danemark) de l'indexation des salaires, encouragement aux contrats de travail à durée déterminée (en France et en Allemagne), réduction des indemnités de chômage par rapport aux gains moyens (au Danemark et au Royaume-Uni), abaissement des cotisations de sécurité sociale, soit de manière générale, soit pour certains groupes de salariés (en France, au Danemark, en Belgique et au Royaume-Uni), incitations au travail à temps partiel et aux départs en retraite anticipée (aux Pays-Bas, en Belgique et en Allemagne). Des mesures ont également été adoptées afin de réduire le pouvoir des syndicats dans les négociations salariales (au Royaume-Uni).

Caractéristiques de l'emploi dans le secteur des services: indicateurs sélectionnés

Pays	Ensemble des services					
	Effectifs occupés			Valeur réelle ajoutée par personne occupée		
	Variation en %		en % de la population active occupée 1985	Variation en %		Par rapport à l'industrie de transformation ¹ 1983
1975-79	1980-85	1975-79		1980-83		
Etats-Unis	3,5	2,3	68,8	1,6	0,2	74,4
Japon	2,4	1,7	56,3	2,3	2,1	69,6
Allemagne fédérale	1,4	0,8	53,4	3,7	1,0 ²	80,5 ³
France	2,2	1,2	59,3	2,5	0,7	72,6
Royaume-Uni	1,2	1,1	65,1	2,0	1,5	70,1
Italie	2,7	2,8	55,2	1,2	- 0,6	72,8
Canada	3,2	2,4	69,3	1,6	- 0,6	62,1
Belgique	2,1	0,5 ⁴	66,1 ⁵	1,1	0,8	60,1
Pays-Bas	2,1	2,5 ⁴	67,2 ⁵	2,6 ⁶	- 1,9	81,4
Suède	2,7	1,4	65,3	- 1,1	- 0,4	51,5
Suisse	0,7	1,0	55,8	.	.	.
Pays du Groupe des Dix ⁷	2,7	1,9	63,6	2,0	0,6	72,5

Pays	Services financiers et commerciaux			Administrations publiques		
	Effectifs occupés					
	Variation en %		en % de la population active occupée 1983	Variation en %		en % de la population active occupée 1983
1975-79	1980-83	1975-79		1980-83		
Etats-Unis	6,1	4,5	9,7	1,2	0,4	16,5
Japon . . . . .	.	4,2	6,4	1,4	0,9	6,5
Allemagne fédérale	1,9	2,4	6,4	1,8	1,0	15,9
France . . . . .	.	2,5 ⁸	7,4 ³	1,2	1,6	19,2
Royaume-Uni	2,4	3,5	8,7	0,8	- 0,6	22,1
Italie . . . . .	.	7,2 ⁸	3,1 ³	2,6	1,1	15,6
Canada	5,7	2,8	9,7	1,0	2,3 ²	.
Belgique	2,7	1,8	7,4	3,9	1,0 ²	19,5 ³
Pays-Bas	4,9	2,4	9,4	2,8	0,9	16,1
Suède	5,7	3,2	7,2	4,6	2,1	32,3
Suisse	1,0	3,2	9,0	1,6	1,3 ²	.
Pays du Groupe des Dix ⁷	4,9	4,0	8,3	1,4	0,7	16,9

¹ Valeur ajoutée (prix de 1983) par personne occupée dans le secteur des services, en % de la valeur ajoutée par personne occupée dans l'industrie de transformation; pour l'Italie, ensemble de l'industrie. ² 1980-82. ³ 1982. ⁴ 1980-83. ⁵ 1983. ⁶ 1977-79. ⁷ Pondérations de 1982 de la population active occupée dans les services. ⁸ 1976-82.

Sources: OCDE, Comptes Nationaux, Vol. II; OCDE, Statistiques de la population active et OCDE, Perspectives de l'emploi.

Une autre évolution qui dénote une plus grande flexibilité des marchés du travail concerne la très vive progression du nombre des travailleurs à temps partiel. Ce mouvement, particulièrement marqué en Belgique et aux Pays-Bas, reflète la mise en œuvre de mesures anticycliques axées sur la réduction de la

durée hebdomadaire du travail, mais aussi l'influence de la demande et de l'offre. Dans plusieurs pays d'Europe (en Norvège, en Suède et aux Pays-Bas), les salariés à temps partiel représentent actuellement 25% ou plus de la population active occupée, avec des proportions supérieures à la moyenne pour les femmes et dans le secteur des services. Dans le même temps, le nombre des travailleurs à temps partiel est demeuré relativement faible en Allemagne et en France (malgré l'adoption de mesures d'incitation) et n'a progressé que légèrement dans les pays où le nombre total des personnes pourvues d'un emploi s'est fortement accru (au Japon et en Amérique du Nord).

Salaires réels et emploi. En ce qui concerne la relation entre salaires réels et emploi, le graphique de la page 26 montre qu'après le premier choc pétrolier la croissance excessive des salaires réels et l'augmentation de la part du travail dans le revenu qui en est résultée ont contribué à la montée du chômage en Europe. Cependant, la détérioration de la situation de l'emploi s'est accompagnée depuis lors d'une modération des salaires réels et d'un redressement remarquable de la part représentée par les bénéfices bruts. Il n'est donc guère possible d'imputer la persistance du chômage en Europe à la seule rigidité des salaires réels. Il semble, en effet, que la faible croissance de la production en termes réels par rapport aux cycles précédents et les contraintes pesant sur les capacités de production, qui sont examinées ci-après, aient également joué un rôle.

Population active occupée, chômage et salaires réels dans certains pays européens

Pays	1965-73			1974-79			1980-85 ¹			1984			1985 ¹		
	PAO	C	SR	PAO	C	SR	PAO	C	SR	PAO	C	SR	PAO	C	SR
Allemagne fédérale . . .	0,0	1,2	4,6	-0,6	4,1	2,6	-0,3	7,5	1,0	0,1	9,1	1,5	0,7	9,3	0,9
France	0,8	1,3	4,3	0,4	4,4	3,8	-0,5	8,7	1,2	-1,0	9,9	0,7	-0,4	10,3	0,2
Royaume-Uni . . .	0,0	2,3	3,2	0,2	4,4	1,2	-0,8	10,6	1,8	1,5	12,4	0,9	0,8	12,9	1,9
Italie	-0,2	5,7	5,7	1,0	6,6	2,0	0,4	9,3	1,1	0,4	10,4	1,0	0,5	10,6	0,8
Belgique	0,7	2,4	4,8	0,0	6,3	3,7	-0,7	12,3	1,5	0,0	14,1	1,0	0,3	13,3	0,1
Danemark	1,1	1,1	2,3	0,4	5,3	1,6	0,3	9,0	0,0	2,4	9,8	-0,6	2,4	9,1	-0,3
Pays-Bas	0,5	1,7	5,1	0,5	4,9	2,5	-0,9	13,7	-0,7	-0,5	17,2	-2,0	0,8	15,6	-0,8
Espagne	0,9	1,8	5,8 ²	-1,2	5,8	3,5	-1,9	17,4	1,2	-3,9	21,2	-0,9	0,4	21,5	-0,3
Suède	0,6	2,0	2,3	1,2	2,0	2,1	0,4	2,8	-0,7	0,7	3,1	0,5	1,0	2,8	-0,3
Suisse	0,8	0,0	3,7	-1,3	0,4	2,0	0,3	0,6	1,7	-0,2	1,2	1,3	0,9	1,0	2,3
CEE	0,2	2,2	4,4	0,2	4,6	2,5	-0,3	9,2	1,2	0,3	10,9	1,0	0,4	11,2	0,8

Remarque: PAO = Population active occupée, taux annuel moyen de variation; C = Taux de chômage (en %), définitions nationales; SR = Rémunération par salarié corrigée du déflateur du PIB, taux annuel moyen de variation.

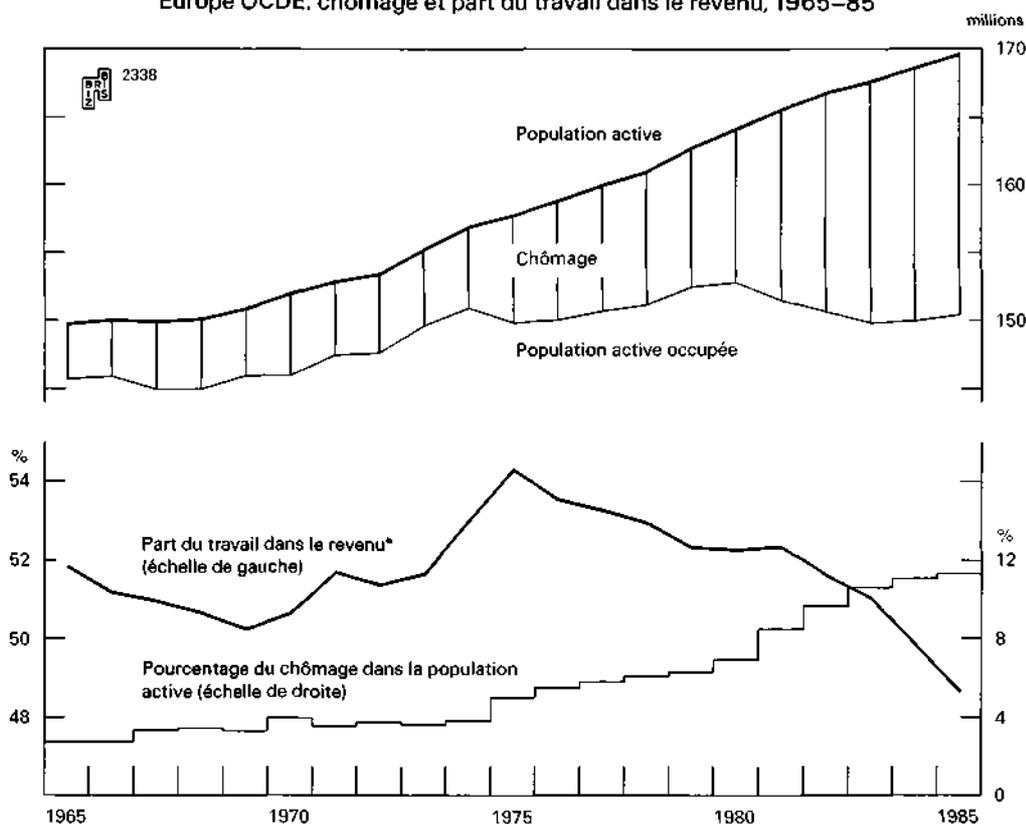
¹ Chiffres provisoires. ² 1970-73.

Sources: OCDE, Comptes Nationaux; OCDE, Statistiques de la population active et CEE, Economie européenne.

La modération des salaires réels en Europe s'est généralement produite en présence d'une décélération des hausses des salaires nominaux et des prix, mais son ampleur a été très différente d'un pays à l'autre. Comme on peut le constater dans le tableau ci-dessus, c'est aux Pays-Bas et en Suède que les salaires

réels ont le plus diminué depuis 1980 parmi les pays européens, alors qu'au Danemark ils se sont maintenus au même niveau. En Allemagne, la part ajustée du travail dans le revenu est à présent inférieure à ce qu'elle était au début des années soixante; la même remarque vaut pour la France, qui avait cependant connu des taux encore plus faibles au début des années soixante-dix. Au Royaume-Uni, en revanche, le rythme de progression des salaires réels et nominaux n'a guère été sensible, comme mentionné précédemment, au niveau record du chômage. En Italie, également, l'accroissement des salaires nominaux est demeuré relativement important et, jusqu'à ces derniers temps, la croissance des salaires réels a dépassé celle de la productivité. Au Japon, les relèvements actuels des salaires réels se situent sensiblement en dessous des niveaux antérieurs, mais, contrairement à l'évolution notée en Europe, la part du travail dans le revenu est restée élevée. Aux Etats-Unis, enfin, les salaires réels se sont ajustés en souplesse aux deux chocs pétroliers, et l'amélioration récente de la situation du marché du travail ne semble pas avoir inversé le mouvement antérieur de compression des salaires nominaux et réels.

Europe OCDE: chômage et part du travail dans le revenu, 1965-85



*Corrigée des variations du nombre de salariés par rapport à la population active occupée.

Sources: OCDE, Statistiques de la population active et OCDE, Comptes Nationaux.

Capacités de production et chômage. En dépit du déplacement de la demande globale et de l'emploi vers les secteurs à intensité de capital moins forte, on redoute de plus en plus – en particulier en Europe – que l'insuffisance des capacités de production n'ait réduit les perspectives d'un abaissement durable du chômage. Comme le montre le tableau ci-après, la part de l'investissement brut en capital fixe dans le PIB a eu tendance à fléchir; ce mouvement a été encore plus marqué pour l'investissement net. On ne comprend pas très bien la nature ni les causes de la progression de la part du réinvestissement (c'est-à-dire de la différence entre l'investissement brut et l'investissement net). Dans une certaine mesure, ce développement est peut-être dû à des modifications des méthodes statistiques utilisées pour calculer l'amortissement. Aux Etats-Unis, en effet, un transfert semble s'être produit dans la structure de l'investissement en faveur des équipements productifs, ce qui tend à diminuer l'âge moyen du stock de capital et à accroître la part de l'amortissement et du réinvestissement. En Europe, ce phénomène est souvent attribué aux investissements de rationalisation, les entreprises s'efforçant de comprimer les coûts de main-d'œuvre en adoptant des méthodes de production incorporant une plus forte intensité de capital. L'interprétation des indicateurs de rentabilité semblerait corroborer ce point de vue. En présence d'un accroissement des ratios capital/travail, on peut s'attendre que le taux de rendement du capital investi et la productivité marginale des investissements diminuent ou augmentent moins rapidement. Quelles que soient les causes de la faible expansion du stock de capital, les taux d'utilisation des capacités indiqués dans la dernière colonne du tableau sont préoccupants: malgré le rythme relativement lent de la reprise en Europe, les limites de

Indicateurs des capacités de production

Pays	Investissement fixe, en % du PIB						Taux de rendement dans l'industrie de transformation, en % ¹			Taux d'utilisation des capacités; 4ème trimestre de 1985, en % du maximum de 1973-75
	Investissement brut			Investissement net			1965-69	1975	1985 ²	
	1960	1973	1984	1960	1973	1984				
Etats-Unis	17,9	19,1	18,0	7,1	8,5	5,0	23,6	15,4	17,6	91,7
Japon	29,5	36,4	28,0	18,6	22,8	14,0	36,7	18,5	24,0	91,9
Allemagne fédérale	24,3	23,9	20,2	16,5	13,6	7,6	19,3	13,7	16,0	97,5
France	20,1	23,8	18,9	10,1	14,2	6,8	16,3	13,1	13,0	95,0
Royaume-Uni	16,4	20,1	17,3	8,0	10,1	5,3	11,3	5,5	7,8	95,6
Italie	22,6	20,8	17,9	14,4	12,4	7,8	17,8	11,8	15,6	93,7
Canada	21,9	22,4	18,1	9,7	11,7	6,2	14,5	13,1	10,2	88,4
Belgique	19,3	21,4	16,1	9,2	12,2	6,5	17,1 ³	9,5	15,5	94,1
Pays-Bas	24,1	23,1	18,4	15,1	14,8	7,9	11,6 ⁴	8,7	9,3 ⁵	97,7
Suède	22,7	21,9	18,3	12,4	12,2	6,6	11,4	9,7	9,4	99,1 ⁶
Suisse	24,8	29,4	23,3	14,2	17,7	13,2				95,7
CEE	21,8	23,0	18,7	13,3	13,3	7,2	10,8 ⁴	7,3	6,6 ⁵	95,1 ⁷

¹ Excédent brut d'exploitation, en % du stock de capital brut. Pour les Pays-Bas et la CEE, les chiffres se réfèrent au secteur des entreprises, à l'exclusion du logement. ² Chiffres provisoires. ³ 1970. ⁴ 1960-73. ⁵ 1984. ⁶ Les séries ne commencent qu'en 1980. ⁷ Allemagne fédérale, Belgique, France, Italie, Pays-Bas et Royaume-Uni.

Sources: OCDE, Perspectives économiques; OCDE, Comptes Nationaux; CEE, Rapport économique annuel et données nationales.

capacité risquent d'être atteintes bien avant que le sous-emploi n'ait été résorbé sur le marché du travail.

L'évolution d'autres indicateurs et les faits observés dans certains pays amènent toutefois à nuancer ce point de vue pessimiste au sujet des capacités de production. Tout d'abord, lorsque des entreprises non rentables disparaissent et que le facteur travail est combiné à plus de capital, on devrait enregistrer une augmentation du taux de croissance moyen de la productivité du travail. En raison d'effets conjoncturels et de la tendance au développement des services et du travail à temps partiel, il convient d'interpréter avec prudence les variations de la productivité. Il n'en demeure pas moins remarquable que, à l'exception du Royaume-Uni, les gains de productivité en Europe aient généralement fléchi et n'atteignent, dans la phase de reprise actuelle, que la moitié du taux observé au cours des cycles précédents. En deuxième lieu, les niveaux élevés des taux d'intérêt réels, ajoutés à la modération des salaires réels et nominaux, ont modifié les coûts relatifs des facteurs en faveur du travail, ce qui incite à adopter des méthodes de production incorporant une plus forte intensité de travail et favorise la «surutilisation» des capacités existantes. Enfin, l'expérience d'un pays industriel (le Danemark) donne à penser que, si les conditions adéquates sont réunies, le niveau de l'emploi peut augmenter rapidement en dépit des craintes antérieures d'insuffisance des capacités. Sous l'effet de la forte baisse des taux d'intérêt, du ralentissement sensible des hausses des salaires réels et nominaux et du regain de confiance du secteur des entreprises, les investissements bruts en capital fixe ont progressé de près de 40% entre 1981 et 1985, portant ainsi la part de l'investissement fixe dans le PIB du minimum historique de 15½% à 19½%; bien que le niveau de l'investissement fixe demeure inférieur à celui de 1979, 8% seulement des entreprises industrielles faisaient état d'une insuffisance de capacités à la fin de l'année dernière. En outre, grâce notamment à la plus grande modération des salaires, la population active occupée s'est accrue de plus de 2% tant en 1984 qu'en 1985, du fait uniquement de l'expansion du secteur privé.

Résumé. En Europe, le ralentissement général de l'inflation salariale et la modification intervenue dans la répartition du revenu des facteurs en faveur des bénéficiaires constituent autant de signes prometteurs pour l'emploi. Ce dernier développement est particulièrement encourageant puisqu'il va à l'encontre, dans plusieurs pays, de l'évolution procyclique des bénéficiaires, notée antérieurement. Si l'on essaie d'évaluer les perspectives d'évolution du marché du travail, plusieurs points continuent cependant de susciter des interrogations. En premier lieu, on ne peut savoir si le ralentissement de l'inflation salariale reflète une modification de caractère structurel ou si ce mouvement va s'inverser lorsque le niveau de l'emploi recommencera à s'élever. En deuxième lieu, si l'amélioration des marges bénéficiaires a permis d'éliminer l'un des principaux obstacles à une croissance plus rapide de l'emploi, il n'est pas certain que les capacités existantes en Europe autorisent une forte progression de l'emploi. Troisièmement, il n'est guère possible d'évaluer avec précision les taux actuels d'accroissement tendanciel de la production et de la productivité, ce qui amène également à s'interroger sur les possibilités de hausse non inflationniste des salaires réels; il semble néanmoins que ces taux de croissance tendancielle soient plus faibles que dans

le passé. En outre, si l'intensité de main-d'œuvre de la production augmente par suite des modifications récentes des prix relatifs des facteurs, les gains de productivité du travail devraient normalement continuer à se ralentir.

Politiques et problèmes budgétaires

L'un des traits les plus marquants de la politique budgétaire, l'an passé, a probablement été le changement d'attitude radical des autorités américaines envers leur déficit budgétaire. On s'était clairement rendu compte, au début de l'année, qu'en l'absence d'une modification profonde des instruments de la politique budgétaire les importants déficits fédéraux risquaient de se poursuivre, au moins jusqu'à la fin de la décennie.

Un nouveau projet a donc été présenté en vue de réformer complètement le processus d'élaboration du budget. Un élément majeur de cette nouvelle procédure, le plan Gramm-Rudman-Hollings, a consisté à imposer par voie législative des plafonds annuels au déficit jusqu'à l'exercice 1991, année où l'équilibre devrait être rétabli. Fait tout aussi important, ce plafonnement était couplé à des procédures de réduction automatique de certaines catégories de dépenses, notamment les dépenses de défense nationale, au cas où les prévisions du «Bureau de la gestion de la dette publique et du budget» ainsi que du «Bureau du budget du Congrès» laisseraient entrevoir un déficit supérieur à l'objectif pour l'année suivante. Des dérogations à cette procédure n'ont été prévues qu'en cas de récession ou de guerre.

En dépit d'incertitudes sur la constitutionnalité de divers aspects de ce qui est devenu la loi Gramm-Rudman-Hollings, les dernières propositions budgétaires du Président pour l'exercice 1987 respectent fidèlement les plafonds prescrits. Elles se heurtent néanmoins à une certaine opposition du Congrès, car elles excluent tout relèvement des impôts, ne réduisent que légèrement les dépenses militaires et concentrent ainsi les compressions de dépenses sur un domaine relativement limité des dépenses publiques.

Hors des Etats-Unis, les divers pays, et en particulier les deux plus grandes puissances économiques que sont le Japon et l'Allemagne, s'efforcent évidemment depuis quelque temps de redresser la situation de leurs finances publiques. En octobre dernier, cependant – à la suite de la réunion du Groupe des Cinq du mois précédent – puis de nouveau au début de 1986, le Japon a décidé d'accroître temporairement les dépenses de l'Etat, pour stimuler à court terme le secteur des travaux publics, et d'encourager la construction de logements privés. Malgré cela, comme le montre le tableau, le déficit des administrations publiques au Japon aurait, selon les estimations, encore baissé l'an passé, pour représenter quelque 1¼% du PNB. Un nouveau recul est envisagé pour cette année dans le projet de loi de finances de 1986–87 publié en décembre.

En Allemagne, aussi, de nouveaux progrès ont été réalisés dans la compression du déficit budgétaire. L'objectif à moyen terme des autorités est de réduire encore quelque peu le déficit fédéral, pour le ramener à 1% du PNB d'ici 1989. Cependant, malgré la poursuite du freinage des dépenses, on ne s'attend

Soldes budgétaires des administrations publiques¹

Pays	1973	1980-81	1982-83	1984	1985 ²
	en % du PNB nominal				
Etats-Unis	0,6	- 1,0	- 3,8	- 2,9	- 3,6
Japon	0,7	- 4,1	- 3,7	- 2,2	- 1,3
Allemagne fédérale	1,2	- 3,3	- 2,9	- 1,9	- 1,1
France	0,9	- 0,8	- 2,9	- 2,8	- 2,5
Royaume-Uni	- 2,6	- 3,1	- 3,0	- 3,9	- 3,6
Italie	- 7,0	-10,0	-12,5	-13,5	-13,7
Canada	1,0	- 2,1	- 5,6	- 6,4	- 6,3
Belgique	- 5,5	-14,0	-14,9	-12,6	-13,0
Danemark	5,2	- 5,2	- 8,3	- 4,3	- 1,0
Pays-Bas	1,8	- 4,8	- 6,5	- 6,0	- 5,6
Suède	4,1	- 4,3	- 5,5	- 2,3	- 2,5
Suisse	- 1,1	- 0,1	- 0,5	- 0,3	- 1,1

¹ Y compris le secteur de la sécurité sociale, mais à l'exclusion des opérations en capital de nature financière.
² Chiffres provisoires.

Sources: OCDE, Perspectives économiques et données nationales.

pas à une nouvelle diminution du déficit fédéral en 1986, en raison de l'allègement fiscal appliqué au début de cette année.

En France et au Royaume-Uni, la contraction tendancielle des emprunts des administrations publiques apparaît moins évidente. En France, le nouveau gouvernement a annoncé une série de mesures comportant notamment une réduction des dépenses publiques, des allègements fiscaux pour les entreprises et des incitations à l'embauche des jeunes. L'effet net de ces mesures se traduira, selon les estimations, par un faible abaissement du déficit budgétaire par comparaison avec les prévisions du gouvernement précédent.

Au Royaume-Uni, la situation s'est compliquée du fait de la résorption des effets de la grève des mineurs – qui avait entraîné un gonflement des besoins de financement pour 1984 – et en raison de ventes importantes d'actifs du secteur public. Les cessions d'actifs ne sont pas incluses dans le besoin de financement des administrations publiques (indiqué dans le tableau). Elles viennent cependant en déduction des dépenses pour le calcul des besoins d'emprunt du secteur public, qui constituent l'objectif de la politique budgétaire britannique, et pour lesquels le chiffre de 2% du PNB a été retenu pour 1985-86. Pour l'année en cours, la baisse prévue des recettes pétrolières a eu pour effet d'annuler une bonne partie de l'allègement des impôts directs envisagé initialement, l'objectif du besoin de financement du secteur public ayant été ramené à 1¾% du PNB, conformément à l'orientation à moyen terme de la politique.

Dans la plupart des autres pays, les autorités ont poursuivi leurs efforts de réduction des déficits budgétaires, avec des résultats variables il est vrai. C'est ainsi qu'en Italie les objectifs initiaux ont été dépassés, en dépit des mesures d'urgence prises au lendemain de la dévaluation de la lire au milieu de l'année 1985. Les autorités canadiennes ont, elles aussi, éprouvé des difficultés à maîtriser l'évolution budgétaire, en raison notamment de l'augmentation rapide du

coût du service de la dette. En outre, dans ces deux pays, les contraintes du taux de change ont encore ajouté à l'urgence du resserrement budgétaire.

Croissance de la dette publique. L'une des évolutions les plus marquantes de ces quelque dix dernières années sur le plan budgétaire a été la progression quasi générale de l'encours de la dette publique, même exprimé en pourcentage du PNB. Comme le montre le tableau ci-après, cette tendance s'est poursuivie en 1985.

Endettement des administrations publiques et service des intérêts

Pays	Endettement brut				Paiements d'intérêts bruts			
	1973	1983	1984	1985	1973	1983	1984	1985
	en % du PNB				en % des dépenses publiques			
Etats-Unis	41,9	45,0	45,8	48,3	7,2	12,2	13,6	13,8
Japon	17,1	68,2	69,3	69,4	4,1	13,2	14,2	14,9
Allemagne fédérale	18,3	40,1	40,8	40,6	2,8	6,4	6,5	6,7
France	25,1	29,8	31,8	34,0	2,4	5,2	5,5	5,5
Royaume-Uni	69,3	53,9	55,9	56,5	9,5	10,6	10,8	11,4
Italie	60,6	84,2	91,4	99,4	6,9	16,3	17,2	16,7
Canada	46,7	58,7	63,4	69,2	11,2	16,0	17,1	18,1
Belgique	69,5	107,6	115,7	121,7	8,0	16,0	17,3	18,8
Danemark	7,9	62,7	67,6	68,6	3,1	13,4	16,2	17,0
Pays-Bas	43,2	62,3	66,9	70,3	6,3	9,6	10,4	11,0
Suède	30,1	66,0	69,4	71,4	4,3	11,5	12,5	13,4
Suisse	36,4	38,3	39,5		5,6	5,3	5,0	4,7

Sources : OCDE, Perspectives économiques et données nationales.

L'augmentation des ratios d'endettement du secteur public suscite de multiples préoccupations. Ces ratios exercent, en particulier, des contraintes supplémentaires sur le budget, sous la forme d'un alourdissement du service de la dette, à un moment où la majorité des pays s'efforcent de réduire le montant global des dépenses publiques par rapport à la dimension de leur économie. En outre, des ratios élevés d'endettement public sont de nature à limiter la marge de manœuvre des autorités en matière budgétaire.

Le problème de l'endettement public est évidemment directement lié à l'ampleur des déficits enregistrés par la plupart des pays depuis le milieu des années soixante-dix. Ce qui, initialement, était en partie une réaction conjoncturelle à la récession entraînée par le premier choc pétrolier est devenu une détérioration durable des finances publiques puisque, dans presque tous les pays, la récession n'a pas fait place à une véritable reprise et que la montée du chômage a fortement obéré les finances publiques.

Le second choc pétrolier a engendré de nouvelles forces récessionnistes. Cette fois-ci, cependant, les autorités étaient moins disposées à favoriser l'apparition de nouvelles réactions sur le plan budgétaire. Elles étaient également moins disposées, il est vrai, à alimenter les effets inflationnistes de la seconde hausse des prix pétroliers. Pour cette raison, et du fait également de

l'aménagement apporté par les autorités américaines au dosage de leurs politiques, les taux d'intérêt sont montés à des niveaux élevés en termes réels au début des années quatre-vingt. Comme l'encours de la dette publique avait déjà commencé à s'accroître, il en est résulté un gonflement assez sensible du coût du service de la dette.

Par suite de l'augmentation continue des ratios d'endettement public, malgré les efforts vigoureux entrepris par de nombreux pays pour réduire les déficits budgétaires, un sentiment croissant de «pessimisme budgétaire» s'est répandu dans une grande partie du monde industriel. En d'autres termes, les autorités nationales semblent généralement peu enclines à présent à recourir isolément à la politique budgétaire pour la régulation macro-économique de la demande.

Une réduction des taux d'intérêt semblerait cependant utile à cet égard. Elle contribuerait à abaisser les coûts du service de la dette, qui gonflent le numérateur du ratio endettement/revenu, tout en encourageant une hausse du dénominateur, c'est-à-dire du PNB.

On peut néanmoins se demander si la poursuite de la reprise hors des Etats-Unis serait suffisamment stimulée par ce seul moyen, compte tenu notamment du processus d'assainissement budgétaire en cours. Une vieille question revient donc à l'ordre du jour: des mesures budgétaires temporaires permettraient-elles de remédier en partie au sous-emploi des capacités et de placer le reste de l'économie mondiale sur une trajectoire de croissance à moyen terme plus élevée, mais durable?

Efficacité de la politique budgétaire. Le débat théorique sur le rôle de la politique budgétaire dans la régulation de la demande a été animé ces dernières années. Or, parallèlement, les responsables de la politique économique ont généralement renoncé à utiliser à cette fin l'outil budgétaire (sauf aux Etats-Unis, qui constituent une exception notable, mais peut-être fortuite). Cela est dû à plusieurs raisons. En plus du problème de l'endettement public qui vient d'être examiné, le maniement du budget à court terme a été considéré comme allant à l'encontre du but recherché en ce qui concerne la maîtrise des dépenses publiques et de l'inflation. En outre, les autorités ont généralement accordé la priorité à des considérations à plus long terme, à savoir la nécessité de réduire l'importance du secteur public et, parallèlement, la pression fiscale globale.

Depuis quelque temps, les Etats-Unis encouragent cependant l'Allemagne et le Japon à recourir à la politique budgétaire pour accélérer la croissance économique interne. A l'appui de cette thèse, il est souligné que cette action sera probablement nécessaire pour permettre à la reprise de se poursuivre (ou, dans certains pays, de s'accélérer) en présence d'un ralentissement de la croissance de la demande américaine — spécialement de la partie qui est détournée vers l'extérieur. On estime également que les mesures de stimulation budgétaire hors des Etats-Unis faciliteront une résorption plus ordonnée des importants déséquilibres de balances des paiements que l'on a laissé s'accumuler au cours des dernières années.

De prime abord, l'expérience des Etats-Unis depuis 1982 semblerait démontrer de façon assez convaincante que l'utilisation traditionnelle de la politique budgétaire conserve son efficacité. La production s'est nettement redressée et l'inflation est demeurée remarquablement modérée, compte tenu des circonstances; parmi ces dernières figurent cependant non seulement le niveau peu élevé des cours des produits de base, mais aussi la vive appréciation du taux de change — avantage sur lequel les autres pays ne pouvaient guère compter.

Il ne fait aucun doute que le dosage des politiques monétaires et budgétaires aux Etats-Unis a renforcé l'attrait des taux de rémunération des placements financiers dans ce pays; il a sans doute permis également d'anticiper une amélioration de la rentabilité à long terme. Mais il est tout aussi vrai que les investisseurs internationaux ne peuvent indéfiniment faire abstraction des déficits des paiements courants — et ils en ont généralement tenu compte dans le passé. La détérioration cumulée des flux d'intérêts nets, de même que le déficit commercial lui-même, requièrent tôt ou tard une correction, et l'instrument évident de cette correction est en général une baisse plutôt qu'une appréciation du cours de change.

A d'autres égards, également, l'exemple des Etats-Unis ne signifie pas nécessairement que la politique budgétaire exerce encore dans tous les pays de vigoureux effets à court terme sur la demande et la production. La stratégie poursuivie presque partout en Europe ces dernières années repose essentiellement sur l'idée que, pour obtenir une croissance durable à moyen terme, il convient de résoudre auparavant les problèmes structurels sous-jacents. Dans ce contexte, la maîtrise de l'inflation a constitué un objectif prioritaire. La réduction des dépenses publiques en vue d'alléger les charges fiscales a été considérée comme un autre préalable à une reprise saine. Le tableau de la page 34 montre que dans quelques pays, mais certainement pas dans tous, l'accroissement de la dépense publique en proportion du PNB a été freiné. Malgré tout, cette proportion n'a été ramenée nulle part aux niveaux qu'elle occupait encore en 1973. Dans de nombreux pays, on estime que le poids de la pression fiscale est tel qu'il risque d'entraver la capacité de réaction de l'économie sur le plan de l'offre, mais les dégrèvements d'impôts, à eux seuls, ne feraient qu'alourdir les déficits. Cette situation est également aggravée par diverses rigidités structurelles, et en particulier celles qui affectent les marchés du travail et qui ont déjà été examinées. Enfin, comme la rentabilité est tombée à des niveaux très bas à la fin des années soixante-dix et au début des années quatre-vingt, la nécessité d'une inversion radicale de cette tendance s'est fait clairement sentir, du fait surtout de l'accroissement insuffisant, constaté récemment, des capacités de production (voir pages 27-29).

Il convient donc de se demander si de nouvelles capacités de production doivent être créées pour que l'action sur la demande produise l'effet recherché, faute de quoi une relance par la voie budgétaire ne peut être qu'inflationniste. En tout état de cause, la baisse récente des prix pétroliers et l'appréciation des cours de change devraient contribuer dans l'immédiat à stimuler la demande globale.

Dépenses des administrations publiques

Pays	1962	1973	1982	1983	1984	1985
	en % du PNB nominal					
Etats-Unis	28,1	30,3	35,1	35,0	33,9	35,1
Japon	18,2 ¹	21,0	31,8	32,3	31,5	30,9
Allemagne fédérale	33,6	40,0	47,6	46,6	46,1	45,4
France	34,0	35,6	47,9	49,1	49,7	49,3
Royaume-Uni	33,0	37,3	44,3	44,1	45,0	44,2
Italie	30,5	36,9	53,2	55,4	55,8	56,4
Canada	28,8	34,5	45,0	45,4	46,2	46,1
Belgique	30,3	41,1	59,5	59,3	58,6	58,5
Danemark	29,3 ¹	41,0	59,0	59,5	58,8	57,6
Pays-Bas	33,3	45,6	58,4	59,7	58,5	57,4
Suède	31,1	43,8	66,6	64,9	63,3	63,3
Suisse	21,0 ²	29,7 ²	33,4	33,7	33,8	33,5

¹ 1965. ² Estimations.

Sources: OCDE, Perspectives économiques et données nationales.

Coordination des moyens d'action. Hors des Etats-Unis, le poids des contraintes externes se ferait probablement sentir plus fortement et plus rapidement, surtout dans un pays qui suivrait sa propre ligne d'action. Toute relance budgétaire isolée aurait tôt fait de se heurter à l'écueil d'une crise des changes. Les partisans de l'expansion soulignent que, si un grand nombre de pays agissaient de concert et si les Etats-Unis jouaient, eux aussi, leur rôle en réduisant le déficit budgétaire, le risque de difficultés externes serait alors sensiblement réduit. Pour l'instant, cependant, les responsables des divers pays ont le sentiment que leur stratégie porte déjà ses fruits ou que beaucoup reste à faire pour améliorer les données fondamentales de leur économie. Un consensus sur une expansion budgétaire coordonnée hors des Etats-Unis a donc très peu de chances de voir le jour.

Dosage des politiques monétaires et budgétaires

L'accroissement du déséquilibre des politiques tant aux Etats-Unis mêmes qu'entre ce pays et le reste du monde suscite depuis quelques années de vives préoccupations. Sur le plan international, il semblerait que les conséquences de cette situation sur les taux d'intérêt aient été pour beaucoup dans la hausse prolongée du dollar. Parallèlement à la disparité d'évolution conjoncturelle entre les Etats-Unis et les autres pays, cette appréciation de la monnaie américaine explique aussi en grande partie l'élargissement du déséquilibre extérieur enregistré ces dernières années au sein des économies industrielles.

1985: un tournant? Dans ce contexte, 1985 pourrait se révéler être une année importante. Elle pourrait, en particulier, marquer une prise de conscience progressive, de la part des responsables de la politique comme des agents économiques, de la nécessité d'une action résolue. Aux Etats-Unis, la politique monétaire est devenue plus libérale, et les efforts de redressement budgétaire à moyen

terme ont été intensifiés. Cette situation commençait déjà à se profiler depuis quelque temps. Dans le cas des Etats-Unis, les origines en remontent à 1981, avec la mise en œuvre de nouvelles politiques budgétaires destinées à réduire les impôts, dans l'espoir de stimuler ainsi l'économie du côté de l'offre. Cependant, contrairement aux intentions premières, le secteur public américain est devenu *largement déficitaire*; qui plus est, c'est la composante structurelle, par opposition à l'élément conjoncturel, de ces déficits qui s'est développée, tandis que les taux d'intérêt atteignaient des niveaux très élevés en termes réels.

Ainsi, comme le redoutait la communauté financière, le dosage des politiques américaines est finalement apparu comme la combinaison d'une politique budgétaire laxiste et d'une politique monétaire relativement restrictive. Certes, il contenait toutefois quelques éléments de l'économie de l'offre, notamment une stimulation efficace des dépenses d'investissement.

Il n'en demeure pas moins que la politique des Etats-Unis s'écartait nettement des orientations généralement adoptées dans les autres pays. Dans ces derniers, comme exposé précédemment, la stratégie dominante visait également à produire des effets semblables – quoique moins spectaculaires – sur l'offre. La différence portait sur l'ordre dans lequel ces mesures allaient être prises. L'allègement de la charge fiscale devait en quelque sorte être préalablement «financé» par une compression des dépenses publiques et une réduction des déficits budgétaires. Cette dernière avait en outre pour objet de maintenir les taux d'intérêt à de faibles niveaux et de stimuler la reprise par les investissements. Au Japon, on estimait également nécessaire de diminuer sensiblement le déficit budgétaire pour empêcher une accélération trop rapide de la dette publique.

Par conséquent, dans le domaine budgétaire, la politique des Etats-Unis a évolué exactement en sens inverse de celle des deux autres grandes économies.

Sur le plan monétaire, les différences ont été moins nettes. Mais, sous l'effet en partie des écarts de taux d'intérêt réels qui accompagnaient le dosage des politiques américaines (voir le graphique ci-après), le dollar a connu quatre années de raffermissement plus ou moins ininterrompu. Fait encore plus remarquable, cette appréciation est intervenue dans une large mesure à la fois en termes réels et nominaux. Elle a eu évidemment pour contrepartie un affaiblissement du taux de change dans d'autres pays avec le potentiel inflationniste qui y est lié, mais qui a cependant été généralement bien contenu.

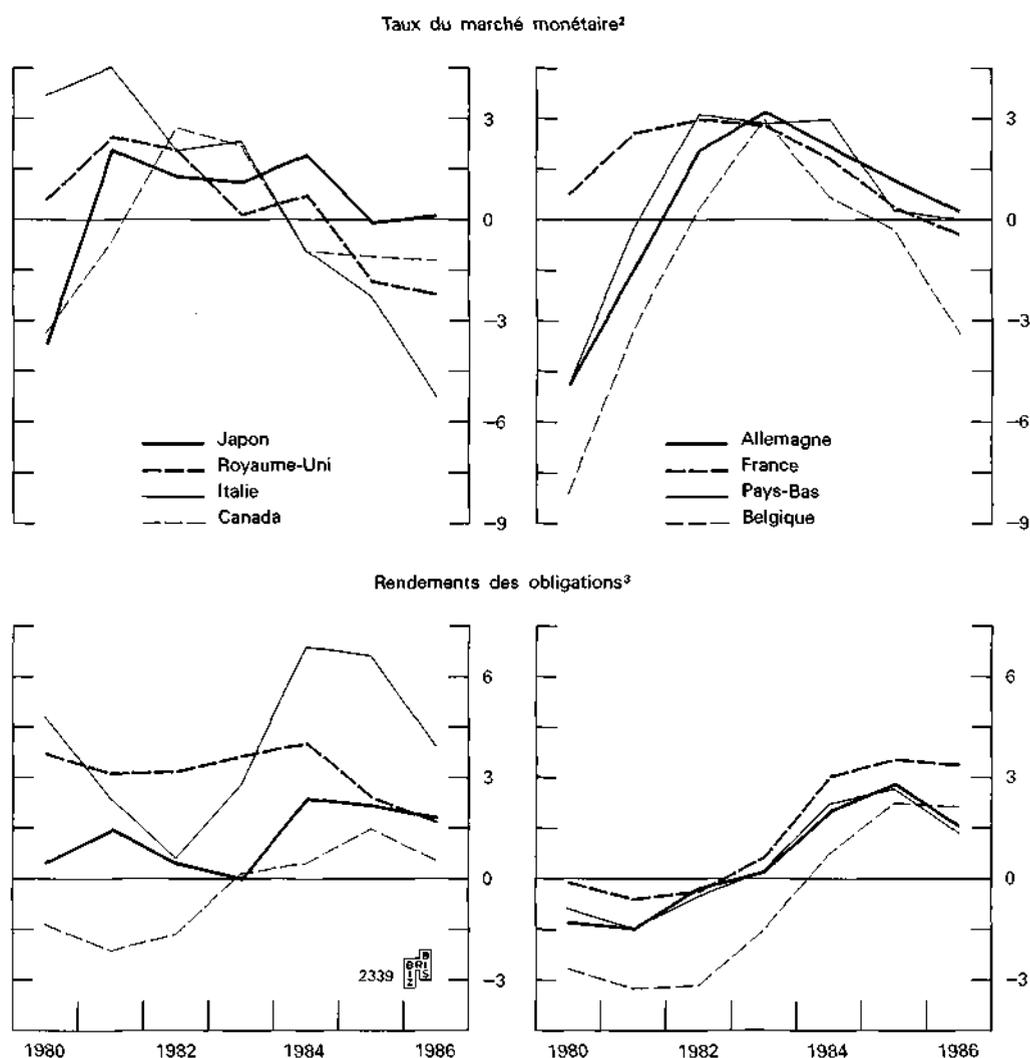
Comme la lutte contre l'inflation figurait au premier plan des priorités, les responsables de la politique économique hors des Etats-Unis se sont trouvés dans une situation inconfortable. Le fait de vouloir des taux d'intérêt bas afin de soutenir l'investissement risquait d'affaiblir davantage le taux de change et de s'avérer inflationniste. Tenter de s'opposer plus vigoureusement à la faiblesse du taux de change pouvait contraindre à relever les taux d'intérêt réels à des niveaux dommageables. En l'occurrence, c'est une voie généralement moyenne qui fut suivie, surtout en Europe. Les taux d'intérêt ont été probablement plus élevés qu'il n'aurait été souhaitable. En revanche, l'amélioration de la compétitivité vis-à-vis des Etats-Unis, parallèlement à la vive reprise de la demande

américaine, a contribué à stimuler les exportations des autres pays. Incidemment, ce facteur a aussi permis de poursuivre l'assainissement budgétaire sans affecter sérieusement la croissance à court terme.

En 1985, le déséquilibre budgétaire structurel effectif entre les trois principaux pays s'est encore amplifié. Or, après avoir atteint un sommet en février, le dollar n'a guère cessé de fléchir par la suite. Ainsi, on s'est rendu compte de plus en plus clairement que les autorités étaient de moins en moins satisfaites du

Ecart des taux d'intérêt réels à court et à long terme entre les Etats-Unis et certains pays, 1980-86¹

Moyennes annuelles, en points de pourcentage.



¹ Sur la base de données mensuelles (les chiffres de 1986 correspondent aux valeurs à fin mars). ² Différence entre les taux représentatifs et les variations (en %) sur douze mois des prix à la consommation. ³ Différence entre les taux représentatifs et les variations (en rythme annuel) des prix à la consommation sur les cinq années précédentes.

cours des événements (plus particulièrement de l'accumulation d'importants déséquilibres des paiements courants), bien qu'en apparence le dosage international des politiques n'ait pas semblé se modifier profondément.

L'une des premières manifestations de cette préoccupation des autorités fut la réaction de certaines d'entre elles à la forte poussée du dollar en début d'année. Elle prit la forme d'interventions coordonnées sur les marchés de change, sans indiquer nettement pour autant que le dosage des politiques allait être révisé de façon significative.

Le dollar commença néanmoins à baisser. Par la suite, comme la croissance de l'agrégat M_1 aux Etats-Unis dépassait fortement sa fourchette-objectif, et en l'absence de réaction significative de la part des autorités (voir Chapitre VI), il devint évident qu'un léger assouplissement de la politique monétaire américaine était en cours. Plus tard encore, en mars, le taux d'escompte était réduit. Plusieurs préoccupations étaient à l'origine de ce changement d'attitude. Tout d'abord, l'économie connaissait un ralentissement. En deuxième lieu, ce ralentissement s'expliquait en grande partie par le détournement de demande que représentait la détérioration des comptes extérieurs. Troisièmement, les secteurs soumis à la concurrence étrangère étant durement touchés par la hausse du dollar, une très forte vague de protectionnisme se développait dans le pays. En dépit de la persistance d'un vaste déficit budgétaire, les autorités américaines se voyaient ainsi obligées de mener une légère offensive, sur le front monétaire, contre le déséquilibre de leurs politiques. Il ne faudrait toutefois pas surestimer l'ampleur de cette action, dans la mesure où elle s'est accompagnée d'un relèvement du taux des fonds fédéraux à partir de juillet. L'objectif était à la fois de soutenir la demande et de contribuer de façon ordonnée à la baisse du dollar afin d'endiguer la montée du protectionnisme.

De toute évidence, il était peu probable que cette initiative serait en soi suffisante, d'où l'importante réunion des ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales des cinq principaux pays industrialisés qui eut lieu en septembre à New York. Cette réunion s'est révélée probablement déterminante en ce sens qu'elle a montré des changements d'attitude à l'égard du fonctionnement du système de taux de change flottants. En ce qui concerne le dosage des politiques budgétaires et monétaires, son résultat apparaît moins évident. Les Etats-Unis se sont clairement engagés à réduire notablement le déficit du budget fédéral, et les marchés des capitaux ont commencé à y croire davantage, surtout lorsque le Congrès a entrepris l'examen du plan Gramm-Rudman-Hollings sur le budget. Les Japonais, aussi, ont annoncé des efforts de stimulation de la demande interne par le biais de mesures visant à «élargir les marchés du crédit à la consommation et des prêts hypothécaires», mettant même en œuvre par la suite un assouplissement modéré et temporaire de leur politique budgétaire. Les pays européens représentés ont estimé que la meilleure voie pour eux consistait à accélérer la réduction des rigidités structurelles de leurs économies.

De prime abord, ce résultat de la réunion du Groupe des Cinq n'a pas paru aller très loin dans la correction du déséquilibre entre les politiques des

divers pays. Cependant, comme il a été suivi de nouvelles interventions sur les marchés de change et que la conviction s'est répandue que le problème budgétaire aux Etats-Unis allait enfin être abordé, le dollar a poursuivi sa baisse.

Après que le yen eut commencé par s'apprécier fortement, les autorités japonaises estimèrent nécessaire d'accroître sa hausse par une augmentation temporaire des taux d'intérêt à court terme vers la fin de l'année. Redoutant les menaces protectionnistes à l'étranger, mais craignant aussi d'assouplir trop longtemps leur politique budgétaire, elles n'avaient que ce moyen pour parvenir, comme elles le désiraient vivement, à relever la valeur du yen, du moins à court terme. Par chance, elles furent assez rapidement en mesure de faire baisser les taux d'intérêt, ce qui écartait le danger d'un effet déflationniste sur la demande interne.

De même, aux Etats-Unis, tout assouplissement marqué de la politique monétaire aurait pu ranimer les anticipations inflationnistes et déstabiliser les marchés de change. En fait, le dollar a continué de fléchir sans le soutien d'une modification notable de l'action des autorités. Fin février, on a même pu redouter une dépréciation excessive du dollar.

Dans le reste du monde industrialisé, la revalorisation des monnaies aura tendance avec le temps à réduire la demande par le biais d'une contraction des soldes extérieurs réels, bien que, parallèlement, les possibilités d'un abaissement des taux d'intérêt soient déjà plus grandes, comme l'attestent les réductions coordonnées des taux officiels au début de 1986.

Il semblerait toutefois souhaitable que ces évolutions soient maintenant confirmées et que les espoirs d'une solution au problème budgétaire américain soient transformés en actes concrets. Car, faute d'y parvenir, les résultats obtenus dans la correction du déséquilibre international actuel risquent de s'avérer insuffisants. En d'autres termes, si les efforts de réduction du déficit budgétaire américain échouent, le risque grandira de voir la situation se résoudre de façon désordonnée, voire déflationniste.

III. ÉCHANGES ET PAIEMENTS INTERNATIONAUX

Faits saillants

L'évolution des échanges et paiements internationaux a été moins favorable l'année dernière qu'en 1984. L'accroissement du commerce mondial s'est considérablement ralenti, les déséquilibres des paiements courants des pays développés ont continué de s'aggraver, tandis que la situation ne s'est plus améliorée dans les pays en développement.

Après s'être vivement redressée en 1984, la croissance en volume du commerce mondial est revenue à quelque 3% l'an passé. L'augmentation a été principalement le fait des pays développés, le volume du commerce des pays en développement ayant stagné. Cette évolution inégale et plutôt inhabituelle des échanges a été due essentiellement à l'apparition, sur les marchés du pétrole et des autres matières premières, de conditions d'offre et de demande qui se sont révélées défavorables pour les pays en développement. Ainsi, hormis les périodes de récession économique généralisée, la baisse des cours des matières premières non pétrolières n'a jamais revêtu une telle ampleur, de sorte que de nombreux pays en développement ont subi des pertes sensibles résultant de la dégradation des termes de l'échange.

Le processus d'ajustement des principaux déséquilibres des paiements ne s'est pas poursuivi en 1985. Parmi les pays développés, le Japon et l'Allemagne ont considérablement renforcé leurs excédents des paiements courants, alors que les Etats-Unis ont vu s'aggraver encore leur déficit en ce domaine.

Dans nombre de pays en développement, aucun nouveau progrès n'a été enregistré en matière d'ajustement extérieur, et le déficit des paiements courants de l'ensemble du groupe s'est légèrement creusé en 1985. Cette évolution doit, en outre, être mise en relation avec le nouveau durcissement des politiques de limitation des importations et le ralentissement concomitant de la croissance de la production intérieure dans de nombreux pays, qui ont certainement permis de contenir la détérioration de la balance globale des paiements courants. Cependant, grâce aux programmes de stabilisation interne, certains pays sont néanmoins parvenus à réduire les déséquilibres intérieurs et extérieurs, en dépit d'un environnement économique international généralement défavorable.

En 1985, les mouvements internationaux des capitaux ont été tributaires de deux faits marquants. Tout d'abord, les Etats-Unis ont continué à attirer, pour des montants énormes, des capitaux de non-résidents, dont une grande partie a été fournie, comme l'année précédente, par les investisseurs japonais. En second lieu, les transactions externes sur titres ont remplacé les prêts bancaires internationaux en tant que principal instrument d'apport de capitaux (voir Chapitre V).

Les besoins globaux de financement des pays en développement ont sensiblement régressé l'an passé, la légère augmentation du déficit des paiements

courants ayant été compensée, et au-delà, par une diminution des sorties de capitaux. Les nouveaux prêts des créanciers officiels se sont fortement réduits et, si les crédits bancaires ont enregistré une légère progression par rapport à l'année précédente, on n'a constaté aucun signe de reprise des prêts spontanés du secteur privé aux pays débiteurs en difficulté.

Les perspectives d'évolution des balances des paiements courants dans le monde sont affectées par deux développements majeurs depuis la fin de 1985. D'un côté, la dépréciation du dollar à l'égard des autres grandes monnaies devrait contribuer à réduire, le moment venu, les déséquilibres dans les pays développés. Cependant, cet affaiblissement du dollar, qui ne fera sentir ses effets qu'après un certain temps, devrait être renforcé par des mesures propres à assurer un meilleur équilibre entre l'épargne et l'investissement dans les principaux pays excédentaires aussi bien que déficitaires. De l'autre côté, la chute des prix pétroliers a commencé à aggraver les déséquilibres entre pays exportateurs et importateurs de pétrole et se traduira, à court terme, par une nouvelle et importante progression des excédents japonais et allemands. La baisse des prix pétroliers devrait, en revanche, faciliter le repli des taux d'intérêt et stimuler la demande dans les pays développés, exerçant à plus long terme un effet favorable sur la situation extérieure des pays en développement.

Commerce mondial

L'expansion du volume du commerce mondial a été limitée à 3% l'an dernier, alors qu'elle atteignait près de 9% en 1984. Par suite de la baisse marquée des cours des matières premières, les prix moyens en dollars des marchandises faisant l'objet d'échanges internationaux ont reculé de près de 2%, de sorte que la valeur en dollars courants du commerce mondial est demeurée proche de son niveau de 1984, c'est-à-dire juste au-dessous de \$2.000 milliards.

Si le ralentissement de la croissance des échanges commerciaux en 1985 constitue, dans une certaine mesure, une réaction normale à la contraction de l'activité économique dans le monde, ce phénomène revêt une ampleur exceptionnelle compte tenu de la décélération plutôt modeste de l'accroissement de la production dans le monde (4½% en 1984 et 3% l'année dernière). L'expansion du commerce des pays en développement s'est pratiquement interrompue en 1985, alors que les échanges entre les pays développés eux-mêmes ont continué de progresser, à un rythme plus lent, il est vrai, qu'au cours de l'année précédente.

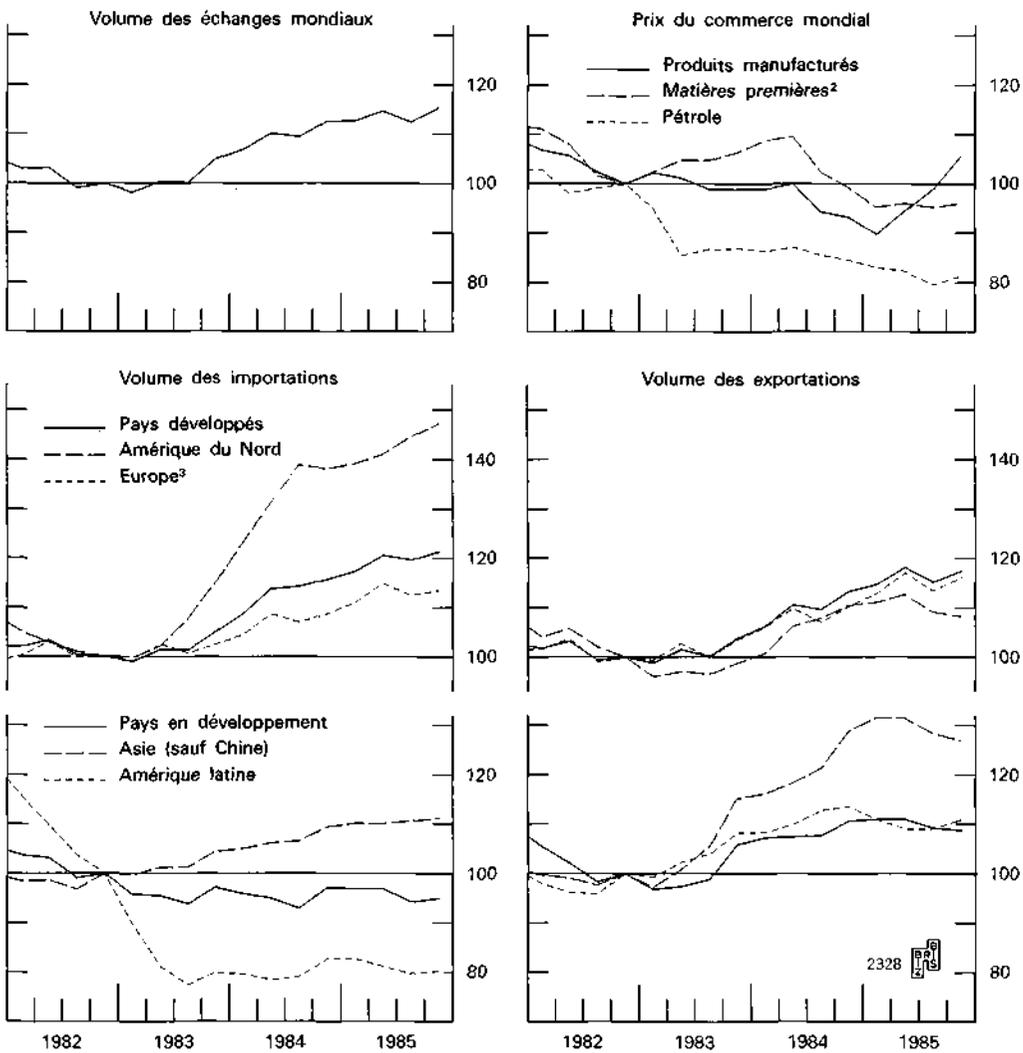
En fait, comme le montre le graphique de la page suivante, l'accroissement du commerce mondial en termes réels en 1985 peut être entièrement attribué à la croissance du volume des échanges dans les pays développés. Le volume global de leurs importations a augmenté de quelque 5% et, contrairement à 1984, le taux de progression des achats à l'étranger en Amérique du Nord et en Europe a été sensiblement le même. Le volume des importations du Japon, en revanche, en forte hausse en 1984, a marqué le pas en 1985. L'amélioration des exportations réelles des pays développés s'est également poursuivie l'an passé, au rythme d'environ 4% en moyenne, mais elle s'explique

principalement par l'augmentation de 5% des exportations de l'Europe et du Japon, alors qu'en Amérique du Nord le taux de croissance s'est ralenti, revenant de 12% en 1984 à 2½% approximativement en 1985.

Les échanges commerciaux des pays en développement se sont détériorés l'an dernier, à la fois en volume et plus encore en valeur, par suite de la faiblesse des cours des matières premières. Le total des exportations de ces pays a diminué de 1% en 1985, au regard d'une progression de 6,5% l'année précédente. Par suite de la faiblesse de la demande de pétrole, le recul du volume des exportations (-7½%) a été particulièrement prononcé dans les pays exportateurs

Commerce mondial, 1982-85¹

Quatrième trimestre 1982 = 100.



¹ Données en volume: moyennes mobiles non centrées sur trois trimestres. ² Hors pétrole. ³ Allemagne, Belgique, France, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède et Suisse.

de pétrole du Moyen-Orient. De plus, le volume des exportations de l'Amérique latine s'est contracté de 1% en 1985, alors qu'il avait progressé de 7½% l'année dernière. Le volume global des ventes à l'étranger des pays d'Asie a continué de se développer, mais à un rythme de 2,5% seulement, contre 14% en 1984.

Du côté des importations, la variation en volume a été sensiblement moins prononcée entre 1984 et 1985, un très léger accroissement ayant fait place à une diminution de 1%. Un certain nombre de pays en développement ont encore comprimé le volume de leurs importations en 1985. C'est ainsi que les pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient ont réduit leurs achats à l'étranger de 15,5% en volume. En Amérique latine, la contraction n'a été que de 1½%, alors que dans les pays en développement d'Asie les importations se sont gonflées de 6½% au total, soit sensiblement au même rythme qu'en 1984. La Chine a été principalement à l'origine de l'accroissement en volume des achats à l'étranger des pays d'Asie, alors que dans les autres pays on a constaté une nette décélération de la croissance des importations.

S'ajoutant à l'évolution défavorable en volume, le recul prononcé des prix moyens en dollars des matières premières contraste nettement avec l'augmentation de 1% des prix en dollars des biens manufacturés faisant l'objet d'échanges internationaux. Ce n'est que dans des situations de récession mondiale que l'on a enregistré une baisse des cours des matières premières non pétrolières de même ampleur que celle de l'année dernière (-12%). Le fléchissement du niveau moyen des prix pétroliers a été plus modéré (-4½%); mais, tout au long de l'année, le marché pétrolier international s'est trouvé en situation d'équilibre précaire. Par suite de la diminution de ½ mb/j de la consommation mondiale de pétrole, de la légère contraction des stocks et de l'accroissement de 1 mb/j de la production des pays producteurs non membres de l'OPEP, le maintien de la stabilité du marché pétrolier reposait entièrement sur les réductions de la production de l'Arabie Saoudite. Agissant en tant que pays régulateur au sein de l'OPEP, l'Arabie Saoudite avait abaissé sa production à moins de 2½ mb/j en août 1985, ce qui ne représentait qu'un quart de sa production annuelle moyenne de 1980-81. En septembre cependant, ce pays a abandonné ce rôle et a davantage adapté ses prix aux cours du marché, comme les autres pays producteurs. Au dernier trimestre de 1985, la production globale de l'OPEP s'est accrue de près de 3 mb/j et, alors que le renforcement saisonnier de la demande avait permis de soutenir les prix du pétrole jusqu'à la fin de l'année, l'excès d'offre et la lutte pour la conquête de parts du marché pétrolier ont conduit à un effondrement des prix en 1986.

L'évolution défavorable en volume et en valeur des exportations des pays en développement en 1985 peut être attribuée à trois facteurs principaux. En ce qui concerne l'évolution en volume, le premier facteur, et le plus important, est que les exportations desdits pays vers les grands pays développés, qui représentent les deux tiers de leurs exportations totales, sont très concentrées sur les Etats-Unis et le Japon. Cette situation s'est révélée particulièrement préjudiciable en 1985, puisque la croissance du volume des importations américaines s'est sensiblement contractée (de 25½% à 4%), alors que le Japon n'a enregistré aucune progression en termes réels de ses achats à l'étranger. Ce sont les pays en

développement d'Asie et d'Amérique latine, fortement tributaires des marchés américains et japonais, qui ont le plus pâti de cet état de choses. En deuxième lieu, les ventes des pays en développement aux pays développés ont été de plus en plus entravées par des barrières non tarifaires. Les études effectuées par l'OCDE et la Banque mondiale mettent en évidence une évolution alarmante à cet égard. La part des produits manufacturés soumise à des restrictions non tarifaires dans les pays industriels est passée, selon les estimations, de 20% en 1980 à 30% en 1983, et il ne fait guère de doute que cette tendance a continué ces dernières années. Comme la poussée protectionniste trouve principalement son origine dans les secteurs à assez forte intensité de main-d'œuvre, dans lesquels les pays en développement à bas salaires bénéficient d'un avantage comparatif, ces pays risquent d'être davantage affectés que les pays industriels. Les restrictions limitant les exportations de produits agricoles des pays en développement sont encore plus répandues; alors qu'un dixième environ des importations provenant du groupe des pays industriels est assujéti à des obstacles de caractère commercial, ce pourcentage peut être deux fois plus élevé dans le cas des achats des pays industriels aux pays en développement. S'il est pratiquement impossible d'évaluer quantitativement l'incidence du protectionnisme sur les échanges des pays en développement, on notera cependant que le ralentissement des exportations, l'an dernier, a été particulièrement prononcé dans les pays qui sont devenus récemment les principaux exportateurs de produits manufacturés.

Enfin, les effets négatifs sur les exportations en volume ont été renforcés par les facteurs qui ont pesé sur les cours des matières premières et, en particulier, les matières premières non pétrolières. Ces dernières années, la conjonction d'une croissance économique relativement lente et de transformations structurelles dans les pays développés — notamment les transferts d'activité de l'industrie lourde vers l'industrie légère et la réduction de la consommation de matières premières par unité produite — a concouru à affaiblir les cours des matières premières. De plus, les effets sur les prix de ces facteurs de la demande ont été amplifiés par un gonflement sans précédent de l'offre de matières premières non pétrolières (+7½%) en 1984-85. Ces influences ont tellement déprimé les cours des matières premières que l'incidence favorable sur les prix qui aurait normalement dû résulter de la dépréciation du dollar ne s'est pas manifestée en 1985.

Aggravation du déséquilibre extérieur des trois plus grands pays industrialisés

Le déséquilibre de la situation des paiements courants des Etats-Unis, du Japon et, dans une moindre mesure, de l'Allemagne s'est accentué en 1985. Si ces déséquilibres ne sont pas excessivement importants par rapport au PNB, ils sont néanmoins considérables en valeur absolue et constituent un élément d'instabilité pour l'économie mondiale, avec des conséquences potentiellement défavorables pour le commerce mondial, les taux de change et le niveau général de l'activité économique. Le tableau de la page 57 montre les soldes des paiements courants des divers pays et groupes de pays.

Aux *Etats-Unis*, le déficit de la balance des paiements courants s'est accru de \$10,3 milliards, pour s'élever à \$117,7 milliards. Si cette détérioration a été sensiblement moins marquée qu'en 1984, où le déficit avait plus que doublé, deux facteurs donnent à penser toutefois que l'aggravation réelle de la situation extérieure des *Etats-Unis* a été plus forte que ne l'indiquent les chiffres annuels enregistrés pour les opérations courantes. Tout d'abord, le déficit commercial trimestriel désaisonnalisé n'a cessé de s'aggraver tout au long de l'année, dépassant au dernier trimestre de plus de 50%, en dollars tant courants que constants, le résultat des trois premiers mois. Ensuite, l'excédent des transactions invisibles de 1985 (\$6,6 milliards) a été pratiquement le même qu'en 1984. Cependant, si l'on exclut les effets de valorisation dus à l'évolution du cours de change du dollar sur le volume des investissements directs américains à l'étranger – contrairement aux autres pays, la balance des paiements des *Etats-Unis* englobe ces effets dans les chiffres sur le revenu du capital et les investissements directs à l'étranger – l'excédent des transactions invisibles se trouve ramené de \$15 milliards en 1984 à \$1,2 milliard en 1985 en raison de l'augmentation des paiements nets au titre du tourisme et des transports, de la baisse des revenus nets du capital et de l'accroissement des paiements imputables aux transferts.

Etats-Unis: facteurs de variation de la balance commerciale (estimations)

Années	Variations de la balance commerciale	Facteurs de ces variations:					
		importations de pétrole	termes de l'échange (hors pétrole)	volume des exportations		volume des importations (hors pétrole)	
				total	résultant de la croissance des marchés d'exportation	total	résultant de la demande interne
en milliards de dollars EU							
1984	-47	- 2½	4½	16	16½	-65	-33
1985	-10	7	- ½	1	6½	-17½	-14

Remarque: un signe moins indique une baisse des exportations ou un accroissement des importations.

Le déficit s'est aggravé l'an passé, malgré la diminution de \$7 milliards des importations de pétrole. La contraction des règlements au titre du pétrole reflète un fléchissement de 5% de la valeur unitaire des importations et une compression de 7½% en volume, étant donné que les stocks pétroliers internes ont été réduits de 7% en raison de la stagnation de la consommation.

La balance commerciale non pétrolière s'est détériorée de \$17,3 milliards en 1985, soit sensiblement moins qu'en 1984 (\$44,4 milliards). Ce ralentissement a été dû principalement à l'atténuation des effets défavorables de la pression relative de la demande, très sensibles en 1984; une convergence est en effet apparue entre la croissance de la demande interne aux *Etats-Unis* et le rythme moyen d'expansion de la demande dans les autres pays industrialisés. En même temps, cependant, la position concurrentielle internationale des *Etats-Unis* est demeurée faible. Le taux de change effectif réel du dollar s'est valorisé, en moyenne annuelle, de 2% en 1985 par rapport à l'année précédente, même si le

recul du dollar par rapport au yen et aux grandes monnaies européennes, à partir de février, a concouru à renforcer de 14½% la compétitivité des produits américains entre le premier et le dernier trimestre de 1985. En outre, les volumes d'échanges ne réagissent généralement qu'avec un décalage de plusieurs mois aux modifications de la compétitivité, de sorte que l'incidence du recul du dollar ne devrait se faire sentir pleinement que dans le courant de 1986.

Le déficit commercial non pétrolier en 1985 est attribuable presque en totalité à des éléments de volume. Les variations des prix relatifs des échanges commerciaux – les indices de valeurs unitaires à l'exportation et à l'importation ont fléchi de 3% et 2½% respectivement – ont contribué à hauteur de \$0,5 milliard environ à l'accroissement du déficit. Les Etats-Unis exportent et importent un volume substantiel de produits agricoles et de matières premières et n'ont donc pas profité, comme la plupart des autres pays industrialisés, de la forte baisse des cours des produits de base non pétroliers en 1985.

Les exportations n'ont pratiquement pas progressé en volume sur l'ensemble de l'année, malgré un développement de 3% des marchés d'exportation américains. Elles se sont inscrites en baisse durant les trois premiers trimestres, pour se redresser légèrement (+2%) au cours des trois derniers mois de l'année. Cette évolution a été due en grande partie aux variations du volume des exportations agricoles. La vigueur du dollar et l'accroissement de l'offre mondiale ont suscité une vive concurrence de la part des autres exportateurs ainsi que des producteurs nationaux sur les marchés d'exportation traditionnels des Etats-Unis; c'est pourquoi, entre le dernier trimestre de 1984 et le troisième de 1985, les ventes de produits agricoles ont fléchi de 28% en volume, pour se redresser de 17% durant les trois derniers mois de l'année. Les exportations non agricoles se sont un peu mieux comportées, avec une croissance, à prix constants, d'environ 3½% en 1985 contre 10% l'année précédente. L'accroissement global tient cependant pour l'essentiel au développement des ventes d'avions et aux exportations, au sein de grands groupes, de pièces détachées de véhicules automobiles à destination des usines américaines implantées au Canada. Le volume des autres livraisons de biens d'équipement n'a pratiquement pas varié, tandis que les ventes de biens de consommation ont régressé de 6%.

Le volume des importations non pétrolières a augmenté de quelque 6½% en 1985, ou de \$17,5 milliards en termes de dollars. Ce ralentissement considérable par rapport à l'expansion de 30½% en 1984 s'explique principalement par la décélération de la croissance de la demande interne, revenue de 8½% en 1984 à 2½% en 1985. De plus, si le gonflement du volume des importations en 1984 pouvait être imputé pour moitié seulement à des facteurs tenant à la demande interne, en 1985 l'accroissement a été, sur l'ensemble de l'année, beaucoup plus conforme à l'expansion de la demande interne réelle, ce qui semblerait indiquer que la pénétration des importations s'est considérablement ralentie en 1985. Cependant, après une légère progression au premier semestre, le développement des volumes d'achats à l'étranger s'est sensiblement accéléré au second, malgré l'enchérissement des importations consécutif à la dépréciation du dollar. Cela

donne à penser que les importateurs américains ont anticipé des achats à l'étranger en prévision d'une nouvelle hausse des prix. La progression des importations non pétrolières, qui a concerné tous les principaux groupes de biens, à l'exception des matières premières et des fournitures industrielles, a été la plus prononcée pour les produits manufacturés dont les importations ont été particulièrement stimulées par la vigueur persistante de la demande de véhicules automobiles.

Etats-Unis: soldes commerciaux vis-à-vis des divers groupes de pays

Années	Solde commercial total	Pays industrialisés*	Europe occidentale	Japon	Canada	Pays en développement	Amérique latine	Asie
	en milliards de dollars EU							
1984	-114,1	- 63,6	- 15,2	- 37,0	- 16,1	- 50,5	- 18,6	- 25,4
1985	-124,3	- 78,7	- 21,2	- 43,4	- 17,1	- 45,6	- 15,6	- 25,7

* Y compris l'Europe de l'Est et les organisations internationales.

La diminution de \$5,9 milliards de la valeur des exportations américaines, qui a atteint \$214 milliards l'an passé, est principalement due au fléchissement des ventes à l'Europe occidentale, au Japon et aux pays en développement exportateurs de pétrole. Les ventes au Canada et à l'Amérique latine ont enregistré en revanche une légère progression, même si une part importante de cet accroissement s'explique probablement par l'augmentation des fournitures des sociétés américaines à leurs usines implantées dans ces régions. Ces exportations correspondent dans une certaine mesure à la livraison de produits semi-finis pour l'assemblage et la fabrication de biens destinés à la réexportation sur le marché des Etats-Unis. La valeur des importations américaines s'est accrue en 1985 de \$4,3 milliards, pour se chiffrer à \$338,3 milliards. Si les achats aux autres pays industriels ont progressé de \$12,4 milliards, les importations en provenance des pays en développement se sont contractées de \$7,8 milliards, du fait essentiellement de la réduction des achats de pétrole. Par suite de ces modifications structurelles des échanges, la contrepartie du déficit commercial américain s'est encore déplacée davantage vers les pays industrialisés en 1985. Alors qu'en 1983 plus de la moitié du déficit commercial américain avait été enregistrée vis-à-vis des pays en développement, cette proportion est tombée à un tiers environ en 1985.

L'accroissement du déficit de la balance des paiements courants n'a pas posé de problèmes de financement l'an passé. Malgré la très forte baisse du taux de change du dollar, le déficit a continué d'être entièrement financé par des entrées spontanées de capitaux privés. La structure de ces entrées a néanmoins subi quelques modifications importantes. Les achats nets de titres américains par les non-résidents se sont considérablement développés et ont représenté la moitié de l'ensemble des entrées nettes de capitaux; le solde des autres opérations en capital du secteur non bancaire, nettement positif en 1984, a fait apparaître, par contre, de légères sorties nettes. Parmi les autres mouvements de

Etats-Unis: résumé des opérations en capital¹

Postes	1984	1985				
		année	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en milliards de dollars EU						
Solde des mouvements de capitaux	107,6	123,6	35,1	20,1	26,9	41,5
Flux de capitaux identifiés	77,1	90,8	23,1	15,9	19,6	32,2
Opérations en capital du gouvernement américain ²	- 5,0	- 2,5	- 1,4	- 0,3	- 0,5	- 0,3
Opérations en capital du secteur privé	82,1	93,3	24,5	16,2	20,1	32,5
Opérations sur titres ³	33,5	61,0	9,9	9,2	16,2	25,8
<i>dont:</i>						
titres du Trésor des Etats-Unis	22,4	20,9	2,6	5,1	7,5	5,7
autres titres américains	13,0	50,7	9,5	7,1	11,7	22,4
Autres capitaux du secteur non bancaire ⁴	25,3	- 2,4	1,1	2,7	- 1,0	- 5,2
<i>dont:</i>						
investissements directs ^{3,4}	4,2	- 8,6	1,5	- 3,8	- 2,3	- 4,0
Flux bancaires (chiffres nets)	23,2	34,7	13,5	4,3	5,0	11,9
Erreurs et omissions	30,5	32,8	12,0	4,2	7,3	9,3
Variations de la position monétaire officielle nette (= amélioration)	- 0,2	- 5,9	- 10,9	7,5	2,4	- 4,9
<i>Pour mémoire:</i>						
Solde des paiements courants	-107,4	-117,7	- 24,2	- 27,6	- 29,3	- 36,6

Remarque: un signe moins indique une sortie de capitaux.

¹ Les chiffres des mouvements de capitaux ne sont pas désaisonnalisés. ² A l'exclusion des opérations sur titres du Trésor des Etats-Unis. ³ Les flux nets de capitaux entre les entreprises américaines et leurs sociétés financières affiliées aux Antilles néerlandaises sont compris dans le montant total des opérations sur titres et exclus des investissements directs. ⁴ Les flux inter-entreprises sont compris dans les autres capitaux du secteur non bancaire et exclus des investissements directs.

capitaux, les entrées bancaires nettes sont même plus importantes qu'en 1984. Les apports non identifiés de fonds, qui se reflètent dans l'écart statistique de la balance des paiements, se sont situés à un niveau élevé, comparable à celui de l'année précédente.

Les entrées nettes records au titre des investissements de portefeuille peuvent être entièrement attribuées au quasi-quadruplement, de \$13 milliards en 1984 à \$50,7 milliards en 1985, des cessions nettes de titres américains (autres que les titres du Trésor) à des non-résidents. Cet accroissement correspond pour plus de 70% à des ventes d'obligations nouvellement émises par des sociétés américaines, qui entrent ainsi pour près d'un tiers dans le montant total des émissions de sociétés américaines. Cette vague d'achats d'obligations américaines par des non-résidents a été principalement due à deux facteurs. Tout d'abord, les taux de rendement des obligations américaines ont été supérieurs à ceux des obligations libellées dans certaines autres grandes monnaies et, en particulier à partir de la mi-1985, le recul des taux d'intérêt a donné lieu à des anticipations de plus-values en capital. En second lieu, les sociétés américaines ont financé une partie importante de leurs besoins par des emprunts sur le marché euro-obligataire. Cette modification du comportement des emprunteurs a résulté de l'abolition, en juillet 1984, de la retenue à la source appliquée par les Etats-Unis sur les intérêts versés aux détenteurs non résidents de titres américains nouvellement émis à l'extérieur; elle s'explique également par l'innovation financière rapide, qui a offert des possibilités croissantes d'adaptation des

nouvelles émissions aux besoins de groupes particuliers d'investisseurs étrangers, permettant ainsi aux emprunteurs américains de collecter des fonds sur les marchés extérieurs à des conditions parfois plus intéressantes que sur les marchés nationaux. L'introduction, notamment, de nouveaux mécanismes de couverture, tels que les obligations à libération partielle et les bons de souscription à émission supplémentaire dans la même monnaie ou dans une monnaie différente, a fourni une protection contre l'instabilité des taux de change et, spécialement vers la fin de l'année, a permis aux investisseurs de bénéficier de la baisse des taux d'intérêt américains tout en limitant leur exposition au risque de change.

Les autres opérations sur titres se sont traduites par des entrées nettes de \$10,3 milliards, soit la moitié du montant enregistré en 1984. Ce fléchissement a été principalement dû au renversement de \$6 milliards des flux liés à des opérations sur titres, reflétant le solde des transactions entre les entreprises américaines et leurs sociétés financières affiliées aux Antilles néerlandaises. En effet, comme les avantages fiscaux que comportaient les emprunts effectués sur le marché euro-obligataire par le biais de ces filiales ont en fait disparu après l'abolition de la retenue à la source aux Etats-Unis, il n'y a pratiquement pas eu de nouvelles émissions d'obligations par le canal des Antilles néerlandaises, alors qu'elles s'élevaient encore à \$9,9 milliards en 1984. On a noté également une légère réduction (\$1,5 milliard) des nouvelles ventes nettes à l'étranger de titres du Trésor des Etats-Unis, même si, avec \$20,9 milliards, la demande de ces instruments est demeurée très vive.

Les entrées nettes de capitaux internationaux par l'intermédiaire du secteur bancaire américain se sont accrues de \$11,5 milliards en 1985, pour s'élever au total à \$34,7 milliards, chiffre record. Cette expansion est principalement attribuable à la reprise des emprunts nets en dollars des banques américaines auprès de leurs établissements à l'étranger et au revirement de leurs opérations en monnaies étrangères, des prêts nets de \$2,2 milliards en 1984 ayant fait place

Etats-Unis: flux bancaires

Postes	1984	1985				
		année	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
	en milliards de dollars EU					
Flux bancaires (chiffres nets)	23,2	34,7	13,5	4,3	5,0	11,9
Variations des créances	- 8,5	- 5,9	0,1	4,1	- 1,5	- 8,6
Variations des engagements	31,7	40,6	13,4	0,2	6,5	20,5
Opérations pour compte propre en dollars (chiffres nets) avec	20,6	27,5	13,6	- 0,1	7,3	6,7
leurs établissements à l'étranger	- 4,6	1,6	2,4	- 4,2	5,3	- 1,7
les autres banques	14,7	13,6	7,7	0,4	1,2	4,1
le secteur non bancaire	10,5	12,3	3,6	3,7	0,8	4,3
Autres opérations (chiffres nets)*	2,6	7,2	- 0,1	4,4	- 2,3	5,2

Remarque: un signe moins indique une sortie de capitaux.

* Comprennent les opérations en monnaies étrangères, les créances extérieures de la clientèle résidente des banques et les valeurs conservées en dépôt par les banques.

à des emprunts nets de \$2,8 milliards en 1985. Cependant, l'essentiel des entrées bancaires, l'an passé, a encore résulté de la diminution, de \$13,6 milliards et \$12,3 milliards respectivement, de la position créditrice extérieure nette des banques sises aux États-Unis vis-à-vis des banques étrangères non affiliées et du secteur non bancaire. La plupart de ces entrées ont été dues à une baisse des créances, sous l'effet de deux facteurs: d'abord, les banques ont continué de réduire leurs engagements sur certains pays en développement; ensuite, les emprunteurs des pays industriels ont de plus en plus recouru aux obligations internationales et euro-effets à court terme ainsi qu'à l'europapier commercial comme substituts du crédit bancaire.

Le retournement des flux non bancaires autres que les investissements de portefeuille (\$25,3 milliards d'entrées en 1984 et \$2,4 milliards de sorties en 1985) peut être attribué aux deux développements examinés précédemment. Tout d'abord, comme le secteur des entreprises américaines a déplacé ses activités de financement vers le marché euro-obligataire, les entrées nettes par l'intermédiaire des comptes inter-entreprises et des autres formes d'emprunts des sociétés américaines à l'étranger se sont contractées de \$15,1 milliards, pour ne plus s'établir qu'à \$6,2 milliards en 1985. En second lieu, les investissements directs nets se sont traduits par des sorties nettes de \$8,6 milliards, une part importante de l'accroissement de \$10,3 milliards des investissements directs à l'étranger représentant des effets de valorisation dus à la baisse du dollar.

En 1985, les entrées identifiées nettes en provenance d'Europe occidentale, du Japon et d'autres pays (pour la plupart en développement) ont contribué, dans des proportions à peu près égales, aux entrées nettes de \$93,3 milliards enregistrées aux États-Unis (voir tableau ci-dessous). Toutefois, comme ces données sont établies sur la base de la résidence et qu'un volume important des opérations a été acheminé par l'intermédiaire de centres financiers étrangers plutôt que nationaux, la répartition géographique de ces flux ne peut pas donner une idée précise de la nationalité des investisseurs et emprunteurs finals. Deux caractéristiques principales se dégagent cependant du tableau. Premièrement, les entrées nettes en provenance du Japon ont fait un bond à près de \$29 milliards en 1985, les créances des résidents japonais ayant plus que doublé

États-Unis: répartition géographique des flux de capitaux identifiés du secteur privé

Postes	Total		Europe occidentale		Japon ¹		Autres pays industriels ^{1,2}		Autres pays	
	1984	1985	1984	1985	1984	1985	1984	1985	1984	1985
	en milliards de dollars EU									
Avoirs du secteur privé américain . . .	-11,8	-31,7	-13,8	-35,0	0,7	- 6,3	- 1,3	2,1	2,6	7,5
Engagements du secteur privé américain	93,9	125,0	46,5	64,2	14,1	35,0	6,0	0,2	27,3	25,6
Position nette du secteur privé américain	82,1	93,3	32,7	29,2	14,8	28,7	4,7	2,3	29,9	33,1

Remarque: un signe moins indique une sortie de capitaux.

¹ Chiffres en partie estimés. ² Afrique du Sud, Australie, Canada et Nouvelle-Zélande.

puisque'elles ont atteint \$35 milliards. Cet accroissement est dû, pour l'essentiel, à des achats directs de titres du Trésor des Etats-Unis et à des dépôts bancaires dans ce pays, qui ont probablement augmenté au total de \$9 milliards en 1984 à plus de \$26 milliards en 1985. En outre, les autres titres américains vendus directement à des résidents japonais auraient progressé de \$1,3 milliard en 1984 à \$5,7 milliards en 1985, bien que les chiffres relatifs aux mouvements de capitaux du Japon donnent à penser que le montant total des placements en titres de sociétés américaines a été sensiblement plus élevé. En second lieu, les mouvements bruts de fonds entre résidents des Etats-Unis et résidents d'Europe occidentale se sont fortement développés l'an passé. Si le gonflement des sorties brutes des Etats-Unis en direction de cette zone est principalement attribuable aux effets de valorisation sur le volume élevé d'investissements américains directs en Europe occidentale, la progression des entrées brutes émanant de cette région s'explique entièrement par l'augmentation de \$33 milliards des ventes de titres américains autres que les valeurs du Trésor. Cette expansion considérable reflète, à n'en pas douter, le rôle de l'Europe occidentale comme principal centre d'émission d'obligations internationales; en effet, l'accroissement est dû, à concurrence de quelque 80%, c'est-à-dire de \$26 milliards, aux ventes nettes sur le marché londonien, bien qu'une part importante des achats provienne sans doute d'investisseurs ne résidant pas au Royaume-Uni.

Le déséquilibre extérieur persistant et croissant des Etats-Unis s'est reflété dans une certaine mesure dans la progression des excédents des paiements courants du Japon et de l'Allemagne.

Au Japon, la balance des paiements courants a continué de se renforcer en 1985, malgré le ralentissement notable de l'expansion des marchés d'exportation. L'excédent s'est accru de \$14,3 milliards, soit pratiquement du même montant qu'au cours de chacune des deux années précédentes, pour atteindre le niveau record de \$49,3 milliards. Cette progression est due essentiellement au renforcement de \$11,7 milliards de l'excédent commercial. En outre, le déficit traditionnel des opérations invisibles a fléchi de \$2,6 milliards, en raison principalement de l'augmentation des revenus nets du capital investi à l'étranger, en constante progression.

Japon: contribution des variations du volume des échanges et des termes de l'échange aux variations de la balance commerciale (estimations)¹

Postes	1984	1985 ²				
		année	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en milliards de dollars EU						
Variations de la balance commerciale	13,1	12,5	1,5	2,7	3,9	4,4
dues aux variations de volume	8,9	7,3	2,4	2,9	2,5	- 0,5
dont: exportations	23,0	6,2	3,0	2,4	0,9	- 0,1
dont: importations ³	-14,1	1,1	- 0,6	0,5	1,5	- 0,4
dues aux variations des termes de l'échange	4,2	5,2	- 0,9	- 0,3	1,4	5,0

¹ Sur la base des données douanières. ² Variations trimestrielles mesurées par rapport au trimestre correspondant de 1984. ³ Un signe moins indique une augmentation du volume des importations.

L'accroissement de l'excédent commercial en 1985 a été, comme l'année précédente, le résultat d'une évolution favorable à la fois du volume des échanges et des termes de l'échange. Cependant, si la modification du solde commercial réel a été sensiblement du même ordre de grandeur qu'en 1984, en revanche, les variations correspondantes en volume ont été sensiblement différentes. Les exportations, qui avaient fait en 1984 un bond de \$23 milliards en dollars constants, n'ont marqué l'an dernier qu'une progression relativement modeste de \$6,2 milliards. Compte tenu d'une compétitivité internationale pratiquement inchangée, la décélération de l'expansion en volume des exportations – de 13% en 1984 à 4% en 1985 – doit être imputée essentiellement au ralentissement de la croissance des marchés d'exportation japonais (+9% environ en 1984 et +3½% en 1985). La poursuite de l'amélioration sensible de la balance commerciale, malgré l'accroissement plus modéré du volume des exportations, a été due en grande partie à l'évolution, l'an passé, du volume des importations. Après avoir progressé de 11% en 1984 (soit de l'équivalent de \$14,1 milliards), le niveau des importations réelles n'a pratiquement pas varié l'an dernier. Si ce développement s'explique notamment par l'expansion plus faible de la demande intérieure réelle et de la production industrielle en 1984, deux autres facteurs ont été en outre à l'origine de la contraction des importations. Premièrement, les stocks de matières premières et de pétrole ont, semble-t-il, été allégés, en prévision peut-être de nouvelles baisses des cours des matières premières. En second lieu, la croissance plus lente du volume des produits manufacturés importés, qui, après s'être établie à plus de 20% en 1984, est revenue à tout juste 2% en 1985, peut, dans une certaine mesure, être liée à la moins bonne tenue des exportations, puisque les produits semi-finis utilisés dans la production de biens d'exportation sont achetés en grande partie sur des lieux de production situés à l'étranger.

L'évolution en volume de la balance commerciale a joué un rôle prédominant durant les trois premiers trimestres de 1985. Au cours du dernier trimestre, cependant, qui a vu le solde commercial réel cesser d'augmenter, une amélioration considérable des termes de l'échange a permis un renforcement de \$5 milliards de l'excédent. Ces progrès exceptionnels des termes de l'échange reflètent à la fois l'ajustement des prix en dollars à l'exportation, consécutif à l'appréciation du yen, et l'incidence favorable de la baisse des cours des matières premières sur les indices de valeurs unitaires à l'importation.

En termes nominaux, les exportations japonaises ont progressé de \$5,6 milliards, pour atteindre \$173,9 milliards en 1985. En fait, les ventes n'ont enregistré une progression substantielle que sur deux marchés: une augmentation de \$5,4 milliards des livraisons aux Etats-Unis et un accroissement d'un montant analogue des ventes à la Chine, où un programme économique ambitieux s'est traduit par un gonflement exceptionnel des importations. En revanche, les exportations vers les autres pays en développement, en particulier les pays exportateurs de pétrole, se sont généralement inscrites en baisse. La valeur des importations japonaises s'est réduite l'an passé de \$6,1 milliards, à \$117,9 milliards. Cette réduction a été largement répartie sur divers pays. Mis à part la contraction des importations de pétrole en provenance des pays du

Moyen-Orient, la diminution la plus importante concerne les achats auprès de pays du Sud-Est asiatique.

L'excédent de la balance des paiements courants a été compensé, et au-delà, par les sorties nettes de capitaux qui, compte tenu des erreurs et omissions, ont atteint le niveau record de \$50,7 milliards, et la position monétaire officielle nette s'est détériorée de \$1,4 milliard. Des considérations de taux d'intérêt et les ajustements de portefeuille induits par la libéralisation et la déréglementation des marchés des capitaux ont une fois de plus influencé le placement à l'étranger de l'excédent d'épargne de l'économie japonaise. L'écart des taux d'intérêt à long terme favorable aux actifs libellés en dollars est demeuré important en 1985, bien qu'il se soit contracté, revenant de plus de cinq points au début de l'année à un peu moins de quatre points à la fin de décembre. Les perspectives de plus-values en capital liées à la baisse attendue des taux d'intérêt ont pu constituer un stimulant supplémentaire aux sorties de capitaux pendant le second semestre de 1985.

Les sorties nettes massives de capitaux du Japon ont encore été dominées par les sorties de fonds à long terme des résidents, qui sont passées de \$56,8 milliards en 1984 à \$81,8 milliards en 1985 (voir tableau ci-dessous). Fait encore plus surprenant, les achats de titres étrangers ont doublé l'an passé, pour s'élever à \$59,8 milliards, soit à plus de 70% des sorties totales de capitaux à long terme des résidents. Cette évolution reflète dans une large mesure la poursuite de la diversification des portefeuilles de la part des investisseurs institutionnels. Ainsi, les chiffres de stocks tirés des bilans indiquent que les

Japon: mouvements de capitaux

Postes	1984	1985				
		année	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en milliards de dollars EU						
Solde des mouvements de capitaux	-36,4	-54,6	- 8,4	-14,1	-13,5	-18,6
Capitaux à long terme (chiffres nets)	-49,7	-64,8	-10,3	-17,2	-18,3	-19,0
Capitaux de résidents	-56,8	-81,8	-14,6	-19,6	-22,7	-24,9
<i>dont:</i>						
<i>investissements directs à l'étranger</i>	- 6,0	- 6,5	- 1,3	- 1,7	- 1,7	- 1,8
<i>crédits commerciaux</i>	- 4,9	- 3,0	- 1,5	- 0,4	- 0,4	- 0,7
<i>prêts</i>	-11,9	-10,4	- 3,3	- 1,0	- 2,6	- 3,5
<i>titres</i>	-30,8	-59,8	- 8,4	-15,9	-17,1	-18,4
Capitaux de non-résidents	7,1	17,3	4,2	2,5	4,4	6,2
<i>dont:</i>						
<i>obligations extérieures</i>	7,4	12,9	3,5	2,4	3,7	3,3
<i>autres titres</i>	- 0,2	3,9	0,7	- 0,1	0,7	2,6
Capitaux à court terme (chiffres nets)	13,3	10,2	1,9	3,1	4,8	0,4
<i>dont:</i>						
<i>flux bancaires</i>	17,6	10,8	2,5	3,0	3,8	1,5
Erreurs et omissions	3,7	3,9	1,7	1,8	- 0,4	0,8
Variations de la position monétaire officielle nette (= amélioration)	- 2,3	1,4	- 0,1	- 1,1	0,9	1,7

Remarque: un signe moins indique une sortie de capitaux.

portefeuilles de titres étrangers détenus par les compagnies d'assurances et les fonds de placement des banques se sont accrus de \$16,6 milliards en 1985, après avoir déjà progressé de \$10,2 milliards l'année précédente. En même temps, les banques et le secteur des entreprises ont, en 1985, doublé leurs portefeuilles de titres étrangers par rapport à l'année précédente. Comme en 1984, les titres nouvellement acquis ont consisté essentiellement en obligations libellées en monnaies étrangères, qui, avec \$53,5 milliards, ont représenté près de 90% des achats par les résidents de titres étrangers en 1985. Les autres sorties de capitaux à long terme émanant de résidents ont fléchi, en revanche, de \$4 milliards, pour se chiffrer à \$22 milliards, en raison principalement d'une légère contraction des nouveaux crédits commerciaux et des prêts en yens des banques japonaises par rapport à 1984.

Les placements au Japon de capitaux à long terme de non-résidents, qui revêtent généralement presque entièrement la forme d'investissements de portefeuille, ont également connu un essor considérable, de \$10,2 milliards, pour s'élever à \$17,3 milliards au total en 1985. Cette expansion a résulté pour l'essentiel de ventes, par des sociétés japonaises, d'obligations externes, qui se sont notablement développées à la suite de l'assouplissement, en avril 1984, du régime des émissions d'obligations libellées en monnaies étrangères et comportant des clauses de conversion en yens dans le cadre de swaps. En outre, la retenue à la source sur les revenus d'intérêts tirés des obligations en euro-yens détenues par des non-résidents a été abolie en avril 1985. Jusqu'à présent, cependant, les emprunteurs japonais ont estimé plus avantageux d'émettre des obligations en monnaies étrangères assorties de swaps. Les émissions en euro-yens n'ont représenté qu'une faible partie des ventes totales d'obligations externes en 1985.

Comme en 1984, les mouvements de capitaux à court terme ont compensé dans une certaine mesure les sorties nettes à long terme. Les entrées nettes à court terme via le système bancaire ont régressé de \$6,8 milliards; cependant, avec \$10,8 milliards, elles se sont maintenues à un niveau sensiblement plus élevé qu'avant l'abolition, en 1984, des restrictions appliquées aux conversions, par les banques, de monnaies étrangères en yens. Le ralentissement des entrées de fonds bancaires à court terme a peut-être sa cause dans les emprunts de dollars EU effectués par les banques en vue de financer des achats d'actifs à long terme libellés en dollars, y compris des notes à taux variable. Les sorties nettes au titre des autres opérations – comprenant les crédits commerciaux non bancaires à court terme et les opérations sur titres à court terme – ont pratiquement cessé l'an dernier.

L'excédent de la balance des paiements courants de l'Allemagne a doublé, pour s'établir à \$13,9 milliards, principalement par suite des bons résultats des échanges commerciaux. L'accroissement de \$6,9 milliards de l'excédent commercial, à \$28,1 milliards, constitue un record absolu en dollars courants; il peut être attribué à l'évolution favorable en volume ainsi qu'à une amélioration de 1½% des termes de l'échange. Toutefois, la contribution relative des facteurs de volume et de prix aux mouvements de la balance commerciale a considérablement varié au cours de l'année 1985. Durant le premier semestre, la vigueur

**Allemagne: contribution des variations du volume des échanges et des termes de l'échange
aux variations de la balance commerciale (estimations)¹**

Postes	1984	1985 ²				
		année	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en milliards de dollars EU						
Variations de la balance commerciale	2,2	6,7	- 0,1	2,8	2,0	2,0
dues aux variations de volume	7,4	3,9	1,3	3,2	0,4	- 1,0
dont: exportations	15,6	10,1	2,4	4,1	2,8	0,8
dont: importations ³	- 8,2	- 6,2	- 1,1	- 0,9	- 2,4	- 1,8
dues aux variations des termes de l'échange	- 5,2	2,9	- 1,4	- 0,3	1,6	3,0

¹ Sur la base des données douanières. ² Variations trimestrielles mesurées par rapport au trimestre correspondant de 1984. ³ Un signe moins indique une augmentation du volume des importations.

des marchés d'exportation, conjuguée à la position concurrentielle particulièrement forte de l'Allemagne, s'est traduite par une majoration marquée du volume des exportations, et l'excédent commercial s'est sensiblement renforcé en termes réels. Lorsque ces facteurs favorables se sont atténués à partir du milieu de l'année – la croissance du volume des exportations s'est sensiblement ralentie au second semestre de 1985 – la balance commerciale a commencé à bénéficier d'une vive amélioration des prix relatifs des échanges.

Sur l'ensemble de l'année, le volume des exportations s'est accru de 6%, soit sensiblement plus que la croissance de 4% des marchés d'exportation. Le gain corrélatif de parts de marchés doit être attribué principalement à la compétitivité internationale de l'Allemagne, qui, malgré l'appréciation du deutsche mark à partir de février, est demeurée en moyenne pratiquement inchangée en 1985. Le développement du volume des exportations de biens manufacturés, qui représentent 90% des exportations allemandes, a été particulièrement prononcé, les progrès les plus notables ayant été enregistrés à l'égard des Etats-Unis (16,1%), du Royaume-Uni (10,4%) et de l'Italie (7,6%). Les livraisons de l'Allemagne à son principal marché, la France, n'ont toutefois progressé que de 1,2%, ce dernier pays ayant poursuivi une politique de restriction de la demande jusqu'à la mi-1985. Le volume des importations allemandes s'est accru de plus de 4%, ce qui, compte tenu du développement plutôt modéré de la demande interne réelle, dénote la persistance d'une élasticité assez élevée de la demande d'importations par rapport au revenu. En fait, l'accroissement du volume d'importations, à l'exception des combustibles, a été assez également réparti entre les principaux groupes de matières premières. Les modifications de la répartition géographique des échanges commerciaux indiquent que les pays de la CEE ont été les principaux bénéficiaires du développement de la demande d'importations en Allemagne.

La progression de l'excédent des paiements courants a été grosso modo compensée par un accroissement correspondant des sorties nettes de capitaux d'Allemagne – la position monétaire officielle nette, à l'exclusion des effets de valorisation, ne s'étant que légèrement améliorée (+\$1,2 milliard). Comme le montre le tableau de la page suivante, la structure des mouvements de capitaux

Allemagne: mouvements de capitaux identifiés

Postes	1984	1985				
		année	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en milliards de dollars EU						
Total des capitaux identifiés (chiffres nets)	-10,7	-16,2	- 4,8	- 3,1	- 0,2	- 8,1
Capitaux à long terme (chiffres nets)	- 5,3	- 2,1	- 0,9	0,0	- 0,7	- 0,5
Opérations sur titres	0,6	3,7	0,9	1,3	0,9	0,6
Titres étrangers	- 5,4	-10,9	- 1,7	- 1,9	- 3,3	- 4,0
Titres intérieurs*	6,0	14,6	2,6	3,2	4,2	4,6
Autres capitaux à long terme (chiffres nets)	- 5,9	- 5,8	- 1,8	- 1,3	- 1,6	- 1,1
Investissements directs	- 2,1	- 2,8	- 0,3	- 0,4	- 0,7	- 1,4
Flux bancaires (chiffres nets)	- 1,8	- 0,6	- 1,1	0,3	0,0	0,2
Divers (chiffres nets)	- 2,0	- 2,4	- 0,4	- 1,2	- 0,9	0,1
Capitaux à court terme	- 5,4	-14,1	- 3,9	- 3,1	0,5	- 7,6
Flux bancaires (chiffres nets)	0,3	-10,0	- 2,0	- 1,4	0,2	- 6,8
Divers	- 5,7	- 4,1	- 1,9	- 1,7	0,3	- 0,8

Remarque: un signe moins indique une sortie de capitaux.

* Y compris les titres de dette à court terme des collectivités publiques nationales.

identifiés s'est sensiblement modifiée d'une année à l'autre. En 1984, le montant total des sorties nettes (\$10,7 milliards) s'était réparti de façon sensiblement égale entre les exportations de capitaux à court terme et les sorties à long terme. En 1985, en revanche, les sorties à court terme ont été prédominantes, tandis que le volume des exportations nettes de capitaux à long terme a fléchi de \$3,2 milliards, pour s'établir à \$2,1 milliards.

Il n'en demeure pas moins que l'évolution des mouvements de capitaux à long terme a été principalement marquée par le gonflement considérable des opérations sur titres dans les deux sens. Les résidents allemands ont doublé leurs achats de titres étrangers, pour les porter à \$10,9 milliards, dont près de deux tiers sous forme d'obligations libellées en monnaies étrangères. Les titres assortis d'un rendement relativement élevé ont continué d'attirer les investisseurs allemands, malgré la tendance manifeste à l'appréciation du deutsche mark. En même temps, l'anticipation d'une évolution favorable des cours du deutsche mark et les modifications d'ordre fiscal et réglementaire (notamment abolition de la taxe sur les arrérages de valeurs à revenu fixe à l'automne 1984 et autorisation d'émettre de nouveaux instruments financiers tels que les obligations à coupon zéro et les notes à taux variable) ont fortement stimulé la demande de titres allemands de la part des non-résidents, les achats étant passés de \$6 milliards en 1984 à un nouveau record de \$14,6 milliards en 1985. La vive expansion des sorties et des entrées liées aux opérations sur titres est allée de pair avec de profondes modifications de leur répartition géographique. La demande des résidents allemands s'est orientée à partir du printemps vers les placements libellés en monnaies autres que le dollar EU, et les investissements de portefeuille dans les pays d'Europe, tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de la CEE, se sont particulièrement intensifiés. La demande accrue de titres allemands a émané presque en totalité des pays européens.

En raison principalement des exportations de capitaux du secteur bancaire, les sorties nettes à court terme ont plus que doublé, pour s'élever à \$14,1 milliards en 1985. Alors que les engagements des banques vis-à-vis de l'étranger se sont renforcés de \$2,7 milliards, leurs créances extérieures ont progressé de \$12,7 milliards. Cet accroissement prononcé des actifs, dont la quasi-totalité a reflété le développement des créances interbancaires, peut être attribué dans une certaine mesure à des opérations d'arbitrage. L'acquisition d'actifs à long terme en deutsche marks par des non-résidents a été apparemment financée en partie par des retraits d'avoirs à court terme détenus auprès de banques étrangères; celles-ci ont reconstitué à leur tour leurs engagements au moyen d'emprunts compensatoires à court terme obtenus auprès du secteur bancaire allemand.

Evolution des balances des paiements dans les autres pays du Groupe des Dix

Dans les autres pays du Groupe des Dix, les balances des paiements courants ont subi, en 1985, des modifications nettement moins prononcées. En général, l'accroissement du volume des échanges s'est considérablement ralenti, et presque tous les pays ont bénéficié, à des degrés variables, d'évolutions favorables des termes de l'échange.

C'est le *Royaume-Uni* qui a enregistré l'amélioration la plus forte puisque le déficit commercial a été réduit de plus de moitié, à \$2,5 milliards, et que l'excédent des paiements courants a progressé de \$2,9 milliards, pour atteindre \$4,1 milliards en 1985. La réduction du déficit commercial résulte d'une augmentation de \$1,4 milliard de l'excédent des échanges pétroliers et d'un recul de \$1,8 milliard du déficit commercial non pétrolier. Ces deux développements ont été dus en grande partie à la fin de la grève des mineurs, qui s'était traduite en 1984 par une aggravation de \$2 milliards du résultat négatif des échanges commerciaux. De plus, certains indices donnent à penser que l'économie britannique a réagi aux effets différés de la baisse du taux de change effectif réel de la livre sterling en 1984. Le volume des exportations non pétrolières s'est accru de plus de 5% en 1985, soit sensiblement plus que l'expansion du marché d'exportation britannique, alors que la croissance en volume des importations non pétrolières a régressé de 10% en 1984 à 3½%, bien que la situation de la demande intérieure soit restée pratiquement inchangée durant ces deux années. L'excédent traditionnel des transactions invisibles a légèrement régressé en 1985, un progrès des recettes nettes au titre des services ayant été plus que compensé par une contraction des revenus nets du capital et par un accroissement des sorties liées aux transferts en faveur de la CEE.

En *France*, la balance des paiements courants s'est améliorée de \$1,5 milliard et a ainsi dégagé un excédent de \$0,6 milliard; cette amélioration a résulté, presque en totalité, de la progression des échanges invisibles due à l'accroissement des exportations nettes de services. Le déficit commercial a enregistré un très léger recul, à \$4,5 milliards, la détérioration du solde commercial réel ayant été compensée, et au-delà, par l'incidence de l'évolution favorable des termes de

Soldes des paiements courants dans le monde

Pays et zones	Solde de la balance commerciale (f.o.b.)			Solde des transactions invisibles			Solde des transactions courantes		
	1983	1984	1985	1983	1984	1985	1983	1984	1985
	en milliards de dollars EU								
Allemagne fédérale	20,7	21,2	28,1	-16,4	-14,5	-14,2	4,3	6,7	13,9
Canada	14,9	16,5	13,3	-13,5	-14,6	-15,2	1,4	1,9	- 1,9
Etats-Unis	-67,2	-114,1	-124,3	21,2	6,7	6,6	-46,0	-107,4	-117,7
France	- 8,7	- 4,7	- 4,5	3,5	3,8	5,1	- 5,2	- 0,9	0,6
Italie	- 3,2	- 6,1	- 7,0	3,8	3,2	2,8	0,6	- 2,9	- 4,2
Japon	31,5	44,3	56,0	-10,7	- 9,3	- 6,7	20,8	35,0	49,3
Pays-Bas	4,3	5,5	5,6	0,0	- 0,3	- 0,1	4,3	5,2	5,5
Royaume-Uni	- 1,3	- 5,7	- 2,5	6,1	6,9	6,6	4,8	1,2	4,1
Suède	2,0	3,5	2,5	- 3,0	- 3,1	- 3,5	- 1,0	0,4	- 1,0
Suisse	- 2,8	- 2,9	- 2,4	6,6	6,7	6,9	3,8	3,8	4,5
UEBL ¹	- 1,9	- 1,2	- 0,3	1,4	1,2	0,9	- 0,5	0,0	0,6
<i>Pays du Groupe des Dix</i>	-11,7	-43,7	-35,5	- 1,0	-13,3	-10,8	-12,7	-57,0	-46,3
Afrique du Sud	4,1	2,1	6,0	- 3,7	- 3,2	- 2,9	0,4	- 1,1	3,1
Australie	0,0	- 0,8	- 1,6	- 5,9	- 7,5	- 7,0	- 5,9	- 8,3	- 8,6
Autriche	- 3,4	- 3,5	- 3,1	3,6	2,9	3,0	0,2	- 0,6	- 0,1
Danemark	0,2	- 0,2	- 1,0	- 1,4	- 1,4	- 1,6	- 1,2	- 1,6	- 2,6
Espagne	- 7,4	- 4,1	- 3,9	4,9	6,4	6,9	- 2,5	2,3	3,0
Finlande	0,2	1,5	1,0	- 1,1	- 1,5	- 1,6	- 0,9	0,0	- 0,6
Grèce	- 4,3	- 4,2	- 5,0	2,4	2,1	1,7	- 1,9	- 2,1	- 3,3
Irlande	- 0,2	0,2	0,5	- 1,0	- 1,1	- 1,1	- 1,2	- 0,9	- 0,6
Islande	0,0	0,0	0,0	- 0,1	- 0,1	- 0,1	- 0,1	- 0,1	- 0,1
Norvège	4,2	5,1	4,5	- 2,2	- 1,9	- 1,5	2,0	3,2	3,0
Nouvelle-Zélande	0,2	- 0,1	0,1	- 1,3	- 1,3	- 1,3	- 1,1	- 1,4	- 1,2
Portugal	- 2,4	- 2,1	- 1,5	1,4	1,6	1,8	- 1,0	- 0,5	0,3
Turquie	- 3,0	- 2,9	- 2,7	1,1	1,5	1,9	- 1,9	- 1,4	- 0,8
Yougoslavie	- 1,2	- 1,7	- 1,6	1,5	2,2	2,4	0,3	0,5	0,8
<i>Autres pays développés</i>	-13,0	-10,7	- 8,3	- 1,8	- 1,3	0,6	-14,8	-12,0	- 7,7
<i>Ensemble des pays développés</i>	-25	-54	-44	- 3	-15	-10	-28	-69	-54
Pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient ²	33	34	33	-45	-47	-40	-12	-13	- 7
Autres pays en développement	-10	21	10	-33	-40	-38	-43	-19	-28
Amérique latine	29	37	34	-39	-40	-38	-10	- 3	- 4
Asie	-18	- 4	-14	4	- 1	- 1	-14	- 5	-15
Divers	-21	-12	-10	2	1	1	-19	-11	- 9
<i>Ensemble des pays en développement</i>	23	55	43	-78	-87	-78	-55	-32	-35
Pays d'Europe de l'Est ³	8	10	3	- 3	- 3	- 2	5	7	1
Total	6	11	2	-84	-105	-90	-78	-94	-88

¹ Union économique belgo-luxembourgeoise. ² Arabie Saoudite, Emirats Arabes Unis, Iran, Iraq, Koweït, Libye, Oman et Qatar. ³ Bulgarie, Hongrie, Pologne, République démocratique allemande, Roumanie, Tchécoslovaquie et URSS.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales et estimations propres.

l'échange. La divergence des effets de prix et de volume s'est particulièrement accentuée durant le second semestre, lorsqu'aux répercussions défavorables de la faiblesse de la position concurrentielle internationale s'est ajoutée la reprise de la demande intérieure; aussi le solde commercial à prix constants s'est-il aggravé de plus de \$3 milliards par rapport au semestre correspondant de 1984. Le volume des importations s'est accru de plus de 6% au second semestre, alors que les exportations réelles n'ont progressé que de 1%. En même temps, l'appréciation effective du franc français, parallèlement à la baisse des cours des matières premières, s'est traduite par une amélioration considérable des termes de l'échange au second semestre. En *Belgique*, comme en France, le renforcement du solde des transactions invisibles, joint à la progression des termes de l'échange, a fait passer la balance des paiements courants d'une situation d'équilibre à un excédent de \$0,6 milliard en 1985.

L'amélioration de la situation des paiements courants s'est également poursuivie dans les deux pays du Groupe des Dix qui enregistrent les excédents les plus élevés par rapport au PNB. En *Suisse*, le vif essor en volume des exportations (+8%) a été principalement à l'origine de la progression de \$0,7 milliard de l'excédent de la balance des paiements courants, qui, avec \$4,5 milliards, a représenté 4½% du PNB en 1985. Aux *Pays-Bas*, le solde positif des paiements courants s'est légèrement accru en 1985, à \$5,5 milliards, soit 4% du PNB, contre 2% en Allemagne et plus de 3½% au Japon.

Trois pays ont vu leur position extérieure s'affaiblir en 1985. La détérioration la plus sensible a été enregistrée par le *Canada* puisque sa balance des paiements courants s'est dégradée de \$3,8 milliards, pour se solder par un déficit de \$1,9 milliard en 1985. Ce mouvement reflète essentiellement un recul de \$3,2 milliards de l'excédent commercial, dont une part importante doit être attribuée à l'essor de la demande interne. Le volume des importations s'est accru de 8% alors que la croissance en volume des exportations, entravée par le ralentissement de l'activité économique aux Etats-Unis, ne s'est élevée qu'à 4%. On a constaté, en outre, un léger recul des termes de l'échange. Des facteurs analogues sont aussi à l'origine de la réapparition d'un déficit de \$1 milliard de la balance des paiements courants de la *Suède*. La pression de la demande interne, en particulier, a provoqué un gonflement de 9% des importations réelles, qui a plus que compensé l'incidence favorable de l'expansion de 3% du volume des exportations et la progression de 1% des termes de l'échange.

En *Italie*, le déficit de la balance des paiements courants s'est creusé de \$1,3 milliard en 1985, pour s'établir à \$4,2 milliards, en raison surtout de l'accroissement du déficit commercial. Ce dernier est toutefois intervenu, pour la plus grande part, au cours des six premiers mois. Durant le second semestre, la diminution de la demande interne, conjuguée au renversement des anticipations de change à la suite du réajustement de la parité de la lire au sein du SME en juillet, a entraîné un ralentissement de l'expansion du volume des importations et un vif développement du volume des exportations. En conséquence, le déficit de \$5,4 milliards des paiements courants au premier semestre de 1985 a fait place à un excédent de \$1,2 milliard au second.

Pays du Groupe des Dix: structure des mouvements de capitaux

Pays et postes	1984	1985
	en milliards de dollars EU	
Ensemble des capitaux (chiffres nets)	65,2	48,2
Etats-Unis ¹	107,6	123,6
Japon et Allemagne fédérale ¹	-40,3	-63,5
Autres pays du Groupe des Dix	- 2,1	-11,9
Capitaux à long terme (chiffres nets)	-28,6	-31,1
Pays excédentaires ²	-31,1	-35,6
Autres pays ³	2,5	4,5
Capitaux à court terme (chiffres nets) ⁴	26,5	19,2
Pays excédentaires ²	19,9	22,0
Autres pays ³	6,6	- 2,8

Remarque: un signe moins indique une sortie de capitaux.

¹ Ensemble des capitaux, y compris le poste «Erreurs et omissions». ² Pays-Bas, Royaume-Uni et Suisse. ³ Belgique, Canada, France, Italie et Suède. ⁴ Y compris le poste «Erreurs et omissions».

Les entrées nettes de capitaux dans les pays du Groupe des Dix ont fortement régressé, revenant de \$65,2 milliards en 1984 à \$48,2 milliards en 1985 (voir tableau ci-dessus). Ce résultat est toutefois principalement imputable à l'intensification des sorties nettes de capitaux du Japon et d'Allemagne, qui a plus que compensé l'augmentation des entrées nettes de capitaux aux Etats-Unis. Ces mouvements sont examinés en détail dans la section précédente.

Analysant succinctement la structure des mouvements de capitaux dans les autres pays du Groupe des Dix, le tableau établit une distinction entre deux groupes. Les «Pays excédentaires» comprennent les Pays-Bas, le Royaume-Uni et la Suisse, qui ont tous dégagé un solde positif des paiements courants au cours des deux dernières années. Dans les «Autres pays», c'est-à-dire en Belgique, au Canada, en France, en Italie et en Suède, la balance des paiements courants a été déficitaire ou en quasi-équilibre durant cette période.

En 1984 comme en 1985, les trois pays dont la balance des paiements courants s'est avérée relativement solide ont été d'importants exportateurs de capitaux à long terme. Au *Royaume-Uni*, les sorties nettes de capitaux à long terme ont légèrement progressé en 1985 (à raison de \$1,8 milliard), pour s'élever à \$17,9 milliards. Un recul de \$1,5 milliard des sorties nettes au titre des investissements directs a été plus que compensé par l'augmentation de \$4 milliards des exportations nettes sous forme d'investissements de portefeuille. Les non-résidents ont développé leurs achats de titres britanniques à hauteur de \$4 milliards, les portant ainsi à un total de \$5,5 milliards, mais, en même temps, les banques et les investisseurs institutionnels au Royaume-Uni ont considérablement intensifié leurs acquisitions de titres étrangers (+\$8 milliards), qui ont atteint un niveau record de \$19,8 milliards. En *Suisse*, les achats nets de titres étrangers, seule forme de mouvement de capitaux identifiés à long terme, enregistrent une avance de \$2 milliards et s'établissent à \$14 milliards. Aux *Pays-Bas*, en revanche, les flux nets liés aux opérations de portefeuille ont encore été négligeables et l'accroissement de \$0,7 milliard des sorties totales nettes de capitaux à long terme (\$3,7 milliards) en 1985 a trouvé sa source dans l'extension

des investissements directs nets à l'étranger. Dans les pays dont la situation des paiements courants a été moins solide durant les deux dernières années, la somme des soldes des mouvements de capitaux à long terme n'a guère varié entre 1984 et 1985.

L'afflux considérable de capitaux à court terme (y compris le poste «Erreurs et omissions») dans les «Autres pays du Groupe des Dix» en 1984 et 1985 reflète principalement la persistance d'entrées massives de capitaux non identifiés en Suisse ainsi que des importations de fonds par des banques et, en 1985, également par des entités non bancaires au Royaume-Uni. C'est pourtant l'Italie qui a enregistré en 1985 la modification la plus prononcée des mouvements de capitaux à court terme, \$5,6 milliards d'entrées nettes en 1984 ayant fait place, selon les estimations, à des sorties nettes de \$5,5 milliards. Ces sorties se sont essentiellement produites au second semestre, en partie parce que les banques ont réduit leurs exigibilités extérieures nettes conformément aux plafonds fixés un an plus tôt, et en partie du fait de pressions périodiques sur la lire. Pour faire face à ces pressions, les autorités sont intervenues massivement sur le marché des changes, ce qui s'est traduit par une détérioration de \$7,2 milliards de la position monétaire officielle nette de l'Italie — il s'est agi là de la seule détérioration importante enregistrée par un pays du Groupe des Dix en 1985.

Evolution des balances des paiements dans les autres groupes de pays

Dans les *pays développés extérieurs au Groupe des Dix*, le déficit global des paiements courants a été réduit de près de moitié en 1985, à \$7,7 milliards, son niveau le plus faible depuis le premier choc pétrolier. En général, les pays de ce groupe ont été en mesure de maintenir la croissance en volume de leurs exportations, qui, avec une progression moyenne de 5% environ, représentent près de deux fois le taux d'expansion du commerce mondial. Le volume des importations s'est en moyenne beaucoup moins accru, de 2½% tout au plus, mais ce phénomène a été dû en grande partie à la contraction brutale des importations en termes réels de l'Afrique du Sud, alors que dans la plupart des autres pays le volume des achats à l'étranger a augmenté sensiblement au même rythme que celui des exportations.

En fait, le renforcement de la situation globale des paiements courants de ces pays en 1985 reflète avant tout le revirement de tendance de \$4,2 milliards de la balance des paiements courants de l'Afrique du Sud, qui est devenue excédentaire à raison de \$3,1 milliards. Ce revirement a surtout été dû à l'amélioration de la balance commerciale, une réduction massive de \$4,3 milliards des importations ayant plus que compensé le recul de \$0,4 milliard des recettes d'exportations, dû essentiellement à la contraction du produit des ventes d'or. Cette évolution s'explique principalement par la mise en œuvre d'une politique rigoureuse d'action sur la demande intérieure et par la dépréciation de 50% du rand en présence de difficultés du service de la dette.

Au sein du groupe, la Grèce a enregistré la détérioration la plus marquée en 1985 en matière de paiements courants, son déficit s'étant élargi de \$1,2 milliard, pour passer à \$3,3 milliards, chiffre équivalant à 10% du PNB. Le

gonflement des importations, provoqué par l'expansion rapide des dépenses publiques, conjugué à l'amoindrissement des recettes d'exportations, est à l'origine de l'accroissement de \$0,8 milliard du déficit commercial; en outre, les recettes nettes au titre des opérations invisibles se sont réduites de \$0,4 milliard. Aux prises avec une situation extérieure insoutenable, les autorités grecques ont adopté, en octobre 1985, un plan de stabilisation qui a comporté notamment diverses mesures de restriction de la demande et une dévaluation de 15% de la drachme.

Dans les autres pays du groupe, les modifications des positions des paiements courants en 1985 ont été relativement modestes et n'ont pas affecté de façon significative la structure globale des excédents et des déficits. L'Espagne et la Norvège ont recommencé à enregistrer un important excédent des opérations courantes, de \$3 milliards dans chaque cas, et le déficit de l'Australie (\$8,6 milliards) a représenté plus de 5% du PNB.

L'amélioration de la situation globale des paiements courants des «Autres pays développés» s'est accompagnée d'une diminution du total des entrées nettes de capitaux (\$19 milliards environ en 1984, contre \$14 milliards en 1985). Cette contraction semble avoir été entièrement le fait des entrées de capitaux non bancaires. Les emprunts auprès des banques de la zone déclarante de la BRI, déduction faite des variations des dépôts, se sont développés l'an passé de \$2,8 milliards. En 1984, en revanche, ces pays avaient réduit de \$4,9 milliards leur endettement net, ajusté en fonction de l'incidence des variations de change, à l'égard des banques déclarantes de la BRI. Les réserves officielles (à l'exclusion de l'or), évaluées aux cours de change de fin d'année, ont progressé de \$7 milliards en 1985, soit pratiquement du même montant qu'une année auparavant.

En *Europe de l'Est*, l'excédent global de la balance des paiements courants est revenu, selon les estimations, de \$7 milliards en 1984 à moins de \$1 milliard. Ce mouvement a entièrement sa source dans la balance commerciale et s'explique principalement par la forte baisse des exportations vers les pays développés occidentaux, qui sont tombées de \$42 milliards en 1984 à \$34 milliards en 1985, alors que les importations ont relativement peu fléchi (-\$1 milliard), pour s'établir à \$33 milliards. L'URSS a enregistré le recul le plus marqué, puisque le solde des paiements courants est devenu déficitaire à hauteur de quelque \$1,5 milliard, sa balance commerciale s'étant détériorée à l'égard des pays tant de l'Est que de l'Ouest sous l'effet d'une baisse des recettes au titre des exportations de produits énergétiques. Après deux années de réduction de l'endettement net de l'Europe de l'Est vis-à-vis des banques déclarantes de la BRI, la modification de la situation des paiements courants de ce groupe en 1985 s'est accompagnée d'une reprise des emprunts extérieurs. Les créances nettes des banques déclarantes de la BRI sur l'Europe de l'Est se sont accrues de \$2,7 milliards l'an passé, après élimination des effets de valorisation. Les nouveaux prêts des banques ont représenté \$5,4 milliards, dont \$3,7 milliards ont correspondu à de nouvelles créances sur l'URSS. En même temps, ce pays et les autres pays d'Europe de l'Est ont continué à renforcer leurs dépôts en 1985 à hauteur de \$0,9 milliard et \$1,7 milliard respectivement.

Evolution des balances des paiements dans les pays en développement

Après deux années d'amélioration sensible, la position extérieure des *pays en développement* s'est de nouveau affaiblie l'an passé. L'accroissement de \$3 milliards du déficit global des paiements courants, qui s'est ainsi chiffré à \$35 milliards au total, est fort modeste mais s'explique principalement par la décélération de la croissance du revenu. La détérioration est principalement attribuable à la situation moins favorable des marchés d'exportation, qui a été à l'origine du recul de \$12 milliards de l'excédent commercial global, ramené à \$43 milliards. Le volume des exportations, en hausse de 6½% en 1984, a régressé de 1% et, par suite de la forte baisse des cours des matières premières, les termes de l'échange se sont dégradés de 2%. L'incidence de la compression substantielle des recettes d'exportations sur la balance des opérations courantes a été atténuée par la réduction de 1% du volume des importations de marchandises – qui a pratiquement compensé l'augmentation en volume de l'année précédente – ainsi que par la diminution de \$9 milliards du déficit du poste des services et transferts. La contraction du déficit des opérations invisibles reflète dans une faible mesure l'effet du fléchissement des taux d'intérêt sur les paiements au titre de la dette et, pour l'essentiel, la baisse des règlements afférents aux services et la majoration des recettes nettes au titre des transferts.

Comme dans les années passées, la composition des exportations, le fait que l'activité soit axée sur les marchés étrangers et surtout le degré variable des contraintes de financement extérieur ont encore engendré des résultats sensiblement différents pour les balances des paiements courants des divers pays du groupe. Ces divergences d'évolution ressortent en partie du tableau ci-après, qui présente une ventilation en trois catégories des modifications ayant affecté en 1984 et 1985 les balances des paiements courants des différents groupes de pays en développement: effets des variations du pouvoir d'achat des exportations (c'est-à-dire, valeur des exportations corrigée des indices de valeurs

Pays en développement: facteurs de variation de la balance des paiements courants
(estimations)¹

Zones	Variation des balances des paiements courants		Contribution des variations du					
	1984	1985	pouvoir d'achat des exportations ²		volume des importations		solde des services et transferts nets	
			1984	1985	1984	1985	1984	1985
en milliards de dollars EU								
Ensemble des pays en développement	23	- 3	38	-16	- 6½	4	- 8½	9
Pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient	- ½	5½	- 6	-15	8	14	- 2½	6½
Amérique latine	6½	- 1	11	- 5	- 2½	1	- 2	3
Asie	9½	-10	27	3	-13½	-12½	- 4	- ½
Autres pays en développement	7½	3	6	1	1½	1½	0	½

¹ Données établies à partir d'informations contenues dans «Perspectives économiques mondiales» du FMI, avril 1986.
² La valeur des exportations est corrigée des indices de valeurs unitaires à l'importation.

unitaires à l'importation, ce qui mesure ainsi l'incidence globale de l'évolution en volume des exportations et des termes de l'échange); effets des variations en volume des importations; effets des variations des soldes des services et des transferts. Les pays sont groupés par région géographique, à l'exception des pays non pétroliers du Moyen-Orient qui, au même titre que les pays d'Afrique, sont compris dans les «Autres pays en développement». Si cette classification ne peut, à l'évidence, rendre pleinement compte de la disparité des diverses économies, elle reflète toutefois dans une certaine mesure un certain nombre de caractéristiques économiques structurelles précises qui sont communes à la majorité des pays des différentes zones.

Les *pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient* constituent le seul groupe de pays en développement ayant connu une amélioration considérable de la situation de ses paiements courants en 1985. Devant la perte sensible de pouvoir d'achat de leurs exportations pour la deuxième année de suite, ces pays ont encore durci leur politique de restriction des importations et sont parvenus à réduire de \$5,5 milliards le déficit combiné de leurs paiements courants en 1985, ramené ainsi à \$7,5 milliards. La perte de pouvoir d'achat des exportations, représentant \$6 milliards en 1984 et \$15 milliards en 1985, a été principalement attribuable à la contraction de la demande de pétrole, aggravée par une nouvelle réduction des parts de marché. Le volume des exportations a reculé de 4½% et 7½% pendant ces deux années et, en outre, les termes de l'échange se sont détériorés de 4½% en 1985. De ce fait, le volume des importations a été considérablement comprimé, de 9% en 1984 et de 15½% en 1985, de sorte que la balance commerciale s'est améliorée d'environ \$8 milliards et \$14 milliards respectivement. Les compressions opérées l'an passé ont également porté sur les services et les transferts de fonds des travailleurs étrangers, ce qui a contribué à améliorer de \$6,5 milliards la balance des opérations invisibles. L'évolution globale de ce groupe a toutefois été dominée par l'Arabie Saoudite, qui a supporté l'essentiel des baisses de la production de pétrole et a enregistré des déficits des paiements courants estimés à \$24 milliards en 1984 et \$20 milliards en 1985. Le Koweït, en revanche, semble avoir maintenu un excédent confortable de ses paiements courants, de quelque \$5 milliards, pour chacune des deux dernières années.

En dépit de quelques différences importantes dans la structure de leurs exportations, les pays d'*Amérique latine*, y compris la zone des Caraïbes, présentent trois caractéristiques communes. Premièrement, la majorité de ces pays s'appuient largement sur les exportations de produits de base non pétroliers, même si le Mexique et le Venezuela sont également d'importants exportateurs de pétrole. En deuxième lieu, le commerce des pays d'Amérique latine est nettement tourné vers le marché nord-américain et, troisièmement, beaucoup de pays de cette zone ont eu des difficultés pour assurer le service de leur dette et se sont trouvés aux prises avec des problèmes de financement. En conséquence, le groupe des pays d'Amérique latine est particulièrement vulnérable aux fluctuations des cours des produits de base et aux variations du niveau de l'activité économique aux Etats-Unis; de surcroît, il n'a généralement que des possibilités très limitées de financer une baisse de ses recettes d'exportations. Ces

contraintes se sont de nouveau manifestées l'an passé, lorsque la situation des paiements courants s'est détériorée de \$1 milliard, alors qu'elle s'était améliorée de \$6,5 milliards l'année précédente. En 1984, l'évolution favorable des cours des matières premières avait permis d'obtenir un gain de 4% des termes de l'échange, tandis que l'essor de la demande d'importations aux Etats-Unis avait déterminé une augmentation de 7% du volume des exportations. Le pouvoir d'achat des exportations s'était donc accru de près de 12%, soit de \$11 milliards, ce qui avait non seulement entraîné un renforcement de \$6,5 milliards de la balance des paiements courants, mais avait aussi autorisé un allègement prudent des politiques de restriction des importations équivalant à \$2,5 milliards. En 1985, la situation s'est renversée. Le ralentissement de l'activité économique aux Etats-Unis s'est traduit par une contraction de 1% du volume des exportations de l'Amérique latine et, du fait principalement de la faiblesse des cours des produits de base, les termes de l'échange se sont détériorés de 3%. Par suite de la réduction du pouvoir d'achat de près de 5% (soit de \$5 milliards) qui en est résultée, les pays de cette zone n'ont eu dans l'ensemble d'autres possibilités, une fois encore, que de durcir leurs politiques de régulation de la demande et de comprimer le volume de leurs importations (de 1½%). Des divergences notables sont néanmoins apparues par rapport au résultat moyen du groupe. Le Brésil a connu en 1985 un développement d'activité induit par la consommation, la croissance du PIB ayant atteint 8% environ en termes réels. La situation des paiements courants ne s'est néanmoins que faiblement détériorée à cause, d'une part, de l'étroitesse relative du secteur des biens faisant l'objet d'échanges internationaux au Brésil et, de l'autre, du maintien des limitations des importations. Au Mexique, les achats à l'étranger ont progressé rapidement, à savoir de 19%; comme les recettes d'exportations ont fléchi de 10%, la détérioration correspondante de la balance commerciale a fait disparaître l'excédent antérieur de \$4 milliards de la balance des paiements courants. En revanche, l'adoption de politiques de stabilisation en Argentine a contribué à réduire de quelque \$0,5 milliard le déficit des paiements courants, ramené ainsi à \$2 milliards.

Les principales caractéristiques communes de la plupart des pays d'Asie sont leur forte orientation vers l'exportation, surtout de produits manufacturés, et le fait qu'ils soient parvenus à éviter des difficultés de service de la dette, ce qui a laissé leur capacité d'emprunt largement intacte. Aussi les pays de cette zone bénéficient-ils, tout au moins à court terme, d'une certaine marge de manœuvre et sont moins tenus de régler étroitement leur politique en fonction de la contrainte extérieure. Cela est apparu très clairement au cours des deux dernières années, puisqu'à un redressement de \$9,5 milliards des paiements courants en 1984 a succédé en 1985 une détérioration de même ampleur. En 1984, la progression de 14% du volume des exportations et la légère amélioration des termes de l'échange s'étaient traduites par un gonflement de 15% (soit de \$27 milliards) du pouvoir d'achat des exportations et avaient permis un développement de 7% (ou \$13,5 milliards) des importations en termes réels, ainsi qu'un accroissement sensible des importations de services. En 1985, les résultats à l'exportation se sont détériorés parallèlement à la dégradation du marché des ventes à l'étranger. En dépit de la modestie du gain de pouvoir d'achat des

exportations (\$3 milliards), reflétant une hausse de 2½% en volume et une détérioration de 1% des termes de l'échange, la croissance en volume des importations s'est maintenue à 6½%. Cependant, comme indiqué précédemment, les résultats extérieurs de l'ensemble des pays du groupe se sont fortement ressentis l'an passé de la situation de la Chine. Non seulement l'essor exceptionnel (+60%) des importations de la Chine est responsable de la majeure partie de l'augmentation du volume global des importations de ce groupe, mais le revirement de tendance de la balance des paiements courants de la Chine (déficit de plus de \$10 milliards contre excédent de \$2,5 milliards précédemment) explique aussi, et au-delà, l'aggravation, observée l'an passé, de la situation globale des paiements courants des pays d'Asie.

Dans les *autres pays en développement* – pays non pétroliers du Moyen-Orient et pays africains – l'évolution en 1984 a été dominée par le Nigeria, dont la balance des paiements courants s'est améliorée de \$4,5 milliards, pour dégager un léger excédent, un accroissement des ventes de pétrole s'étant conjugué à l'effet des politiques de limitation des importations. En 1985, le renforcement de \$3 milliards de la balance des paiements courants s'est concentré principalement sur les pays non pétroliers du Moyen-Orient et, en Afrique, sur les pays situés en dehors de la zone subsaharienne.

Comme indiqué dans le tableau ci-dessous, parallèlement à l'aggravation du déficit des paiements courants des pays en développement (à l'exclusion des pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient), on note un recul encore plus prononcé des sorties de capitaux. L'augmentation moins rapide des avoirs extérieurs (y compris les sorties de capitaux non identifiés) est attribuable au ralentissement très marqué de l'accroissement des réserves officielles et à la diminution des autres sorties de capitaux, ce qui tendrait à indiquer que les mesures destinées à endiguer ces dernières ont été assez efficaces l'an passé. De ce fait, le

Pays en développement: financement du déficit des paiements courants (estimations)¹

Postes	1983	1984	1985
	en milliards de dollars EU		
Déficit des paiements courants	43	19	28
Accroissement des avoirs extérieurs	29	35	8
dont: réserves de change	9	18	2
divers ²	20	17	6
Besoin de financement	72	54	36
Investissements directs (chiffres nets)	9	9	9
Accroissement des autres engagements extérieurs	63	45	27
dont à l'égard de:			
créanciers officiels (long terme)	33	27	18
FMI	10	5	1
banques ³	14	8	10
divers	6	5	- 2
dont par échéance:			
long terme	87	44	39
court terme	-24	1	-12

¹ Non compris les pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient. ² Inclut le poste «Erreurs et omissions» de la balance des paiements. ³ Banques déclarantes de la BRI, à l'exclusion des positions à l'égard des centres offshore.

besoin total de financement extérieur a continué de se contracter, revenant de \$54 milliards en 1984 à \$36 milliards, soit la moitié seulement du niveau de 1983.

La structure du financement a continué de refléter les répercussions de la crise de l'endettement. Par catégorie de créanciers, les nouveaux prêts des créanciers officiels, bien qu'inférieurs d'un tiers environ à ceux de 1984, sont demeurés la plus importante source individuelle de financement, avec \$18 milliards, soit les deux tiers du total des nouveaux prêts. On notera que, pour la deuxième année de suite, près de 40% des crédits fournis par les créanciers officiels ont été consentis aux pays d'Asie, qui, tout en bénéficiant encore d'un accès aux marchés privés, semblent accorder de plus en plus la préférence à ces sources de financement moins coûteuses et peut-être moins instables. Le dernier tiers des nouveaux prêts provient principalement des banques déclarantes de la BRI, qui ont augmenté de \$2 milliards, par rapport à 1984, leurs créances sur les pays en développement, les portant ainsi à \$10 milliards. La moitié de ce total est toutefois allée à la Chine, tandis que les nouveaux prêts bancaires au reste des pays en développement ont continué de baisser en 1985. L'encours de dettes à l'égard des autres créanciers privés s'est réduit de \$2 milliards, selon les estimations, ce recul reflétant en majeure partie, semble-t-il, des remboursements de crédits-fournisseurs. La ventilation des nouveaux prêts par échéance montre qu'une part importante des nouveaux crédits à long terme a été consacrée au remboursement de dettes à court terme et que le processus d'allongement de l'échéance moyenne au travers d'accords de restructuration de la dette, qui avait été interrompu en 1984, a repris l'an passé.

En ce qui concerne le financement du déficit global des paiements courants des pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient, une modification dans la structure du financement est intervenue l'an dernier. En 1984, un tiers environ du déficit de \$12,5 milliards de la balance des opérations courantes avait été couvert par la réduction des réserves officielles de change, le reste ayant essentiellement reflété la mobilisation des autres avoirs extérieurs. En 1985, en revanche, les réserves officielles se sont renforcées de \$4,5 milliards, malgré le déficit des paiements courants de \$7,5 milliards et la réduction de \$2,5 milliards des emprunts bruts auprès des banques déclarantes de la BRI. Le financement a donc été obtenu par cession d'autres avoirs extérieurs, parmi lesquels une part importante d'actifs détenus aux Etats-Unis.

La dette extérieure des pays en développement (à l'exclusion des pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient) s'est accrue, selon les estimations, pour se chiffrer en 1985 à quelque \$780 milliards en dollars courants, soit une progression de \$41 milliards, légèrement supérieure à celle de l'année précédente (+\$38 milliards). Cependant, une part importante de cette modification reflète les effets de valorisation dus à l'évolution du taux de change du dollar; en dollars constants, l'expansion de la dette s'est ralentie, revenant de \$45 milliards environ en 1984 à quelque \$27 milliards l'année dernière. Malgré un recul considérable des taux d'intérêt du marché – à titre d'exemple, la moyenne annuelle du LIBOR sur les dépôts en dollars à six mois est tombée de 11,3% en 1984 à 8,6% en 1985 – les paiements notifiés d'intérêts n'ont que faiblement

fléchi, de \$63 milliards en 1984 à \$62,5 milliards en 1985. Les raisons de cette diminution étonnamment modeste – étant donné que la moitié environ de la dette totale est assortie de taux d'intérêt variables, l'incidence de la baisse du loyer de l'argent aurait dû être de l'ordre de \$7 milliards – ne sont pas tout à fait claires. Cette situation peut s'expliquer en partie par le fait que le recensement des paiements d'intérêts revêt un caractère de plus en plus exhaustif, car les pays débiteurs, en liaison notamment avec les accords de rééchelonnement pluriannuels, améliorent la collecte de statistiques sur la dette et sur le service de la dette. En outre, en 1985, et pour la première fois depuis 1979, il n'y a pas eu accumulation de nouveaux arriérés de paiements, ce qui pourrait signifier que les règlements effectifs d'intérêts ont été plus importants qu'en 1984. Comme les exportations de biens et services ont enregistré un vif recul, le ratio moyen des paiements d'intérêts par rapport aux exportations de biens et services a légèrement progressé, s'établissant à 13,6% en 1985. Cette détérioration du ratio du service de la dette s'est produite dans les groupes de pays en développement autres que l'Amérique latine. Cependant, alors que le ratio paiements d'intérêts/exportations de biens et services de ce dernier groupe a régressé à 29,6%, soit de près de 2½ points depuis 1982, son ratio moyen du service de la dette est toujours près de deux fois et demie supérieur au ratio moyen des autres groupes géographiques.

Etat du processus d'ajustement dans les pays en développement. En dépit d'efforts d'ajustement remarquables dans les divers pays, les progrès dans la voie d'une amélioration des équilibres intérieurs et extérieurs, l'année dernière, n'ont pas répondu aux attentes pour l'ensemble du groupe. Si un certain nombre de développements positifs ont été enregistrés en 1985 – accroissement limité du déficit global des paiements courants, poursuite d'un léger renforcement des réserves officielles, réduction considérable des sorties de capitaux privés et, pour la première fois depuis de nombreuses années, absence d'accumulation, dans l'ensemble, de nouveaux arriérés de paiements au titre de la dette – le résultat global fait surtout apparaître un ralentissement de la croissance de la production intérieure, une montée de l'inflation et une détérioration des indicateurs du service de la dette. Ces développements sont attribuables, dans une large mesure, à l'affaiblissement des marchés d'exportations et des termes de l'échange, qui ont aggravé les contraintes extérieures et n'ont laissé que peu de place à l'expansion intérieure.

En même temps, les efforts de réduction des déséquilibres intérieurs et d'élimination des rigidités structurelles semblent s'être relâchés l'an passé. En moyenne, aucune amélioration n'a été enregistrée en ce qui concerne le développement de l'épargne nationale, ne serait-ce que parce que les déficits du secteur public n'ont pas été réduits davantage et que l'épargne privée n'a pas été stimulée convenablement. La formation brute de capital, en pourcentage du PIB, a stagné en 1985 et est demeurée inférieure de 4½ points à la moyenne antérieure à la crise de l'endettement. Certes, des différences sensibles existent entre les divers pays et groupes au sein du monde en développement, et certains pays sont parvenus à obtenir des résultats relativement satisfaisants dans un environnement international dégradé. Il n'en demeure pas moins que la marge

de manœuvre reste généralement très limitée, en raison de la lourde charge de la dette extérieure et de la croissance relativement modérée des marchés d'exportations. De nouveaux efforts s'imposent (politiques de prix réalistes, réformes structurelles et plus grand recours aux mécanismes du marché) si l'on veut conférer aux positions extérieures une assise solide.

La baisse des prix pétroliers entraînera une amélioration des termes de l'échange pour les pays importateurs de pétrole et viendra soutenir leurs efforts d'ajustement. Cependant, ce sont les pays industriels qui bénéficieront pour l'essentiel de l'effet de revenu réel dû à l'abaissement des prix du pétrole et, à quelques grandes exceptions près, l'allègement de la facture pétrolière ne fournira aux pays en développement qu'un soulagement direct limité. Néanmoins, les effets favorables indirects — accélération de la croissance économique induite par l'abaissement des prix du pétrole dans les pays industriels et réduction des taux d'intérêt — pourraient s'avérer substantiels à plus long terme. En revanche, la situation s'aggravera sérieusement dans les pays en développement dont les recettes d'exportations dépendent fortement des ventes de pétrole. Quant aux pays lourdement endettés, en particulier, la perte considérable de pouvoir d'achat des exportations les obligera à comprimer sensiblement leurs importations s'ils ne peuvent obtenir des prêts extérieurs supplémentaires.

IV. TENDANCES DES MARCHÉS DES CAPITAUX

Faits saillants

Dans les grands pays industrialisés, l'année 1985 a été fertile en événements sur les marchés des capitaux. Le recul persistant des taux d'inflation s'est enfin traduit par un repli généralisé des taux d'intérêt à long terme du marché. La baisse du loyer de l'argent et l'amélioration des bénéfices ont entraîné un vif essor des cours des actions. La décreue des taux d'intérêt s'est poursuivie au début de 1986, sous l'effet de la diminution des prix pétroliers et du renforcement de la confiance du marché dans les perspectives d'évolution à plus long terme de la hausse des prix. La dépréciation tant attendue du dollar a commencé en février 1985 et s'est accélérée après la réunion du Groupe des Cinq, en septembre.

Si le fléchissement des taux d'intérêt et les ajustements de taux de change sont, à n'en pas douter, bienvenus, on ne peut toutefois escompter qu'ils éliminent rapidement les importants déséquilibres financiers enregistrés par quelques grandes économies. Le déficit extérieur considérable des Etats-Unis, qui reflète un déficit élevé du secteur public et une stagnation de l'épargne privée, subsiste, tout comme le fort excédent de la balance des paiements courants du Japon. Des problèmes financiers sectoriels persistent également, en raison des modifications sensibles des taux de change, des taux d'intérêt et des cours des matières premières durant ces toutes dernières années. Pour la première fois depuis la fin de la guerre, les Etats-Unis sont devenus débiteurs nets à l'égard de l'étranger. Il est difficile de savoir pendant combien de temps le reste du monde sera désireux de continuer à accumuler des actifs financiers américains et quelles seraient les conséquences, pour les taux d'intérêt et les taux de change, d'un changement marqué dans les préférences des investisseurs internationaux. C'est pourquoi il n'est guère facile de prévoir l'incidence qu'exerceront à l'avenir, sur la demande globale, la baisse des taux d'intérêt et les fortes hausses enregistrées sur les principales places boursières.

Les transformations des marchés internationaux des capitaux ont entraîné l'an passé une vive expansion des transactions sur titres et autres instruments analogues. Cette expansion s'explique en partie par la baisse des taux d'intérêt du marché, qui a conduit les entreprises à refinancer une partie de leur endettement. Les tendances à long terme de l'activité bancaire et financière ont cependant joué un grand rôle également. Il s'est agi, en particulier, du développement continu des swaps de devises et de taux d'intérêt, du recours croissant aux émissions de titres comme source de financement des banques et de l'intensification par ces dernières des opérations sur titres, génératrices de revenus de commissions. La croissance à long terme de l'investissement institutionnel a aussi renforcé la tendance à une utilisation accrue des titres négociables par une large gamme d'emprunteurs.

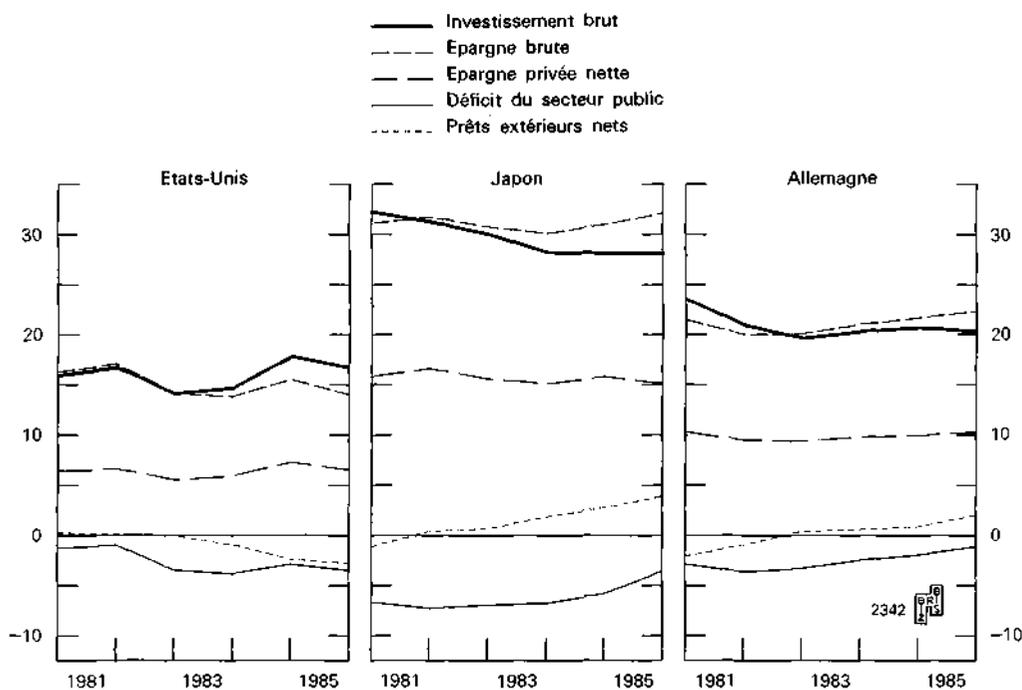
En dépit de l'amélioration de la rentabilité des banques dans de nombreux pays, des tensions ont persisté l'an dernier, au sein du système financier, en particulier en Amérique du Nord. Elles ont été dues essentiellement au recul continu des taux d'inflation par rapport aux anticipations et aux amples variations des cours des matières premières. Ces mouvements, ajoutés à l'évolution générale des marchés boursiers et bancaires, ont contribué à attirer l'attention sur la nécessité de réexaminer les systèmes actuels de régulation et de surveillance et de mettre en place des structures de marché propres à favoriser la stabilité financière. Cette situation montre peut-être également qu'il importe de multiplier les échanges de vues internationaux sur ces questions.

Evolution de l'épargne privée et publique dans les principaux pays

Déséquilibres épargne/investissement. Depuis la première crise pétrolière, l'économie mondiale a connu d'importants mouvements nets de capitaux internationaux, du fait de l'accentuation des déséquilibres entre l'épargne et l'investissement dans les divers pays. Ces déséquilibres ont exercé, à leur tour, des effets sensibles sur les taux d'intérêt et taux de change réels. La configuration globale des excédents et déficits structurels épargne/investissement s'est toutefois fortement modifiée depuis le milieu des années soixante-dix, quand les déséquilibres

Investissement brut et épargne aux Etats-Unis, au Japon et en Allemagne, 1980-85*

En % du PNB.



* Les chiffres pour 1985 sont des estimations.

Investissement brut, épargne et ses composantes¹

Pays	Années	Investissement national brut ²	Épargne nationale brute ²	Épargne privée nette ³	Déficit du secteur public ⁴	Prêts extérieurs nets ⁵
		en % du PNB				
Etats-Unis	1971-79	16,8	17,0	8,1	- 0,8	0,2
	1980	16,0	16,3	6,4	- 1,3	0,3
	1981	16,9	17,1	6,6	- 1,0	0,2
	1982	14,1	14,1	5,5	- 3,5	0,0
	1983	14,8	13,8	5,9	- 3,9	- 1,0
	1984	17,9	15,5	7,3	- 2,9	- 2,4
Japon	1971-79	33,5	34,2	20,3	- 6,3	0,7
	1980	32,2	31,1	15,8	- 6,7	- 1,1
	1981	31,3	31,7	16,6	- 7,3	0,4
	1982	30,1	30,8	15,6	- 6,9	0,7
	1983	28,3	30,1	15,1	- 6,8	1,8
	1984	28,2	31,0	15,8	- 5,8	2,8
Allemagne fédérale	1971-79	23,0	23,8	11,6	- 1,9	0,8
	1980	23,5	21,5	10,3	- 2,9	- 2,1
	1981	21,0	20,0	9,5	- 3,7	- 1,0
	1982	19,7	20,1	9,4	- 3,3	0,4
	1983	20,4	21,0	9,8	- 2,5	0,5
	1984	20,8	21,7	10,0	- 1,9	0,8
France	1971-79	24,0	23,6	10,6	- 0,6	- 0,4
	1980	23,6	22,2	8,2	0,2	- 1,4
	1981	21,2	19,7	7,5	- 1,8	- 1,5
	1982	21,7	18,6	6,7	- 2,6	- 3,1
	1983	19,8	18,1	6,7	- 3,2	- 1,7
	1984	19,3	18,6	7,5	- 2,8	- 0,7
Royaume-Uni	1971-79	23,8	23,1	14,5	- 4,8	- 0,6
	1980	19,8	21,2	11,8	- 4,7	1,4
	1981	17,6	19,8	10,0	- 3,3	2,2
	1982	17,5	19,8	9,5	- 2,7	2,3
	1983	18,1	19,7	9,9	- 3,7	1,6
	1984	18,7	20,7	11,5	- 4,2	2,0
Italie	1971-79	21,8	21,6	15,7	- 8,6	- 0,2
	1980	25,0	22,0	16,0	- 8,0	- 3,0
	1981	21,5	19,5	15,5	-11,9	- 2,0
	1982	20,2	17,9	15,1	-12,5	- 2,2
	1983	17,8	18,0	13,7	-12,5	0,2
	1984	19,0	17,8	14,1	-13,5	- 1,2
Canada	1971-79	23,7	21,9	10,2	- 1,3	- 1,9
	1980	23,2	23,3	12,8	- 2,4	0,1
	1981	24,8	23,1	11,5	- 1,6	- 1,7
	1982	19,6	19,5	10,7	- 5,1	- 0,1
	1983	19,3	19,7	12,7	- 6,2	0,4
	1984	19,0	19,9	13,0	- 6,4	0,9
1985	19,8	18,9	12,0	- 6,3	- 0,9	

¹ Les chiffres pour 1985 sont des estimations. ² Pour les Etats-Unis, investissement privé brut, et épargne privée brute moins déficit public, respectivement. ³ Epargne brute moins épargne des administrations publiques et estimation de l'amortissement. ⁴ Pour le Japon et le Royaume-Uni, le déficit du secteur public est différent du déficit des administrations publiques indiqué dans le tableau de la page 30. ⁵ Y compris l'écart statistique dans les Comptes Nationaux.

Sources: données et définitions nationales.

réflétaient essentiellement l'épargne excédentaire des pays exportateurs de pétrole et les emprunts des pays en développement. Le recul des taux d'intérêt réels à la suite du premier choc pétrolier a été en partie imputable à l'excédent

d'épargne élevé des pays exportateurs de pétrole et à la demande d'investissement relativement faible dans les économies industrialisées. Ce surplus d'épargne des pays exportateurs de pétrole a été éliminé après la seconde hausse des prix pétroliers qui, combinée à l'incidence du resserrement des politiques monétaires, a contribué à la montée des taux d'intérêt réels dans le monde. Les déséquilibres plus récents sont apparus principalement au sein des pays industrialisés - notamment entre les Etats-Unis, avec leurs larges déficits du budget et des paiements courants, et les autres pays de l'OCDE, en particulier le Japon, où l'épargne interne dépasse sensiblement l'investissement.

L'attention s'est surtout portée récemment sur les Etats-Unis, où le déficit budgétaire s'est fortement accru après 1981. Cet accroissement a été dû à des raisons conjoncturelles mais aussi structurelles, comme l'atteste le fait qu'il s'est maintenu dans une fourchette de 3-4% du PNB malgré la persistance d'une vive reprise de l'activité économique depuis 1982. Bien que peu élevé en pourcentage du PNB, le déficit américain dépasse de loin en valeur absolue celui des autres pays, ce qui explique à la fois la hausse des taux d'intérêt réels aux Etats-Unis et l'appréciation du dollar EU. L'ampleur de ce déficit et son insensibilité à l'évolution conjoncturelle sont particulièrement préoccupantes, car, en proportion du PNB, l'épargne privée aux Etats-Unis a été relativement étale depuis 1981 et a même baissé en 1985, se situant ainsi en dessous du niveau requis pour financer simultanément l'investissement privé et le déficit fédéral. En conséquence, les Etats-Unis ont dû récemment recourir de plus en plus massivement à des importations de capitaux.

Jusqu'au début de 1985, les entrées de fonds se sont accompagnées d'une appréciation de la monnaie. L'accroissement de la demande nette de crédit dans un grand pays poursuivant une politique excluant la création monétaire a entraîné une hausse des taux d'intérêt internes réels et engendré un afflux de capitaux étrangers ainsi qu'une appréciation de la monnaie. Les entrées de capitaux ont été également stimulées par l'attente d'un rendement élevé des investissements fixes. Le déficit considérable de la balance des paiements courants des Etats-Unis (\$118 milliards au total en 1985) a reflété ce déséquilibre majeur entre l'épargne nationale et l'investissement interne privé. Ce processus a également provoqué une montée des taux d'intérêt réels dans le monde, en gonflant notablement la demande globale sur les marchés internationaux du crédit, à présent fortement intégrés.

Les préoccupations que suscite, à l'échelle internationale, l'important déséquilibre financier des Etats-Unis tiennent au fait que les autres pays se voient obligés d'accumuler des créances en dollars; elles sont aussi liées aux conséquences que risque d'avoir, sur les taux d'intérêt et les taux de change, une modification des préférences des investisseurs étrangers pour les actifs financiers américains. La persistance d'un écart important entre les taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis et dans les autres pays, en particulier en Allemagne et au Japon, traduit probablement en partie les anticipations d'une dépréciation à long terme du dollar EU. Les autorités souhaitent que cette modification, si justifiée qu'elle soit par les conditions fondamentales, du taux de change du dollar, qui s'est amorcée en février 1985 puis intensifiée après la réunion du

Groupe des Cinq en septembre, intervienne à un rythme qui ne provoque aucun problème d'ajustement majeur externe et interne pour l'économie mondiale et n'entraîne pas de nouvelle surréaction.

Contrairement aux Etats-Unis, où le besoin de financement externe est considérable, le Japon, l'Allemagne et le Royaume-Uni ont été prêteurs nets à l'échelle internationale. Les prêts du Japon ont été de loin les plus substantiels. L'accumulation de créances sur l'étranger par ces pays traduit dans une certaine mesure la réussite de leurs efforts de freinage de la croissance des déficits du secteur public. Combiné à l'excédent structurel élevé de l'épargne privée par rapport à l'investissement privé au Japon, l'engagement pris par le gouvernement de réduire son déficit a fait du Japon un important détenteur de créances sur les secteurs privé et public des Etats-Unis.

Le dosage des moyens d'action budgétaires et monétaires dans les grands pays industrialisés a donc contribué à modifier les positions financières internationales nettes. Alors que le resserrement dans ces deux domaines, en Allemagne et au Japon, a conduit ces pays à accroître le montant net de leurs prêts à l'étranger, les Etats-Unis ont dû recourir au financement externe, en raison de l'ampleur du déficit fédéral et de la mise en œuvre d'une politique monétaire anti-inflationniste. Etant donné la dimension de son économie, ce pays a pu, dans ces conditions, faire monter ses taux d'intérêt réels et couvrir facilement ses besoins de financement par des entrées de capitaux privés. Les économies de dimension plus réduite ne semblent pas pouvoir se payer ce luxe, car un déficit public substantiel laisse souvent présager une dépréciation de la monnaie. Le Canada a constitué un exemple récent de ce phénomène, le niveau élevé des taux d'intérêt réels internes s'étant révélé insuffisant pour éviter une baisse de la monnaie.

Il convient de souligner qu'il n'existe pas nécessairement de relation directe entre le déficit budgétaire d'un pays et son déséquilibre extérieur. La position extérieure est liée aux déterminants de l'épargne et de l'investissement privés et dépend aussi du volume et de la variabilité conjoncturelle du besoin de financement de l'Etat ainsi que de l'orientation de la politique monétaire. En 1985, le Japon et le Royaume-Uni ont enregistré des déficits budgétaires comparables, en pourcentage du PNB, au déficit américain, bien que ces deux pays aient été exportateurs de capitaux.

Un facteur qui a aidé au financement extérieur des besoins financiers des Etats-Unis, ces dernières années, a été le fait que partout dans le monde, et au Japon en particulier, les organismes de placement ont de plus en plus axé leur activité sur l'achat de titres internationaux. On estime que les acquisitions nettes, par les résidents japonais, de titres libellés en dollars EU ont plus que doublé en 1985. Les déséquilibres substantiels entre l'épargne et l'investissement internes dans certains grands pays industrialisés ont ainsi contribué à orienter vers le marché des titres l'intermédiation assumée jusque-là par les banques.

Mécanismes régulateurs du marché. Le déficit de la balance des paiements courants des Etats-Unis a revêtu une telle ampleur ces dernières années que son financement au moyen d'entrées de capitaux spontanées est généralement

considéré comme insoutenable à plus long terme, bien que personne ne puisse prévoir jusqu'où ni jusqu'à quand le reste du monde est disposé à aller pour accroître ses créances sur les Etats-Unis. Plusieurs mécanismes du marché peuvent concourir au rétablissement de l'équilibre entre la demande et l'offre internes de fonds aux Etats-Unis, tout comme dans les pays où l'épargne est largement supérieure à l'investissement. Il s'agit, en l'occurrence, de la capacité de réaction de l'épargne et de l'investissement privés aux variations des taux d'intérêt, des taux de change et de la production, ainsi que du comportement de l'épargne privée devant l'évolution du volume de la dette publique.

L'épargne privée aux Etats-Unis est caractérisée depuis 1980 par l'absence de réaction positive significative à la hausse considérable des taux d'intérêt réels. Alors que l'épargne privée nette, en pourcentage du PNB, s'était accrue en 1984, elle est retombée à 6,5% en 1985. En fait, le taux moyen (6,4%) de l'épargne privée nette en 1980-85 a été sensiblement inférieur à la moyenne enregistrée durant les années soixante-dix (8,1%). L'épargne privée n'a pas non plus réagi de façon notable à l'accroissement de la dette publique et à l'alourdissement de la fiscalité qui en résultera. L'argument selon lequel le secteur privé renforce son épargne lorsque le déficit public augmente, en prévision des impôts futurs qui seront nécessaires pour assurer le service de la dette, n'a pas été corroboré par le comportement récent de l'épargne aux Etats-Unis. De même, et contrairement à ce qui s'est passé au Canada, l'épargne privée américaine ne s'est pas développée sous l'effet de la redistribution du revenu aux bénéficiaires d'intérêts, dont la propension à l'épargne est généralement plus forte que la moyenne. Au Japon, la réduction du déficit budgétaire s'est toutefois accompagnée d'un léger recul de l'épargne privée.

Les statistiques globales pour les Etats-Unis donnent également à penser que l'investissement des entreprises ne s'est pas trouvé fortement «évincé» par la hausse des taux d'intérêt réels. L'éviction de la dépense privée par les déficits publics s'est plutôt opérée par le biais de l'appréciation du taux de change, qui s'est traduite par une compression de la demande de produits internes concurrencés par les importations et par une réduction des exportations. On a ainsi vu se développer une reprise conjoncturelle tout à fait déséquilibrée.

La contribution d'un ajustement du taux de change au redressement des comptes extérieurs des Etats-Unis ne se fera sentir, en tout état de cause, qu'après un certain temps. Le dollar a continué de s'apprécier par rapport aux autres monnaies jusqu'au début de 1985; la dépréciation qui a suivi revêt toutefois à présent des proportions considérables, grâce, en grande partie, à la reconnaissance par les Etats-Unis et les autres grands pays industriels de la nécessité d'une action concertée sur les marchés des changes.

En somme, les mécanismes du marché n'ont pas permis à ce jour de réduire le déséquilibre épargne/investissement des Etats-Unis. De ce fait, on peut s'attendre que le déficit élevé des paiements courants de ce pays, et sa dépendance à l'égard des entrées de capitaux étrangers, qui ont atteint 2,8% du PNB en 1985, persisteront en 1986 et au-delà. On se rend donc compte de plus en plus que le déficit fédéral constitue un élément important du déséquilibre

financier structurel du pays et que, en plus de la baisse du taux de change du dollar, un effort sensible est requis pour comprimer le déficit budgétaire. Cette prise de conscience a d'ailleurs conduit, vers la fin de l'année dernière, à l'adoption de la loi Gramm-Rudman-Hollings, qui prévoit l'élimination progressive du déficit sur les cinq prochaines années. Si la mise en œuvre de cette loi, ou de dispositions analogues, ne s'annonce certes pas facile, on entrevoit toutefois à présent la possibilité d'un changement d'orientation budgétaire aux Etats-Unis.

Evolution des portefeuilles et rendements des actifs

Avoirs et engagements extérieurs. Par suite des déséquilibres qui se sont constitués entre l'épargne et l'investissement internes depuis le début de la reprise, les Etats-Unis sont devenus débiteurs nets en 1985 et ce, pour la première fois depuis la fin de la guerre. Comme le montre le tableau suivant, il s'agit d'un changement important provoqué par le ralentissement de l'expansion des avoirs américains à l'étranger et l'accélération sensible de celle de leurs engagements depuis 1982.

L'Allemagne, le Japon et le Royaume-Uni ont renforcé, ces dernières années, leurs avoirs extérieurs nets, qui constituent une contrepartie à l'apparition d'une position débitrice pour les Etats-Unis. En pourcentage du PNB, les prêts extérieurs nets du Japon ont fortement progressé au cours des années quatre-vingt, atteignant, selon les estimations, 3,9% en 1985 (voir tableau de la page 71). Les données globales ne montrent pas la répartition entre investissements de portefeuille et investissements directs ni, par conséquent, la liquidité des actifs. En fait, les avoirs extérieurs du Japon sont de loin ceux qui comprennent la plus grande part d'investissements de portefeuille, les investissements directs ne représentant que 11% des actifs extérieurs bruts à la fin de 1984, contre 33% au Royaume-Uni. Cela signifie que les avoirs extérieurs japonais peuvent être échangés plus facilement entre pays.

Accumulation d'actifs, effets de valorisation et modifications de portefeuille. Bien que l'analyse précédente se fonde en grande partie sur les flux d'épargne et d'investissement, il convient de préciser cependant que d'autres facteurs sont à l'origine des modifications des patrimoines. Les variations de la valeur du stock d'avoirs extérieurs et internes sont également importantes, et, dans le cas spécialement des actifs internes, ces effets de valorisation ont été très sensibles en 1985.

En ce qui concerne les positions extérieures créditrices, des effets de valorisation peuvent résulter des variations des taux de change. L'incidence de ces effets dépend de la répartition par monnaie des actifs et passifs, pour laquelle on ne dispose pas toujours de données précises. Un autre facteur essentiel est l'importance, généralement assez limitée, des avoirs extérieurs nets, tant en valeur absolue que par rapport au patrimoine. Compte tenu de ces facteurs, on peut, sur la base d'estimations, penser que, par comparaison avec la contribution de la hausse des cours des actions à la valeur du patrimoine interne, les effets de richesse des variations de change ont été relativement faibles en 1985 dans les

Avoirs et engagements extérieurs*

Pays et rubriques	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1985
	en milliards de dollars EU								en % du PNB
Etats-Unis									
Avoirs	448	511	607	720	839	894	915	934	0,23
Engagements	372	416	501	579	692	788	887	999	0,25
Avoirs extérieurs nets	76	95	106	141	147	106	28	- 64	-0,02
	en milliers de milliards de yens japonais								
Japon									
Avoirs	23	33	32	46	54	63	86	90	0,28
Engagements	16	26	30	44	48	54	67	63	0,20
Avoirs extérieurs nets	7	7	2	2	6	9	19	27	0,08
	en milliards de deutsche marks								
Allemagne fédérale									
Avoirs	427	450	489	546	584	627	714	820	0,45
Engagements	330	368	432	498	531	562	628	698	0,38
Avoirs extérieurs nets	97	82	57	48	53	65	86	122	0,07
	en milliards de livres sterling								
Royaume-Uni									
Avoirs	67	77	90	115	147	176	222	249	0,71
Engagements	55	65	73	85	104	118	149	172	0,49
Avoirs extérieurs nets	12	12	17	30	43	58	73	77	0,22
	en milliers de milliards de lire								
Italie									
Avoirs	73	91	127	152	154	202	236	241	0,35
Engagements	59	68	94	135	150	189	233	253	0,37
Avoirs extérieurs nets	14	23	33	17	4	13	3	- 12	-0,02
	en milliards de dollars canadiens								
Canada									
Avoirs	67	81	105	124	134	146	165	173	0,38
Engagements	155	181	212	257	270	293	323	336	0,74
Avoirs extérieurs nets	- 88	-100	-107	-133	-136	-147	-158	-163	-0,36

* Les données sont fondées sur des concepts qui diffèrent d'un pays à l'autre. Pour le Japon, les données sont converties en yens à partir de dollars EU, aux taux de change de fin d'année; pour les Etats-Unis, le Royaume-Uni et le Canada, les données pour 1985 sont estimées et ne tiennent pas compte des effets de valorisation affectant le stock d'actifs par suite des mouvements de taux de change ou d'autres prix d'actifs durant l'année.

Sources: données et définitions nationales.

divers pays industriels. Il est néanmoins possible que l'appréciation du yen et du deutsche mark durant l'année ait entraîné une légère réduction de la valeur en monnaie nationale des avoirs extérieurs nets détenus par les investisseurs au Japon et en Allemagne.

L'ampleur et l'instabilité des effets de valorisation exercés sur les actifs internes ressortent du tableau de la page 77, qui indique les rendements réels des actions, du logement et des titres d'Etat à long terme. Les chiffres montrent que les placements en actions ont offert, en général, un taux de rendement réel appréciable au cours de ces dernières années, supérieur à la rentabilité des actifs réels (logement) et au rendement réel des obligations. Les plus-values sur actions doivent être considérées par rapport à la dimension et à la répartition des portefeuilles du secteur privé dans les principales économies. Le tableau de la page 78 fait apparaître que la part des valeurs à revenu variable dans le portefeuille du secteur privé est plus forte aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et au

Rendements réels des actifs*

Pays et rubriques	1980	1981	1982	1983	1984	1985
	en %					
Etats-Unis						
Actions	15	- 9	13	18	1	25
Logement	- 1	- 3	- 2	0	- 1	2
Obligations	-13	- 5	27	0	10	25
<i>Pour mémoire:</i>						
<i>immeubles et terrains agricoles</i>	2	- 1	- 6	- 9	- 5	-15
Japon						
Actions	2	13	3	20	24	15
Logement	5	6	6	3	1	1
Obligations	- 3	10	9	9	9	7
Allemagne fédérale						
Actions	1	- 2	11	36	10	63
Logement	5	0	- 2	- 1	0	- 1
Obligations	- 4	- 2	16	3	13	9
France						
Actions	4	-20	0	56	14	27
Logement	- 2	- 3	- 2	- 2	- 2	- 2
Obligations	-10	- 8	9	10	11	13
Royaume-Uni						
Actions	16	0	21	21	23	15
Logement	- 2	- 8	0	6	5	2
Obligations	4	- 9	42	7	4	6
Italie						
Actions	45	-12	-17	13	10	103
Logement	11	- 3	13	- 7	- 2	- 9
Obligations	- 4	3	3	4	5	5
Canada						
Actions	16	-19	- 5	28	- 6	19
Logement	0	- 4	-12	- 4	- 4	- 1
Obligations	- 7	-13	29	6	11	20

* Les rendements des actions prennent en compte la variation durant l'année de leur valeur nominale (indices boursiers correspondants) plus le dividende, corrigé de l'évolution des prix à la consommation. Pour les obligations (titres d'Etat ou à long terme du secteur public), le rendement indiqué est le taux de rendement global (pourcentage de variation du cours plus le coupon) corrigé de la variation des prix à la consommation, sauf pour l'Italie, où le rendement effectif à l'échéance remplace le rendement global. Pour le logement (prix de vente des logements aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en Italie, coût d'acquisition d'un logement neuf en Allemagne, en France et au Canada et indice des prix des terrains urbains pour le Japon) et les immeubles et terrains agricoles, les chiffres indiqués sont des modifications de prix ou de valeur courante, corrigées des prix à la consommation.

Sources: données et définitions nationales, Statistiques financières de l'OCDE et indices de l'évolution du marché des obligations internationales de Salomon Brothers.

Canada qu'en Allemagne et au Japon, si l'on tient compte des actions détenues indirectement par le canal des investisseurs institutionnels. Pour ces raisons, l'incidence d'une variation donnée des cours des actions sur le patrimoine sera sans doute plus marquée dans les trois premiers pays. On estime que les effets de valorisation sur les actions ont représenté, en 1985, au moins 5 à 10% du PNB dans la plupart des grands pays.

Le tableau de la page suivante résume la composition du portefeuille des principaux instruments du secteur privé non financier. La répartition des portefeuilles révèle, dans la plupart des pays, une évolution des préférences du secteur privé en faveur de l'investissement institutionnel et des actions ces dernières années, tandis que la part des dépôts s'est maintenue au même niveau ou a décliné. Ce changement d'attitude peut s'expliquer en grande partie en termes

Composition du portefeuille du secteur privé non financier¹

Pays et rubriques	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
	en % des actifs financiers bruts									
Etats-Unis										
Dépôts	33	34	35	33	32	33	33	32	34	32
Obligations ²	10	10	10	10	9	9	9	9	10	11
Actions	20	18	17	18	20	18	18	18	16	17
Investissement institutionnel ³	20	20	20	20	21	21	22	23	24	25
Japon										
Dépôts	51	53	53	52	51	51	52	51	49	49 ⁴
Obligations ²	4	5	5	5	5	6	6	6	7	6 ⁴
Actions	9	8	9	8	8	8	8	9	10	12 ⁴
Investissement institutionnel ³	7	7	8	8	8	8	9	10	11	11 ⁴
Allemagne fédérale										
Dépôts	57	57	58	57	57	55	54	53	51	48
Obligations ²	9	9	9	10	10	11	11	11	13	13
Actions	12	12	12	10	10	10	10	11	11	15
Investissement institutionnel ³	9	9	9	10	11	12	12	12	12	12
Royaume-Uni										
Dépôts	33	32	32	32	32	33	31	30	29	29 ⁵
Obligations ²	6	6	5	5	5	4	5	4	4	4 ⁵
Actions	12	14	13	12	12	11	11	12	13	12 ⁵
Investissement institutionnel ³	19	21	23	23	25	25	28	29	30	30 ⁵
Canada										
Dépôts	31	32	32	32	32	31	31	29	29	29 ⁴
Obligations ²	8	8	8	7	6	6	7	8	8	9 ⁴
Actions	17	17	18	17	18	17	17	17	16	16 ⁴
Investissement institutionnel ³	15	16	15	15	15	16	16	17	18	18 ⁴

¹ Sur la base des bilans non consolidés pour les secteurs des ménages et des entreprises; pour les États-Unis, à l'exclusion des entreprises individuelles et de l'agriculture. La somme des sous-totaux n'est pas égale à cent, parce que des éléments, tels que le crédit commercial et l'investissement direct à l'étranger, ne sont pas inclus. ² A l'exclusion des obligations hypothécaires détenues directement. ³ Fonds communs de placement, caisses de retraite, fonds de gestion de patrimoine et de compagnies d'assurances ne revêtant pas un caractère de dépôts. ⁴ Estimations. ⁵ Troisième trimestre.

Sources : données nationales de bilans.

de rendements relatifs, bien que les avantages fiscaux et le vieillissement de la population aient également stimulé l'investissement institutionnel. La part des obligations dans le portefeuille des particuliers et des entreprises s'est élargie en Allemagne et au Japon, alors qu'elle s'est rétrécie au Royaume-Uni. Tout en s'opérant à un rythme généralement lent par rapport aux variations des flux financiers, ces ajustements de portefeuille reflètent des modifications profondes dans la répartition des actifs au sein des marchés des capitaux: préférence accordée, d'une part, aux instruments négociables sur le marché au détriment des dépôts et, d'autre part, à la détention de ces instruments sous une forme indirecte par le canal d'investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance-vie, caisses de retraite, sociétés d'investissement immobilier).

Une hausse du cours des actions aussi vive que celle de 1985 est de nature à stimuler la dépense, surtout si elle apparaît durable et ne se borne pas à compenser l'inflation. Cette influence s'exerce à la fois par l'effet de richesse sur la consommation et par l'incidence sur les investissements fixes des modifications du «ratio d'évaluation», c'est-à-dire du rapport entre la valeur des entreprises sur le marché et le coût de remplacement du stock de capital. Toutes choses

étant égales d'ailleurs, l'effet de richesse peut également conduire à une réduction de l'épargne, si l'accroissement de la valeur du patrimoine est considéré comme pouvant remplacer l'accumulation d'actifs supplémentaires. Dans ce cas, cet effet de richesse interne a pu affaiblir le mécanisme régulateur escompté entre l'épargne et l'investissement aux Etats-Unis, puisqu'il réduit l'épargne réalisée sur les revenus courants et accroît l'investissement. Dans d'autres pays, cependant, il est possible qu'il ait renforcé ce mécanisme.

Ratios endettement/fonds propres du secteur des entreprises non financières¹

Pays	1966-73	1974-79	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Etats-Unis	0,54	0,96	0,77	0,92	0,87	0,78	0,90	0,83
Japon	3,08	3,31	3,14	2,91	2,92	2,68	2,11	1,82 ²
Allemagne fédérale ³	2,38	3,36	3,85	4,13	4,11	3,48	3,42	2,39
France	1,17 ⁴	1,33	1,23	1,40	1,55	1,56	.	.
Royaume-Uni	0,67	1,38	1,13	1,23	1,03	0,87	0,74	0,70 ²
Canada	0,99	1,22	1,14	1,27	1,34	1,14	1,12	1,08 ²

¹ Passifs bruts à l'exclusion des actions et du crédit commercial en pourcentage de la valeur boursière des actions, sauf pour la France et le Canada, où les actions sont estimées à leur valeur comptable. ² Estimations. ³ Ensemble des entreprises, à l'exclusion du logement. ⁴ 1970-73.

Sources : données nationales de bilans et Statistiques financières de l'OCDE.

La hausse des cours des actions influence également le ratio endettement/fonds propres des entreprises. On considère généralement qu'une réduction de ce ratio reflète une plus grande stabilité de la situation financière d'une entreprise. Il existe cependant des différences sensibles entre les divers pays en ce qui concerne les niveaux «acceptables» de ce ratio, qui tiennent à la nature du système financier, au régime fiscal et aux anticipations de croissance. En raison de la bonne tenue des marchés boursiers ces dernières années, les bilans des entreprises se sont renforcés dans la plupart des pays (voir tableau ci-dessus). En Allemagne, au Japon et au Royaume-Uni, la mesure de ce ratio a baissé de plus d'un tiers depuis 1981. Conjugué avec le fléchissement des taux d'intérêt, ce mouvement s'est également traduit par une réduction du «levier-revenu» (c'est-à-dire, la part de revenu nécessaire aux paiements d'intérêts nets). Aux Etats-Unis, en revanche, le rachat d'actions et le rythme élevé des émissions d'emprunts ont évité une diminution importante du ratio endettement/fonds propres au cours des récentes années.

Le recul de ce ratio hors des Etats-Unis et la vive progression du taux de rendement des actions reflètent le redressement général de la situation financière des entreprises observé dans beaucoup de pays ces dernières années. Comme indiqué au Chapitre II, la part des bénéfices bruts dans le PNB a augmenté en Europe, et les taux de rendement réels du capital investi se sont accrus depuis le début des années quatre-vingt dans tous les grands pays, tant en valeur absolue que par comparaison avec les taux d'intérêt réels. Au total, ces développements donnent donc à penser que la situation financière des entreprises s'est sensiblement améliorée et que l'investissement a été stimulé au cours des dernières années, principalement en Europe.

Les marchés des capitaux en 1985

Taux d'intérêt. Les taux d'intérêt à court terme ont fléchi aux Etats-Unis aux premier et deuxième trimestres de 1985, pour se redresser toutefois légèrement au second semestre. Le mouvement initial était lié essentiellement à l'assouplissement de la politique monétaire devant la faiblesse de la croissance réelle. Les taux à court terme ont été de nouveau abaissés au début de 1986, en partie dans le cadre de réductions coordonnées au sein des grands pays industrialisés. Les taux d'intérêt à long terme n'ont cessé de diminuer tout au long de l'année, entraînant ainsi un aplatissement sensible de la courbe des rendements. Sur le plan interne, la baisse des taux d'intérêt s'explique notamment par l'attente d'une compression du déficit budgétaire américain, consécutive au plan Gramm-Rudman-Hollings, ainsi que par l'orientation libérale à court terme de la politique monétaire des Etats-Unis; parallèlement, l'atténuation des anticipations inflationnistes dans le monde a contribué à la décrue généralisée des taux d'intérêt nominaux. Quant aux taux d'intérêt réels, ils se sont également détendus quelque peu, du fait de la stabilité de la hausse des prix aux Etats-Unis en 1985.

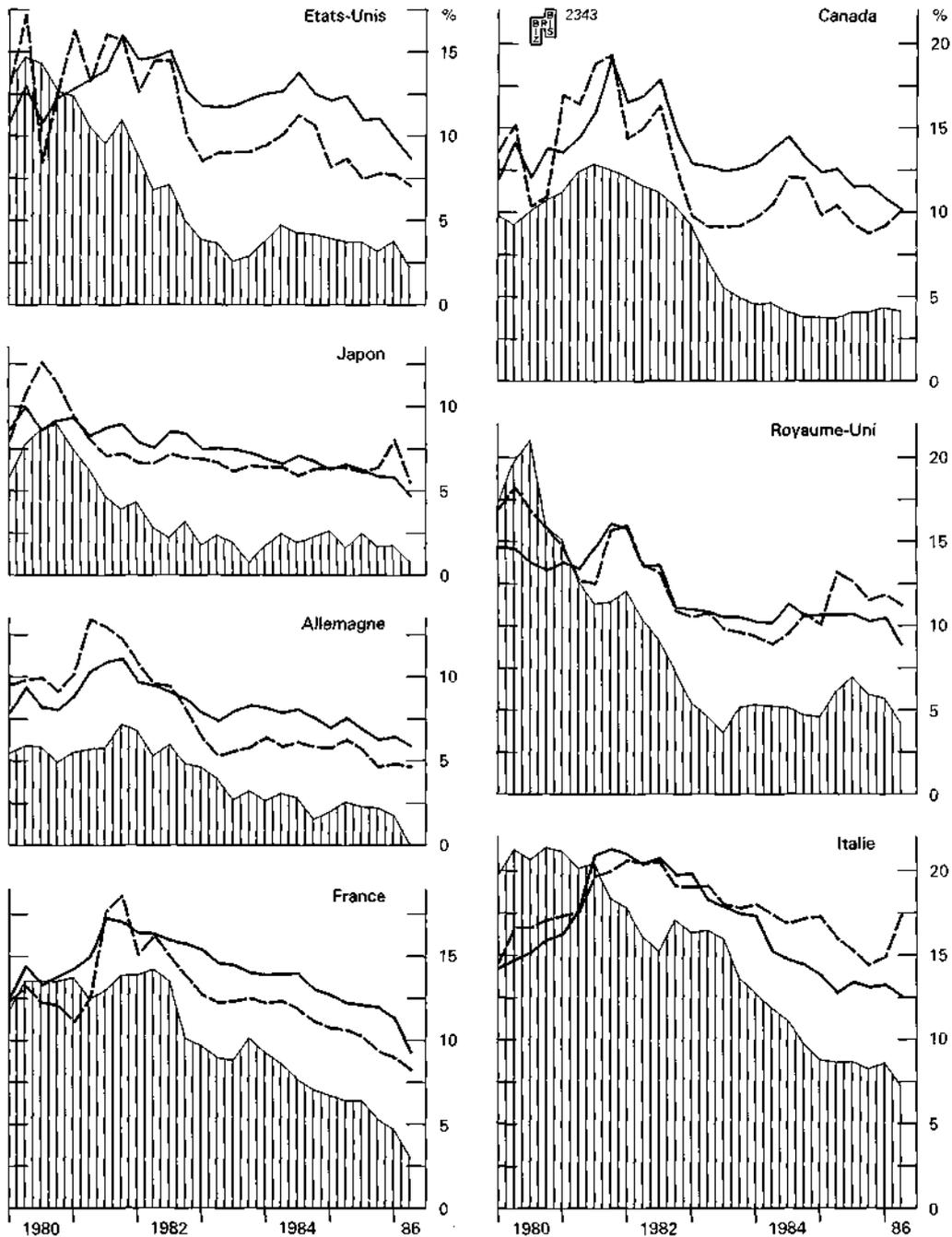
Au Japon, également, les taux à long terme ont légèrement reculé, en termes tant nominaux que réels. L'écart par rapport au taux réel des titres à long terme du Trésor américain est néanmoins demeuré sensible de sorte que, pour les investisseurs japonais, il a continué d'agir comme une incitation à prêter aux Etats-Unis. L'évolution du loyer de l'argent à court terme au Japon a été nettement différente de celle des taux à long terme. A la suite de l'accord du Groupe des Cinq, et compte tenu du désir de voir le yen se valoriser, les autorités japonaises ont provoqué un relèvement des taux d'intérêt à court terme au quatrième trimestre, interrompant ainsi le mouvement de baisse amorcé en 1982. Par suite de ces modifications, la courbe des rendements s'est nettement inversée, et l'on a redouté que ce resserrement ne provoque un affaiblissement de la demande interne. C'est pourquoi, après une légère appréciation du yen, la politique monétaire a été assouplie et les taux à court terme ont commencé à fléchir à partir du début de 1986.

Au Royaume-Uni et en Italie, l'évolution des taux d'intérêt à court terme a également été influencée par des considérations de taux de change. La spéculation contre la livre sterling, au début de 1985, avait entraîné une majoration brutale des taux débiteurs de base des banques, qui ont ensuite été progressivement réduits jusqu'au début de 1986, lorsque la livre a de nouveau été soumise à des pressions. Dans ce cas, toutefois, la cause du repli de la livre, à savoir la baisse des prix pétroliers, a joué, à l'évidence, un rôle déterminant. Les taux de base n'ont été relevés que d'un point en présence d'une forte dépréciation, et le mouvement de hausse des taux à court terme s'est inversé par la suite. Dans le même temps, les taux à long terme au Royaume-Uni ont légèrement fléchi, ce qui a accentué l'inversion de la courbe des rendements. La détente des taux longs a pu être favorisée par la réduction de la demande de ressources à long terme du secteur public, à la suite de l'abandon de la pratique du «surfinancement» sur le marché des fonds d'Etat. En Italie, les taux à court terme se sont repliés jusqu'en novembre, lorsque les autorités monétaires ont dû durcir leur

Taux d'intérêt nominaux et inflation, 1980-86*

Chiffres de fin de trimestre.

— Taux d'intérêt à long terme
- - - Taux d'intérêt à court terme
▨ Hausse des prix à la consommation



* Sur la base de données mensuelles. Taux représentatifs des rendements obligataires à long terme et taux du marché monétaire; inflation mesurée par les variations (en %) des prix à la consommation sur douze mois.

politique pour empêcher le taux de change de sortir de la bande du SME. Le taux à long terme en Italie a modérément reculé et, comme c'est le cas depuis 1982, s'est maintenu sensiblement en dessous du taux à court terme.

En Allemagne, après une hausse initiale au premier trimestre, les taux d'intérêt à court terme ont baissé durant une bonne partie de l'année, alors que le recul des taux à long terme a été un peu moins prononcé. Comme le taux d'inflation n'a guère varié dans un premier temps, le coût réel du crédit s'est réduit parallèlement. Ces évolutions ont été déterminées dans une certaine mesure par la diminution du loyer de l'argent aux Etats-Unis. En France, les taux d'intérêt, à court terme surtout, ont également fléchi en 1985. Ce mouvement de baisse peut être mis, lui aussi, en relation avec l'évolution générale des taux d'intérêt dans le monde, en particulier en Allemagne, principal partenaire de la France dans le SME. Cependant, contrairement à ce qui s'est passé dans d'autres pays, il peut être lié également au ralentissement prononcé de l'inflation durant l'année.

On peut déceler un certain nombre de facteurs communs à la baisse des taux d'intérêt. Tout d'abord, la persistance de faibles taux d'inflation dans plusieurs grands pays a joué un rôle dans la réduction des taux d'intérêt du marché. L'orientation à plus long terme de la politique monétaire dans beaucoup de pays a contribué, en particulier, à atténuer les anticipations d'une résurgence de l'inflation. Le recul des cours des matières premières, et plus spécialement la faiblesse du cartel des producteurs de pétrole de l'OPEP, s'est certainement traduit aussi par un apaisement des craintes inflationnistes, même si ce phénomène risque de n'être que temporaire. Aux Etats-Unis, ni l'importance moindre attachée à l'agrégat monétaire M_1 , ni la dépréciation actuelle du dollar ne semblent avoir modifié profondément les anticipations inflationnistes à court terme, alors que l'assouplissement de la politique monétaire a directement déterminé un repli des taux d'intérêt.

Malgré la baisse enregistrée l'an passé, les taux d'intérêt réels se situent toujours à des niveaux relativement hauts par rapport à ceux des années soixante et soixante-dix. Si durant cette dernière décennie ces taux sont restés très bas sous l'effet de l'accélération de l'inflation et de la stagnation économique, leur niveau actuellement plus élevé par rapport aux années soixante est peut-être plus surprenant. Le rythme de l'inflation a été, en effet, identique durant les deux périodes alors que la pression de la demande a été supérieure, en Europe tout au moins, pendant la première. Il se peut que l'influence la plus importante ait été l'intensification de la demande de crédit, ces dernières années, due aux modifications ayant affecté l'épargne, l'investissement et les déficits du secteur public qui ont été examinées précédemment.

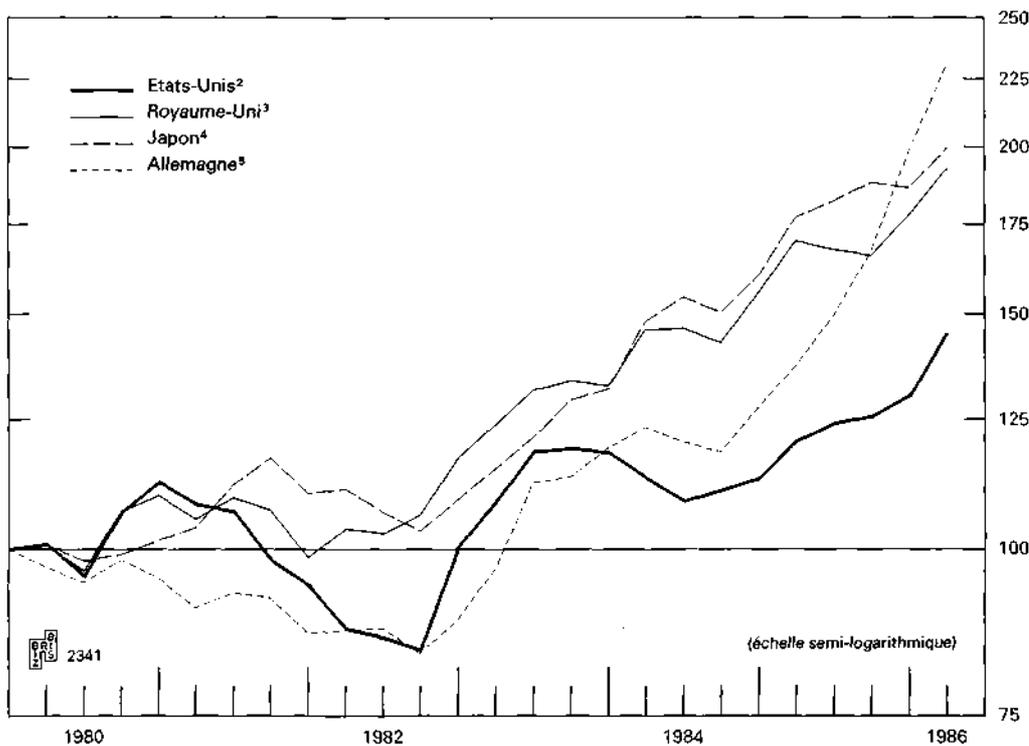
Activité sur les marchés boursiers. Les cours des actions ont fortement progressé en termes réels sur la plupart des grandes places boursières. Comme le montrent le tableau de la page 77 et le graphique de la page 83, il en a été ainsi à New York, Tokyo, Londres, Francfort, Toronto, Paris et Milan, ainsi que dans d'autres centres. Il est difficile de déterminer les causes des variations des cours, car elles dépendent à la fois des bénéfices escomptés, de l'activité d'émission et

de divers facteurs spéculatifs à plus court terme. Il ne fait toutefois aucun doute que le recul des taux d'intérêt en 1985 a stimulé la demande de valeurs à revenu variable. En deuxième lieu, le fléchissement des cours des matières premières a amélioré les perspectives de rentabilité dans l'industrie manufacturière, à l'inverse de la situation du milieu des années soixante-dix, caractérisée par une baisse des cours des actions en termes réels. Troisièmement, le désir croissant des investisseurs d'opérer sur titres étrangers a entraîné une augmentation de la demande extérieure d'actions sur des marchés auparavant relativement étroits, comme ceux de plusieurs pays européens. L'expansion récente du secteur institutionnel interne a également conduit à un gonflement des transactions sur certains de ces marchés (en Italie, par exemple). Enfin, les droits de timbre et les taxes sur les opérations boursières ont été réduits, ces dernières années, dans un certain nombre de pays européens.

Les cours des actions ont pu être également stimulés par les offres publiques d'achat. Ce phénomène, particulièrement marqué en 1985 aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, s'est également manifesté en Italie et en Allemagne. Les reprises d'actifs d'entreprises par leurs cadres ont aussi caractérisé l'activité

Cours réels des actions sur les principales places boursières, 1980-86¹

Quatrième trimestre 1979 = 100.



¹ Corrigés de l'évolution des prix à la consommation. ² Indice «Standard and Poor» des actions de sociétés. ³ Indice du «Financial Times» des actions ordinaires. ⁴ Indice général de Tokyo. ⁵ Indice général du «Frankfurter Allgemeine Zeitung».

au Royaume-Uni et aux Etats-Unis. Les offres publiques d'achat et les reprises d'actifs sont analogues, en ce sens qu'elles comportent l'achat des actions d'une entreprise par des particuliers qui estiment que l'évaluation boursière de l'entreprise est faible par rapport à sa rentabilité potentielle.

Les OPA sont généralement apparues par «vagues», surtout à la fin des années soixante et au début des années soixante-dix. Elles étaient liées, dans chaque cas, à la hausse des cours réels des actions et comportaient un important élément conjoncturel. Il est vrai, également, que la disponibilité de ressources financières constitue une condition préalable indispensable à de telles opérations. La récente avalanche de prises de contrôle a été financée en partie par un accroissement des emprunts, sous forme d'émissions d'obligations aux Etats-Unis et de prêts bancaires ailleurs, ainsi que sur les capitaux propres des entreprises. Le financement des vagues précédentes avait été assuré dans une plus large mesure par émission d'actions. Aux Etats-Unis, la vague actuelle est caractérisée par le recours à des obligations «déclassées» de faible qualité («junk bonds»), garanties par de petites entreprises convoitant les actifs de la société concernée. Ainsi, des acquisitions considérables ont été possibles à partir d'une faible base d'actifs. Cette forme de financement n'était pas largement répandue au cours des périodes antérieures. Les opérations de prise de contrôle effectuées actuellement sont également favorisées par l'accumulation de liquidités par des entreprises et par la forte progression des actifs des caisses de retraite par rapport à leurs obligations. Dans de nombreux cas, ces caisses offrent des actifs facilement réalisables et sont donc une proie facile pour des prises de contrôle agressives.

En général, la hausse des cours des valeurs à revenu variable se traduit par une amélioration des positions financières des sociétés par actions et du patrimoine des détenteurs de tels titres. Si cette évolution dure, elle est donc de nature à accroître les perspectives de développement économique au cours des prochaines années. Les baisses récentes des taux d'intérêt devraient aussi stimuler directement la croissance, à moins qu'elles ne conduisent à une contraction des revenus d'intérêts nets du secteur des ménages et, partant, à un ralentissement de l'expansion de la consommation.

Collecte de fonds sur les marchés des capitaux. Aux Etats-Unis, l'encours de crédit total s'est accru de 14% en 1985, alors que la croissance du PNB nominal a été de 5,7%. Aussi, la forte hausse du ratio endettement/PNB ne s'est pas interrompue et préoccupe les autorités en raison de ses conséquences pour la stabilité financière.

Le volume des fonds collectés par le secteur public américain a vivement augmenté en proportion du PNB entre 1984 et 1985. Durant la même période, les ménages ont intensifié leurs emprunts, afin de pouvoir maintenir leurs dépenses devant le ralentissement de la progression de leurs revenus, alors que les sociétés ont encore procédé à d'importants rachats de leurs actions. En dépit de la contraction des emprunts des entreprises, des problèmes de solvabilité se sont posés, en liaison notamment avec l'importance croissante des obligations «déclassées» mentionnées précédemment, qui représentaient l'an dernier 30%

Fonds collectés par les emprunteurs nationaux non financiers¹

Pays	Années	Secteur collecteur de fonds ²							Total
		Secteur des entreprises				Secteur des ménages		Secteur public	
		Actions	Obligations	Prêts ³	Total	Crédit au logement	Divers		
en % du PNB/PIB									
Etats-Unis	1982	0,4	1,1	2,7	4,2	1,6	1,2	5,9	12,9
	1983	0,8	0,8	3,1	4,7	3,2	2,3	6,6	16,8
	1984	- 2,0	1,7	5,8	5,5	3,4	2,9	6,6	18,3
	1985	- 2,0	2,3	3,5	3,8	3,8	3,7	8,8	20,1
Japon	1982	0,8	0,6	7,6	9,0	1,7	1,9	8,2	20,9
	1983	0,5	0,6	7,4	8,5	1,3	2,3	9,4	21,5
	1984	0,6	0,8	7,3	8,7	1,1	2,0	7,1	18,9
	1985 ⁴	0,5	0,9	8,5	9,9	0,9	1,2	6,3	18,3
Allemagne fédérale . . .	1982	0,3	0,2	4,2	4,7	2,8	0,6	4,3	12,4
	1983	0,3	0,0	4,3	4,6	3,5	0,7	3,4	12,3
	1984	0,3	0,1	4,3	4,7	3,1	0,6	2,7	11,1
	1985	0,4	0,3	4,0	4,7	1,9	0,7	2,4	9,7
France	1982	1,2	0,9	6,7	8,9	4,2		7,2	20,3
	1983	1,7	0,8	5,9	8,4	3,9		4,7	17,0
	1984	1,8	0,7	4,0	6,5	3,1		5,0	14,6
	1985	2,2	0,8	3,8	6,8	4,0		4,5	15,3
Royaume-Uni	1982	0,3	0,0	3,1	3,4	5,1	1,6	3,4	13,5
	1983	0,6	0,1	1,7	2,4	4,8	1,8	3,7	12,7
	1984	0,3	0,1	2,7	3,1	5,3	1,3	4,2	13,9
	1985 ⁴	0,9	0,2	1,9	3,0	5,1	2,0	2,9	13,0
Italie	1982	1,5	1,0	5,0	7,5	1,0		16,3	24,8
	1983	2,3	0,4	6,8	9,5	0,8		17,0	27,3
	1984	1,9	0,3	7,5	9,7	1,0		16,7	27,4
	1985 ⁴	2,3	0,3	6,5	9,1	0,9		16,6	26,6
Canada	1982	1,1	0,8	1,9	3,8	0,9	- 2,9	10,1	11,9
	1983	1,6	0,8	- 1,3	1,1	3,0	0,9	9,4	14,4
	1984	2,1	0,4	0,9	3,4	2,0	1,7	9,3	16,4
	1985	2,2	0,3	2,4	4,9	3,1	1,7	9,3	19,0

¹ Les données sont fondées sur des concepts qui diffèrent d'un pays à l'autre. ² Pour le Japon, le Royaume-Uni et le Canada, les emprunts des entreprises publiques sont inclus dans les emprunts du secteur public, tandis qu'en Allemagne les emprunts du secteur du logement sont compris dans les emprunts du secteur des ménages. ³ Comprend les effets négociables sur le marché monétaire et les emprunts à l'étranger. ⁴ Chiffres provisoires ou estimations.

Sources : données nationales sur les flux financiers.

des émissions d'obligations des entreprises américaines. Préoccupée par l'évolution des marchés, la Réserve fédérale a imposé la constitution de dépôts sur les achats d'actions financés par des emprunts garantis principalement par le capital convoité.

Par rapport à 1984, les entreprises américaines ont, à l'évidence, collecté davantage de ressources sur le marché des obligations et moins sur celui des crédits bancaires. Les émissions obligataires se sont, en outre, orientées vers les euromarchés, où 30% des émissions ont été effectuées. Ce mouvement en faveur des émissions d'obligations est, dans une certaine mesure, une conséquence normale du recul des taux à long terme, qui incite les entreprises à consolider leur dette à court terme en endettement à long terme. Des évolutions tendancielle, examinées ultérieurement, ont toutefois encouragé également l'émission de titres négociables.

Les marchés des capitaux canadiens ont présenté certaines caractéristiques communes avec les Etats-Unis, en ce qui concerne notamment la persistance d'emprunts publics élevés ainsi que la vive expansion des emprunts des ménages destinés au financement du logement et à l'acquisition de biens de consommation durables. Le comportement du secteur des entreprises a, en revanche, été sensiblement différent de celui des Etats-Unis. En 1985, ses emprunts se sont gonflés, sous l'effet d'un mouvement à la fois de stockage et de formation de capital. On a constaté, en outre, une intense activité d'émission d'actions, contrairement à ce qui s'est passé dans la plupart des autres pays.

Au Japon, la collecte de fonds sur les marchés des capitaux a surtout reflété la poursuite de l'expansion conjoncturelle du secteur des entreprises. Les nouvelles ressources ont revêtu en grande partie la forme de prêts, bien que les émissions d'obligations se soient également accrues. Dans la plupart des pays européens, l'amélioration de la rentabilité a permis le financement des investissements sans une forte augmentation de la collecte de fonds des entreprises. Au Royaume-Uni, une part importante des emprunts des entreprises a été destinée au financement de prises de contrôle. Les autorités britanniques ont fait parvenir aux banques une directive leur demandant de limiter leurs risques de l'espèce. Au Royaume-Uni, également, les ménages ont recouru très fortement à l'emprunt, le crédit au logement ayant dépassé à lui seul le volume global des ressources collectées par le secteur des entreprises. Certains indices donnent à penser qu'une part importante du crédit au logement a été en fait utilisée à d'autres fins. En revanche, les emprunts des ménages se sont maintenus à un niveau relativement faible en Allemagne, au Japon et en France. Conformément à la politique d'assainissement budgétaire, les emprunts du secteur public ont continué à se contracter, en particulier au Japon, en Allemagne et au Royaume-Uni, bien que dans ce dernier cas la réduction ait été facilitée par la cession d'actifs du secteur public. En Europe et au Japon, du fait de la modération dont a fait preuve le secteur public, l'accroissement de la demande de crédit du secteur privé a pu être satisfait sans que cela se traduise par un développement exceptionnel de l'activité nette sur les marchés des capitaux. Des contrastes sont donc apparus entre ces pays et les Etats-Unis en ce qui concerne la vigueur relative des emprunts du secteur public et des entreprises, alors que la croissance des emprunts du secteur des ménages n'a été d'une ampleur comparable qu'au Royaume-Uni.

En résumé, l'année 1985 et le début de l'année 1986 ont été caractérisés par un recul considérable des taux d'intérêt du marché et par une vive progression des cours des actions. Dans un certain nombre de pays, notamment aux Etats-Unis et au Canada, les emprunteurs nationaux non financiers ont intensifié leurs appels de fonds en pourcentage du PNB. Si cette activité peut être généralement liée au cycle économique, les déséquilibres épargne/investissement, analysés précédemment, se sont également manifestés pendant sous la forme d'une abondante collecte de fonds, par rapport au PNB, de la part des gouvernements américain et canadien, et d'un gonflement assez prononcé des emprunts des ménages.

Expansion des opérations sur titres et rôle des investisseurs institutionnels

Les opérations sur titres ont connu, l'an dernier, une vive expansion sur les marchés nationaux et internationaux. Aux Etats-Unis, au Japon, en Allemagne et en France, les nouvelles émissions brutes d'obligations classiques et d'instruments analogues ont été plus élevées en 1985 que durant ces dernières années (voir tableau ci-après). En termes nets, également, l'accroissement des émissions de titres a été très marqué au cours des années récentes (voir tableau de la page 85). Sur l'euromarché, les obligations et autres formes d'instruments négociables supplantent depuis 1982 les prêts bancaires consortiaux. Dernièrement, on a constaté une rapide augmentation de l'encours des euro-effets, même si leur montant total est encore relativement faible. Le développement de l'activité ne s'est pas limité aux émissions, le volume des transactions sur les marchés secondaires s'étant, lui aussi, fortement renforcé. De plus, des changements de caractère administratif opérés dans divers pays ont ouvert la voie à la croissance future des opérations sur titres. Au Japon, en Allemagne, en France et aux Pays-Bas, de nouveaux instruments négociables ont été autorisés. L'assouplissement

Emissions brutes d'obligations

Pays et rubriques	1980	1981	1982	1983	1984	1985
	en % du PNB					
Etats-Unis						
Etat	5,4	5,4	6,7	7,9	8,7	9,4
Sociétés non financières	2,8	2,2	2,9	3,2	4,2	7,0
Institutions financières	1,7	1,8	2,2	1,7	1,9	2,4 ¹
Reste du monde	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Total	10,0	9,5	11,9	12,8	14,9	18,9
Japon						
Etat	6,8	7,0	6,8	8,7	7,3	7,5
Sociétés non financières	2,1	2,4	2,6	2,8	3,2	3,5 ¹
Institutions financières	6,2	5,9	6,7	7,2	7,1	7,9
Reste du monde	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5
Total	15,3	15,6	16,3	19,0	18,0	19,4
Allemagne fédérale						
Etat	1,5	1,7	2,6	2,6	2,6	3,1
Sociétés non financières	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4
Institutions financières ²	9,5	11,8	12,5	13,8	12,9	14,7 ¹
Reste du monde	0,4	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3
Total	11,8	13,9	15,7	16,9	16,2	18,4
France						
Etat	1,6	0,9	1,3	1,6	2,3	2,5
Sociétés non financières	0,5	0,4	0,8	0,8	0,7	0,7
Institutions financières	1,9	2,1	2,2	2,5	2,6	3,3
Reste du monde	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Total	4,0	3,4	4,3	4,9	5,6	6,6
Royaume-Uni						
Etat	6,9	5,3	4,1	5,2	4,6	4,4
Sociétés non financières	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,3
Institutions financières	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Reste du monde	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,2
Total	7,0	5,6	4,5	5,6	5,0	4,9

¹ Estimations. ² Comprend les bons d'épargne.

Source: OCDE, Statistiques financières mensuelles.

des restrictions sur la concurrence en matière de placement et de négociation de titres a été annoncé ou appliqué au Royaume-Uni, aux Pays-Bas et en France, et des marchés à terme d'instruments financiers ont été créés au Japon et en France.

Une partie de l'expansion de l'activité sur les marchés boursiers, l'an dernier, a revêtu un caractère conjoncturel, mais elle peut également s'expliquer, dans une large mesure, par des modifications fondamentales du fonctionnement du système financier. Pour une vaste gamme d'emprunteurs, du fait de l'innovation financière, l'émission de titres négociables se substitue avantageusement au crédit bancaire. Certains emprunteurs bénéficiant d'une bonne cote de crédit ont pu se procurer des fonds à des taux inférieurs à ceux que les banques paient en moyenne sur le marché interbancaire. C'est particulièrement vrai sur l'euro-marché, où les euro-effets de première qualité ont été émis de plus en plus fréquemment sans engagement de garantie et à des taux se situant au-dessous du LIBOR.

Le développement des émissions de titres s'est trouvé facilité par la « désagrégation » des contrats de financement et par la tendance des banques à appliquer des commissions directement liées aux services de caisse et financiers. Les émetteurs de premier ordre trouvent plus simple de s'adresser à leurs bailleurs de fonds habituels pour bénéficier de ces services de caisse et de services financiers autres que le crédit et de se procurer des ressources en leur nom propre, sans garanties. Les emprunteurs de deuxième catégorie recourent également de plus en plus aux marchés des titres, mais dans ce cas une garantie ou une ligne de crédit bancaire s'avère souvent utile, voire indispensable. L'octroi de lignes de crédit de substitution permet alors aux banques de demander une commission directe pour l'information qu'elles rassemblent dans le cadre de leur activité d'appréciation du crédit et de la solvabilité de la clientèle.

Les swaps représentent une autre forme d'activité hors bilan qui a stimulé l'expansion des marchés boursiers. Ils permettent à un émetteur bénéficiant d'un avantage relatif dans un secteur précis du marché d'échanger les paiements d'intérêts ou le libellé du numéraire d'un contrat de dette donné avec une contrepartie qui possède un avantage relatif dans un autre compartiment du marché. La technique des swaps implique que l'émission de l'instrument n'est pas conditionnée par les besoins d'un émetteur pour des fonds d'un type particulier. Les indications recueillies auprès des opérateurs donnent à penser que le récent essor des émissions d'obligations classiques peut être attribué de façon significative aux swaps, même si la baisse des taux d'intérêt a joué un rôle important à cet égard.

Les banques ont aussi directement contribué au développement des titres et autres instruments analogues en émettant des titres de dette – bons d'épargne, obligations à moyen et long terme, certificats de dépôt négociables – qui s'apparentent davantage à des valeurs réalisables sur le marché qu'à des dépôts à terme traditionnels. Il convient de noter que cette évolution s'est même produite dans des pays comme l'Allemagne et le Japon, où le rythme des modifications des bilans des banques a été plus modéré qu'ailleurs et où certaines banques financent depuis longtemps leurs activités par des émissions d'obligations.

Ressources collectées par les banques sur les marchés des titres*

Pays	1966-72	1973-79	1980	1981	1982	1983	1984	1985
	en % du total des ressources							
Etats-Unis	12,3	23,6	28,6	30,6	29,9	25,1	24,1	23,6
Japon	8,3	11,7	11,3	10,6	11,7	12,3	13,2	14,3
Allemagne fédérale	15,2	18,4	18,8	20,2	22,8	23,0	24,4	24,5
Royaume-Uni		8,1	8,8	11,1	12,2	12,7	12,0	10,1

* Les ressources collectées par les banques sur les marchés des titres incluent les prises en pension, les fonds fédéraux et les gros dépôts à terme du secteur non bancaire dans le cas des Etats-Unis, les certificats de dépôt et les obligations bancaires dans le cas du Japon, les obligations évaluées aux cours du marché dans le cas de l'Allemagne et les certificats de dépôt en toutes monnaies dans le cas du Royaume-Uni. Pour ce dernier pays, les données ne sont disponibles qu'à partir de 1975.

Sources: données et définitions nationales.

Dans un certain nombre de cas, les nouveaux instruments doivent leur existence ou leur expansion à la nature des réglementations en vigueur et à leur caractère relativement restrictif. Au Japon, le volume des certificats de dépôt négociables de montant nominal élevé s'est accru parce que leur rémunération est libre et que les restrictions appliquées à leur émission et à leur négociation ont été assouplies. Dans certains pays, les émissions d'obligations bancaires à moyen et long terme se sont développées, car les banques ont eu la possibilité d'inclure la dette subordonnée, qui s'apparente à maints égards à des instruments du marché monétaire, dans les fonds propres minimums. En Italie, la suppression des entraves juridiques au fonctionnement, au niveau national, des fonds communs de placement a été à l'origine de leur rapide expansion en 1985 et 1986 et a favorisé l'essor des marchés boursiers.

Evolution du rôle des diverses institutions financières

Malgré la forte expansion des nouvelles émissions de valeurs mobilières et d'instruments analogues, la détention directe de créances financières (obligations et actions) n'a pas gagné en importance. La part des dépôts traditionnels dans le portefeuille d'actifs financiers des secteurs des ménages et des entreprises a diminué dans un certain nombre de grands pays. Cette régression a toutefois été compensée par l'augmentation des créances des ménages sur les caisses de retraite, les compagnies d'assurance-vie, les fonds communs de placement et autres types d'intermédiaires désignés généralement par le terme d'investisseurs institutionnels, qui détiennent une part substantielle de leurs avoirs sous forme de titres (voir tableau de la page 78).

L'évolution de l'importance relative des établissements collectant des dépôts et des investisseurs institutionnels révèle un changement dans la localisation de l'intermédiation financière, ainsi que dans le montant et le type de risque supporté par ces deux catégories d'institutions. Les investisseurs institutionnels assurent dans une certaine mesure la mise en commun des risques et la transformation financière qui incombaient auparavant aux banques. Les actifs et passifs bancaires s'apparentent de plus en plus à des titres puisqu'ils sont, pour une part croissante, négociables. En outre, les banques sont à présent

mieux à même de gérer les risques de taux d'intérêt, de change et de trésorerie, grâce à l'apparition d'instruments financiers nouveaux, tels que les swaps, les contrats à terme d'instruments financiers et les options. Si de telles méthodes rendent la gestion directe du risque-crédit moins aisée, elles peuvent cependant s'avérer utiles lorsqu'elles sont employées de manière indirecte. Les banques ont, par exemple, la possibilité de se prémunir contre des risques-crédit plus élevés en atténuant les disparités entre taux d'intérêt, monnaies ou échéances.

La forte demande de valeurs mobilières, attribuable dans une large mesure à l'importance croissante des investisseurs institutionnels, et la rémunération plus clairement établie des services de caisse permettent aux banques d'augmenter leurs revenus de commissions et de diversifier leurs sources de recettes. Dans le même temps, la stagnation de la demande de prêts bancaires de la part de la clientèle de premier rang et l'âpreté de la concurrence dans la collecte des dépôts ont freiné, ces dernières années, la croissance des revenus d'intérêts. Ainsi, le ratio des diverses commissions bancaires aux recettes d'intérêts nettes des banques s'est généralement accru aux Etats-Unis, en Allemagne, au Royaume-Uni et en Italie.

Parallèlement à ces modifications de la nature de l'activité bancaire, la concurrence s'est intensifiée du fait de la convergence des diverses catégories d'opérations et des fonctions assumées sur le marché par les établissements de dépôts et les investisseurs institutionnels. Dans les pays où les activités de collecte de fonds et de transactions sur titres sont différenciées par la loi (Etats-Unis et Japon) ou par la coutume (Royaume-Uni), la concurrence et la convergence sont apparues dans le domaine de l'émission et de la négociation de titres ou de la gestion de patrimoine. Sur les marchés internationaux, la distinction entre banques et maisons de titres s'est estompée encore plus rapidement que sur les marchés nationaux. Ces deux catégories d'institutions jouent à présent un rôle important sur l'euromarché, quelles que soient les limitations qui leur sont imposées au plan national.

Devant la convergence des activités conduites par des institutions différentes, les restrictions qui en entravaient l'exercice ont été atténuées. C'est ainsi que les réglementations des taux d'intérêt et les limitations appliquées à l'expansion du crédit ont été généralement assouplies ou supprimées. La France et le Japon sont les seuls grands pays industriels où des réglementations de taux d'intérêt continuent d'être imposées à toute une gamme de comptes de dépôt; cependant, même dans ces pays, certains taux ont été libéralisés, soit par l'assouplissement des restrictions en vigueur, soit par l'autorisation d'émettre de nouveaux instruments financiers non réglementés. De la même façon, l'encadrement des prêts bancaires ou le plafonnement de l'expansion du crédit n'occupent plus une place aussi importante dans la politique monétaire, bien que parfois certains pays les trouvent encore utiles (voir Chapitre VI).

Une question, en revanche, figure à présent au premier plan des préoccupations; elle concerne les catégories de créances financières pouvant être créées et la nature des diverses activités permises aux banques et aux autres institutions. L'an dernier, plusieurs pays ont sensiblement modifié la réglementation

des autorisations d'émission de créances financières. En juin 1985, un marché d'acceptations bancaires libellées en yens a été mis en place au Japon. En décembre 1985, la Deutsche Bundesbank a décidé d'assouplir sa position sur les émissions, par les banques domiciliées en Allemagne, de certificats de dépôt en deutsche marks négociables et de les assujettir à des réserves obligatoires, à compter de mai 1986, dans la mesure où leur échéance est inférieure à deux ans. Les banques allemandes ont également été autorisées à exercer les fonctions de chef de file d'émissions en deutsche marks d'obligations à coupon zéro, d'effets à taux variable et d'autres instruments habituellement utilisés sur les marchés financiers internationaux. Des mesures analogues ont été prises aux Pays-Bas et, dans ce pays et au Royaume-Uni, les autorités ont permis d'émettre du papier commercial.

En ce qui concerne la gamme des nouveaux produits, les réformes réglementaires les plus importantes ont eu lieu en France. En mars 1985, les banques ont été autorisées à émettre des certificats de dépôt dont l'échéance peut à présent aller de six mois à sept ans. Les entreprises ont reçu pouvoir d'émettre des billets de trésorerie à partir du début de 1986, à condition d'obtenir au préalable une ligne de crédit de substitution d'une institution financière. En décembre 1985, les entreprises et les particuliers ont été habilités à acquérir des bons du Trésor, qui ne pouvaient être achetés auparavant que par des banques ou certains investisseurs. Cependant, les restrictions encore en vigueur freinent l'expansion du volume effectif des nouveaux produits. Il s'agit surtout de celles qui concernent les échéances et de l'imposition à tous ces instruments de montants unitaires minimaux de FF 5 millions.

S'agissant des contraintes auxquelles sont soumises les activités des banques, les deux questions qui reviennent le plus souvent concernent les restrictions relatives aux opérations sur titres et celles qui limitent leur extension géographique; au niveau national, ces dernières n'ont toutefois de l'importance qu'aux Etats-Unis. En fait, dans ce pays, les dispositions réglementaires régissant l'activité bancaire entre les Etats sont devenues moins contraignantes pour deux raisons: d'une part, le développement des banques «à service limité» ou «non bancaires», qui soit acceptent des dépôts, soit accordent des prêts commerciaux; d'autre part, les décisions prises par certains Etats d'autoriser l'implantation de banques d'autres Etats, souvent dans un premier temps sur une base régionale. L'expansion géographique peut procurer des avantages tant aux diverses institutions qu'à l'ensemble du système financier. Elle facilite généralement les diversifications de portefeuille et peut permettre à une institution de se doter d'une base plus large de dépôts stables de faible montant. L'exercice d'activités plus diversifiées sur une zone plus vaste exige cependant beaucoup des systèmes de contrôle et de gestion internes d'une institution.

Les banques s'intéressent de plus en plus aux opérations sur titres parce que les activités de courtage et de garantie, lorsqu'elles sont autorisées, leur procurent des revenus de commissions. Ces opérations permettent aux banques de diversifier leurs sources de recettes et sont moins contraignantes sous l'angle des fonds propres qu'un accroissement des prêts. Avec l'assouplissement des entraves administratives sur cette activité à l'intérieur des pays et entre eux, les

taxes sur les opérations sur titres représentent alors une proportion plus grande des coûts des transactions. Le régime fiscal qui leur est appliqué entre dès lors pour une part plus importante dans la détermination du volume traité sur les différents marchés. Les institutions financières se font depuis quelque temps plus pressantes pour exiger la réduction ou la suppression de ces taxes.

Stabilité financière: problèmes récents

Dans un contexte de changements structurels continus sur les marchés des capitaux, 1985 a été une année de contrastes en ce qui concerne l'évolution de l'activité bancaire. De nombreuses banques internationales ont poursuivi le processus de consolidation de leurs positions imposé par la crise d'endettement de 1982, tandis que quelques banques et autres institutions financières, surtout en Amérique du Nord, fortement engagées envers certains secteurs de leur propre économie, se sont trouvées aux prises avec des problèmes de qualité d'actifs.

En ce qui concerne tout d'abord ces problèmes qualitatifs, ils ont été dus à l'interaction de plusieurs facteurs, notamment les ajustements liés à la désinflation, les amples fluctuations des taux de change et les modifications importantes des prix relatifs des biens exposés à la concurrence internationale. Aux États-Unis, la faiblesse des secteurs de l'agriculture et de l'énergie s'est reflétée dans les résultats de certaines institutions qui participent au financement desdits secteurs. Pour l'agriculture américaine, 1985 a été une nouvelle année de stagnation des revenus. Cette situation a posé des problèmes permanents pour le service d'une partie substantielle de la dette agricole américaine; on estime qu'un tiers des producteurs à plein temps des exploitations agricoles de dimension commerciale ont été confrontés à des difficultés financières l'an dernier. Les banques de dépôt des États-Unis détenaient en tant que groupe environ 20% du montant total de l'endettement agricole. L'affaiblissement de la position financière de divers exploitants américains a provoqué la faillite d'un certain nombre de banques agricoles; les problèmes de ces dernières ont été amplifiés par la nouvelle érosion de la valeur des garanties des prêts à l'agriculture, consécutive à la poursuite de la baisse de valeur des terrains agricoles.

La faiblesse récente des prix pétroliers a contribué à la détérioration des conditions économiques dans des compartiments du secteur énergétique américain et dans le Sud-Ouest du pays. La valeur des investissements affectés à la recherche et au forage pétroliers, ainsi qu'à la fourniture de services liés au pétrole, a continué de se réduire l'an dernier. En outre, le taux d'inoccupation des bâtiments à usage commercial dans plusieurs villes de l'Ouest et du Sud-Ouest des États-Unis atteint à présent jusqu'à 25%. Ces évolutions ont posé des problèmes à un certain nombre de banques situées dans ces régions, qui détiennent des portefeuilles de prêts à forte concentration régionale.

L'économie de l'Ouest canadien est, elle aussi, très tributaire de l'énergie. Le ralentissement de l'activité économique dans les provinces de cette région après 1982 a été aggravé par la chute des prix pétroliers, qui a eu des répercussions néfastes sur les portefeuilles de prêts de certaines banques de cette zone.

Deux petits établissements soumis à ce genre de difficultés ont dû être fermés l'an dernier, et l'on a ainsi enregistré les premières faillites de banques de dépôt au Canada depuis les années vingt. D'autres petites banques financièrement saines ont connu quelques difficultés passagères de financement, lorsque de gros déposants ont transféré leurs dépôts à des banques plus grandes. Quoi qu'il en soit, ces problèmes n'ont en aucun cas menacé la stabilité globale du système financier canadien.

La forte baisse récente des taux d'intérêt à plus long terme aux Etats-Unis va sans doute atténuer dans une certaine mesure la charge du service de la dette des secteurs de l'agriculture et de l'énergie. De surcroît, le recul du dollar EU devrait améliorer les possibilités d'exportation de l'agriculture américaine. Ces secteurs connaissent cependant des problèmes qui ne sont pas seulement conjoncturels, mais dépendent de la modification des perspectives économiques à long terme de l'agriculture et des industries fondées sur l'énergie en Amérique du Nord et ailleurs.

Les difficultés économiques sur les marchés des matières premières ont posé des problèmes à certaines banques de dépôt hors d'Amérique du Nord. L'arrêt des opérations sur l'étain à la Bourse des métaux de Londres, résultant de la faiblesse tendancielle de la demande de ce métal, a occasionné des risques de pertes pour les banques qui avaient assuré le financement d'un plan de stabilisation des prix élaboré par le Conseil international de l'étain, ainsi que pour d'autres opérateurs du marché. La réduction de l'activité dans les transports maritimes internationaux a mis en difficulté les industries maritimes et la construction navale ainsi que certaines banques, particulièrement en Asie, qui avaient financé ces industries.

Hors d'Amérique du Nord, certaines institutions ont également connu des problèmes touchant leurs portefeuilles de prêts immobiliers. Ainsi, l'industrie de la construction aux Pays-Bas a enregistré une baisse notable de son activité, qui s'était déjà amorcée lors de la récession du début des années quatre-vingt. La construction commerciale, en particulier, a été durement touchée et ne s'est pas encore redressée. Cette situation a fait naître des difficultés pour certaines institutions de crédit hypothécaire de ce pays.

S'il est fort probable que les banques de certains pays continueront à être affectées par des problèmes sectoriels — la récente baisse brutale des prix pétroliers n'ayant pas encore fait sentir pleinement ses effets — le système bancaire international dans son ensemble a fait la preuve en 1985 de sa capacité de résistance, en parvenant encore à renforcer remarquablement ses ressources. Dans la plupart des pays développés, les banques ont amélioré sensiblement leurs résultats, grâce en partie à la baisse des taux d'intérêt mais également à d'autres facteurs, et surtout aux niveaux élevés de leurs revenus de commissions. Ce renforcement des bénéfices leur a permis d'accroître fortement leurs fonds propres et de constituer des provisions supplémentaires pour couvrir leurs pertes éventuelles sur prêts. L'envolée des marchés boursiers, par le biais de l'accroissement de la valeur boursière du capital social des banques, a accéléré l'annonce, de la part de nombreuses grandes banques européennes, de nouvelles émissions

d'actions. En outre, les grandes banques de pays tels que le Royaume-Uni et les Etats-Unis, qui autorisent l'inclusion de la dette subordonnée dans le capital aux fins de la surveillance bancaire, ont continué à renforcer leurs positions par l'émission de titres de dette à durée indéterminée ou d'autres formes de capitaux empruntés. Cette amélioration de la rentabilité des banques, de leurs structures financières et de leurs provisions pour pertes sur prêts est particulièrement bienvenue dans le contexte de rapides mutations de la nature et de la structure de l'activité bancaire.

Innovation financière et stabilité du système: un défi pour le contrôle bancaire

Depuis le début des années quatre-vingt, les responsables du contrôle des institutions financières et de la régulation des marchés se sont trouvés confrontés à deux tâches principales: la première, qui remonte à la même époque, était liée aux politiques désinflationnistes mises en œuvre par les pays industriels après le second choc pétrolier; la seconde, plus récente, concerne le problème posé par l'innovation financière – qu'il s'agisse de la prolifération des nouveaux instruments financiers ou des modifications de structure des marchés des capitaux – pour la conception et la mise en œuvre du contrôle des banques et des autres institutions financières. Dans un environnement financier de plus en plus intégré, ces deux tâches comportent des aspects internationaux et nationaux.

Le premier problème a atteint son paroxysme avec l'éclatement de la crise d'endettement international en 1982, et la réaction des autorités de contrôle bancaire a surtout porté sur l'adoption de mesures destinées à accroître la capacité des banques de faire face à des pertes. Le renforcement généralisé, l'an dernier, des fonds propres des banques et des réserves constituées sur les prêts internationaux douteux a représenté une nouvelle étape d'un processus amorcé au début des années quatre-vingt, et dans lequel les autorités de contrôle bancaire ont joué un rôle important. Les mesures prises par les banques, souvent sur la base de directives ou de recommandations de leurs autorités de contrôle, ont été différentes d'un pays à l'autre. Dans certains, l'accent a été mis sur l'augmentation des ressources propres, dans d'autres sur la constitution de provisions. Ces divers moyens ont fortement contribué à renforcer les bilans des principales banques internationales. Dans de nombreux cas, toutefois, ces efforts devront être poursuivis en tenant compte des perspectives d'évolution incertaines dans quelques secteurs d'activité interne et de la situation de divers pays débiteurs.

Le défi posé par l'innovation financière tient notamment à l'expansion trop rapide des activités hors bilan des banques, examinées pour certaines dans ce chapitre. En principe, les risques liés à l'utilisation de ces nouveaux instruments financiers ne sont pas différents de ceux que comporte l'activité bancaire traditionnelle; en fait, l'explosion de nouvelles formes d'opérations hors bilan a constitué dans une certaine mesure une réaction des banques au relèvement, ces dernières années, des ratios fonds propres/total des actifs.

Vis-à-vis de ces nouvelles activités hors bilan, la tâche des autorités de contrôle bancaire peut se résumer en quatre points: veiller à ce que les propres systèmes internes de contrôle des banques les couvrent de manière adéquate; adapter les comptes publiés des banques de manière à les intégrer; modifier les systèmes prudentiels de déclaration des banques de façon à les prendre en compte; les inclure, sous une forme appropriée, dans les systèmes de contrôle bancaire. Sur ce dernier point, les autorités d'un certain nombre de grands pays développés — notamment l'Allemagne, les Etats-Unis, le Japon, les Pays-Bas et le Royaume-Uni — ont étendu, ou se proposent d'étendre, les normes de fonds propres aux facilités d'émission d'effets (NIF) et aux diverses formes d'engagement de soutien irrévocable ainsi que, dans certains cas, à d'autres nouvelles techniques hors bilan mises au point par les banques.

Les autres grands problèmes posés aux autorités de contrôle bancaire par la vague récente d'innovations financières tiennent au démantèlement des barrières qui, jusqu'à présent, séparaient dans de nombreux pays l'activité bancaire des transactions sur titres et autres catégories d'opérations financières. Quelles sont, par exemple, les implications pour les responsables du contrôle bancaire de la participation de certaines banques à des conglomérats financiers plus importants? Et, lorsque des éléments différents de ces groupes sont placés sous le contrôle d'autorités différentes, comment ces autorités doivent-elles coordonner leur action? La convergence des activités des fournisseurs de services financiers différents doit être complétée par une approche moins compartimentée du contrôle prudentiel.

Les aspects internationaux de ces problèmes sont tout aussi importants que leurs aspects nationaux. Avec des systèmes financiers nationaux plus étroitement imbriqués que jamais, l'absence de coordination des politiques nationales de contrôle incite l'activité bancaire et les autres formes d'opérations financières à se tourner vers les centres moins réglementés, ce qui se traduit par une augmentation des risques encourus et peut, à plus long terme, nuire à l'efficacité et à la stabilité du système financier. Dans le même temps, d'importantes disparités dans les traditions nationales de l'activité et du contrôle bancaires se perpétuent, et coexistent dans certains cas avec des différences dans les restrictions juridiques limitant les possibilités des institutions financières. Il importe donc aux autorités de contrôle bancaire de coordonner leur action à l'échelle internationale, en s'efforçant d'atteindre des objectifs identiques dans le cadre de structures nationales différentes.

Le renforcement des fonds propres des banques ces dernières années s'est effectué, dans une certaine mesure, de manière coordonnée. Les pays du Groupe des Dix étaient convenus, au début des années quatre-vingt, de la nécessité d'interrompre et, si possible, d'inverser l'érosion des fonds propres des banques enregistrée depuis la fin des années soixante-dix. Plus récemment, ils ont accompli des progrès dans la coordination des méthodes de mesure, dans les divers pays, du niveau des fonds propres. Cependant, les normes minimums de fonds propres et la solidité réelle du capital des banques demeurent encore assez différentes d'un pays à l'autre, ce qui constitue une anomalie dans l'environnement financier actuel de plus en plus intégré.

Le contrôle prudentiel des nouvelles activités bancaires hors bilan se trouve encore à un stade de développement initial. C'est la raison pour laquelle la coordination internationale dans ce domaine devrait théoriquement poser moins de problèmes que lorsque des différences existent depuis longtemps dans les pratiques nationales. En ce qui concerne les aspects internationaux de la surveillance des nouveaux conglomerats financiers, une question au moins concerne, à l'évidence, le contrôle de parties différentes de ces institutions implantées dans des pays différents.

Les problèmes qui se posent aujourd'hui aux autorités de surveillance ne devraient pas masquer le fait que la responsabilité de la santé des institutions financières revient en premier lieu aux dirigeants de ces institutions. En fait, leur responsabilité est d'autant plus grande qu'ils bénéficient d'une liberté de concurrence accrue à l'échelle nationale et internationale sur des marchés de capitaux très diversifiés et qu'ils sont soumis à moins de restrictions pour les opérations qu'ils peuvent effectuer et les instruments qu'ils peuvent utiliser. Il incombe aux autorités de contrôle d'établir un cadre, adapté à l'environnement financier intégré d'aujourd'hui, qui définisse l'exercice de ces responsabilités.

V. MARCHÉS INTERNATIONAUX DES CAPITAUX

Faits saillants

L'activité sur les marchés internationaux des capitaux a connu une rapide expansion en 1985, sous l'effet de divers facteurs: baisse tendancielle des taux d'intérêt, déséquilibres élevés de l'épargne internationale et intense mouvement de déréglementation et d'innovation financière. Le volume total des nouvelles facilités conclues sur les marchés des émissions internationales à court et à long terme a enregistré une progression considérable, de plus des deux tiers. Même les agrégats bruts de l'activité bancaire internationale ont sensiblement augmenté, après deux années de croissance lente. Alors que le volume des prêts consortiaux des eurobanques a continué de diminuer, en raison de la réticence persistante des banques à accroître leurs engagements sur un très grand nombre de pays lourdement endettés et de la préférence des emprunteurs de premier rang pour les marchés des titres, les banques ont maintenu leur part des flux de crédits internationaux en renforçant de manière spectaculaire leur présence sur les marchés d'émissions, non seulement en tant qu'intermédiaires mais également comme emprunteurs et investisseurs.

Les chiffres bruts des divers secteurs de marché surestiment toutefois fortement le volume effectif des nouveaux crédits acheminés l'an dernier par les marchés internationaux des capitaux, en raison de l'ampleur considérable des opérations de refinancement et de l'importance sensiblement accrue des banques en tant qu'acquéreurs et émetteurs de titres. En termes nets des refinancements, chevauchements et duplications d'écritures, on peut estimer que le crédit international a augmenté de quelque 10% en 1985, ce qui correspond plus ou moins aux taux internes d'expansion du crédit.

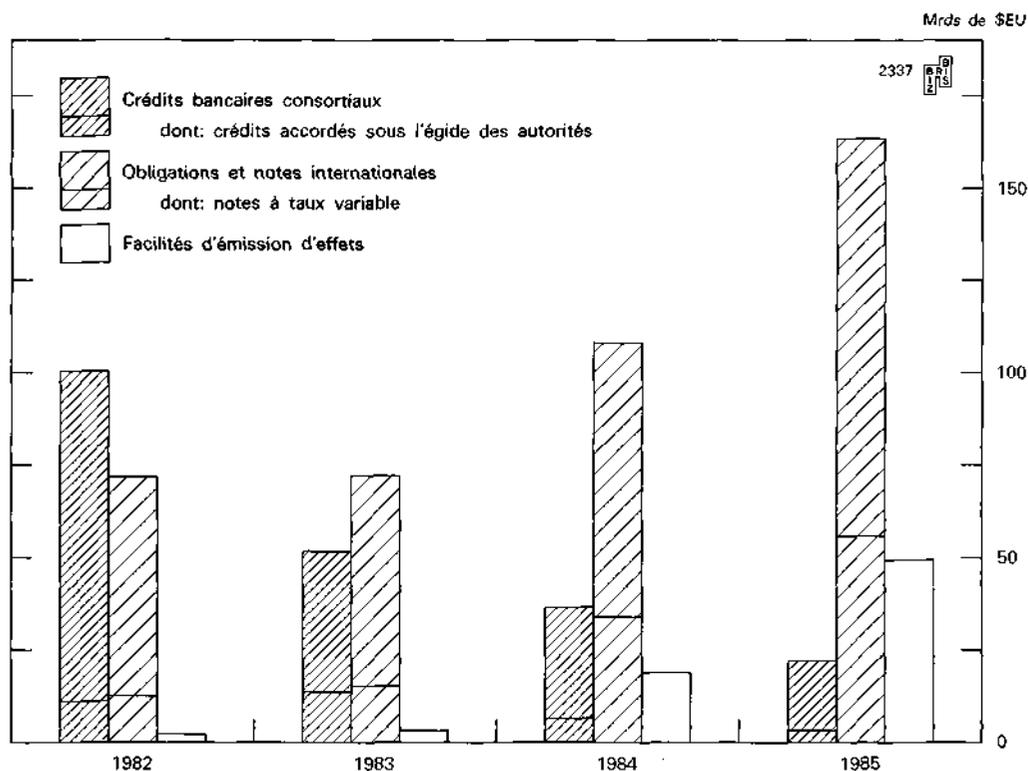
Du point de vue de la situation de l'endettement international, l'évolution en 1985 n'a pas été totalement satisfaisante. Les pays lourdement endettés d'Amérique latine et de certaines autres parties du monde n'ont pas, dans l'ensemble, accompli des progrès suffisants pour rétablir leur crédit et bénéficier ainsi du climat favorable sur les marchés internationaux des capitaux; ils ont donc encore été contraints de réaliser d'importants excédents commerciaux pour financer les paiements du service de leurs dettes. Malgré le répit substantiel procuré par la baisse des taux d'intérêt, la nouvelle détérioration de la situation du commerce international — contraction de la croissance des exportations, baisse des cours des matières premières et effondrement des prix pétroliers — a affecté l'activité économique de plusieurs de ces pays. C'est dans ce contexte que la nouvelle stratégie sur l'endettement proposée par le Secrétaire américain au Trésor, et destinée à désamorcer progressivement la crise d'endettement international au moyen d'une réforme structurelle et d'une reprise de l'expansion économique dans les pays débiteurs, a apporté quelques lueurs d'espoir. Le succès de cette stratégie dépendra toutefois non seulement de la coopération pleine et entière des pays débiteurs et des banques commerciales ainsi que de

l'intensification de l'aide financière des institutions internationales de développement, mais aussi d'une croissance économique suffisante et d'une ouverture des pays industriels eux-mêmes aux exportations des pays en développement.

Vue d'ensemble

1985 a été une année de vive activité et de changements structurels rapides sur les marchés internationaux des capitaux. Les émissions d'obligations internationales ont augmenté de plus de moitié, tandis que le volume des nouvelles facilités à moyen terme mises sur pied pour l'émission d'europapiers à court terme (NIF) a dépassé de plus de deux fois et demie son niveau de 1984. Par voie de conséquence, le montant cumulé des nouvelles facilités annoncées sur les marchés internationaux des titres à court et à long terme a progressé de \$127 milliards en 1984 à \$213 milliards l'an dernier, soit un quasi-triplement par rapport au chiffre enregistré deux ans auparavant. L'activité bancaire internationale, après deux années de croissance lente, s'est également accélérée, malgré la poursuite de la contraction du secteur des prêts consortiaux, et, à la fin de 1985, les avoirs extérieurs des banques déclarantes, en dollars constants, dépassaient de \$222 milliards, soit de près de 10%, leur niveau de la fin de 1984.

Tendances des marchés internationaux des capitaux, 1982-85*



* Chiffres établis à partir de données de la Banque d'Angleterre, enregistrées selon la date d'annonce.

Ces chiffres bruts des divers secteurs du marché surestiment cependant l'expansion réelle des flux de crédits internationaux l'an dernier. Tout d'abord, le mouvement de baisse des taux d'intérêt, la réduction continue des marges appliquées à la clientèle de premier rang et l'apparition de nouveaux instruments mieux adaptés aux besoins des divers groupes d'emprunteurs ont entraîné une vague d'opérations de refinancement. Sur les marchés des obligations internationales, par exemple, on peut estimer que le montant des rachats et amortissements est passé de quelque \$25 milliards en 1984 à \$39 milliards, ce qui représente près de trois fois leur niveau de 1982. En outre, une très large proportion (\$125 milliards) des nouvelles émissions nettes, en particulier celles qui

**Prêts sur les marchés internationaux (estimations corrigées des duplications d'écritures):
variations des créances extérieures des banques déclarantes de la BRI et des émissions
internationales de titres**

	Flux corrigés de l'évolution des taux de change ¹						Stocks à fin 1985
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	
	en milliards de dollars EU						
Montant total des prêts internationaux des banques déclarantes ²	241,1	264,8	180,5	103,7	122,7	221,5	2.512,7
moins: duplications d'écritures résultant des dépôts successifs entre banques déclarantes	81,1	99,8	85,5	18,7	32,7	121,5	1.032,7
A = Prêts bancaires internationaux (chiffres nets)³	160,0	165,0	95,0	85,0	90,0	100,0	1.480,0
Emissions d'euro-obligations et d'obligations étrangères	39,4	44,0	71,7	72,1	108,1	163,6	.
moins: amortissements et rachats	11,4	12,0	13,2	14,1	25,1	38,6	.
B = Financements sous forme d'obligations internationales (chiffres nets)	28,0	32,0	58,5	58,0	83,0	125,0	550,0
C (A + B) = Montant total des financements sous forme de prêts bancaires et d'obligations	188,0	197,0	153,5	143,0	173,0	225,0	2.030,0
moins: duplications d'écritures ⁴	8,0	7,0	8,5	13,0	28,0	55,0	130,0
D = Montant total net des financements sous forme de prêts bancaires et d'obligations	180,0	190,0	145,0	130,0	145,0	170,0	1.900,0

¹ Les crédits bancaires en devises autres que le dollar sont convertis en dollars à taux de change constants en fin de trimestre, les obligations libellées en monnaies autres que le dollar le sont aux taux en vigueur à la date de l'annonce.
² Jusqu'en 1983, la zone déclarante comprenait les banques situées dans les pays du Groupe des Dix, au Luxembourg, en Autriche, au Danemark et en Irlande, plus les succursales offshore des banques américaines sises aux Bahamas, aux îles Caïmans, au Panama, à Hong Kong et à Singapour. A compter de 1984, elle inclut en outre l'Espagne, la Finlande et la Norvège ainsi que les banques non américaines exerçant une activité internationale aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Hong Kong et à Singapour, tous les établissements offshore à Bahreïn et toutes les banques offshore opérant aux Antilles néerlandaises.
³ En plus des créances directes sur les utilisateurs finals, ces estimations couvrent un certain nombre de positions interbancaires: premièrement, des créances sur des banques sises à l'extérieur de la zone déclarante, car on admet que ces banques «périphériques» n'empruntent pas, dans la plupart des cas, les fonds à des banques situées dans les centres financiers en vue de les redéposer simplement auprès d'autres banques de ces mêmes centres; deuxièmement, des créances sur des banques à l'intérieur de la zone déclarante, dans la mesure où ces banques convertissent les fonds en monnaie nationale et/ou les utilisent pour octroyer directement des prêts en monnaies étrangères à des clients nationaux; troisièmement, une grande partie des créances en monnaies étrangères sur des banques établies dans le pays d'émission de la monnaie concernée, par exemple, des créances en dollars de banques londoniennes sur des banques situées aux Etats-Unis; là encore, on suppose que les banques emprunteuses se procurent les fonds essentiellement à des fins nationales et non pour les reprêter à l'étranger; une déduction est toutefois opérée pour tenir compte des fonds de roulement et autres postes semblables.
⁴ Obligations souscrites par les banques déclarantes, dans la mesure où elles figurent dans les statistiques bancaires comme créances sur des non-résidents; obligations émises par les banques déclarantes afin surtout d'étayer leurs activités internationales de prêt.

sont assorties de taux d'intérêt variables, s'est substituée à des crédits bancaires ou autres facilités en cours. Il en a été de même pour une part importante des nouvelles facilités d'émission d'effets et prêts bancaires consortiaux.

Deuxièmement, il apparaît qu'un montant limité seulement — environ 20% — du volume de quelque \$75 milliards des facilités d'émission d'effets conclues à fin 1985 a pour l'instant été mobilisé, alors qu'une partie substantielle sert uniquement à appuyer l'émission d'autres types de facilités de crédit. Troisièmement, l'accélération de la croissance des agrégats bancaires internationaux l'an dernier a été due, en grande partie, à l'expansion rapide du marché interbancaire au sein de la zone déclarante. En termes nets des duplications d'écritures résultant de ces opérations interbancaires, le volume estimé des nouveaux prêts finals n'a été que légèrement supérieur à celui de 1984. Quatrièmement, un nombre croissant de chevauchements s'est produit entre le secteur bancaire et les marchés des titres, étant donné que les banques elles-mêmes sont devenues d'importants emprunteurs et de gros investisseurs sur ces marchés. On peut chiffrer approximativement les doubles emplois dus à ces chevauchements à quelque \$55 milliards, contre \$28 milliards en 1984 et \$8,5 milliards en 1982.

Après élimination des opérations de refinancement et de ces divers éléments de duplications d'écritures, les nouveaux crédits accordés par l'entremise des marchés internationaux des capitaux se sont élevés, l'an dernier, selon les estimations, à \$170 milliards environ. Ce chiffre n'est supérieur que de \$25 milliards au montant de 1984, malgré la forte accélération de l'expansion des agrégats bruts, et demeure légèrement inférieur au niveau record de \$190 milliards atteint en 1981. Bien que ces chiffres n'englobent pas les titres émis dans le cadre des facilités d'émission d'effets et détenus par le secteur non bancaire, sur lesquels on ne dispose guère d'informations à présent, il apparaît que moins de 50% de l'encours de ces titres ont été classés dans le portefeuille d'entités non bancaires; il est donc peu probable, en dépit de la croissance rapide de ce secteur du marché, que cette omission sous-estime de plus de \$5-7 milliards le chiffre de 1985 relatif au montant des nouveaux crédits acheminés par les marchés internationaux des capitaux.

En outre, étant donné la globalisation croissante des marchés des capitaux, il est clair que les marchés internationaux ont détourné une part d'activité des marchés internes et que le volume total des nouveaux crédits sur les marchés internationaux ne représente pas, par conséquent, un apport net correspondant au montant total des flux de crédits internationaux. Les entreprises japonaises ont, par exemple, été d'importants emprunteurs sur les marchés obligataires internationaux, mais une forte proportion des titres qu'elles ont émis ont été pris en portefeuille par les banques et autres investisseurs situés au Japon.

Les facteurs qui ont agi sur la croissance, la structure et la répartition par secteur des flux de crédits internationaux en 1985 ont été foncièrement les mêmes que durant les années précédentes, avec toutefois certaines nuances et modifications dans leur importance relative.

Sur le secteur bancaire international, l'influence dominante a été la persistance d'un «clivage» du marché du crédit. Pour de nombreux pays lourdement endettés, notamment les pays en développement, l'accès au crédit bancaire international est demeuré très difficile. Si l'on exclut les nouveaux prêts accordés dans le cadre de montages financiers organisés sous l'égide des autorités, on constate que les créances des banques déclarantes sur ces pays ont en fait fléchi l'an passé, même si les chiffres peuvent avoir été influencés par des abandons de créances et des cessions de prêts à escompte. En même temps, les banques ont pâti de l'absence de clientèle de premier rang des pays industriels, la recherche de tels emprunteurs ayant entraîné une nouvelle compression des marges de prêt. Les problèmes d'endettement international et, dans certains cas, les pertes sur prêts internes ont toutefois altéré l'image de sécurité qu'offrent les banques aux épargnants. De ce fait, de gros emprunteurs de première catégorie ont été en mesure de se procurer des fonds sur les marchés des titres à un coût moindre que par le biais du secteur bancaire et cela, malgré l'étroitesse des marges de prêt des banques.

En outre, la préférence des banques elles-mêmes pour les actifs négociables et leur besoin de ressources plus stables ont également contribué de manière considérable à l'essor des marchés des titres. On peut estimer qu'un tiers environ du montant net des nouveaux titres internationaux émis l'an dernier est allé grossir les portefeuilles des banques (à l'exclusion des établissements situés aux Etats-Unis). De même, du côté «ressources» de leurs bilans, les banques ont été à l'origine de près de 60% des émissions de notes à taux variable (NTV). Dans un certain nombre de pays, notamment aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, les fonds collectés au moyen de telles émissions peuvent, sous certaines conditions, être considérés comme fonds propres au regard de la surveillance bancaire.

D'autre part, la recherche par les banques d'autres sources de revenus n'entraînant pas une expansion de leurs bilans ni une diminution de leurs ratios de fonds propres a constitué un élément important dans le développement rapide du marché des euro-effets et de l'europapier commercial, où les banques ont pu jouer un rôle majeur en tant que garants, organisateurs et opérateurs. Pour la même raison, en plus de leur importance beaucoup plus grande en qualité d'emprunteurs et d'investisseurs, elles ont continué de développer leurs activités en tant qu'intermédiaires sur les marchés des émissions à long terme, souvent par l'acquisition de participations majoritaires dans d'autres institutions financières se livrant à des activités de négociation et de placement de titres. En outre, les banques commerciales ont joué un rôle croissant en tant qu'opérateurs et protagonistes du marché pour de nouveaux types d'instruments tels que les swaps, les options et les contrats à terme de taux d'intérêt et ont ainsi fortement accru leurs activités et engagements hors bilan. La majoration qui en est résultée des revenus de services, malgré le danger de nouvelles concentrations de risques insuffisamment perçues, a permis aux banques de renforcer leurs fonds propres, d'améliorer leurs structures financières et de mieux se protéger contre les effets néfastes de la crise de l'endettement international et des créances douteuses intérieures.

En dehors du soutien volontaire et involontaire fourni par les banques commerciales à la croissance des marchés des titres, l'activité d'émission internationale a bénéficié en 1985 d'un certain nombre de stimulants supplémentaires: poursuite de la baisse tendancielle des taux d'intérêt à long terme avec la perspective de plus-values et de refinancement à moindre coût, déséquilibres prononcés de l'épargne entre les pays industriels, extension du rôle des investisseurs institutionnels permettant une plus grande activité à l'échelle internationale, mesures nationales de déréglementation offrant de nouvelles possibilités pour les flux de capitaux internationaux, enfin, innovation et flexibilité des marchés des titres eux-mêmes.

Si l'on examine les développements enregistrés durant la période sous revue dans une perspective à plus long terme, on constate que l'intégration croissante des différents marchés et secteurs de marchés a été l'un des éléments dominants. Ce phénomène a été lié en partie à l'évolution de divers instruments assortis de caractéristiques analogues, tels que les prêts consortiaux comportant un élément de cession, les notes à taux variable (NTV) et les facilités d'émission d'effets (NIF). Ces instruments se substituent de plus en plus les uns aux autres, leur utilisation et leurs avantages dépendant de facteurs comme la liquidité du marché, l'intérêt des investisseurs, la souplesse de l'émission, les possibilités d'arbitrage et, en dernier lieu, les coûts relatifs. Aussi, bien que la tendance générale à recourir aux instruments négociables paraisse fermement ancrée, les instruments spécifiques utilisés sont susceptibles de se modifier assez rapidement en fonction de l'environnement financier et macro-économique qui prévaut à un moment donné.

Cette substituabilité accrue des diverses catégories d'instruments, l'accroissement considérable du rôle des banques commerciales en tant qu'investisseurs et emprunteurs sur les marchés des titres et le développement de nouvelles facilités telles que les NIF associant diverses caractéristiques hétérogènes ont atténué de plus en plus les lignes de démarcation entre les différents secteurs du marché. Cela vaut, en particulier, pour les distinctions entre les marchés à court et à long terme et entre les marchés du crédit bancaire et les marchés financiers. En outre, l'osmose croissante entre les différents secteurs a fait éclater la compartimentation des marchés nationaux et internationaux. La déréglementation a joué un rôle important à cet égard, surtout dans les secteurs autres que celui du dollar en 1985. Cependant, les obstacles d'ordre réglementaire qui subsistent ont également eu certaines incidences, donnant lieu à l'apparition de catégories spécifiques de techniques d'arbitrage et de flux financiers.

Le processus d'intégration globale des marchés des capitaux a été particulièrement frappant aux États-Unis. La suppression de la retenue à la source au milieu de 1984 a entraîné un rétrécissement des écarts de rendement entre les émissions effectuées au niveau national et sur l'euromarché ainsi qu'un resserrement des marges. En outre, les rendements des nouvelles émissions sur les marchés internationaux des titres sont de moins en moins établis en fonction du critère des taux d'intérêt appliqués par les banques sur l'euromarché et ont plutôt tendance à être liés aux rendements des titres d'Etat américains. Le développement des NIF et autres facilités analogues a renforcé les liens entre le

marché du papier commercial américain et le marché international des titres à court terme. Enfin, une caractéristique marquante de la période sous revue a été l'extension à d'autres secteurs de monnaies d'instruments tels que les NTV, les obligations à coupon zéro et les certificats de dépôt, réservés jusque-là principalement au marché américain et à l'eurodollar.

Le secteur bancaire international

Evolution des agrégats globaux. La croissance de l'activité bancaire internationale, exprimée en dollars courants, s'est accélérée de manière spectaculaire l'an dernier, passant, du côté de l'actif du bilan des banques, de \$57 milliards en 1984 à \$349 milliards. Il convient toutefois de préciser que cette progression a été due dans une large mesure aux effets de valorisation résultant des mouvements des taux de change. Alors qu'en 1984 l'appréciation du dollar avait réduit la valeur en dollars des positions des banques libellées en monnaies telles que le deutsche mark, le franc suisse et le yen, en 1985 sa forte baisse a produit l'effet inverse. Cependant, même si l'on exclut ces effets de valorisation, l'accélération de l'expansion des avoirs extérieurs des banques déclarantes a été des plus remarquables (de \$123 milliards en 1984 à \$222 milliards l'an dernier). Un mouvement analogue, de \$27,6 milliards à \$62,7 milliards, a été également enregistré pour les créances internes des banques en monnaies étrangères.

La croissance plus forte de l'activité bancaire internationale, l'an dernier, s'explique essentiellement par la vive expansion des opérations interbancaires au sein même de la zone déclarante (voir tableau de la page 105). L'augmentation considérable (\$232 milliards) de ces avoirs interbancaires (positions externes ainsi que positions internes en monnaies étrangères) en 1985 semble avoir été due à divers facteurs: rôle croissant des banques en tant qu'intermédiaires et contreparties sur les marchés internationaux des titres; opérations de couverture et d'arbitrage liées à l'évolution du marché des changes et aux modifications des anticipations; développement considérable de l'activité internationale des banques japonaises, sous l'effet notamment des diverses mesures officielles de déréglementation; enfin, importance du secteur bancaire interne américain en tant qu'emprunteur sur le marché bancaire international.

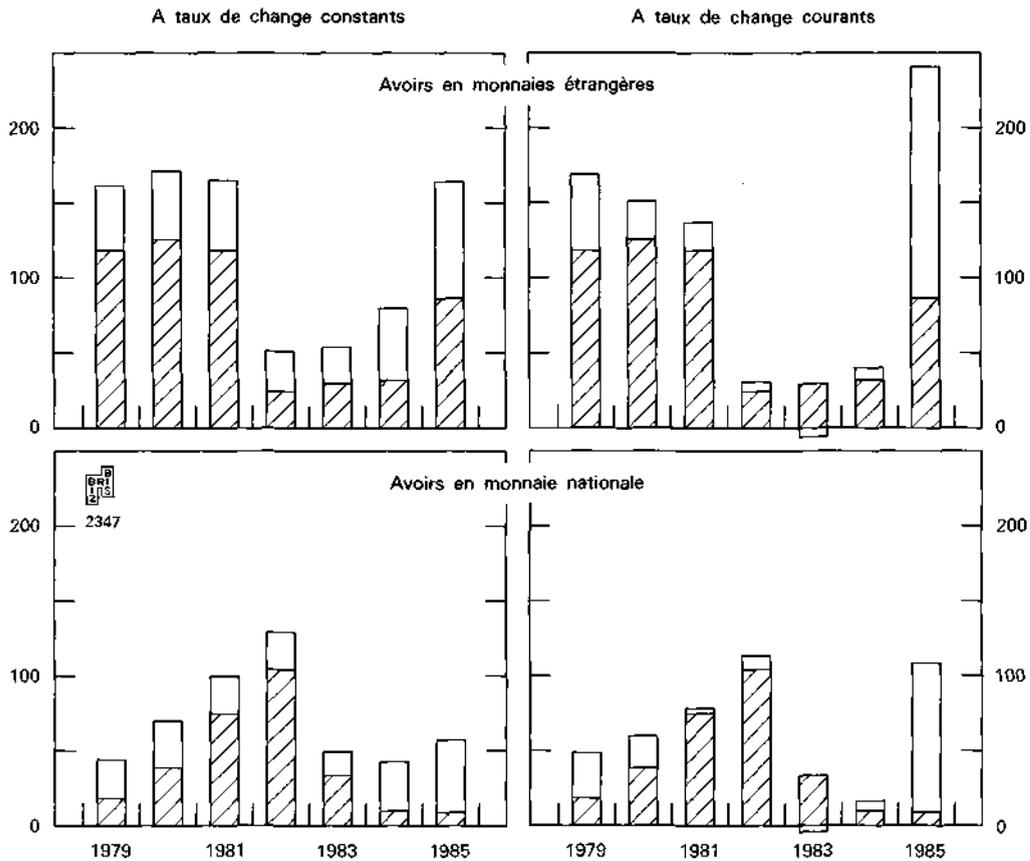
Origines et emplois des fonds bancaires internationaux. En raison de la prédominance des opérations interbancaires, l'accélération de l'expansion des agrégats bancaires internationaux l'an dernier ne s'est pas traduite par un accroissement beaucoup plus sensible du montant final des octrois de prêts bancaires internationaux. Après exclusion des duplications d'écritures résultant des dépôts successifs de fonds entre banques au sein de la zone déclarante, on peut estimer à quelque \$100 milliards le total des nouveaux crédits acheminés par le système bancaire international, ce qui ne représente que \$10 milliards de plus qu'en 1984.

Du côté «emplois» des fonds bancaires internationaux, les crédits aux pays hors zone ont continué de se développer à un rythme relativement lent (+\$19 milliards). Ce chiffre dépasse de \$5 milliards le montant de 1984, mais

Variations des avoirs extérieurs des banques déclarantes de la BRI à taux de change constants et courants, 1979-85

Chiffres annuels, en milliards de dollars EU.

Autres monnaies
Dollars EU



représente moins de 30% de la croissance débridée enregistrée avant 1982, lorsque le marché du crédit bancaire international était à son apogée. Les nouveaux prêts internationaux identifiés aux entités non bancaires de la zone déclarante se sont élevés au total à \$30 milliards, soit autant pratiquement qu'en 1984. Etant donné toutefois qu'une partie très substantielle de cet accroissement correspond probablement à des acquisitions de titres, on peut penser que les nouveaux prêts de nature purement bancaire ont fléchi de manière très sensible. On a enregistré, en outre, \$4 milliards de nouveaux prêts – pour l'essentiel des créances sur des institutions internationales – qui ne peuvent pas être attribués géographiquement. Ces divers emplois au sein de la zone se sont chiffrés à \$53 milliards. Mis à part un montant notable de crédits non identifiés au secteur non bancaire, le solde de \$47 milliards a représenté les fonds internationaux utilisés par les banques déclarantes pour des prêts internes ou d'autres

Banques déclarantes de la BRI: principales caractéristiques de l'activité internationale

Rubriques	Avoirs					Engagements				
	Flux corrigés de l'évolution des taux de change				Stocks à fin 1985	Flux corrigés de l'évolution des taux de change				Stocks à fin 1985
	1981	1983	1984	1985		1981	1983	1984	1985	
	en milliards de dollars EU									
Positions externes sur:										
1 pays extérieurs à la zone déclarante	65,7	27,9	14,2	18,7	620,0	16,6	1,2	29,6	16,1	399,3
2 banques au sein de la zone déclarante	160,8	65,4	92,1	179,7	1.504,9	159,3	81,1	105,7	191,9	1.667,9
3 entités non bancaires au sein de la zone déclarante	31,6	6,0	16,4	19,2	336,4	50,6	23,1	13,6	21,3	350,7
4 non attribué	6,7	4,4	-	3,9	51,4	11,2	3,7	- 1,4	1,3	58,5
Total des positions externes	264,8	103,7	122,7	221,5	2.512,7	237,7	109,1	147,5	230,6	2.476,4
<i>dont: en monnaies étrangères et Ecus</i>	<i>165,0</i>	<i>54,1</i>	<i>80,0</i>	<i>164,3</i>	<i>1.817,2</i>	<i>189,1</i>	<i>55,3</i>	<i>89,3</i>	<i>161,9</i>	<i>1.917,9</i>
Positions internes en monnaies étrangères:										
5 interbancaires ¹	51,2	11,1	14,5	51,8	406,5	48,4	15,3	15,0	63,8	407,8
6 sur entités non bancaires ²	19,4	10,1	13,1	10,9	150,1	5,3	2,1	5,7	8,1	68,8
Total des positions internes	70,6	21,2	27,6	62,7	556,6	53,7	17,4	20,7	71,9	476,6
Montant total des positions en monnaies étrangères	235,6	75,3	107,6	227,0	2.373,8	242,8	72,7	110,0	233,8	2.394,5

Remarque: à compter de fin 1983, la zone déclarante a été élargie de manière à inclure les banques situées en Espagne, en Finlande, en Norvège, à Bahrein et aux Antilles néerlandaises, ainsi que les banques sises aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Hong Kong et à Singapour. A compter de cette date, par conséquent, ces cinq premiers pays sont inclus pour la première fois dans la zone déclarante, alors que les quatre autres centres mentionnés, pour lesquels on ne disposait auparavant que de données sur les succursales des banques américaines, faisaient déjà partie de la zone déclarante.

¹ Pour les banques situées en Europe, au Canada et au Japon uniquement. ² Pour les banques situées en Europe et au Canada uniquement.

placements qui n'apparaissent pas dans les chiffres des avoirs extérieurs. Les banques aux Etats-Unis ont acquis, à elles seules, \$27 milliards de ressources externes, essentiellement en dollars, pour des opérations aux Etats-Unis.

En ce qui concerne le côté «origines» du marché bancaire international, l'afflux de nouveaux fonds en provenance de pays hors zone s'est considérablement ralenti l'an dernier, revenant de près de \$30 milliards en 1984 à \$16 milliards. En revanche, les nouveaux dépôts identifiés reçus par les banques de la part d'entités non bancaires de la zone déclarante se sont élevés à quelque \$29 milliards, soit \$10 milliards de plus qu'en 1984. En outre, un montant de \$10 milliards environ de nouveaux fonds a été acheminé sur les marchés par le canal de comptes fiduciaires de banques situées en Suisse, et \$5 milliards de nouveaux dépôts ont été effectués par des institutions monétaires officielles. Le solde de \$40 milliards, qui renferme un certain montant de dépôts non bancaires non identifiés, a représenté essentiellement les nouveaux fonds

internationaux fournis par les banques déclarantes elles-mêmes dans le cadre soit de prêts extérieurs en monnaie nationale, soit de conversions en devises étrangères de ressources en monnaie nationale. Les banques implantées en Allemagne et au Japon, pays à excédent élevé des paiements courants, ont été de loin les plus gros exportateurs de nouveaux fonds l'an dernier et semblent avoir fourni l'essentiel de ces \$40 milliards.

Pour en revenir à l'activité directe des banques déclarantes avec des entités non bancaires au sein de leur propre zone, les accroissements de crédits les plus importants ont concerné les résidents des Etats-Unis (+\$12,6 milliards) et du Royaume-Uni (+\$10,4 milliards). Ce dernier mouvement a résulté surtout de prêts internes en monnaies étrangères accordés par des banques au Royaume-Uni, une proportion substantielle de ces nouveaux crédits s'étant probablement dirigée vers des maisons de titres sous contrôle étranger et d'autres sociétés étrangères établies au Royaume-Uni. Les autres grands emprunteurs ont été les résidents de Suède (\$2,7 milliards), du Canada (\$2,5 milliards), de Suisse (\$2 milliards) et d'un certain nombre de pays européens moins importants. On ne dispose pas de chiffres sur les prêts locaux en monnaies étrangères des banques sises au Japon, qui paraissent cependant avoir été élevés. En outre, des crédits extérieurs substantiels ont été consentis à des organismes non bancaires domiciliés aux îles Caïmans (\$3,6 milliards) et à des résidents de Hong Kong (\$0,9 milliard). Enfin, deux groupes d'emprunteurs traditionnels, les entités non bancaires italiennes et espagnoles, ont fortement réduit l'an dernier leur endettement vis-à-vis du secteur bancaire international (de \$5,2 milliards et \$4,7 milliards respectivement).

Du côté «ressources» du bilan des banques, l'apport de nouveaux dépôts émanant d'entités non bancaires de la zone déclarante s'est réparti de manière plus uniforme. Le plus gros montant de nouveaux dépôts, près de \$7 milliards, a été fourni par des résidents britanniques. Les résidents américains, qui avaient réduit de \$5,3 milliards en 1984 leurs dépôts auprès des banques situées à

Origines et emplois des fonds bancaires internationaux (estimations)

	Flux corrigés de l'évolution des taux de change						Stocks à fin 1985
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	
	en milliards de dollars EU						
Emplois							
Zone déclarante	88	93	42	53	76	77	809
Hors zone	68	66	39	28	14	19	620
Non attribué	4	6	14	4	-	4	51
Total	160	165	95	85	90	100	1.480
Origines							
Zone déclarante	104	137	93	80	62	83	1.022
Hors zone	52	17	-12	1	29	16	399
Non attribué	4	11	14	4	- 1	1	59
Total	160	165	95	85	90	100	1.480
Montant net							
Zone déclarante	-16	-44	-51	-27	14	- 6	-213
Hors zone	16	49	51	27	-15	3	221
Non attribué	-	- 5	-	-	1	3	- 8

l'étranger, les ont reconstitués à hauteur de \$6 milliards l'an dernier. Les autres grands déposants ont été les entités non bancaires d'Allemagne (\$2,6 milliards) et de Belgique-Luxembourg (\$2,5 milliards), mais des apports substantiels ont été également effectués par les résidents de la plupart des autres pays industriels déclarants. Là encore, on ne dispose pas de chiffres sur les dépôts en monnaies étrangères constitués par les résidents japonais auprès de banques opérant sur le territoire national. Seuls les secteurs non bancaires canadien et suisse ont réduit leurs dépôts l'an dernier (de \$1 milliard et \$0,9 milliard respectivement). Pour le reste de la zone déclarante, de nouveaux dépôts importants ont été reçus d'organismes non bancaires situés à Hong Kong (\$1,9 milliard) et aux Antilles néerlandaises (\$1,3 milliard).

Prêts aux pays extérieurs à la zone déclarante. L'accélération des prêts aux pays hors zone en 1985 a porté en quasi-totalité sur l'Europe de l'Est. Grâce aux résultats probants de leurs efforts antérieurs de redressement, la plupart des pays de cette zone ont reconquis la faveur des banques et ont été en mesure d'obtenir des prêts à des conditions assez attrayantes. L'an dernier, ils ont emprunté \$5,4 milliards tout en ralentissant le rythme de leurs dépôts. De ce fait, ils sont redevenus utilisateurs nets de nouveaux fonds, à hauteur de \$2,7 milliards, alors qu'au cours des trois années précédentes ils avaient réduit de près de \$15 milliards leur endettement net total envers les banques déclarantes.

L'évolution globale pour l'Europe de l'Est, l'an dernier, a été dominée, comme à l'accoutumée, par l'Union Soviétique. Ce pays, dont les recettes d'exportations d'énergie ont fortement baissé, a obtenu \$3,7 milliards de nouveaux crédits tout en renforçant de \$0,9 milliard ses dépôts. Le deuxième plus gros emprunteur de ce groupe a été la République démocratique allemande, avec \$1 milliard de fonds, bien que ce pays ait parallèlement accru ses dépôts à hauteur de \$1,4 milliard. Les autres grands utilisateurs (la Bulgarie et la Hongrie) ont collecté \$0,9 milliard et \$0,8 milliard respectivement de nouveaux crédits et ont également augmenté de façon substantielle leurs apports. En revanche, les créances des banques déclarantes sur la Roumanie et la Pologne ont diminué de \$0,5 milliard et \$0,4 milliard respectivement, en raison essentiellement, dans le cas de la Pologne, de transferts de créances à des organismes d'assurances du crédit à l'exportation.

Les prêts bancaires aux pays en développement non membres de l'OPEP ont continué à fléchir l'an dernier, les nouvelles créances n'ayant pas dépassé \$8,5 milliards, soit \$2 milliards de moins qu'en 1984 et entre 20 et 25% seulement des niveaux enregistrés dans les années qui ont précédé l'apparition de la crise de l'endettement international. La nouvelle détérioration de la situation financière des pays débiteurs et le ralentissement de l'expansion des réserves qui en est résulté ont toutefois provoqué une forte contraction de leurs nouveaux dépôts auprès des banques déclarantes, qui sont revenus de près de \$20 milliards en 1984 à \$3,1 milliards seulement l'an dernier. Par voie de conséquence, ces pays, qui avaient été fournisseurs nets, à concurrence de \$9,4 milliards, de nouveaux fonds aux banques déclarantes en 1984 sont redevenus emprunteurs nets l'an passé, à hauteur de \$5,4 milliards.

Flux entre les banques de la zone déclarante de la BRI et les groupes de pays extérieurs à la zone (estimations)¹

Positions des banques déclarantes sur les groupes de pays suivants:	Flux à taux de change constants en fin de trimestre							Stocks à fin 1985
	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	
	en milliards de dollars EU							
Pays de l'OPEP²								
Créances	7,2	7,0	4,2	8,2	9,8	- 1,8	- 1,1	110,2
Engagements	37,4	41,9	3,2	-18,2	-13,1	2,3	6,9	159,9
Position nette ³	-30,2	-34,9	1,0	26,4	22,9	- 4,1	- 8,0	-49,7
<i>Pour mémoire:</i>								
<i>Réserves de change⁴</i>	15,0	14,6	- 8,8	- 7,5	- 8,3	- 3,4	6,4	61,1
<i>Balances des paiements courants</i>	58,5	106,5	49,0	-17,0	-17,0	- 9,5	- 5,5	.
PVD non membres de l'OPEP								
Créances	35,3	38,9	39,9	19,8	12,2	10,4	8,5	349,6
Engagements	12,3	4,0	9,5	4,6	10,3	19,8	3,1	177,3
Position nette ³	23,0	34,9	30,4	15,2	1,9	- 9,4	5,4	172,3
<i>Pour mémoire:</i>								
<i>Réserves de change⁴</i>	8,6	- 1,8	-	- 2,5	8,5	17,3	3,9	88,8
<i>Balances des paiements courants</i>	-42,5	-64,5	-79,0	-61,0	-34,5	-30,0	-26,5	.
Autres pays développés								
Créances	7,5	15,4	16,8	16,0	7,1	5,7	5,9	99,9
Engagements	7,0	5,7	3,8	- 0,1	1,3	3,2	3,4	35,1
Position nette ³	0,5	9,7	13,0	16,1	5,8	2,5	2,5	64,8
<i>Pour mémoire:</i>								
<i>Réserves de change⁴</i>	3,1	1,2	- 1,7	1,8	2,4	- 0,9	- 1,1	13,2
<i>Balances des paiements courants</i>	- 7,5	-15,5	-25,0	-24,0	-13,0	-14,5	-11,5	.
Europe de l'Est								
Créances	7,2	6,8	4,8	- 4,6	- 1,2	- 0,1	5,4	60,3
Engagements	4,7	0,9	0,1	2,0	2,7	4,3	2,7	27,0
Position nette ³	2,5	5,9	4,7	- 6,6	- 3,9	- 4,4	2,7	33,3

Remarque: la classification des groupes de pays dans ce tableau a été imposée par la structure des statistiques sur les euromonnaies et diffère donc de celle utilisée dans les Chapitres III et VII. Cela vaut en particulier pour le groupe «Autres pays développés», qui comprend seulement les pays qui ne font pas partie du système de déclaration.

¹ Jusqu'à fin 1983, la zone déclarante de la BRI couvre les banques situées dans les pays suivants: République fédérale d'Allemagne, Autriche, Belgique-Luxembourg, Canada, Danemark, Etats-Unis, France, Irlande, Italie, Japon, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède, Suisse et les succursales offshore des banques américaines aux Bahamas, aux îles Caïmans, au Panama, à Hong Kong et à Singapour. A compter de fin 1983, la zone déclarante comprend, en outre, les banques sises en Espagne, en Finlande et en Norvège ainsi que les banques non américaines exerçant une activité internationale aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Hong Kong et à Singapour, tous les établissements bancaires offshore à Bahreïn et toutes les banques offshore opérant aux Antilles néerlandaises. De ce fait, ces trois premiers pays ne figurent plus dans les «Autres pays développés» et Bahreïn n'est plus compris sous «Pays de l'OPEP», sauf en ce qui concerne les positions des banques aux Etats-Unis. ² Comprend, en outre, Bahreïn (jusqu'à fin 1983), Brunei, Oman et Trinité-et-Tobago.

³ Un signe moins (-) correspond à des dépôts nets. ⁴ Aux taux de change courants.

Par suite de la persistance d'un clivage du marché, les nouveaux prêts aux pays en développement non membres de l'OPEP se trouvent répartis de manière très inégale. Les crédits aux pays d'Asie se sont accélérés de \$4,9 milliards en 1984 à \$7,2 milliards, alors que les nouveaux crédits aux pays d'Amérique latine ont fortement régressé, de \$5,7 milliards à \$1,3 milliard, en raison surtout de la diminution (\$3 milliards, contre \$10 milliards en 1984) des ressources effectivement accordées dans le cadre des montages financiers organisés sous l'égide des autorités.

Opérations des banques déclarantes avec les divers groupes de pays en développement
(hors OPEP)

	Flux estimés à taux de change constants en fin de trimestre								Stocks à fin 1985
	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984*	1985	
	en milliards de dollars EU								
Avoirs									
Amérique latine	14,4	23,2	27,4	30,5	12,1	7,8	5,7	1,3	217,9
Moyen-Orient . . .	1,2	1,2	2,1	2,3	1,7	0,3	- 0,3	- 0,4	15,9
Afrique	3,1	2,7	2,0	2,0	1,7	0,6	0,1	0,4	21,1
Asie	3,9	8,2	7,4	5,1	4,3	3,5	4,9	7,2	94,7
Total	22,6	35,3	38,9	39,9	19,8	12,2	10,4	8,5	349,6
Engagements									
Amérique latine	8,0	4,9	- 0,9	4,7	- 1,9	5,8	10,3	- 1,1	67,9
Moyen-Orient . . .	3,3	1,7	2,7	1,5	1,8	- 0,9	- 1,5	1,0	22,0
Afrique	0,6	1,8	0,7	0,5	- 0,8	0,2	1,1	1,2	12,1
Asie	2,6	3,9	1,5	2,8	5,5	5,2	9,9	2,0	75,3
Total	14,5	12,3	4,0	9,5	4,6	10,3	19,8	3,1	177,3

* A compter de 1984, la couverture des données a été élargie de manière à inclure les variations des positions des banques situées en Espagne, en Finlande, en Norvège, à Bahrein et aux Antilles néerlandaises ainsi que de l'ensemble des banques sises aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Hong Kong et à Singapour.

En Asie, le plus gros emprunteur a été de loin la Chine, qui, pour faire face à la détérioration massive de sa balance commerciale, a obtenu \$4,8 milliards de nouveaux crédits tout en réduisant fortement ses dépôts au travers d'un prélèvement net de \$10,3 milliards auprès des banques déclarantes. Malgré ces retraits massifs de fonds, la Chine est demeurée créditrice nette vis-à-vis du secteur bancaire international, le montant de ses dépôts à fin 1985 (\$11,7 milliards) dépassant encore de \$2,3 milliards son endettement. Les autres gros emprunteurs d'argent frais, la Corée du Sud et l'Inde, ont reçu \$2,3 milliards et \$1,6 milliard de nouveaux crédits et ont tiré parallèlement \$0,4 milliard et \$0,6 milliard respectivement sur leurs dépôts. En revanche, Taïwan, qui a bénéficié d'un excédent considérable de balance des paiements et a renforcé ses réserves en conséquence, a remboursé \$0,6 milliard de dettes et a augmenté de \$6,7 milliards ses dépôts. Etant donné que ses créances sur les banques ont dépassé de \$18,6 milliards son endettement, ce pays est actuellement, après l'Arabie Saoudite, le plus important créancier net hors de la zone à l'égard du secteur bancaire international. Les Philippines, également, ont amélioré l'an dernier leur position nette vis-à-vis du secteur bancaire international, pour des raisons tout à fait différentes toutefois; en effet, ce pays a remboursé \$0,7 milliard et a accru de \$0,3 milliard ses dépôts.

En Amérique latine, le seul gros emprunteur d'argent frais a été l'Argentine, qui, grâce à de nouveaux crédits de \$4,2 milliards, octroyés dans le cadre des montages organisés sous l'égide des autorités, a collecté \$2,2 milliards de fonds, tout en effectuant \$1,3 milliard d'apports. Le Chili a emprunté \$0,4 milliard et a prélevé \$0,2 milliard sur ses dépôts. Le Brésil, par contre, a reçu des fonds du secteur bancaire international en mobilisant \$2 milliards de dépôts, tout en remboursant \$1,3 milliard de dettes. Le Pérou a fait de même, avec

\$0,2 milliard de remboursements, mais \$0,8 milliard de retraits sur ses dépôts. Le Mexique, également, qui n'a reçu qu'un faible montant de nouveaux crédits des banques déclarantes, n'a que peu prélevé sur ses dépôts (\$0,5 milliard). En revanche, grâce à l'essor de ses exportations, la Colombie a été en mesure de réduire de \$0,7 milliard son endettement bancaire tout en n'effectuant que de légers retraits sur ses dépôts.

Les pays de l'OPEP qui, sous l'effet de compressions radicales de leurs importations, avaient amélioré de manière sensible leur balance globale des paiements l'an dernier, ont renforcé de \$6,9 milliards leurs dépôts tout en remboursant \$1,1 milliard de dettes. De ce fait, pour la première fois depuis 1980, ils sont devenus d'importants fournisseurs nets de nouveaux fonds aux banques déclarantes. Les plus gros déposants ont été le Venezuela (\$2,8 milliards), la Libye (\$2,3 milliards), l'Algérie (\$1,2 milliard), l'Arabie Saoudite (\$0,9 milliard) et l'Iran (\$0,7 milliard). Des remboursements de dettes substantiels ont été effectués par les Emirats Arabes Unis (\$1,3 milliard), le Koweït (\$0,6 milliard) et l'Arabie Saoudite (\$0,5 milliard). En revanche, l'Iraq a accru de \$1,2 milliard son endettement bancaire, alors que l'Algérie a emprunté \$0,7 milliard.

Enfin, les pays développés situés hors de la zone déclarante ont effectué sensiblement le même volume d'opérations nouvelles avec les banques déclarantes qu'en 1984; ils ont obtenu \$5,9 milliards d'emprunts tout en renforçant de \$3,4 milliards leurs dépôts. Les plus gros montants de nouveaux crédits ont été fournis à l'Australie (\$2,5 milliards) et à la Turquie (\$1,4 milliard). Toutefois, alors que l'Australie a accru de \$1,4 milliard ses dépôts, la Turquie en a retiré \$0,8 milliard, pour devenir le plus important utilisateur net de nouveaux fonds au sein de ce groupe de pays; elle a ainsi financé, l'an dernier, pour plus de la totalité son déficit des paiements courants auprès du secteur bancaire international. Les autres grands emprunteurs ont été la Grèce (\$1,1 milliard) et la Nouvelle-Zélande (\$1 milliard). Vis-à-vis de l'Afrique du Sud, par contre, qui au début de 1985 a dû faire face au refus des banques de renouveler les lignes de crédit venues à expiration et recourir à un moratoire partiel de dette, les banques déclarantes ont fait état d'une réduction de \$1,1 milliard de leurs créances (probablement due en partie à des transferts de créances à des organismes d'assurances du crédit à l'exportation); dans le même temps, les dépôts reçus de l'Afrique du Sud ont augmenté de \$0,7 milliard. Un autre pays à avoir accru de manière assez sensible (\$0,8 milliard) ses dépôts auprès des banques déclarantes a été le Portugal, qui a réussi à améliorer nettement l'an dernier sa position de réserve internationale.

Rôle des divers centres du marché. L'examen de l'évolution des divers pays déclarants révèle que la croissance des activités extérieures, l'an dernier, a été particulièrement prononcée dans le cas des banques situées au Japon, qui ont continué à renforcer leur présence sur les marchés internationaux et ont fortement accru leurs portefeuilles de titres internationaux. Leurs créances extérieures ont progressé de \$53,4 milliards, soit de 38%. Sous l'effet des diverses mesures de libéralisation financière adoptées au Japon dans le courant de 1984-85, les prêts

extérieurs en yens ont fait apparaître un taux d'accroissement particulièrement élevé (43%). Comme les ressources se sont légèrement moins développées, la position créditrice extérieure nette du secteur des banques commerciales du Japon s'est nettement élargie, passant de \$3,2 milliards à la fin de 1984 à \$15,3 milliards.

L'évolution de la position extérieure des banques sises aux Etats-Unis a été, dans une certaine mesure, l'inverse de celle des banques japonaises. Les créances extérieures du secteur bancaire national n'ont pratiquement pas progressé l'an dernier; même les avoirs extérieurs des IBF (facilités bancaires internationales) aux Etats-Unis ont connu une augmentation relativement lente, avec \$11,1 milliards, soit moins de 6%. Il apparaît qu'un montant élevé de nouveaux prêts a été accordé à des établissements affiliés opérant à l'étranger, mais ce mouvement a été compensé très largement par une diminution, en valeur absolue, des créances sur les autres banques et les organismes non bancaires étrangers. Dans le même temps, du fait de l'abondance de liquidités sur le marché de l'eurodollar et du rôle du secteur bancaire américain en tant que fournisseur ou emprunteur résiduel de fonds sur ce marché, les banques situées aux Etats-Unis ont enregistré un fort accroissement (\$38 milliards) de leurs engagements extérieurs. De ce fait, la position créditrice extérieure nette des banques aux Etats-Unis, qui s'élevait à \$131 milliards à son niveau maximum de mars 1983, a encore fléchi (-\$27 milliards), pour s'établir au-dessous de \$59 milliards l'an dernier.

Après trois années de croissance relativement lente, l'activité extérieure des banques dans les pays européens déclarants s'est également accélérée en 1985, bien que, avec quelque 10%, son taux d'expansion soit encore nettement inférieur à celui des années antérieures à 1982. En valeur absolue, leurs avoirs extérieurs se sont renforcés de \$118,5 milliards, pour se chiffrer au total à \$1.292 milliards. Les banques au Royaume-Uni, dont la part dans l'encours total des positions des centres européens dépassait 46% à la fin de 1984, n'ont représenté qu'à peine un quart de cet accroissement. L'une des raisons de la croissance relativement modeste (5,5% environ) enregistrée dans le plus grand centre bancaire international tient peut-être au fait que les chiffres pour le Royaume-Uni, à la différence de ceux de la plupart des autres pays déclarants, n'englobent pas encore les portefeuilles bancaires de titres à long terme. En réalité, les ressources extérieures des banques britanniques ont augmenté beaucoup plus que leurs avoirs, leur position débitrice extérieure nette s'élargissant de \$16,6 milliards l'an dernier, pour se situer à \$58,5 milliards. Cet accroissement paraît être dû, pour une large part, à l'utilisation par les banques de fonds extérieurs pour étoffer leur portefeuille-titres. L'expansion des avoirs extérieurs a été également relativement lente en France (4,5%), le plus gros centre bancaire européen après le Royaume-Uni.

La croissance des avoirs extérieurs des banques situées en Allemagne a été, en revanche, exceptionnellement forte, avec \$19,3 milliards, soit près de 25%. Cette expansion est intervenue pour l'essentiel au quatrième trimestre sous la forme de prêts à des banques (notamment à leurs propres établissements) sur le marché de l'eurodeutsche mark; ce dernier a, en effet, connu une pénurie de

Evolution dans les divers centres bancaires

Positions extérieures des banques dans les pays suivants:	Flux à taux de change constants en fin de trimestre								Stocks à fin 1985	
	Avoirs				Engagements				Avoirs	Engagements
	1981	1983	1984	1985	1981	1983	1984	1985		
	en milliards de dollars EU									
Royaume-Uni	79,5	27,9	23,4	29,2	78,7	33,1	35,8	45,8	552,0	610,5
France	9,1	1,2	8,1	7,4	14,9	1,8	6,7	4,7	163,5	155,2
Luxembourg	6,2	1,4	7,3	9,6	4,1	0,3	5,8	9,4	108,6	99,4
Allemagne fédérale	7,4	-	7,5	19,3	1,5	- 2,0	5,6	6,3	97,4	74,2
Belgique	8,8	3,8	11,0	16,1	9,8	6,5	12,5	16,8	92,3	106,7
Pays-Bas	7,4	- 0,4	3,9	5,2	4,6	- 3,5	1,8	4,2	71,4	64,6
Suisse	5,1	0,2	2,3	9,0	2,8	- 1,8	1,0	8,0	70,8	45,3
Italie	6,4	2,0	3,0	8,8	4,4	3,9	6,7	5,7	49,5	63,9
Autriche	2,4	2,5	2,0	5,2	1,8	1,7	3,9	5,5	34,2	36,9
Espagne			1,3	1,7			0,6	- 1,3	19,9	18,2
Danemark	0,7	1,3	1,2	4,1	0,6	1,3	1,4	4,8	11,4	11,7
Suède	0,1	0,6	0,1	1,5	1,9	1,2	- 0,3	3,1	8,9	17,4
Autres pays européens déclarants ¹	0,8	- 0,1	1,8	1,4	0,9	0,3	3,5	4,9	12,5	27,5
Total des pays européens déclarants	133,9	40,4	72,9	118,5	126,0	42,8	85,0	117,9	1292,4	1331,5
IBF aux Etats-Unis	63,4	28,1	17,9	11,1	48,3	31,6	19,8	14,9	201,7	191,8
Autres banques aux Etats-Unis	12,3	5,4	- 1,7	0,1	-10,0	17,1	12,3	23,3	222,7	173,7
Ensemble des banques aux Etats-Unis	75,7	33,5	16,2	11,2	38,3	48,7	32,1	38,2	424,4	365,5
Japon	20,7	18,6	22,0	53,4	21,8	7,5	23,8	41,3	194,6	179,3
Canada	2,7	3,5	2,1	2,1	18,0	3,9	1,6	2,1	46,1	65,7
Autres pays déclarants ²	31,8	7,7	9,5	36,3	33,6	6,2	5,0	31,1	555,2	534,4
Total	264,8	103,7	122,7	221,5	237,7	109,1	147,5	230,6	2.512,7	2.476,4

¹ Comprend, jusqu'en 1983, l'Irlande et, à partir de 1984, également la Finlande et la Norvège. ² Comprend, jusqu'en 1983, les succursales des banques américaines aux Bahamas, aux îles Caïmans, au Panama, à Hong Kong et à Singapour. A partir de 1984, cette rubrique couvre également les banques non américaines dans ces centres, à l'exception du Panama, plus tous les établissements offshore à Bahreïn et toutes les banques offshore opérant aux Antilles néerlandaises.

fonds en raison de l'utilisation de ressources en eurodeutsche marks pour des achats de titres en deutsche marks et par suite du retrait, par les autorités, de dépôts destinés à des interventions sur les marchés des changes. Les engagements extérieurs des banques implantées en Allemagne ont fait apparaître un accroissement beaucoup plus faible, de sorte que leur position créditrice extérieure nette s'est fortement élargie (+\$13 milliards), ce qui a correspondu grosso modo à l'excédent des paiements courants de ce pays. Une forte croissance des avoirs extérieurs a été constatée, en outre, pour les banques situées en Belgique (21%), en Italie (21,5%), en Autriche (18%) et au Danemark (56%).

Les banques opérant en Italie ont réduit de \$3,1 milliards leur position débitrice extérieure nette, ainsi ramenée à \$14,4 milliards l'an dernier. L'Espagne a été le seul pays européen déclarant dont les ressources extérieures des banques ont diminué en valeur absolue (-\$1,3 milliard). Etant donné que, dans le même temps, les banques sises en Espagne ont continué d'accroître leurs avoirs à l'étranger, elles sont passées d'une position débitrice extérieure nette de

\$1,3 milliard à une position créditrice nette de \$1,7 milliard; ce retournement a pu s'opérer grâce à l'excédent structurel des paiements courants du pays.

Composition par monnaie de l'activité bancaire internationale et croissance du marché de l'Ecu. Comme en 1984, les positions externes en dollars des banques situées dans les pays industriels déclarants se sont accrues beaucoup moins que leurs positions dans d'autres monnaies, non seulement en termes de taux de croissance, mais également en valeur absolue, avec \$60,4 milliards, contre \$124,8 milliards (y compris les Ecus). En pourcentage, les positions externes en dollars se sont renforcées de 5% alors que, pour les autres monnaies, la progression a été de 21%, ou de 54% si l'on n'exclut pas les effets de valorisation. En fait, en dollars courants, la part du dollar dans les positions extérieures des banques déclarantes est revenue de près de trois quarts à la fin de 1984 à un peu moins de deux tiers. Ce mouvement semble traduire une plus grande prudence des marchés à l'égard du dollar, même si d'autres facteurs, tels que la déréglementation financière, sont également intervenus et ont stimulé l'activité en monnaies autres que le dollar.

Répartition par monnaie des positions extérieures des banques déclarantes¹

Monnaies		Flux corrigés de l'évolution des taux de change								Stocks à fin 1985	
		Avoirs				Engagements				Avoirs	Engagements
		1981	1983	1984	1985	1981	1983	1984	1985		
en milliards de dollars EU											
Dollar EU	A	88,0	24,1	22,3	51,6	116,5	21,0	40,5	40,9	830,7	937,1
	B	74,4	33,7	10,1	8,8	38,4	48,0	28,0	32,9	408,2	350,2
Autres monnaies étrangères	A	45,2	22,3	35,2	64,4	39,0	28,1	33,1	78,1	397,4	414,0
	B	25,4	15,9	32,4	46,8	10,2	6,8	30,3	35,1	283,2	206,4
<i>dont</i> ² deutsche mark	A	15,8	9,5	10,7	13,4	10,2	9,0	16,5	15,8	162,1	161,6
	B	4,8	0,9	4,2	15,4	0,2	- 0,4	2,8	2,9	69,9	46,7
franc suisse	A	11,2	2,7	3,0	15,2	15,8	4,7	2,8	18,8	80,9	90,3
	B	2,6	0,8	1,6	2,7	2,4	- 1,7	0,9	2,4	35,1	11,2
yen	A	6,6	1,3	6,4	21,0	5,8	4,0	1,8	19,3	50,4	47,5
	B	5,2	5,1	11,9	22,1	1,7	- 0,2	11,3	17,9	73,8	49,5
livre sterling	A	3,7	0,5	5,2	4,7	0,3	- 0,6	4,9	7,0	23,5	27,6
	B	5,0	3,3	6,7	2,4	4,8	6,1	8,4	5,8	36,6	49,9
Ecus				13,2	13,6			10,6	12,5	38,0	34,3

Remarque: A = positions en euromonnaies; B = positions extérieures en monnaie nationale.

¹ Positions des banques dans les pays industriels déclarants uniquement. ² A l'exclusion des positions des banques aux Etats-Unis.

La plus forte croissance a été enregistrée dans le secteur du yen, qui a bénéficié non seulement des diverses mesures de libéralisation au Japon, mais également du rôle très actif des banques japonaises dans les prêts internationaux; les avoirs en euro-yens, en particulier, se sont renforcés de 71%. Le secteur de l'Ecu vient en deuxième position, les avoirs externes des banques déclarantes dans cette unité de compte ayant progressé de 56%. Des augmentations substantielles, surtout en valeur absolue, ont été également relevées dans les secteurs

Structure du marché bancaire de l'Ecu

	Avoirs				Engagements			
	Stocks à fin d'année			Flux 1985*	Stocks à fin d'année			Flux 1985*
	1983	1984	1985		1983	1984	1985	
en milliards de dollars EU								
Positions sur entités non bancaires:								
internes	2,7	4,8	5,4	- 0,6	0,5	0,9	3,2	1,7
externes au sein de la CEE	0,7	1,7	3,5	1,2	0,3	0,6	1,8	0,9
externes auprès de résidents hors CEE	0,2	0,8	2,0	1,0	0,1	0,4	1,2	0,5
non attribué	0,3	0,6	1,4	0,5	0,2	0,1	0,2	0,2
Ensemble des positions sur entités non bancaires	3,9	7,9	12,3	2,1	1,1	2,0	6,4	3,3
Positions sur banques:								
internes	2,3	5,4	10,8	3,5	2,5	5,3	10,7	3,5
externes au sein de la CEE	5,0	12,7	24,3	7,4	5,6	13,1	25,0	7,6
externes auprès de résidents hors CEE	0,4	1,3	4,2	2,3	0,6	1,5	5,0	2,9
non attribué	0,3	0,9	2,6	1,2	0,2	0,4	1,0	0,4
Ensemble des positions interbancaires	8,0	20,3	41,9	14,4	8,9	20,3	41,7	14,4
Total	11,9	28,2	54,2	16,5	10,0	22,3	48,1	17,7

* A taux de change constants en fin de trimestre.

internationaux du franc suisse et du deutsche mark (18% et 14% respectivement), bien que, dans le cas du deutsche mark, cette expansion soit intervenue pour l'essentiel sous forme de prêts extérieurs en monnaie nationale de la part des banques situées en Allemagne.

Le vif développement des agrégats bancaires en Ecus en 1985 s'est accompagné d'un élargissement de ce secteur du marché, en ce qui concerne surtout la participation des entités non bancaires, l'expansion géographique de l'activité et le rôle des divers centres. Alors qu'à la fin de 1984 la base de dépôt des organismes non bancaires sur le secteur bancaire de l'Ecu était encore assez étroite, en 1985 elle s'est accrue de \$3,3 milliards, soit de plus de 100%. En outre, cette augmentation sensible a été répartie de manière uniforme, englobant non seulement des organismes nationaux et d'autres résidents de la CEE, mais également des entités non bancaires hors de la Communauté. Les crédits en Ecus au secteur non bancaire ont fait apparaître, en revanche, une expansion beaucoup plus faible (de \$2,1 milliards, soit de 20,5%). Cette progression a porté pour plus de la totalité sur les prêts externes, qui ont augmenté de deux tiers, tandis que les créances sur les entités nationales non bancaires, qui représentaient à la fin de 1984 plus de 60% du montant total des crédits au secteur non bancaire, ont même fléchi. Les créances et exigibilités interbancaires ont progressé de plus de 50% l'an dernier. Les opérations effectuées avec des banques sises hors de la CEE se sont développées à des rythmes particulièrement élevés avoisinant 130%, ce qui laisse supposer un élargissement de la base géographique du marché au-delà du cercle initial des pays membres de la CEE.

La ventilation par centre révèle un certain fléchissement du poids relatif de la France et de l'Italie sur le marché de l'Ecu en 1985. L'accroissement des dépôts non bancaires s'est essentiellement concentré sur les pays du Benelux et le Royaume-Uni. Aux Pays-Bas, les engagements en Ecus des banques envers le secteur non bancaire se sont accrus de plus de 250%, pour s'établir à \$1,8 milliard. Une croissance encore plus forte des exigibilités en Ecus vis-à-vis d'organismes non bancaires – à partir toutefois d'une base plus faible – a été enregistrée par les banques situées au Royaume-Uni. Les établissements de ce pays ont également fait apparaître la plus forte expansion des exigibilités interbancaires, avec \$4,1 milliards, et arrivent maintenant en deuxième position sur le marché interbancaire de l'Ecu après les banques sises en France. A l'actif du bilan des banques, la diminution des prêts en Ecus aux entités nationales non bancaires s'explique, et au-delà, par la contraction de \$1,6 milliard des créances de cette nature détenues par les banques opérant en Italie, tandis que, dans les autres pays déclarants, les crédits en Ecus aux résidents ont continué à s'intensifier. Les prêts externes aux entités non bancaires se sont fortement accrus dans pratiquement tous les pays déclarants, à l'exception de l'Italie.

Le marché des prêts consortiaux. Du fait de la préférence qu'ont continué de manifester les emprunteurs de premier ordre pour les marchés des titres et de la réticence encore affichée par les banques pour accroître leur engagement sur certains pays débiteurs, les facilités d'eurocrédits consortiaux nouvellement annoncées ont continué de fléchir l'an dernier, revenant de \$36,6 milliards en 1984 à \$21,2 milliards (voir tableau de la page suivante), ce qui constitue leur plus bas niveau depuis 1972. La diminution s'est trouvée répartie de manière assez uniforme et a porté sur tous les groupes de pays, à l'exception des pays de l'Europe de l'Est, qui, en raison de leur accès limité aux marchés des titres, ont intensifié leur recours, de \$2,5 milliards en 1984 à \$3,7 milliards, aux facilités de prêts consortiaux. En revanche, les nouveaux crédits obtenus par les pays en développement (y compris les membres de l'OPEP) ont enregistré une baisse particulièrement sensible, tombant de plus de \$17 milliards à tout juste \$8 milliards, dont \$2,3 milliards de prêts non spontanés notifiés dans le cadre des nouveaux montages organisés sous l'égide des autorités.

Un des traits dominants du marché des prêts consortiaux l'an dernier a été le fait qu'un nombre croissant de nouveaux crédits a comporté un élément de cession, ce qui confère ainsi aux crédits consortiaux nombre des avantages que présentent les titres. Le premier prêt assorti d'une clause de cession a été mis sur pied en 1984. En 1985, cette technique a été utilisée dans des facilités d'un montant de \$3,9 milliards, ce qui représente 18% des nouveaux crédits.

Les marchés internationaux des titres

Le secteur à court terme. Le fait le plus marquant en 1985 a été la rapidité de l'expansion et de l'évolution du marché des facilités d'émission d'effets (NIF), qui permettent aux emprunteurs de collecter des fonds à moyen terme à partir d'une série d'émissions de notes à court terme. En 1985, le volume des nouvelles facilités mises sur pied s'est élevé à \$49,5 milliards et, à la fin de l'année,

leur encours se chiffrait, en termes nets, à quelque \$70 milliards. Cette croissance rapide a été liée à de profondes transformations de la structure et du caractère du marché. Le développement le plus important a été l'apparition de facilités d'euro-effets non cautionnées qui s'apparentent par leurs caractéristiques aux programmes de papier commercial émis aux Etats-Unis. Alors que les NIF étaient initialement des facilités cautionnées assorties d'échéances de trois à six mois, avec des possibilités de placement par groupe adjudicataire ou par agent unique et que la rémunération était calculée par rapport à des taux d'intérêt de référence, tels que le LIBOR, les programmes d'europapier commercial ne sont liés à aucune ligne de soutien particulière; ils sont émis avec des échéances

Activité sur les marchés internationaux des capitaux, par secteur de marché et par emprunteur

Emprunteurs Types d'instruments	en milliards de dollars EU						Total
	Etats-Unis	Autres pays industriels déclarants ¹	Autres pays développés	Europe de l'Est	Pays en dévelop- pement (OPEP compris)	Divers ²	
Emissions d'obligations internationales							
1981	7,2	24,1	1,6	-	3,2	7,9	44,0
1982	15,3	37,7	4,0	-	3,1	11,6	71,7
1983	7,9	43,7	3,7	-	1,9	14,9	72,1
1984	24,9	60,8	6,1	0,1	2,8	13,4	108,1
1985	40,5	87,1	9,3	0,5	6,2	20,0	163,6
1986 1er trimestre	12,5	31,2	4,1	0,4	1,5	6,1	55,8
Facilités d'émission d'effets³							
1981	-	-	0,5	-	0,5	-	1,0
1982	0,4	0,8	0,4	-	0,5	0,2	2,3
1983	0,4	1,6	1,0	0,1	0,2	-	3,3
1984	3,1	9,6	4,8	0,1	0,6	0,7	18,9
1985	17,6	19,7	9,8	0,1	1,1	1,2	49,5
1986 1er trimestre	2,1	8,3	3,1	-	0,6	-	14,1
Ensemble des marchés des titres							
1981	7,2	24,1	2,1	-	3,7	7,9	45,0
1982	15,7	38,5	4,4	-	3,6	11,8	74,0
1983	8,3	45,3	4,7	0,1	2,1	14,9	75,4
1984	28,0	70,4	10,9	0,2	3,4	14,1	127,0
1985	58,1	106,8	19,1	0,6	7,3	21,2	213,1
1986 1er trimestre	14,6	39,5	7,2	0,4	2,1	6,1	69,9
Crédits bancaires consortiaux⁴							
1981	8,3 ⁵	30,8	6,0	1,1	48,0	2,3	96,5 ⁶
1982	8,1	23,0	12,5	0,8	53,5	2,6	100,5 ⁶
1983	3,4	13,7	5,6	0,7	26,7	1,7	51,8 ⁶
1984	3,6	8,6	4,2	2,5	17,1	0,6	36,6 ⁶
1985	2,1	5,0	2,3	3,7	7,9	0,2	21,2 ⁶
1986 1er trimestre	0,4	2,4	0,5	0,4	2,4	0,6	6,7

¹ Pays contribuant aux statistiques de la BRI sur l'activité bancaire internationale. ² Centres offshore, institutions internationales plus montants non attribués. ³ Couvre l'ensemble des facilités d'euro-effets, y compris les facilités cautionnées (NIF, RUF et facilités à composantes multiples assorties d'une option d'émission d'effets) et les facilités non souscrites ou sans garanties/programmes d'europapier commercial (ECP). ⁴ A l'exclusion des prêts existants nouvellement négociés où seules les marges appliquées sont modifiées. ⁵ A l'exclusion d'un montant de \$35 milliards de lignes de crédit consenties par des banques américaines et liées à des offres publiques d'achat de sociétés. ⁶ Comprend les montants suivants de prêts bancaires non spontanés: \$11,2 milliards en 1982, \$13,7 milliards en 1983, \$6,5 milliards en 1984 et \$2,3 milliards en 1985.

Source: Banque d'Angleterre.

souples, placés par des courtiers spécialisés et assortis de taux d'intérêt absolus. Bien que les programmes d'europapier commercial ne se soient élevés qu'à un tiers environ des nouvelles facilités conclues en 1985, au second semestre ils ont représenté une part croissante du marché. Au quatrième trimestre de 1985, plus de 50% des nouvelles facilités revêtaient cette forme, ce mouvement d'expansion s'étant poursuivi durant les premiers mois de 1986.

Une autre caractéristique notable, en particulier au premier semestre de 1985, a été l'expansion des facilités à composantes multiples permettant aux emprunteurs de se procurer des ressources de diverses manières (avances à court terme, acceptations bancaires, crédits de «soudure», etc.). Outre la possibilité qu'elles offrent d'accéder à tout moment aux sources de financement les moins coûteuses, l'un des principaux attraits de ces facilités, l'an dernier, a été le fait qu'elles ont permis d'effectuer des tirages dans des monnaies dans lesquelles les euro-effets et l'europapier commercial ne pouvaient alors pas être émis, tels que le deutsche mark, la livre sterling et le yen.

Bien qu'une faible partie seulement des facilités ait été utilisée, on constate un intérêt croissant pour l'acquisition d'euro-effets et d'europapier commercial de la part des investisseurs non bancaires, qui ont progressivement considéré ces notes comme des substituts à haut rendement d'autres instruments à court terme très liquides, tels que les bons du Trésor américain et le papier commercial national. L'introduction de cotes de crédit et la possibilité pour les investisseurs de soumettre des offres spontanées ont accru l'attrait de cet instrument de financement. Pour les emprunteurs, la flexibilité et le coût relativement faible des euro-effets font certainement partie des facteurs qui ont contribué au déclin des prêts consortiaux et, plus récemment, au ralentissement des nouvelles émissions de notes à taux variable. En outre, ces facilités ont été utilisées comme substituts de lignes interbancaires et comme lignes de crédit destinées à soutenir l'émission de papier commercial aux Etats-Unis.

Au cours de la période sous revue, le marché des facilités d'émission d'effets a été affecté par des modifications d'ordre réglementaire. La première, annoncée en avril 1985 par la Banque d'Angleterre, a concerné les engagements de prise ferme des banques dans le cadre de NIF, qui ont été assujettis à une pondération de 50% dans le calcul du ratio de couverture des risques. A la suite de cette annonce, des changements analogues ont été apportés ou proposés dans plusieurs autres pays, notamment en Allemagne, aux Etats-Unis, en France et au Japon. Deuxièmement, les marchés nationaux du papier commercial ont été ouverts en France à compter du 18 décembre 1985, aux Pays-Bas à partir de janvier 1986 et au Royaume-Uni à partir de mai 1986. Troisièmement, une décision de justice aux Etats-Unis, au début de 1986, a stipulé que, aux termes de la loi Glass-Steagall, les banques ne pouvaient pas effectuer d'opérations sur papier commercial. Il est possible que, si cette décision n'est pas annulée, certaines banques américaines développent leur activité sur europapier commercial afin d'attirer la clientèle américaine.

Les facilités d'émission d'effets annoncées en 1985 ont concerné pour plus de 95% des emprunteurs de pays développés. Les entreprises américaines, en

particulier, ont intensifié leur recours au marché, leur part des nouvelles facilités s'étant élargie de \$ 3,1 milliards, soit quelque 16%, en 1984 à \$17,6 milliards, soit 36%, l'an dernier. Les autres gros utilisateurs ont été l'Australie (\$7,9 milliards), la Suède (\$4,8 milliards), le Royaume-Uni (\$3,8 milliards) et la France (\$3 milliards). En 1985, les entreprises non bancaires sont devenues pour la première fois le plus important groupe de clients, avec plus de 60% des nouvelles facilités émises.

Au premier trimestre de 1986, les facilités d'euro-effets nouvellement annoncées se sont chiffrées à \$14,1 milliards. Bien que ce volume ait été sensiblement égal à la moyenne trimestrielle de l'année précédente, il a représenté un ralentissement par rapport à la rapide expansion du quatrième trimestre de 1985. Dans le droit fil de la tendance notée au dernier semestre de 1985, un nombre croissant de nouvelles facilités, plus de 75%, n'a pas été cautionné. Deux faits saillants ont caractérisé le premier trimestre de 1986: la modification de la composition des emprunteurs, les entreprises financières se substituant aux sociétés industrielles, et l'accroissement soudain, à \$3,3 milliards, des facilités conclues pour des emprunteurs japonais, essentiellement des banques, qui jusque-là avaient été pratiquement absents du marché.

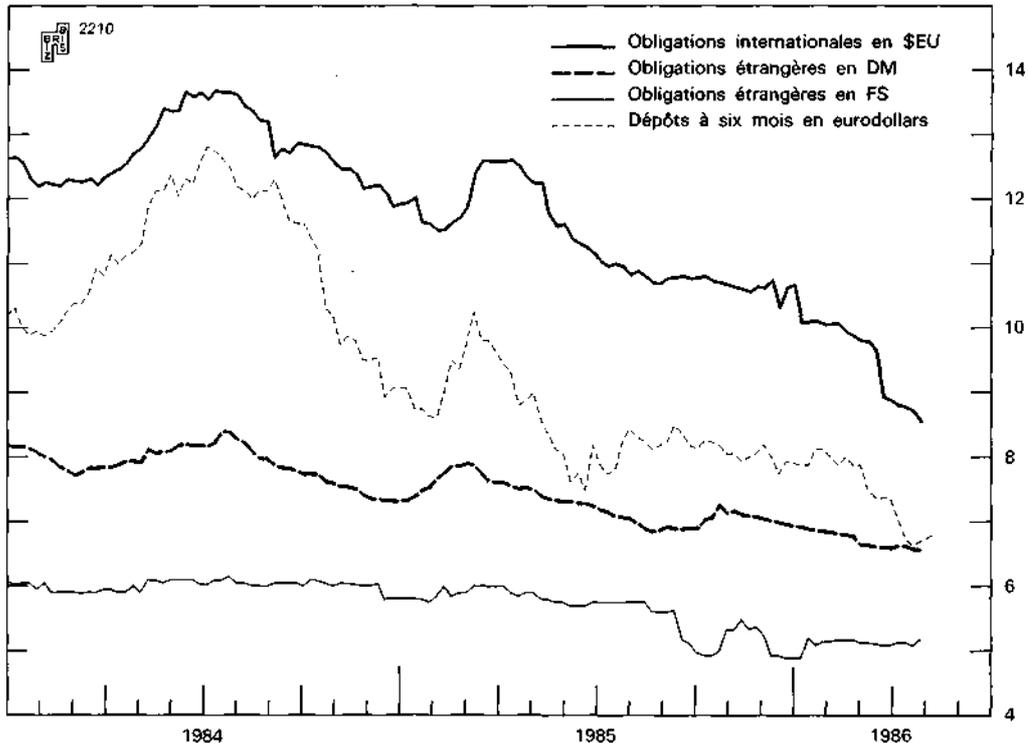
Le secteur à long terme. Après la forte croissance de 1984, le volume des nouvelles émissions d'obligations internationales a encore fortement progressé (+\$55,5 milliards) l'an dernier, pour s'établir au total à \$164 milliards, soit une progression de 227% par rapport à son niveau de deux ans auparavant. Même si l'activité globale en 1985 a été également répartie entre les deux semestres, ces deux périodes ont présenté des caractéristiques différentes. Au premier semestre, la confiance dans le dollar et l'incertitude entourant l'évolution des taux d'intérêt ont principalement stimulé le secteur de l'eurodollar et, davantage encore, celui des notes à taux variable, dont les émissions se sont accrues de 86% et 106% respectivement par rapport au premier semestre de 1984. En revanche, au second semestre, le volume d'émissions sur ces deux secteurs du marché a fléchi de quelque 20%, lorsque le dollar s'est déprécié et que les taux d'intérêt à plus long terme, après une réaction à la hausse au premier trimestre, ont repris leur tendance à la baisse. Dans le même temps, la part du marché des obligations à taux fixe s'est élargie de 56% à 67% et celle des émissions libellées en monnaies autres que le dollar de 33% à 46%.

Les influences générales expliquant la forte expansion tendancielle des marchés internationaux de titres ont été évoquées dans la première partie de ce chapitre; deux facteurs, cependant, ont eu une incidence particulièrement importante sur l'évolution et les caractéristiques structurelles de la période sous revue et méritent une attention particulière.

L'un de ces facteurs est l'utilisation croissante de la technique des swaps. Une très grande partie, encore que statistiquement impossible à chiffrer, des nouvelles émissions en 1985 a été échangée contre des titres libellés en d'autres monnaies ou contre d'autres types d'instruments de dette, voire contre les deux à la fois. Les swaps ont vivement stimulé la nouvelle activité d'émission parce qu'ils ont dissocié les risques assumés, tant par les emprunteurs que les prêteurs,

Rendements de certaines obligations internationales et taux des dépôts en eurodollars,
1984-86

Chiffres du mercredi, en %.



sur des titres et monnaies spécifiques et ont permis de tirer parti des possibilités d'arbitrage créées par les entraves d'ordre réglementaire. De ce fait, les caractéristiques de taux d'intérêt et de taux de change d'une émission donnée ont perdu de leur importance. En outre, les swaps à long terme de devises ont contribué à la croissance de nouveaux secteurs du marché, en particulier celui de l'Ecu, où les nouvelles émissions se sont élevées à \$7,2 milliards, et ceux de monnaies moins importantes telles que le dollar australien (\$3,3 milliards) et le dollar néo-zélandais (\$1,1 milliard).

Deuxièmement, l'expansion des marchés des titres en 1985 a été étroitement liée aux modifications réglementaires concernant à la fois les catégories d'émissions permises et les intermédiaires financiers autorisés à organiser ces émissions. Le mouvement de déréglementation le plus vaste s'est produit au Japon et a porté sur différents aspects de l'activité d'émission. Tout d'abord, le cercle des emprunteurs étrangers habilités à émettre des obligations en yens sur l'euromarché ou au Japon a été progressivement élargi. En outre, en octobre, il a été annoncé que les filiales à l'étranger des entreprises japonaises pourraient, sous certaines conditions, émettre des obligations en euro-yens. En deuxième lieu, les institutions étrangères ont été admises à agir comme chefs de file d'émissions d'obligations en euro-yens. En troisième lieu, la retenue à la source

Caractéristiques structurelles des marchés obligataires internationaux

Postes	1982	1983	1984	1985					1986
				année	1er tri-mestre	2ème tri-mestre	3ème tri-mestre	4ème tri-mestre	1er tri-mestre
en milliards de dollars EU									
Total des émissions	71,7	72,1	108,1	163,6	38,1	42,5	37,6	45,4	55,8
<i>dont:</i>									
émissions classiques									
à taux fixe	56,4	50,0	65,5	100,4	22,0	23,1	26,2	29,1	46,2
notes à taux variable	12,6	15,3	34,1	55,9	14,1	17,2	9,7	14,9	8,3
obligations convertibles ¹	2,7	6,8	8,5	7,3	2,0	2,2	1,7	1,4	1,3
<i>dont:</i>									
\$EU euro-émissions	40,9	35,7	67,2	95,3	24,6	27,9	19,0	23,8	26,0
émissions étrangères ²	3,2	3,4	1,2	3,3	0,8	0,4	0,8	1,3	2,2
franc suisse	11,6	14,0	13,2	15,1	3,4	2,9	3,2	5,6	6,4
deutsche mark	5,5	6,3	6,8	11,3	1,8	2,8	1,9	4,8	4,3
Ecu	0,9	1,7	2,8	7,2	1,5	2,0	2,2	1,5	1,7
yen euro-émissions	0,4	0,3	1,2	6,8	1,2	0,6	2,7	2,3	5,5
émissions étrangères	3,5	3,7	4,7	5,6	1,2	1,7	1,4	1,3	2,2
sterling euro-émissions	0,8	2,0	4,1	5,7	1,4	1,0	1,6	1,7	3,2
émissions étrangères	1,2	0,9	1,4	0,9	-	0,2	0,4	0,3	0,2
divers	3,7	4,1	5,5	12,4	2,2	3,0	4,4	2,8	4,1

¹ A l'exclusion des obligations assorties de droits de souscription d'actions. ² A l'exclusion des émissions des emprunteurs canadiens à New York.

Source: Banque d'Angleterre.

sur les intérêts d'obligations en euro-yens détenues par les non-résidents a été abolie. Enfin, en juin, les emprunteurs non résidents ont été autorisés à émettre des NTV, des obligations à coupon zéro et des titres à devise double sur le marché de l'euro-yen. De ce fait, les nouvelles émissions d'obligations internationales libellées en yens ont plus que doublé en 1985. Le volume des nouvelles émissions en euro-yens, en particulier, est passé de \$1,2 milliard à \$6,8 milliards.

D'importantes modifications d'ordre réglementaire concernant l'activité du marché financier international ont également eu lieu en Allemagne. A compter de mai 1985, les émissions jusque-là interdites de NTV, d'obligations à coupon zéro, d'obligations émises avec swaps et d'obligations à devise double ont été autorisées. En outre, les banques sous contrôle étranger sises en Allemagne ont été admises à se porter chefs de file d'émissions obligataires étrangères en deutsche marks, et le calendrier rigide des émissions étrangères a été remplacé par un système plus souple. Grâce à ces changements, les émissions d'obligations internationales en deutsche marks se sont accrues de 66% l'an dernier, pour passer à \$11,3 milliards, dont près d'un tiers a revêtu la forme de NTV et d'obligations à coupon zéro.

En France, le marché euro-obligataire du franc français a été rouvert en avril 1985, sauf pour les émissions de NTV, et, en septembre, les autorités

italiennes ont autorisé les non-résidents à effectuer des émissions euro-obligataires en liras italiennes.

Comme lors des années précédentes, de nombreuses émissions d'obligations internationales ont continué d'être assorties de caractéristiques spéciales permettant d'exploiter certaines anticipations sur l'évolution des taux d'intérêt et des taux de change. La plupart de ces particularités ont concerné des obligations en dollars mais, notamment sous l'effet de la déréglementation, certaines de ces techniques ont commencé à s'étendre à d'autres monnaies. En ce qui concerne les techniques liées aux taux de change, les caractéristiques telles que les obligations à libération partielle et les droits de souscription d'obligations additionnelles ont permis aux investisseurs hors de la zone dollar de bénéficier d'une baisse ultérieure des taux d'intérêt aux Etats-Unis, tout en limitant le risque de l'exposition à une dépréciation du dollar. Diverses caractéristiques ont été également attachées aux NTV. Les plus importantes ont été les clauses de plafonnement, en vertu desquelles les paiements des coupons peuvent varier en fonction d'un indice d'intérêt jusqu'à un taux maximum prédéterminé et les émissions avec transformation de taux d'intérêt permettant de redéfinir les taux d'intérêt à des intervalles plus courts que ceux qui s'appliquent aux paiements de coupons.

Comme à l'accoutumée, les nouvelles émissions ont été principalement organisées pour des emprunteurs de pays industriels. Les entités américaines, essentiellement les entreprises, ont intensifié de 63% leur recours au marché, avec \$40,5 milliards, ce qui représente près d'un quart de l'activité d'émission. Les entités japonaises, deuxième groupe d'emprunteurs, ont collecté \$20 milliards, soit 27% de plus qu'en 1984. L'un des plus forts taux de croissance a été enregistré pour les emprunteurs du Royaume-Uni, qui ont plus que triplé leurs appels au marché (\$14,6 milliards, contre \$4,5 milliards); sur ce montant, \$8 milliards ont consisté en fonds obtenus par des banques sous forme de NTV. Un autre montant de \$2,5 milliards a été fourni dans le cadre d'une émission unique — la plus grosse jamais réalisée — du gouvernement britannique pour renforcer la position de réserve internationale de ce pays. Dans les autres pays développés, les plus gros emprunteurs ont été la France (\$11,9 milliards), le Canada (\$8,7 milliards), la Suède (\$5,9 milliards), l'Australie (\$5,7 milliards) et l'Italie (\$5,5 milliards). Les pays en développement, y compris les membres de l'OPEP, ont plus que doublé leur activité d'émission, mais, avec \$6,2 milliards, leur part du marché est demeurée bien inférieure à 5%. Ces pays ont toutefois bénéficié en partie des fonds recueillis par les institutions internationales, qui se sont accrus de 41%, pour s'établir à \$18,6 milliards l'an dernier.

Le premier trimestre de 1986 a été caractérisé par diverses évolutions importantes. Premièrement, les émissions d'obligations à taux fixe se sont fortement accélérées, pour atteindre le niveau record de \$47,5 milliards à la suite de la baisse brutale des taux d'intérêt, en particulier sur les obligations en dollars EU. Deuxièmement, les nouvelles émissions de NTV sont revenues à \$8,3 milliards, soit à 41% au-dessous de la moyenne trimestrielle de 1985. Ce ralentissement s'explique par plusieurs facteurs. De nombreux émetteurs — en particulier des emprunteurs souverains — ont estimé plus facile de collecter des

fonds dans les compartiments du taux fixe et d'organiser des swaps à un coût inférieur au LIBOR. La perception d'une tendance à la baisse des taux d'intérêt à long terme a stimulé la demande des investisseurs en obligations à taux fixe. Les institutions financières, qui avaient émis un important volume de NTV en 1985 pour renforcer leur bilan, ont été en grande partie absentes du marché. Enfin, la courbe de rendements est demeurée plate et rien n'a incité à la détention de NTV financées sur des ressources à court terme. Le troisième fait saillant de ce trimestre a été l'accélération prononcée de l'activité du marché des

Groupes d'emprunteurs sur les marchés obligataires internationaux

Pays ou zone d'origine des emprunteurs	Années	Total	dont					Ecus	Divers
			Dollars EU	Francs suisses	Yens	Deutsche marks			
en milliards de dollars EU									
Etats-Unis	1982	15,3	12,8	1,5	0,2	0,6	-	0,2	
	1983	7,9	6,1	1,3	-	0,3	-	0,2	
	1984	24,9	21,4	1,2	0,7	0,7	0,1	0,8	
	1985	40,6	30,6	2,5	3,3	1,1	0,9	2,1	
	1986/I	12,5	7,9	1,7	1,9	0,2	0,3	0,5	
Japon	1982	5,9	1,8	3,8	0,1	0,2	-	-	
	1983	11,3	4,0	6,5	-	0,6	0,1	0,1	
	1984	15,8	9,1	5,7	0,1	0,5	0,1	0,3	
	1985	20,0	11,2	5,7	0,9	0,8	0,6	0,8	
	1986/I	5,8	3,1	1,7	0,7	0,3	-	-	
Autres pays développés	1982	35,8	22,2	4,4	2,2	2,6	0,7	3,7	
	1983	36,1	21,0	4,3	2,0	3,3	0,9	4,6	
	1984	51,1	32,6	4,3	2,4	3,3	1,5	7,0	
	1985	76,4	44,0	4,8	4,3	6,1	4,4	12,8	
	1986/I	29,5	14,2	2,2	3,3	2,6	0,9	6,3	
Pays en développement (OPEP compris)	1982	3,1	2,2	0,3	0,3	0,2	-	0,1	
	1983	1,9	1,3	0,1	0,3	-	-	0,2	
	1984	2,8	1,6	0,2	0,7	-	-	0,3	
	1985	6,2	4,0	0,1	1,2	0,7	-	0,2	
	1986/I	1,5	0,6	-	0,8	0,1	-	-	
Divers (Europe de l'Est comprise)	1982	0,2	0,2	-	-	-	-	-	
	1983	0,2	0,1	0,1	-	-	-	-	
	1984	0,3	0,2	-	0,1	-	-	-	
	1985	1,9	1,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
	1986/I	0,5	0,4	0,1	-	-	-	-	
Institutions internationales	1982	11,4	4,9	1,6	1,1	1,9	0,2	1,7	
	1983	14,7	6,6	1,7	1,7	2,1	0,7	1,9	
	1984	13,2	3,5	1,8	1,9	2,3	1,1	2,6	
	1985	18,6	7,4	1,9	2,6	2,5	1,2	3,0	
	1986/I	6,0	2,0	0,7	1,0	1,1	0,5	0,7	
Total	1982	71,7	44,1	11,6	3,9	6,5	0,9	5,7	
	1983	72,1	39,1	14,0	4,0	6,3	1,7	7,0	
	1984	108,1	68,4	13,2	5,9	6,8	2,8	11,0	
	1985	163,6	98,6	15,1	12,4	11,3	7,2	19,0	
	1986/I	55,8	28,2	6,4	7,7	4,3	1,7	7,5	

Source: Banque d'Angleterre.

prêts consortiaux, qui sont passés de \$3,3 milliards au dernier trimestre de 1985 à \$6,7 milliards.

La situation de l'endettement international et l'initiative Baker

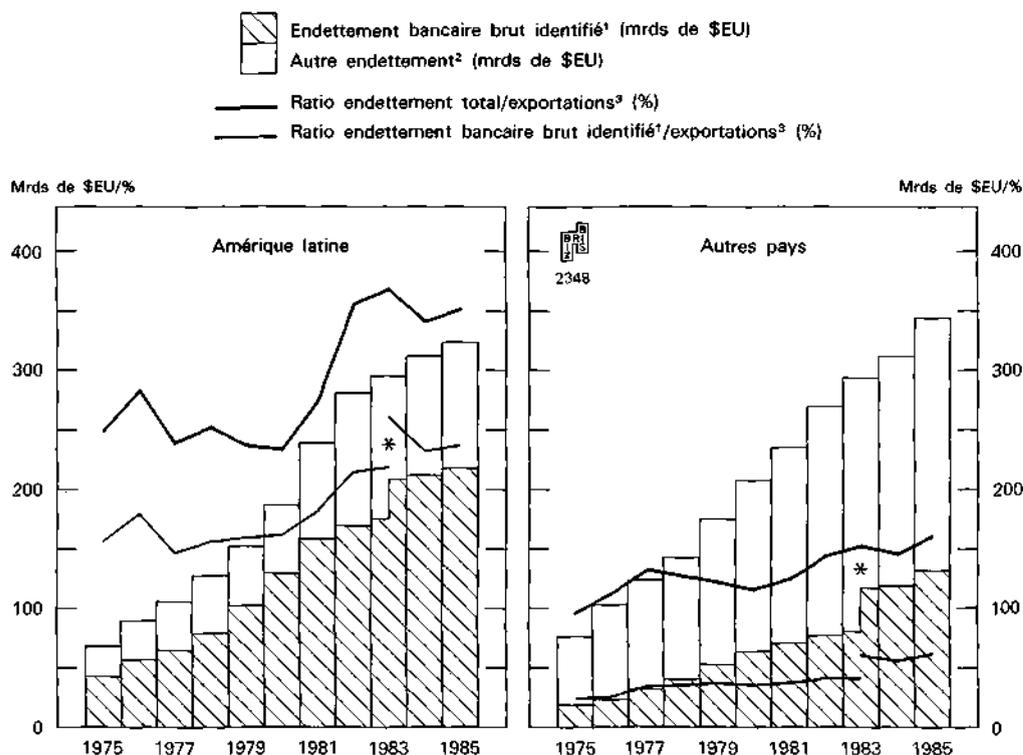
L'année 1985 a été assez contrastée du point de vue de la situation de l'endettement international. Après les progrès enregistrés en 1984, certains nuages ont recommencé à obscurcir l'horizon financier, en raison surtout de la nouvelle détérioration des échanges commerciaux des pays débiteurs en difficulté. Du fait du ralentissement de la croissance économique aux Etats-Unis, l'expansion des exportations des pays en développement, qui s'était fortement accélérée en 1984, a marqué le pas l'an dernier, tandis que les prix à l'exportation se sont remis à fléchir. La contraction des recettes d'exportations qui en est résultée a obligé les pays débiteurs à réduire encore leurs importations. L'incidence négative de cette évolution sur leur économie interne a été amplifiée dans plusieurs cas par la persistance des effets récessifs des mesures antérieures de redressement; ces mesures avaient revêtu principalement la forme d'une compression de la demande globale et n'étaient pas axées de manière adéquate sur l'offre ni sur des réformes structurelles.

Dans ce contexte assombri d'un affaiblissement des recettes d'exportations et d'une persistance de difficultés économiques internes, on n'a enregistré — ce qui n'est guère surprenant — aucun signe de reprise de prêts bancaires spontanés aux pays débiteurs. Au contraire, malgré l'octroi de crédits consortiaux substantiels dans le cadre de montages organisés sous l'égide des autorités, les apports de nouvelles ressources bancaires à de nombreux pays débiteurs se sont pratiquement arrêtés, voire inversés en 1985.

Heureusement, les développements enregistrés en 1985 n'ont pas tous été négatifs. Les taux d'intérêt, ceux en particulier des placements en dollars, ont continué à baisser et se sont situés en moyenne à 2,5 points en dessous de leur niveau de 1984; ce recul s'est poursuivi au début de 1986. De même, pour les pays dont la dette est en grande partie libellée en dollars mais dont les exportations sont essentiellement destinées à des pays sans lien avec la zone dollar, la dépréciation de la monnaie américaine sur les marchés des changes a représenté un allègement du poids, en termes réels, de leur dette extérieure. En outre, comme les monnaies des pays en développement sont liées dans la plupart des cas au dollar EU, le fléchissement de cette monnaie a contribué à rétablir des rapports de change plus réalistes à l'égard des monnaies des autres pays industriels. Enfin, malgré le sentiment de frustration croissant des pays lourdement endettés et les pressions politiques s'exerçant sur eux, la coopération constructive avec les banques créancières et les institutions internationales ne s'est pas démentie dans la majorité des cas. A de rares exceptions près, les pays débiteurs ont assumé leurs charges d'intérêts et certains d'entre eux se sont récemment engagés dans des programmes de redressement à long terme de leur économie. Dans le cadre des opérations de rééchelonnement, les banques se sont montrées généralement disposées à abaisser leurs marges, amplifiant ainsi les effets du recul des taux d'intérêt.

L'une des caractéristiques essentielles de l'évolution enregistrée en 1985 a été l'importance des différences entre les situations des divers pays. C'est ainsi qu'en Amérique latine on note une forte accélération de la croissance économique, ainsi que de l'inflation, au Brésil, alors que dans la plupart des autres pays du groupe l'activité s'est nettement ralentie ou a continué de stagner. En outre, ces divergences des résultats économiques sont encore accentuées par l'effondrement récent des prix du pétrole et par la disparité de ses conséquences sur les divers pays débiteurs.

Evolution de l'endettement international dans les pays en développement non membres de l'OPEP, 1975-85



* Rupture dans les séries due à l'élargissement de la couverture des statistiques de la BRI sur l'activité bancaire internationale.

¹ Envers les banques sisés dans les pays déclarants de la BRI. ² Estimations établies à partir de sources du FMI.

³ Exportations de biens et services.

En raison de l'étroitesse de leurs liens économiques avec le grand voisin du Nord, les pays d'Amérique latine ont été particulièrement affectés, l'an passé, par le ralentissement économique aux Etats-Unis. Leurs exportations de biens et services, qui, en termes de dollars, avaient progressé de 14% en 1984, n'ont guère augmenté l'année dernière. Parallèlement, leur accès aux capitaux étrangers s'est encore rétréci. Aussi ont-ils été contraints de réduire leurs importations et d'interrompre, voire d'inverser, le processus de constitution de réserves. Bien que l'accroissement de leur dette extérieure ait été moindre en dollars courants (\$12 milliards, contre \$17 milliards en 1984), la faiblesse de

leurs résultats à l'exportation a été telle que, après un recul important en 1984, leur ratio endettement/exportations a de nouveau dépassé 350%. En outre, leur ratio paiements d'intérêts de la dette/exportations ne s'est pratiquement plus amélioré, malgré la baisse du coût de l'argent. Simultanément, le développement des investissements et la croissance économique, affectés par les restrictions budgétaires et les économies de devises rendues nécessaires, ont continué à stagner dans la plupart des pays de ce groupe, tandis que le chômage a poursuivi sa montée et que le revenu par habitant n'a pas enregistré de progrès ou a même continué de fléchir.

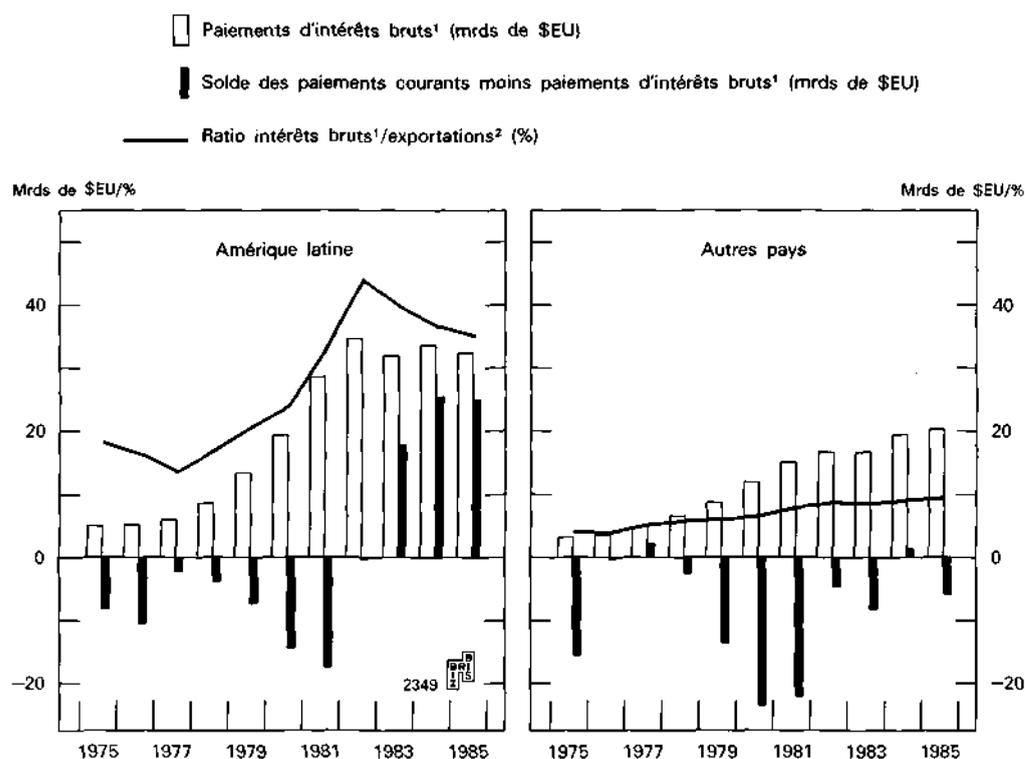
Le Mexique a connu, l'an passé, une détérioration particulièrement marquée de ses paiements extérieurs. L'excédent des paiements courants, qui était de \$4 milliards en 1984, a pratiquement disparu, étant donné que l'incidence négative de l'affaiblissement du marché pétrolier — qui ne s'est pourtant pas reflétée entièrement dans les échanges commerciaux de 1985 — a été amplifiée par une forte expansion de la demande interne. Au Brésil, le revirement de la balance des paiements courants a été plus modeste. Grâce à l'application d'une politique réaliste en matière de taux de change, la dégradation a été limitée, une situation de quasi-équilibre en 1984 ayant fait place à un déficit de \$0,7 milliard en dépit d'une vive reprise de la croissance économique. Étant donné l'absence de déséquilibres structurels majeurs, on s'attend que le vaste programme de réformes économiques et de lutte contre l'inflation, adopté en mars 1986, permettra de ramener la hausse des prix d'environ 250% à moins de 10% cette année. Une reprise de l'expansion des exportations — les recettes à ce titre ont fléchi de quelque 5% en 1985 — permettrait, dans le contexte de la baisse des prix du pétrole et des taux d'intérêt, de résoudre en grande partie les problèmes de paiements extérieurs du pays. En Argentine, le plan d'austérité appliqué en juin dernier a conduit à une réduction de \$2,5 milliards à \$2 milliards du déficit des paiements courants et a ramené le taux d'inflation mensuel de 30% à un peu plus de 3% à fin 1985; la contrepartie de ces résultats a été un ralentissement de l'activité économique, puisque le produit intérieur a reculé d'environ 4% et que le PNB réel par habitant a diminué de plus de 15% par rapport au début de la décennie. Ce n'est pourtant qu'en poursuivant les efforts entrepris que ce pays peut espérer obtenir une amélioration durable de ses résultats économiques.

Par suite de la stagnation des exportations et de la baisse de confiance ainsi que de la persistance de lourdes charges d'intérêts, la situation financière extérieure de la plupart des pays débiteurs est demeurée très difficile. Comme expliqué à la page 108, après élimination des effets de valorisation, les nouveaux prêts bruts des banques commerciales à l'Amérique latine se sont pratiquement interrompus l'an passé, malgré un montant important de nouveaux crédits reçus dans le cadre de montages organisés sous l'égide des autorités. Les nouveaux prêts nets du FMI aux pays d'Amérique latine se sont également contractés, revenant de \$3,9 milliards en 1984 à \$1,5 milliard, non seulement par suite de l'achèvement des programmes en cours, mais aussi en raison de la suspension des décaissements pour non-exécution d'engagements ou refus pur et simple d'accepter les conditions du FMI. En même temps, l'accès direct des pays

débiteurs en difficulté aux marchés financiers internationaux est resté pratiquement fermé et, du fait de leur mauvaise situation économique, les apports au titre d'investissements directs n'ont guère donné de signes de reprise. En contrepartie de cette évolution, les dépôts des pays d'Amérique latine auprès des banques déclarantes ont fléchi de \$1 milliard l'an passé, alors qu'ils s'étaient accrus de \$10 milliards en 1984, essentiellement parce que ces pays n'ont plus été en mesure de renforcer leur position de réserve officielle.

Hors d'Amérique latine, de nombreux petits pays à faible revenu, notamment en Afrique subsaharienne, sont demeurés dans une situation très précaire, tout nouvel accès aux marchés internationaux des capitaux leur étant pratiquement coupé. En raison de leur cote de crédit médiocre, ces pays, même à l'époque faste du marché des prêts internationaux, n'ont pas pu se procurer des ressources importantes auprès du secteur bancaire international, et leur endettement extérieur considérable a surtout été contracté envers des créanciers officiels. Étant donné l'environnement défavorable du commerce mondial, ces pays n'ont pas non plus été en mesure d'améliorer leur balance des paiements l'an passé, et, selon des sources du FMI, leurs ratios d'endettement et de service de la dette se sont fortement détériorés, passant de 34,5% à 38,3% et de 9,3% à 12,5%

Facteurs agissant sur les besoins d'emprunt des pays en développement non membres de l'OPEP, 1975-85



¹ Estimations établies à partir de sources du FMI.

² Exportations de biens et services.

respectivement. De plus, un certain nombre de ces pays ont des retards de remboursements de dettes auprès du FMI, et quelques-uns sont écartés de tout nouveau crédit à cause de leur incapacité de régler les sommes échues. Il est clair néanmoins que, pour ces pays, la solution du problème de l'endettement se situera nécessairement en dehors des marchés privés des capitaux.

La situation a été tout à fait différente pour les pays en développement de l'Est asiatique. Les résultats obtenus par ces pays sur le plan des exportations se sont, eux aussi, fortement ressentis du ralentissement de la croissance économique aux Etats-Unis; en raison d'un endettement plus faible et/ou du plus grand dynamisme de leur économie, la plupart ont pu cependant continuer à accéder au marché du crédit bancaire international à des conditions relativement favorables. Toutefois, mis à part la Chine, qui conserve une position créditrice nette à l'égard du secteur bancaire international, ils n'ont que modérément utilisé leur capacité d'emprunt; d'autre part, leurs ratios d'endettement, même lorsqu'ils se sont accrus, sont demeurés bien au-dessous de ceux des pays d'Amérique latine.

Pour revenir à l'Amérique latine, en l'absence de flux de capitaux spontanés, une cessation de paiements pure et simple ne pouvait, une fois encore, être évitée qu'à travers un rééchelonnement des prêts venant à échéance. Si un accord temporaire a pu être conclu, sous une forme ou une autre, pour presque tous les pays, l'élaboration de programmes de rééchelonnement pluriannuels permettant le rétablissement de relations de crédit plus normales s'est révélée à la fois longue et difficile. Cependant, au printemps de 1986, cinq grands pays d'Amérique latine, l'Argentine, le Chili, l'Equateur, le Mexique et le Venezuela, avaient signé avec leurs créanciers bancaires, après plusieurs mois de négociations, des accords définitifs pluriannuels de restructuration. Plusieurs autres pays d'Amérique latine poursuivent d'actives négociations, des projets d'accords ayant été signés avec les comités directeurs des banques, dans le cas du Brésil et de l'Uruguay par exemple. Au total, le montant de l'endettement de l'Amérique latine couvert par des accords de rééchelonnement s'élevait, au début du printemps de 1986, à environ \$90 milliards, soit approximativement à 40% de l'endettement total de ce groupe envers le secteur bancaire. Des réductions sensibles des marges appliquées par les banques ont presque toujours été prévues dans les programmes financiers, les conditions de remboursement et les différés d'amortissement variant toutefois considérablement d'un pays à l'autre. Deux pays d'Amérique latine, la Colombie et le Paraguay, ont continué d'assurer le service de leur dette conformément aux conditions contractuelles initiales; en revanche, la Bolivie et le Pérou ont suspendu ou réduit unilatéralement leurs paiements d'intérêts. Hors d'Amérique latine, de nouveaux accords de rééchelonnement pluriannuels ont été conclus, notamment avec la Yougoslavie et les Philippines, tandis que des négociations sont en cours avec le Nigeria. En Pologne, premier pays à avoir obtenu un rééchelonnement pluriannuel de la part des banques, il est procédé régulièrement à des restructurations «cas par cas» de prêts venant à échéance, en partie dans le cadre de montages antérieurs.

S'il n'a pas été possible, durant la période sous revue, de réduire le risque global à l'égard des pays en difficulté, ni d'obtenir dans l'ensemble une

amélioration sensible de la qualité des actifs en cause, les banques créancières ont cependant poursuivi, dans la plupart des cas, le renforcement de leurs bilans. Elles ont continué à accroître leurs provisions pour prêts douteux et augmenté parallèlement leur capital-risque. Les banques hors de la zone dollar ont bénéficié à cet égard du vif recul de la monnaie américaine sur les marchés de change, qui s'est traduit par une diminution notable de la valeur en monnaie nationale de leur portefeuille international libellé en dollars. En revanche, les problèmes rencontrés sur le plan interne, en particulier dans les secteurs de l'énergie, de l'immobilier et de l'agriculture, ont accru dans quelques cas la vulnérabilité des banques sur le plan interne (voir Chapitre IV). En même temps, l'âpreté de la concurrence sur les marchés internationaux des titres, la raréfaction des emprunteurs de première qualité et la menace de désintermédiation ont entraîné une baisse des marges bénéficiaires des banques sur leurs opérations internationales.

Comme la situation de l'économie de la plupart des pays d'Amérique latine demeure précaire – leur PNB par habitant reste encore bien inférieur au niveau du début de la décennie –, que l'environnement économique international est plus difficile et que les tendances protectionnistes se renforcent dans les pays industriels, l'attitude des pays débiteurs s'est généralement durcie. Lors de la réunion de décembre 1985, en Uruguay, du «Groupe de Cartagène», composé de onze pays débiteurs d'Amérique latine, une requête a été soumise à la communauté financière internationale en vue d'un allègement des charges d'intérêts, du maintien des lignes de crédit existantes et de l'octroi de nouveaux prêts. En outre, ce groupe a pris l'engagement de soutenir par avance tout pays qui déciderait d'adopter des mesures unilatérales pour réduire sa charge du service de la dette. Depuis lors, aucun nouveau pays d'Amérique latine n'a pris une telle initiative. Néanmoins, on ne peut guère douter de l'incidence psychologique préjudiciable de programmes prolongés d'assainissement, imposés à des gouvernements démocratiques nouvellement élus dans ces pays par des considérations de service de la dette extérieure alors que les perspectives d'amélioration dans un avenir proche sont minimes.

Diverses raisons sont à l'origine de la nouvelle initiative, lancée à Séoul en octobre 1985, par le Secrétaire américain au Trésor, à l'occasion de l'Assemblée annuelle des institutions nées des Accords de Bretton Woods, et intitulée par son auteur «Programme pour une croissance soutenue»; l'une de ces raisons a été la prise de conscience du fait que plusieurs années de restrictions et de privations n'ont pas permis de réduire les ratios d'endettement et qu'une nouvelle stratégie s'imposait donc pour faire face à la crise des paiements internationaux.

Comme son nom l'indique, la caractéristique dominante de cette nouvelle stratégie est qu'elle part du principe que seul le retour à une croissance économique saine dans les pays débiteurs peut apporter une solution à long terme au problème de l'endettement international. Au lieu d'un redressement à court terme des balances des paiements, et quel qu'en soit le coût pour l'activité économique, cette nouvelle stratégie met l'accent sur les réformes structurelles propres à placer les pays débiteurs sur une trajectoire de croissance économique

plus élevée et à réduire ainsi progressivement le poids relatif de leur endettement extérieur. Pour couvrir le besoin de financement extérieur supplémentaire résultant d'une telle approche à long terme, le plan Baker prévoit une augmentation de 50% (soit \$ 3 milliards sur une base annuelle) des nouveaux prêts de la Banque mondiale et de ses institutions associées aux principaux pays débiteurs en difficulté et un total de \$20 milliards de nouveaux prêts additionnels des banques commerciales, répartis sur les trois prochaines années.

L'accès à ces sources de nouveaux financements dépendra toutefois strictement de l'adoption de programmes d'ajustement structurel axés sur la croissance, qui devront être élaborés par les pays débiteurs en étroite collaboration avec le FMI et la Banque mondiale. M. Baker a indiqué trois orientations précises à cet effet: amélioration de l'emploi, de la production et de l'efficacité par un recours accru au secteur privé et un moindre engagement de l'Etat; mobilisation de l'épargne nationale et encouragement de l'investissement rentable par une action sur l'offre, telle que la réforme de la fiscalité et du marché du travail et le développement des marchés des capitaux; stimulation des investissements directs étrangers et des entrées de capitaux par des mesures de libéralisation des marchés, notamment des échanges commerciaux.

Le FMI et la Banque mondiale apporteront un soutien total à cette nouvelle stratégie du développement, même si elle implique quelques modifications des pratiques et procédures actuelles. Cela nécessitera tout d'abord l'établissement de relations de travail très étroites et une coordination stricte des politiques suivies par les deux institutions. Si le FMI est appelé à rester la principale instance de coordination de la gestion de l'ensemble de la dette internationale et le garant de l'application de politiques saines, la Banque mondiale, de par sa nature même, aura un grand rôle à jouer dans l'élaboration et le financement des stratégies de croissance à plus long terme. A cet égard, la Banque mondiale et ses institutions associées devront accroître la part des prêts à décaissement rapide consacrés au redressement sectoriel et structurel et développer leurs opérations de cofinancement avec les banques commerciales. La Société financière internationale et l'Agence multilatérale de garantie des investissements, instituée récemment, auront pour tâche d'aider les pays en développement à attirer les investissements non générateurs d'endettement ainsi que le savoir-faire correspondant en matière de technologie et de gestion.

Les banques commerciales sont invitées, à leur tour, à s'engager à prêter les \$20 milliards de nouveaux fonds prévus pour les pays qui auront élaboré de tels programmes de redressement axés sur la croissance. Ces nouvelles ressources pourraient être utilisées à la fois pour des financements à court terme et des investissements à plus long terme.

Le plan Baker a, dans ses grandes lignes, généralement reçu un accueil favorable, bien que prudent. Premièrement, il traduit un changement d'attitude du gouvernement actuel des Etats-Unis à l'égard du problème de l'endettement international. En deuxième lieu, l'idée fondamentale d'une solution à plus long terme de ce problème au moyen d'une revitalisation des économies des pays débiteurs qui, dans la plupart des cas, n'ont pas encore effacé le recul très

important provoqué par la crise de l'endettement, constitue, à n'en pas douter, une conception fort valable. Même du point de vue des banques commerciales, l'engagement de fournir de nouveaux fonds ne doit nullement être considéré comme un acte de charité, mais bien comme une politique commerciale saine, dans la mesure où les nouveaux prêts serviront à améliorer la qualité de la dette en cours. De plus, en ce qui concerne les pays débiteurs, il est certain que la solution d'un de leurs problèmes les plus graves, à savoir les sorties massives légales ou illégales de capitaux privés, serait grandement facilitée par la mise en œuvre de bonnes politiques économiques orientées vers la croissance, l'existence d'un secteur privé prospère, des structures de prix réalistes – en particulier dans le domaine des taux d'intérêt et des taux de change – et par la disparition de l'arbitraire administratif dans tous les domaines.

Les critiques adressées au plan Baker ne visaient donc pas l'idée même qui l'a inspiré, mais plutôt son aspect quantitatif, sa structure et son équilibre.

L'une des critiques émises, en particulier par les pays débiteurs eux-mêmes, est que les nouvelles ressources fournies par le plan Baker ne correspondraient qu'à une fraction de leurs paiements au titre du service de la dette. En conséquence, la ponction continuellement exercée sur leurs ressources ne leur permettrait pas d'adopter les politiques de croissance envisagées par le plan, puisque nombre de ces approches à long terme ne porteraient leurs fruits qu'après un délai considérable. Par conséquent, la stratégie Baker n'aurait de chances de réussir que si elle s'accompagnait directement d'un allègement du poids du service de la dette. Selon un autre argument, une réduction de 2% des taux d'intérêt dégagerait pour les pays débiteurs le même montant de ressources que le plan Baker, sans qu'ils aient à accroître leur endettement. Une telle baisse des taux d'intérêt est intervenue entre temps, il est vrai, par le jeu des forces du marché, même si, dans le cas des pays exportateurs de pétrole, ce recul a été compensé, et au-delà, par une nouvelle détérioration des termes de l'échange. Des réserves ont, en outre, été formulées par les pays débiteurs à propos de questions d'autonomie nationale et du non-respect des contraintes historiques et politiques, en ce qui concerne spécialement l'obligation de réduire la dimension du secteur public et l'encouragement des investissements directs étrangers.

Une autre série de critiques, qui n'émanent pas seulement de pays débiteurs, portent sur la perception d'un manque d'équilibre de la nouvelle stratégie. Si, d'un côté, l'initiative requiert des engagements nouveaux et substantiels, aussi bien de la part des éventuels pays emprunteurs et banques commerciales prêteuses, aucune prise de position dans le même sens n'est demandée aux gouvernements des pays créanciers. Ainsi, il a été souligné qu'il n'est pas fait mention d'une expansion des crédits commerciaux, des garanties financières ou de l'aide bilatérale au développement, accordés à titre officiel. Il n'est pas indiqué non plus que les prêts supplémentaires sollicités auprès des banques devraient être encouragés par les responsables nationaux de la surveillance bancaire et de la politique budgétaire. De surcroît, si, pour les pays débiteurs, les conditions préalables prévoient des mesures de libéralisation des échanges commerciaux, il n'est pas demandé aux pays industriels de s'engager à maintenir leurs marchés

ouverts aux exportations des pays en développement et à supprimer les subventions aux exportations sur les produits qui concurrencent les ventes de ces derniers. Enfin, il n'est pas envisagé non plus d'engagement de la part des pays industriels de favoriser l'accroissement des exportations des pays débiteurs au moyen de politiques macro-économiques et de dosages des politiques monétaires et budgétaires propres à concilier taux de croissance économique élevés et taux d'intérêt raisonnablement bas.

On peut répondre à ces critiques que des intentions allant dans ce sens n'ont cessé d'être affirmées par les autorités des pays industriels, par exemple lors de la réunion du Groupe des Cinq, en septembre 1985 à New York, et au début du mois de mai 1986, lors du sommet des sept principaux pays industrialisés à Tokyo, même si l'on doit admettre que ces déclarations d'intention peuvent difficilement être considérées comme des engagements contraignants. Il ne fait guère de doute que, en l'absence de politiques d'ouverture et de croissance économique durable dans les pays industriels, et faute d'une diminution des taux d'intérêt réels, la stratégie Baker risque d'être fort incomplète.

Pour l'instant, aucun pays n'a explicitement fait appel aux facilités de financement supplémentaire pouvant être mises à disposition dans le cadre du plan Baker — notamment parce qu'aucun pays n'a voulu être le premier à en faire l'expérience, les pays débiteurs ayant en général durci leur attitude; les négociations avec un certain nombre de pays se poursuivent cependant, tandis que la Banque mondiale a commencé d'accorder des prêts destinés à des projets structurels analogues à ceux qui sont envisagés par l'initiative Baker.

Il convient d'ajouter que, dans l'esprit de l'initiative Baker, une nouvelle «Facilité d'ajustement structurel» (FAS) a été créée au FMI, qui affectera les DTS 2,7 milliards de ressources rendues disponibles en 1985-91 — suite au remboursement de prêts du Fonds fiduciaire — à des crédits aux pays à faible revenu qui font face à des problèmes persistants de balance des paiements. Pour ne pas évincer les petits pays, la Chine et l'Inde ont déclaré qu'elles ne recourraient pas à cette source de crédit. Les pays sollicitant une aide à ce titre devront présenter un programme de redressement économique et de réformes structurelles à moyen terme visant à éliminer leurs difficultés de balance des paiements et à stimuler la croissance économique. Ce plan d'action sera mis au point conjointement par les services du FMI et de la Banque mondiale.

VI. POLITIQUE MONÉTAIRE: OBJECTIFS INTERMÉDIAIRES ET MODALITÉS D'INTERVENTION

Faits saillants

Pendant plusieurs années, les politiques monétaires des pays industrialisés ont accordé la priorité à la réduction de l'inflation. Dans les principaux pays, ces politiques se fondaient principalement sur la régulation des agrégats monétaires. L'année dernière, comme on était presque parvenu à atteindre l'objectif de stabilité des prix, on s'est davantage attaché à favoriser une reprise non inflationniste. Puisqu'il était devenu plus difficile d'interpréter l'évolution des agrégats monétaires, la politique monétaire, dans certains pays, a fait plus de place au «jugement».

Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, où des facteurs particuliers ont provoqué des distorsions dans l'évolution monétaire, les autorités ont ajusté leurs objectifs monétaires et ont attaché moins d'importance à certains agrégats. Le comportement inattendu de la vitesse-revenu des agrégats monétaires-clés, sous l'effet de la baisse des taux d'intérêt, de l'innovation financière et de la désinflation persistante, a conduit, dans ces pays et dans quelques autres, à mener davantage la politique monétaire en fonction de l'évolution de la situation économique, des taux de change et des taux d'intérêt.

En Allemagne, au Japon, en Suisse et en France, en revanche, les autorités ont réussi à respecter dans l'ensemble l'objectif retenu pour la croissance monétaire et n'ont pas vu de raison de modifier sensiblement leurs stratégies d'agrégats monétaires. Dans de nombreux pays européens, la politique monétaire continue de viser avant tout à maintenir des rapports de change stables, surtout avec les pays qui obtiennent de bons résultats dans la lutte contre l'inflation.

Simultanément, il est devenu de plus en plus évident que les effets produits sur l'économie par l'évolution des cours de change peuvent être si sensibles, même dans les plus grands pays, que les autorités doivent les prendre en compte dans l'élaboration et la mise en œuvre de la politique monétaire. C'est en partie pour ces raisons que les banques centrales ont dû trouver le moyen de fournir aux marchés des capitaux des indications plus modulables en matière de taux d'intérêt, et ont adopté des modalités souples d'intervention sur les taux d'intérêt à court terme.

A long terme, la politique monétaire produit principalement ses effets sur le taux global d'inflation. Il convient de garder à l'esprit cette relation, sous peine de compromettre les succès chèrement acquis dans la lutte contre l'inflation. Le danger est peut-être d'autant plus grand que les perspectives immédiates d'évolution générale des prix n'ont jamais été aussi favorables qu'en ce moment, par suite de la baisse des prix de l'énergie et, dans la plupart des pays autres que les Etats-Unis, de l'appréciation des taux de change. Dans les plus

grands pays, la maîtrise des agrégats monétaires semble encore procurer la meilleure protection contre un réveil de l'inflation. Il est clair que des objectifs de revenu nominal ou de taux d'intérêt seraient, à eux seuls, sans effet à cet égard.

De nombreuses contraintes entravent cependant l'efficacité de la politique monétaire. Pour diverses raisons, on ne considère plus, dans certains pays, la politique budgétaire comme un moyen d'action efficace sur la demande globale de l'économie. On risque donc de trop se reposer sur la politique monétaire, surtout lorsqu'on poursuit des buts à court terme. La politique monétaire trouve sa plus grande utilité lorsqu'elle est axée sur le long terme et vise à assurer un environnement monétaire stable pour la croissance économique.

Evolution des politiques de masse monétaire

Agrégats monétaires: objectifs et évolution. Au début de l'année dernière, la politique monétaire était encore formulée, dans la plupart des grands pays industrialisés, en termes de normes de croissance d'agrégats monétaires. Les normes publiées de croissance monétaire ont été abaissées en 1985 en Allemagne et en France, eu égard au ralentissement de l'inflation. Conformément aux projections à moyen terme des autorités, les objectifs ont également été réduits au Royaume-Uni. Aux Etats-Unis, il y a eu abaissement, dans un premier temps, de la limite supérieure de la fourchette-objectif de croissance assignée à M_1 , mais la fourchette-objectif appliquée à M_2 n'a pas été modifiée, et la limite supérieure pour M_3 a été légèrement rehaussée. La fourchette indicative de croissance de la dette intérieure totale a été également relevée, en raison d'une vive accélération de cet agrégat en 1984.

Au cours de l'année dernière, l'évolution de la croissance monétaire par rapport aux objectifs a été sensiblement différente d'un pays à l'autre. En Allemagne, au Japon et en Suisse, cette croissance a suivi une évolution très proche des objectifs ou projections officiels, bien que les autorités aient tiré parti des éléments de flexibilité contenus dans les procédures de fixation des objectifs. En Allemagne, sous l'effet de la baisse des taux d'intérêt pendant l'été, le taux de croissance de la quantité de monnaie de banque centrale pour 1985 (d'un quatrième trimestre à l'autre) s'est situé dans la moitié supérieure de la fourchette-objectif, conformément aux intentions de la Deutsche Bundesbank. En Suisse, où les taux d'intérêt à court terme se sont aussi repliés, le taux annuel moyen de progression en 1985 de la monnaie de banque centrale ajustée a été inférieur à l'objectif publié pour l'année. Au Japon, le rythme de croissance de $M_2 + CD$, mesuré sur quatre trimestres, a dépassé à la fin de 1985 la projection de la Banque du Japon, en partie parce que, dans l'attente d'une augmentation des taux d'intérêt, les entreprises ont été amenées à contracter plus tôt que prévu des crédits à long terme.

Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, les rythmes de progression des principaux agrégats monétaires ont largement dépassé, l'an dernier, les objectifs officiels initiaux. La mesure M_1 des encaisses de transaction — que la Réserve fédérale considérait normalement comme la principale grandeur monétaire — a

Agrégats monétaires et du crédit: objectifs et taux de croissance

Pays	Agrégat monétaire ou du crédit ¹	Objectif ² pour			Croissance monétaire ou du crédit					
		1984 ³	1985 ³	1986 ³	Année de réalisation ⁴		Variation sur quatre trimestres, sur la base de moyennes trimestrielles premier trimestre			
					1984	1985	1984	1985	1986	
en % ⁵										
Etats-Unis	M ₁	4-8	3-8	3-8	5,4	13,2	9,1	6,5	11,3	
	M ₂	6-9	6-9	6-9	8,0	8,6	8,7	9,2	6,7	
	M ₃	6-9	6-9½	6-9	10,4	7,7	9,5	10,6	6,9	
	EITANF	8-11	9-12	8-11	14,3	13,9	12,2	14,4	14,7	
Japon	M ₂ +CD	8	8	8-9	7,9	9,0	7,9	7,9	9,0	
Allemagne fédérale	QMBC	4-6	3-5	3½-5½	4,6	4,5	5,4	4,9	5,1	
France	M ₂ R	5½-6½	4-6	-	7,6	6,9	8,9	8,1	7,3 ⁶	
	M ₃	-	-	3-5	-	-	9,9	9,4	5,2	
Royaume-Uni	MO	4-8	3-7	2-6	5,6	2,4 ⁷	5,8	5,4	3,9	
	£M ₃	6-10	5-9	11-15	12,3	15,2 ⁷	10,2	10,0	15,1	
Italie	CSP	-	12	9 ⁸	17,6	11,5	15,5	16,1	9,1	
	M ₂	-	10	9	-	10,8	12,7	14,1	9,5	
Suisse	MCA	3	3	2	2,5	2,2	1,1	2,4	1,4	
Pays-Bas	M ₂ l	-	-	5½-6	-	-	6,5	5,7	9,6 ⁶	

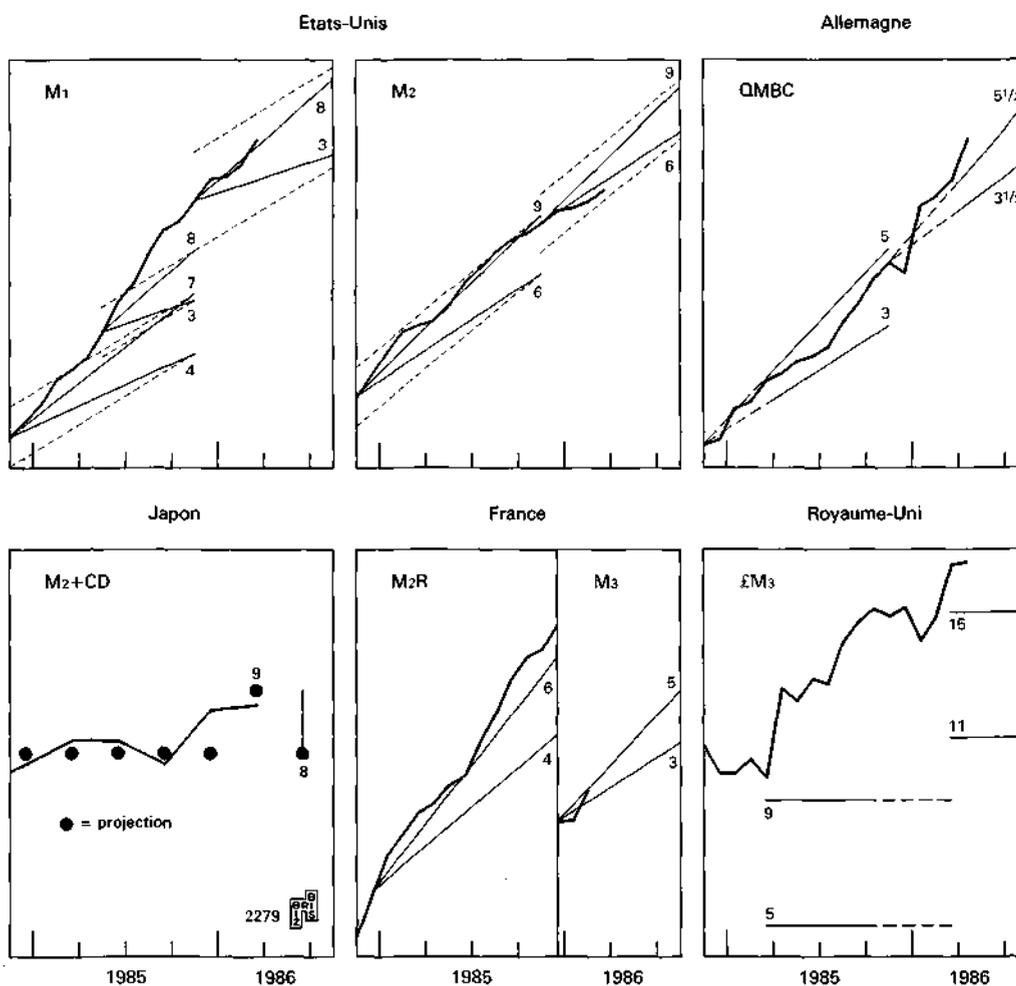
¹ EITANF = endettement intérieur total des agents non financiers; QMBC = quantité de monnaie de banque centrale; M₂R = M₂ détenue par les résidents; MD = base monétaire au sens large; CSP = crédit au secteur autre que l'Etat; MCA = base monétaire ajustée; M₂l = création de M₂ par des sources internes bancaires. ² Pour le Japon, projection uniquement. ³ Périodes comprises entre le dernier trimestre d'une année et le dernier trimestre de l'année suivante pour les Etats-Unis (sauf pour M₁ en 1985), le Japon (1984-85), l'Allemagne et la France (1986), et de décembre à décembre pour l'Italie et les Pays-Bas. Périodes établies sur la base des moyennes de novembre-janvier pour la France (1984-85) et, depuis 1985, des variations sur les douze derniers mois pour le Royaume-Uni. Moyennes annuelles pour la Suisse. En ce qui concerne les Etats-Unis, l'objectif indiqué pour M₁ en 1985 est celui qui a été établi en juillet 1985 pour une période allant du deuxième au quatrième trimestre. (L'objectif pour 1985 publié en janvier était de 4-7%.) Pour le Royaume-Uni, l'objectif de M₃ sterling pour 1985 a été suspendu en octobre. Pour le Japon, est indiquée pour 1986 la projection d'un deuxième trimestre à l'autre. En France et en Italie, la définition des agrégats a été modifiée au début de 1986. ⁴ Calculée sur la même base que l'objectif. ⁵ En rythmes annuels. ⁶ Quatrième trimestre 1985. ⁷ Sur douze mois, de décembre à décembre. ⁸ Avant correction de l'incidence d'événements exceptionnels à la fin de 1985.

Sources: données et définitions nationales.

progressé à un taux annuel de près de 11% entre le quatrième trimestre de 1984 et le deuxième trimestre de 1985. En juillet, la Réserve fédérale a décidé d'asseoir M₁ sur une nouvelle base et d'élargir sa fourchette-objectif en fonction de divers facteurs, dont une décélération inattendue de la vitesse-revenu de la circulation de la monnaie, l'incidence de l'appréciation du dollar sur les perspectives à court terme d'évolution des prix et le risque d'un essoufflement de la reprise. La Réserve fédérale attachant manifestement moins d'importance à M₁, et davantage à la gestion du taux des fonds fédéraux, la vive progression de M₁ s'est poursuivie tard dans l'année, dépassant largement la limite supérieure de la nouvelle fourchette-objectif, encore que l'accroissement annuel de M₂ et M₃ se soit maintenu à l'intérieur des normes assignées. On peut observer que, sous l'effet des emprunts massifs du Trésor et de facteurs particuliers, comme les appels au crédit liés à des prises de contrôle de sociétés, l'augmentation de l'endettement total des secteurs internes non financiers a de nouveau franchi la limite supérieure de la fourchette indicative.

Au Royaume-Uni, la croissance de M_3 sterling, jusqu'alors considéré par les autorités comme le principal indicateur monétaire élargi, s'est accélérée au printemps de 1985 et, mesurée sur des périodes de douze mois, s'est constamment établie par la suite bien au-dessus de la limite supérieure de la fourchette-objectif. Pendant un certain temps, la régulation de cet agrégat, qui traduit les variations des principaux actifs et passifs intérieurs des banques, avait moins reposé sur la politique de taux d'intérêt que sur la pratique du «surfinancement». Celle-ci consiste à neutraliser l'effet sur M_3 sterling d'une expansion rapide des crédits bancaires au secteur privé en faisant en sorte que les ventes officielles nettes de titres de dette de l'Etat au secteur privé non bancaire soient supérieures au besoin de financement du secteur public; cette pratique cessa d'être utilisée en octobre, avec l'abandon de la fourchette-objectif pour M_3 .

Agrégats monétaires: objectifs et évolution, 1985-86*



* Pour les Etats-Unis, l'Allemagne et la France, niveaux (échelle semi-logarithmique); pour le Japon et le Royaume-Uni, variations (en %), sur quatre trimestres et douze mois respectivement, établies sur les chiffres de fin de mois. Agrégats et objectifs sont définis dans le tableau de la page 134.

L'objectif officiel pour M_0 (essentiellement billets et monnaies en circulation) a été maintenu et les autorités ont continué à recourir, pour conduire leur politique, à une mesure large de la liquidité pour laquelle il n'existe aucune norme publiée. Leur intention était toutefois de fonder davantage leur politique monétaire sur d'autres indicateurs économiques et financiers, notamment le taux de change.

L'évolution des agrégats monétaires en France et en Italie doit être considérée dans le cadre de l'utilisation de dispositions d'ordre réglementaire et de l'importance accordée à la stabilisation des taux de change au sein du SME (qui, dans une certaine mesure, a priorité sur la politique de taux d'intérêt). En France, la croissance de M_2R , fort rapide à la fin de 1984, s'est ralentie l'an dernier, sous l'effet d'une réduction, en juillet, de la norme officielle de progression des crédits octroyés par le système bancaire sur ressources monétaires. En outre, le contrôle des changes a été durci en vue de contenir l'afflux de capitaux étrangers. Les coefficients de réserves obligatoires assises sur les dépôts ont été relevés en plusieurs étapes, à la fin de 1985 et au début de 1986, afin notamment de tempérer l'incidence des baisses des taux d'intérêt du marché monétaire sur le coût du crédit bancaire. En Italie, la croissance de M_2 a fortement diminué à la fin de l'année dernière en présence de sorties de capitaux liées à une spéculation contre la monnaie, alors que les prêts bancaires en liras s'accroissaient au rythme annuel ajusté de 40% environ en novembre et décembre. En janvier 1986, le contrôle des changes a été temporairement renforcé, les taux d'intérêt à court terme ont été relevés et l'encadrement des crédits bancaires a été remis en vigueur pour le premier semestre de 1986.

Les objectifs révisés de croissance monétaire publiés fin 1985 ou début 1986 par les divers pays reflètent partiellement les enseignements de 1985. En Allemagne, une accélération du développement du potentiel de production de l'économie étant attendue, la fourchette-objectif assignée à la croissance de la quantité de monnaie de banque centrale a été légèrement relevée. Au Japon, on a prévu que la progression de $M_2 + CD$ se poursuivrait au rythme quelque peu plus rapide observé vers la fin de 1985, sous l'effet notamment de la baisse des rendements obligataires par rapport aux taux d'intérêt créditeurs administrés. En Suisse, le nouvel objectif de croissance de la monnaie de banque centrale a été fixé à 2%, taux qui, selon la Banque Nationale, permet à moyen terme d'éviter l'inflation.

Aux Etats-Unis, les autorités ont confirmé le point médian de la fourchette provisoire de progression pour M_1 en 1986, publiée en juillet 1985. Cette décision s'inspire de l'idée que le ralentissement exceptionnellement prononcé de la vitesse de circulation de M_1 en 1985 ne se poursuivrait probablement pas. Toutefois, comme il n'y avait aucune certitude à cet égard, la fourchette a été légèrement élargie, et il a été convenu d'interpréter davantage les variations de M_1 en fonction de l'évolution des autres agrégats. Les normes assignées à M_2 et M_3 sont demeurées pratiquement inchangées, mais, en ce qui concerne M_2 et l'endettement intérieur total, l'évolution antérieure impliquait que leur progression en 1986 serait calculée à partir d'une base relativement élevée. Au Royaume-Uni, la révision de la stratégie à moyen terme annoncée en mars 1986 a notamment comporté l'abaissement de la fourchette de croissance de M_0 ainsi

qu'un relèvement et un élargissement de la fourchette pour M_3 sterling; celle-ci a été portée à 11-15%, pour tenir compte du fort ralentissement, constaté ces dernières années, de la vitesse-revenu de cet agrégat. Il a été indiqué que la politique viserait à maintenir des conditions monétaires permettant à moyen terme une décélération progressive de la croissance nominale du PIB.

En France, sous l'effet de modifications réglementaires, telles que l'agrément de nouveaux instruments financiers, le rythme de l'innovation financière commence à s'intensifier. En conséquence, l'objectif monétaire pour 1986 porte sur un agrégat récemment défini (M_3), qui comprend notamment les dépôts dans les caisses d'épargne et dans les banques. Deux agrégats de conception nouvelle, à savoir M_2 , qui mesure les encaisses de transaction, et L (liquidité au sens large), seront suivis et des objectifs leur seront éventuellement assignés dans les prochaines années. En Italie, également, les agrégats monétaires ont été redéfinis: M_2A , qui est nouveau, comprend M_1 plus les dépôts d'épargne, mais exclut les certificats de dépôt, lesquels sont incorporés à M_2 . Ce dernier est toujours considéré comme la mesure essentielle de la masse monétaire, mais c'est le crédit au secteur autre que l'Etat qui constitue le principal objectif intermédiaire de la politique monétaire.

Aux Pays-Bas, la stabilité monétaire intérieure continue de s'appuyer sur la défense du taux de change. Ces dernières années, les autorités se sont toutefois inquiétées de ce que le rythme d'expansion monétaire, qui a dépassé l'accroissement du revenu nominal, puisse finir par compromettre la stabilité des prix intérieurs. En février 1986, les banques ont été invitées à se conformer à une norme de 5,5-6% pour la croissance des prêts au secteur privé et du crédit à long terme au secteur public non financés sur ressources stables. Le gouvernement s'interdisant parallèlement de recourir au financement monétaire, la directive sur les concours est destinée à ramener la création monétaire d'origine intérieure à un niveau comparable à la croissance tendancielle du PNB nominal.

En Espagne et en Grèce, des objectifs officiels ont de nouveau été assignés l'an dernier à des agrégats élargis de la monnaie ou du crédit. Dans les deux cas, un vif développement des prêts au secteur public — qui constituent de loin l'essentiel de l'expansion des crédits internes — a nécessité l'adoption de mesures limitant la liquidité bancaire et la progression des prêts au secteur privé. Les autorités de ces deux pays ont fixé pour 1986 des normes de croissance pour le principal objectif intermédiaire — 9,5 à 12,5% pour ALP (liquidité au sens large) en Espagne et 15% pour les crédits au secteur privé en Grèce — qui s'établissent sensiblement au-dessous des objectifs et des résultats constatés de 1985.

Difficultés de la fixation d'objectifs de croissance aux agrégats. La plupart des pays qui ont mis au point des stratégies en termes d'objectifs ont parfois rencontré des problèmes d'interprétation et de régulation des agrégats monétaires. Cependant, toutes les autorités ne sont pas parvenues avec une égale réussite à élaborer des mesures fiables de la masse monétaire.

Divers facteurs ont été pris en compte pour le choix des agrégats auxquels des objectifs sont fixés; leur conception diffère considérablement d'un pays à

l'autre. Il est important qu'une relation assez stable existe entre l'agrégat et le revenu nominal, autrement dit la vitesse-revenu de l'agrégat doit être raisonnablement stable, ou pour le moins prévisible. Si l'on considère les décalages variables qui peuvent se produire dans le cadre de cette relation, il est quelquefois difficile de discerner les causes des modifications de la vitesse de circulation et de déterminer avec certitude ce qu'elles présagent.

La rupture, ces dernières années, de la relation tendancielle autrefois stable entre M_1 et le PNB nominal aux Etats-Unis a fait l'objet d'amples débats. L'innovation financière a parfois produit des effets sur tous les agrégats américains, mais il semblerait que la chute de la vitesse de circulation de M_1 l'an dernier — d'une ampleur comparable à celle de la forte décélération de 1982 — puisse s'expliquer en partie par les effets simultanés et décalés de l'abaissement des taux d'intérêt à la fin de 1984 et au début de 1985. En particulier, un rétrécissement marqué de l'écart entre les taux d'intérêt versés sur la composante dépôts à terme de M_2 et les taux d'intérêt plus rigides payés sur les comptes NOW facilement mobilisables semble avoir entraîné une forte augmentation de la composante rémunérée de M_1 . La vive expansion, l'an dernier, de l'élément de M_1 constitué par les dépôts à vue non productifs d'intérêt est toutefois déconcertante, car des instruments rémunérés hautement liquides étaient disponibles. Si cette accélération tendancielle peut s'expliquer par une demande de précaution, rien n'indique cependant qu'elle se poursuivra ou s'inversera.

Dans la mesure où l'accroissement exceptionnellement important de M_1 a reflété un gonflement de la demande de monnaie lié à une baisse durable des taux d'intérêt et d'inflation, il pouvait aisément être satisfait par un relèvement des objectifs. En outre, un certain degré de sensibilité d'un agrégat à l'évolution des taux d'intérêt permet habituellement d'en rendre la demande contrôlable,

Variations des mesures de la masse monétaire, du PNB et de la vitesse-revenu*

Pays	Agrégats	1985			1976-85			
		Masse monétaire	PNB/PIB	Vitesse	Moyennes			Vitesse minimale
					masse monétaire	PNB/PIB	vitesse	
en %								
Etats-Unis	M_1	11,9	5,4	- 5,9	8,1	9,2	1,0	- 5,9
	M_2	8,6		- 3,0	9,3		- 0,0	- 5,5
	M_3	7,7		- 2,1	10,5		- 1,2	- 6,2
Japon	$M_2 + CD$	8,7	6,2	- 2,3	9,2	7,3	- 1,7	- 4,4
Allemagne fédérale	OMBC	4,5	4,9	0,4	6,1	5,6	- 0,5	- 3,8
	M_3	5,6		- 0,7	6,8		- 1,2	- 4,7
France	M_2R	7,3	8,3	0,9	10,7	11,6	0,9	- 1,8
Royaume-Uni	MO	3,1	9,9	6,6	7,2	11,5	4,0	- 1,0
	£ M_3	15,0		- 4,4	13,7		- 1,8	-10,6
Italie	M_2	12,5	12,3	- 0,2	15,6	17,0	1,2	- 4,7

* Sur la base des variations sur une période de quatre trimestres se terminant au dernier trimestre de chaque année civile. Les agrégats sont définis dans les notes du tableau de la page 134.

Sources: données et définitions nationales.

par l'action de la banque centrale sur les taux d'intérêt du marché monétaire. Toutefois, si cette sensibilité devient très grande, il peut être difficile d'évaluer avec suffisamment de précision l'effet de cette action. En tout état de cause, la crainte, aux Etats-Unis, de voir la déréglementation des taux d'intérêt réduire l'élasticité de M_1 par rapport à ces taux, dans une proportion telle qu'un mécanisme de régulation par les taux serait impossible, s'est révélée être sans fondement. Il semble en fait que le problème se pose maintenant dans les termes inverses: la réaction de cet agrégat aux variations des taux d'intérêt se trouve, de toute évidence, plus importante qu'on ne l'avait prévu.

Dans de nombreux autres pays, on a habituellement porté plus d'attention à l'évolution des agrégats élargis du système bancaire, qui montrent généralement une élasticité moindre vis-à-vis des taux d'intérêt, mais qu'on peut mieux contrôler par la réglementation de leurs contreparties intérieures et extérieures apparaissant dans les bilans du système bancaire. Dans certains cas, la relation entre ces agrégats et le PNB a été déformée, ces dernières années, par la croissance des placements liquides auprès des institutions financières non bancaires. C'est ainsi qu'en France les transformations des structures financières ont parfois exercé des effets amplificateurs sur la vitesse de circulation de M_2R , bien que des facteurs aient agi dans l'autre sens: baisse des taux d'intérêt du marché et du taux d'inflation et croissance rapide de la composante de M_2R représentant l'épargne contractuelle à régime fiscal privilégié constituée dans le cadre de plans d'acquisition d'un logement. Au Royaume-Uni, la concurrence accrue entre banques et sociétés de crédit hypothécaire a concouru à faire chuter l'an dernier la vitesse de circulation de M_3 sterling. En particulier, une disposition de la loi de finances d'avril 1985, visant à instituer l'égalité de traitement fiscal entre les dépôts auprès des banques et ceux qui sont constitués dans les sociétés de crédit hypothécaire, a interdit aux banques de verser des intérêts sur une base brute. Pour des raisons de concurrence, les banques ont réagi en rémunérant les dépôts à vue à des taux dérivés de ceux du marché; ces dépôts se sont gonflés au détriment des comptes d'épargne, qui ne sont pas inclus dans M_3 sterling. Une autre modification fiscale a encouragé les sociétés de crédit hypothécaire à déposer leurs liquidités auprès du système bancaire plutôt qu'à les détenir sous forme d'instruments émis par le secteur public. La vitesse de circulation de l'agrégat élargi PSL_2 , qui comprend les exigibilités des sociétés de crédit hypothécaire, s'est néanmoins sensiblement ralentie, elle aussi, l'an dernier. Dans le même temps, la vitesse de circulation de $M0$ s'est accélérée, peut-être sous l'effet d'une contraction de la demande de billets et pièces due à la cherté des taux d'intérêt.

En Allemagne et au Japon, l'évolution de la vitesse de circulation des agrégats-clés au cours des années a été généralement conforme aux prévisions. La décélération de la vitesse de $M_2 + CD$ au Japon, l'an dernier, peut être en partie attribuée au mouvement de réintermédiation enclenché par la libéralisation progressive de la rémunération des dépôts bancaires, bien que cet agrégat connaisse une baisse tendancielle appréciable. En Allemagne, la vitesse-revenu de la quantité de monnaie de banque centrale n'a guère changé l'année dernière. Il convient toutefois de noter que les objectifs assignés par la Deutsche

Bundesbank ne sont pas déterminés en fonction des variations attendues du PNB réel d'une année sur l'autre, mais de l'augmentation escomptée du potentiel de production en valeur nominale.

Les distorsions dans l'évolution des agrégats bancaires, du fait des innovations financières, ont conduit les autorités de certains pays à donner plus d'importance à des agrégats de liquidité plus larges comme indicateurs monétaires. Dans certains cas, toutefois, les outils dont dispose la banque centrale ne permettent pas un contrôle étroit de ces agrégats. C'est ce qui se passe notamment pour M_2 et M_3 aux Etats-Unis, car les taux payés sur d'importantes composantes de ces grandeurs sont ceux du marché. Par contre, ce n'est pas le cas de l'Allemagne, où les exigences comprises dans M_3 , dont la variation se reflète dans l'évolution des réserves et, partant, de l'agrégat de monnaie de banque centrale, englobent pratiquement tous les dépôts à court terme d'origine interne. L'efficacité constante de la stratégie d'objectifs monétaires en Allemagne s'explique en partie par le fait que M_3 réagit de manière régulière aux modifications des écarts entre les rendements des obligations et les taux de rémunération moins souples des dépôts.

Tendance à l'assouplissement des stratégies d'objectifs monétaires. La conduite de la politique monétaire dans les pays industrialisés semble être entrée l'an dernier dans une nouvelle phase. Après la flambée de l'inflation à travers le monde en 1979, lorsque tous les grands pays industriels adoptèrent des politiques de stabilisation à court terme visant à mettre progressivement en place des conditions propices à un redémarrage non inflationniste de la production, ces stratégies étaient axées sur des normes publiées de croissance monétaire. La maîtrise de l'inflation demeure un objectif prioritaire des autorités monétaires, et celles des cinq plus grands pays industrialisés considèrent que les objectifs monétaires continuent à avoir une certaine utilité à cet égard. Toutes souhaitent tirer profit de la marge de manœuvre dont elles disposent pour favoriser la reprise économique; l'an dernier, cependant, des divergences sont apparues en ce qui concerne l'adoption d'une perspective à long terme et l'évaluation de la part de flexibilité nécessaire dans la fixation et la réalisation des objectifs de masse monétaire.

Les évolutions observées en Allemagne, au Japon et en Suisse paraissent encore indiquer que des taux de croissance monétaire modérés et constants sont de nature à stimuler à moyen terme une croissance non inflationniste. En revanche, les Etats-Unis et le Royaume-Uni se sont éloignés davantage d'une stratégie strictement fondée sur la surveillance des agrégats. Aux Etats-Unis, le rythme de hausse des prix demeurant relativement bas et stable, une question essentielle qui s'est posée aux autorités monétaires a été de déterminer l'ampleur du dépassement requis de l'objectif de croissance de M_1 pour faire durer la reprise économique qui donnait encore des signes de faiblesse — en particulier dans les industries exportatrices et celles qui sont exposées à la concurrence des importations. Au Royaume-Uni, on a plutôt cherché à déterminer dans quelle mesure une stratégie d'objectifs de taux de change pouvait se substituer de manière satisfaisante au contrôle des agrégats monétaires pour étayer la lutte contre l'inflation.

Il ne serait toutefois pas exact de parler de la fin de l'approche des objectifs monétaires dans l'un ou l'autre de ces pays, bien que, dans certains, la politique monétaire soit devenue plus éclectique et fasse plus de place au jugement. Aux Etats-Unis, les objectifs assignés aux agrégats ont été maintenus, même si moins d'importance est à présent accordée à M_1 . Au Royaume-Uni, la fourchette-objectif de M_0 subsiste, malgré des incertitudes sur la fiabilité de cet agrégat en tant qu'indicateur monétaire, et le budget pour l'exercice 1986 a réintroduit un objectif pour la croissance de la monnaie au sens large (M_3 sterling). Dans d'autres pays, la fixation d'objectifs monétaires a été interrompue en de précédentes occasions. Rappelons qu'en Suisse l'objectif fixé pour M_1 a été aboli en 1978 dans un contexte d'interventions officielles massives sur les marchés de change, consécutives à une appréciation de 35% sur une période de douze mois du taux de change réel du franc suisse. Il est toutefois admis aujourd'hui que le fait de ne pas avoir résorbé rapidement la croissance monétaire excessive a alimenté l'inflation, bien qu'un objectif ait été fixé à partir de 1980 à la monnaie de banque centrale ajustée. Au Canada, l'utilisation de la norme appliquée à M_1 a été suspendue en 1982 et, depuis, la politique monétaire est principalement déterminée par l'évolution des taux de change, sans que soit cependant abandonnée la recherche d'un agrégat monétaire approprié.

Prise en compte des taux de change dans les stratégies fondées sur les agrégats. L'effondrement du système de taux de change fixes mis en place après la seconde guerre mondiale a procuré aux diverses autorités nationales de meilleures possibilités de maîtriser la masse monétaire et le taux d'inflation et, dans de nombreux pays, a grandement justifié l'adoption de stratégies axées sur les agrégats monétaires. Les politiques monétaires destinées à rétablir la stabilité intérieure des prix dans les divers pays étaient également censées créer les conditions requises pour une évolution satisfaisante des taux de change. A moyen terme, les taux de change devaient principalement refléter les écarts de hausse des prix; les faits ultérieurs n'ont cependant pas confirmé cette attente. On a constaté en fait que le flottement des taux de change ne protégeait pas les pays des perturbations extérieures autant que leurs partisans l'avaient initialement laissé entendre. Lorsque, aux Etats-Unis, une politique monétaire restrictive entre fin 1979 et mi-1982 s'est trouvée associée à des taux d'intérêt élevés et instables, d'autres pays ont dû se résoudre soit à de fortes variations de leurs taux d'intérêt internes, soit à d'amples fluctuations du taux de change de leur monnaie vis-à-vis du dollar. Il leur a fallu par la suite soupeser les inconvénients respectifs, d'une part, de taux d'intérêt réels plus élevés que le niveau auquel auraient conduit les seules influences internes et, d'autre part, des coûts potentiels entraînés par d'importantes dépréciations de leur monnaie, en termes réels, à l'égard du dollar. Alors que les écarts d'inflation entre les pays s'étaient réduits, les conditions n'étaient pas réunies hors des Etats-Unis pour permettre à des pays d'utiliser la politique monétaire aux fins de la stabilisation du taux de change.

La «surréaction» des taux de change a été reconnue de plus en plus comme une entrave à la capacité des pays de mener des politiques indépendantes d'objectifs monétaires. Des questions complexes se sont posées au sujet de la

politique monétaire qu'il convient de mettre en œuvre dans des situations où les taux de change semblent principalement réagir aux perturbations d'origine non monétaire, telles que des variations des prix énergétiques, ou aux soldes budgétaires existants ou attendus. Les anticipations du marché sur l'évolution de la politique et de l'économie ont influencé, plus fortement que ce qui était précédemment admis, le comportement des taux de change.

L'an dernier, l'effet de contraction exercé sur l'économie des Etats-Unis par la forte appréciation du dollar EU était devenu très manifeste et était en partie à l'origine des pressions protectionnistes. Maintenant que la nécessité de corriger la distorsion des taux de change a été reconnue à l'échelle internationale, on voit dans les interventions officielles sur les marchés des changes le principal moyen d'aider à redresser la situation. Le communiqué du Groupe des Cinq, publié en septembre 1985 (voir Chapitre VII), a semblé impliquer que la plupart des principaux pays continueraient à conserver à leur politique monétaire un cours constant compatible avec les données fondamentales de l'économie, même si ce document mentionnait qu'au Japon la stratégie monétaire devrait être conduite avec souplesse, en accordant une attention particulière au taux de change.

L'expérience de ces dernières années a montré que la relation entre la croissance de la masse monétaire et les variations du taux de change n'est ni directe ni bien comprise. Les autorités nationales pourraient difficilement tenir compte avec précision des taux de change dans la fixation des normes de masse monétaire; néanmoins, ces taux peuvent constituer d'utiles «variables indicatives» pour apprécier l'influence globale des politiques monétaires et budgétaires dans les grands pays.

Aux Etats-Unis, le Système de Réserve fédérale avait pris en compte pendant quelque temps l'incidence de l'appréciation du dollar sur le taux de hausse des prix intérieurs et sur l'activité économique, même s'il ne s'était donné aucun objectif de taux de change. Le fait que les effets sur une courte période du renchérissement du dollar peuvent être comparés, à certains égards, à ceux d'une politique monétaire restrictive semble avoir joué un rôle dans la décision de tolérer une baisse des taux du marché monétaire au début de 1985 et d'accepter une forte accélération de M_1 . Le marché a évidemment interprété l'accord du Plaza comme le signe qu'un resserrement de la politique monétaire aux Etats-Unis n'était pas envisagé. Toutefois, lorsque la baisse du dollar s'est amorcée, la stratégie américaine a paru avoir été influencée par la crainte de voir une dépréciation excessivement rapide, bien que de nature à stimuler la production, raviver à terme l'inflation. En outre, une contraction de la demande étrangère de placements en dollars risquait de soumettre à des tensions les taux d'intérêt aux Etats-Unis, compte tenu des besoins de financement liés au large déficit budgétaire de l'Etat fédéral. Vers la fin de 1985, la politique américaine du loyer de l'argent paraissait avoir pour principal objet d'éviter une chute précipitée du dollar. Alors que les rendements des obligations, qui reflètent essentiellement l'opinion du marché, ont fortement reculé à la fin de 1985 et au début de 1986, le taux d'escompte de la Réserve fédérale est demeuré inchangé

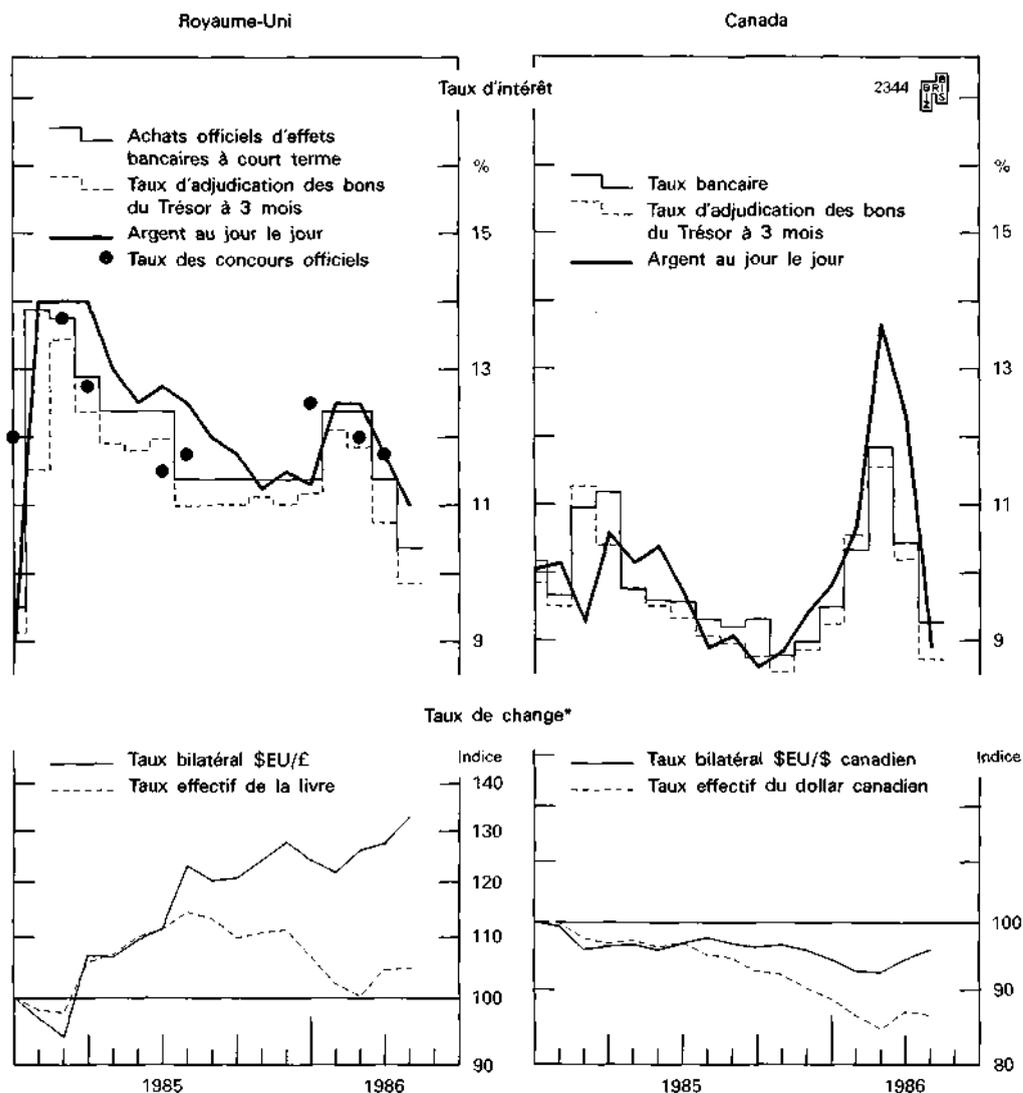
entre mai 1985 et le printemps 1986, puis a été abaissé, d'abord en mars (de 7½% à 7%) et ensuite en avril (à 6½%).

Au Japon, le relèvement des taux d'intérêt visant directement à revaloriser le yen s'est nettement révélé incompatible avec le désir d'obtenir un accroissement de la demande intérieure. Après l'accord du Plaza, la Banque du Japon a favorisé une progression des taux du marché monétaire, qui a ainsi déçu l'attente d'un abaissement rapide du taux d'escompte et s'est répercutée également sur les rendements des obligations d'Etat. En décembre, toutefois, les rendements obligataires étaient revenus à leur niveau d'octobre et, l'appréciation du yen étant plus fermement assurée, la Banque du Japon a abaissé son taux d'escompte de 5% à 3½% en trois étapes, en janvier, puis en mars et avril 1986. En Allemagne, où le conflit entre les objectifs d'équilibre intérieur et extérieur était moins prononcé, les rendements des obligations se sont accrus en octobre et novembre, bien que l'institut d'émission n'ait guère fait varier les taux de ses opérations sur le compartiment à court terme du marché. En mars 1986, la Deutsche Bundesbank a donné le signal d'une première réduction générale des taux d'escompte dans les principaux pays.

En France et en Italie, la politique de taux d'intérêt a été liée à l'évolution des marchés de change, mais les mouvements des monnaies de ces deux pays n'ont reflété que partiellement les fluctuations de la valeur du dollar. Dans le cas de la France, la mise en œuvre par les autorités d'une politique d'allègement progressif du coût du crédit a été facilitée par la baisse des taux d'intérêt dans les autres pays ainsi que par l'amélioration de la situation des paiements courants et des prix intérieurs. En Italie, où les influences extérieures ont notamment consisté en entrées de capitaux après l'ajustement en baisse, en juillet, du cours-pivot de la lire au sein du SME, les déséquilibres structurels du budget et des paiements courants ne laissaient à la politique monétaire qu'une étroite marge de manœuvre.

Au Royaume-Uni et au Canada, les autorités ont eu davantage recours, l'an passé, aux taux de change pour déterminer leur politique, du fait des difficultés rencontrées dans l'interprétation de l'évolution des agrégats monétaires. Au début de 1985, la politique britannique de taux d'intérêt était surtout orientée sur la défense de la monnaie. En fin d'année, pourtant, le comportement des marchés internationaux de l'énergie a paru justifier une baisse du taux de change pondéré de la livre sterling. Fin 1985 et début 1986, le dollar canadien a été, sous l'influence de l'évolution du budget de l'Etat, soumis également à de fortes pressions auxquelles il a été très difficile de résister, en dépit d'interventions massives sur les marchés de change. Il est toutefois malaisé de déterminer quelle politique monétaire convient à de telles situations, et, dans chacun de ces pays, il est parfois apparu que l'absence d'un point d'ancrage précis pour les anticipations de taux de change constituait un handicap. Au Royaume-Uni comme au Canada, il a fallu relever les conditions monétaires à court terme; elles ont été réduites par la suite mais atteignaient encore, au printemps de 1986, des niveaux apparemment très élevés au regard du rythme de hausse des prix dans ces pays et par rapport aux taux correspondants en Allemagne et aux Etats-Unis.

Taux d'intérêt du marché monétaire et taux de change, 1985-86



* Fin décembre 1984 = 100 (échelle semi-logarithmique).

Stratégies de rechange pour la politique monétaire

Les politiques monétaires explicitement axées sur le taux de change ont constitué le fondement des stratégies de lutte contre l'inflation suivies ces dernières années par un groupe de pays européens qui comprend, mais pas exclusivement, les pays liés par des engagements de taux de change au sein du Système monétaire européen. L'adaptation de leurs taux d'intérêt à court terme à la défense des rapports de change à l'intérieur de la zone concernée – qui, pour la plupart, sont restés inchangés entre mars 1983 et avril 1986 – a permis aux Pays-Bas de continuer à jouir l'an passé, dans le domaine monétaire et des prix, d'un degré

de stabilité comparable à celui de l'Allemagne, alors qu'en France, en Italie, en Belgique, au Danemark et en Irlande de nouvelles pressions à la baisse se sont exercées sur des taux d'inflation relativement élevés.

En recourant principalement à l'ajustement en souplesse des taux d'intérêt du marché monétaire pour influencer les taux de change, de nombreux pays d'Europe continentale pouvaient être raisonnablement sûrs que leur politique monétaire demeurerait compatible avec les engagements qu'ils avaient pris en matière de taux de change, étant entendu que ces derniers concouraient clairement à maîtriser l'évolution des coûts et à modérer les anticipations inflationnistes. En présence de tels engagements, on est cependant amené à s'interroger sur la nécessité de formuler des objectifs monétaires dans chacun des pays concernés. En principe, dans un système de taux de change fixes mais ajustables, il est indispensable qu'un pays important ait un objectif monétaire et une relation stable de la demande de monnaie pour l'agrégat-objectif. En outre, il importe que les autres pays, dont les monnaies sont liées à celle du pays central, assignent à l'évolution des prix et de la production des objectifs qui soient globalement cohérents et réalisables. Dans certains cas, la fixation de normes d'évolution monétaire peut néanmoins se révéler nécessaire, afin de maintenir les politiques monétaires sur une trajectoire appropriée à moyen terme. Lorsque les taux d'intérêt sont utilisés pour la défense du taux de change, il faut alors, pour respecter ces normes, s'appuyer sur d'autres instruments, comme le contrôle du crédit ou des changes, auxquels les autorités des pays du SME ont eu souvent recours pour pouvoir mener de front la poursuite d'objectifs de taux de change et de taux d'intérêt. Tel n'a pas été le cas en Allemagne, où les effets combinés, sur l'évolution monétaire, des flux de capitaux et de l'action entreprise pour stabiliser les rapports de change sont habituellement demeurés dans des limites acceptables. L'ajustement relativement souple des taux d'intérêt à court terme, opéré par les autorités allemandes pour répondre à l'évolution en profondeur de la hausse des prix, a fourni aux autres pays un modèle assez stable pour la fixation des taux de leur marché monétaire. Ainsi, le degré élevé de stabilité monétaire de l'Allemagne a contribué à stabiliser la situation monétaire dans d'autres pays du SME.

L'an dernier encore, les politiques de taux d'intérêt à court terme de nombreux pays européens ont dû réagir à des mouvements sur les marchés de change reflétant des influences intérieures et extérieures ainsi qu'à une baisse des taux d'inflation. En France, en Italie et aux Pays-Bas, les taux d'intérêt du marché monétaire ont été abaissés entre janvier et novembre à peu près parallèlement aux taux d'intérêt à court terme en Allemagne. La Belgique, qui avait sensiblement réduit ses taux au printemps de 1985, a été contrainte de les relever temporairement pendant l'été. Les taux à court terme au Danemark et en Irlande, qui s'étaient établis à des niveaux relativement élevés au début de 1985, se sont fortement repliés durant la majeure partie de l'année dernière. Les taux de rendement des obligations, qui sont étroitement contrôlés dans certains pays, se sont contractés dans la plupart des cas, avec une relative rapidité en Belgique ainsi qu'en Irlande et au Danemark, où la situation des prix s'est notablement améliorée.

**Taux d'intérêt à court et à long terme et variations des prix à la consommation:¹
écarts par rapport à l'Allemagne**

Rubriques	1979-83 ²	1984 1er tri- mestre	1985 1er tri- mestre	1985 3ème tri- mestre	1986 1er tri- mestre	1979-83 ²	1984 1er tri- mestre	1985 1er tri- mestre	1985 3ème tri- mestre	1986 1er tri- mestre
	en points de pourcentage									
	France					Belgique				
Court terme . . .	4,1	6,6	4,3	4,7	3,6	4,5	6,5	4,1	4,5	5,1
Long terme . . .	5,6	6,1	4,7	5,7	3,4	3,6	4,3	3,9	4,1	2,5
Hausse des prix	7,0	5,5	3,9	3,1	2,8	2,2	4,2	3,2	2,4	1,4
	Italie					Pays-Bas				
Court terme . . .	8,7	11,5	9,4	9,7	12,7	0,4	0,3	0,8	1,1	0,8
Long terme . . .	8,8	7,3	5,2	6,8	6,7	1,1	0,2	0,4	0,6	0,6
Hausse des prix	12,6	8,8	6,1	6,1	7,2	0,3	0,9	- 0,1	0,1	0,6
	Danemark					Irlande				
Court terme . . .	7,0	4,3	5,5	4,7	4,6	7,4	7,1	7,5	5,3	11,5
Long terme . . .	9,4	6,1	5,4	4,8	3,6	7,1	6,2	6,0	5,6	3,5
Hausse des prix	5,3	3,9	3,2	1,7	1,5	11,0	7,2	3,9	3,2	3,8
	Royaume-Uni					Suède				
Court terme . . .	4,7	3,1	6,9	6,8	6,6	3,3	4,1	7,1	10,3	6,6
Long terme . . .	4,3	2,3	3,1	4,0	3,0	3,5	3,7	5,6	7,1	5,6
Hausse des prix	6,4	2,2	3,5	3,7	4,4	5,2	5,9	5,4	4,5	4,3

¹ Les taux à court terme sont les taux représentatifs des instruments interbancaires: pour l'Italie, dépôts à vue; pour l'Irlande et la Suède, prêts au jour le jour; pour les autres pays, instruments à trois mois. Les taux à long terme sont les taux représentatifs: pour l'Allemagne, la France et l'Italie, ceux des obligations du secteur public; pour les autres pays, ceux des fonds d'Etat. Les taux de hausse des prix sont des variations (en %) des prix à la consommation sur douze mois (pour l'Irlande, sur quatre trimestres). ² Moyennes des données mensuelles.

Sources: données et définitions nationales.

Les taux d'intérêt nominaux demeurent plus élevés dans la plupart des pays européens qu'en Allemagne, mais, le plus souvent, l'inflation y est aussi plus forte. En comparant les taux d'intérêt, les opérateurs tiennent certainement compte des possibilités d'ajustement des taux de change à long terme. On sait pourtant que le choix de la date d'un réaligement des monnaies au sein du SME dépend de considérations politiques. Pendant le long intervalle qui a séparé les aménagements des parités des monnaies du SME de mars 1983 et avril 1986, certains pays ont clairement démontré qu'ils étaient capables de faire baisser des taux d'inflation relativement élevés et d'améliorer leurs comptes extérieurs. Une grande partie de la période allant jusqu'à novembre 1985 a été caractérisée par des entrées de capitaux dans les pays dont les taux d'intérêt étaient passablement hauts en termes nominaux, à tel point que ces pays ont considéré dans certains cas qu'une détente excessive des conditions monétaires intérieures se produisait. En France et en Italie, les contrôles des changes ont été renforcés en été 1985, afin de décourager l'entrée de fonds. Au Danemark, en revanche, après un assouplissement du contrôle des changes, le système de l'encadrement du crédit a été remplacé par un mécanisme de régulation de la croissance des dépôts.

La situation des marchés de change s'est modifiée à la fin de 1985 et au début de 1986 lorsque, devant l'affaiblissement de leur taux de change à l'égard

du deutsche mark, la Belgique, l'Irlande et l'Italie ont dû relever leurs taux d'intérêt à court terme. De même, les taux de l'eurofranc français se sont tendus sur certaines échéances, mais le mouvement de baisse des taux intérieurs en France a pu être maintenu. Du fait notamment que le deutsche mark est une importante monnaie internationale de placement, un affaiblissement des autres monnaies européennes par rapport au mark accompagne souvent l'appréciation de la monnaie allemande vis-à-vis du dollar. Cela étant, les majorations des taux d'intérêt à court terme, intervenues dans de nombreux pays européens à la fin de 1985 et au début de 1986, semblent aussi indiquer que le marché avait admis la nécessité d'un réalignement des monnaies au sein du SME qui prenne en compte les écarts d'inflation antérieurs. Dans les pays concernés, les taux d'intérêt du marché monétaire ont pu être abaissés après le réajustement d'avril.

Les politiques monétaires fondées sur des stratégies de taux de change conviennent probablement le mieux aux économies relativement petites et ouvertes. Dans certains pays européens, l'utilité de la stabilité des changes a aussi été illustrée par de rapides réactions des salaires à des baisses du taux de change. Pour un noyau de pays qui ont pris l'engagement politique relativement ferme de libéraliser les échanges et les mouvements de capitaux à l'intérieur de leur zone, l'action menée pour stabiliser les rapports de change entre leurs monnaies se poursuit sans relâche depuis le début des années soixante-dix. Ce qui est peut-être plus important, c'est que la cohérence des politiques monétaires entre pays du SME a été facilitée ces dernières années par la conviction commune que la maîtrise de l'inflation était un préalable au bon fonctionnement de l'économie dans son ensemble.

La coordination des politiques monétaires au sein du SME a peut-être été facilitée par le fait que nombre de pays industrialisés européens ont été affectés de manière identique par les puissants chocs extérieurs de la décennie passée, notamment les variations des prix énergétiques. Les efforts de réduction des déficits budgétaires et d'assouplissement des procédures de fixation des salaires n'ont cependant pas été partout couronnés du même succès. Bien que les ajustements de la politique monétaire aient contribué à prévenir l'instabilité à court terme et les fluctuations à moyen terme sur les marchés de change, une dépréciation tendancielle de certaines monnaies n'a pu être évitée. Le fait que certains pays à taux d'inflation relativement élevé n'ont pas recherché, pendant des années, des réajustements de change correspondants montre que, en acceptant les pressions sur les taux de change réels qui en ont résulté, ils ont accordé la priorité à la maîtrise de l'inflation.

En Suède, un objectif de taux de change formulé en termes d'indice de monnaies corrigé des variations annuelles, accordant une place importante aux monnaies composant l'Ecu, sert aussi à étayer la politique monétaire. Les limites d'intervention ont été resserrées et publiées pour la première fois en juillet 1985. Pourtant, les contrôles des changes sont toujours en vigueur et, comme dans nombre d'autres pays européens, la politique d'emprunts de l'Etat à l'étranger a également affecté les conditions monétaires internes. La réussite de l'effort de redressement a permis d'abaisser l'an dernier les taux d'intérêt à court terme, qui avaient atteint de très hauts sommets.

Objectifs de PNB nominal et de taux d'intérêt pour la politique monétaire. Dans certains pays, la nécessité pour la politique monétaire d'apprécier la signification de variations inhabituelles et inattendues de la vitesse-revenu confère toujours autant d'actualité à la question générale de savoir si des objectifs de PNB nominal ou de taux d'intérêt pourraient avantageusement se substituer aux normes de progression assignées aux agrégats monétaires.

L'argument en faveur d'objectifs de revenu nominal se fonde habituellement sur le postulat suivant: si les rythmes de croissance de la production et de l'évolution des prix sont bien les objectifs finals des autorités, la politique monétaire ne peut agir que sur le revenu nominal à moyen terme. Des objectifs de PNB nominal mettraient alors en relief le fait que le «partage» production réelle/prix dépend de la formation des prix et des salaires dans le secteur privé. En fait, les relations à court terme entre monnaie, prix et production sont incertaines et sont également fonction de la politique budgétaire et de l'évolution des taux d'intérêt. Bien que la croissance monétaire puisse avoir un effet sur la production réelle à court terme, on peut toutefois s'attendre, dans des conditions normales, qu'elle agisse principalement sur la hausse des prix à plus longue échéance. Lorsque la relation à long terme entre croissance monétaire et inflation est devenue imprécise, un sentier de croissance du revenu nominal pour les années à venir — comme celui qui figure dans la «Stratégie financière à moyen terme» publiée en mars 1986 par les autorités britanniques — peut s'avérer utile pour souligner la nécessité de ralentir le rythme de hausse des prix durant une certaine période. Cependant, aucune autorité monétaire des pays industrialisés n'a estimé que des objectifs de revenu nominal à court terme pourraient utilement se substituer à des objectifs monétaires.

En général, les autorités monétaires ne considèrent pas que les mouvements de la masse monétaire reflètent exclusivement des variations de revenu nominal. En matière de croissance de la production et d'inflation, les résultats qu'on peut obtenir à court terme sont normalement pris en compte pour la détermination des objectifs monétaires annuels. Ainsi, lorsque la vitesse de circulation a été correctement prévue, on peut légitimement penser que la réalisation de l'objectif monétaire permet d'escompter des progrès satisfaisants en direction des objectifs à plus long terme de l'économie. Certaines autorités monétaires ont été amenées à adapter leurs objectifs monétaires en fonction des innovations financières. D'autres encore ont également cherché à tenir compte des variations inattendues des composantes de la masse monétaire, ainsi que des effets de la surréaction des taux de change sur la production et les prix. Aux Etats-Unis, les effets en question ont été pris en considération pour l'évaluation de la croissance monétaire l'an dernier, ce qui ne signifie pas pour autant que la politique monétaire ait été axée sur un objectif de revenu nominal.

Les autorités monétaires considèrent que chercher à atteindre des objectifs de revenu nominal constituerait pour elles un fardeau trop lourd. Dans de nombreux cas, la politique monétaire serait incapable de se conformer à des objectifs de dépense nominale sans un soutien approprié de la politique budgétaire. Alors qu'une politique de stimulation de la dépense par le déficit budgétaire peut n'avoir qu'une faible incidence à long terme sur la production, la croissance de

cette dernière réagit à court terme dans de nombreux pays aux dépenses de l'Etat et aux mesures fiscales. Il conviendrait de tenir compte de ces données dans la détermination des objectifs de revenu nominal. Maints autres facteurs, comme les perturbations affectant l'offre des matières premières, jouent un rôle, surtout à court terme, dans l'évolution de la production et des prix. La fixation d'objectifs de revenu nominal revêt aussi une dimension politique. Dans la plupart des pays, les normes de PNB sont avant tout du ressort du gouvernement. Si les autorités monétaires se voyaient confier la tâche d'essayer de réaliser des objectifs de PNB nominal, cela pourrait provoquer une polarisation dangereuse sur l'évolution à court terme de la production réelle et compromettre les progrès accomplis ces dernières années, qui ont ouvert la politique monétaire à des horizons plus lointains, contribuant ainsi pour beaucoup à la maîtrise de l'inflation.

L'utilisation de taux d'intérêt réels ou nominaux comme points de repère de la politique à plus longue échéance comporterait des risques analogues. La politique monétaire a été axée sur le respect d'objectifs d'agrégats monétaires principalement parce qu'il a été reconnu que l'accélération de l'inflation avait été rendue possible par la réticence, dans le passé, à relever suffisamment les taux d'intérêt pour freiner une croissance monétaire excessive. Des normes de taux d'intérêt à court terme sont utilisées dans la plupart des pays pour la conduite quotidienne de la politique monétaire, mais elles servent seulement d'indicateurs opérationnels et doivent être ajustées en fonction de l'évolution de la masse monétaire ou des taux de change.

Modifications des instruments de politique monétaire et des procédures d'intervention

Nouveaux instruments et procédures. Pour chercher à atteindre leurs objectifs d'agrégats monétaires et de taux de change, les autorités monétaires de nombreux pays ont de plus en plus fait appel ces dernières années aux interventions sur le marché monétaire et de moins en moins aux contrôles des changes et au plafonnement du crédit.

Depuis la fin des années soixante-dix, les procédures administratives freinant l'activité de prêt des banques ont été abandonnées au Royaume-Uni, en Suède, aux Pays-Bas, au Danemark, en Irlande et en Autriche, et peu de pays industriels y recourent encore. En France, la limitation de la progression de l'encours des prêts a cessé d'être contraignante et constitue davantage un filet de sécurité que le principal moyen de réaliser les objectifs monétaires. Le dispositif de contrôle du crédit a été élargi en 1986, de manière à couvrir les caisses d'épargne. Toutefois, les coefficients appliqués aux réserves qui doivent être constituées par les banques sur les crédits accordés au-delà de la norme officielle assignée au système bancaire ont été rendus moins fortement progressifs. Les autorités ont indiqué qu'après une période de transition l'encadrement du crédit pourrait céder la place, l'an prochain, à une régulation de la croissance de la masse monétaire et du crédit principalement axée sur le maniement des taux d'intérêt. Au Japon, le système d'«instructions sur l'accroissement des concours» a abandonné, ces dernières années, son aspect de contrôle rigide, pour devenir

l'expression du point de vue de la banque centrale sur les perspectives à court terme de l'accroissement du crédit. En abaissant les normes souhaitables de progression des encours au deuxième trimestre de 1986, la Banque du Japon a cependant manifesté sa préoccupation devant la croissance rapide des liquidités de l'économie et les fortes hausses du cours des actions et du prix des terrains à usage commercial. En Suède, dans le cadre d'un processus continu de libéralisation des marchés des capitaux, le plafonnement des taux des prêts bancaires en monnaie nationale a été levé au début de 1985, et l'encadrement du crédit appliqué aux banques, établissements de crédit hypothécaire et sociétés de financement a été aboli en novembre. Au Danemark, au système de plafonnement des crédits a succédé en juin 1985 un dispositif de dépôts spéciaux auprès de la Banque Nationale pour les banques dont les dépôts s'accroissent au-delà d'une norme convenue pour le système. La Banque Nationale peut abaisser la rémunération de ces dépôts spéciaux, de façon à dissuader une expansion monétaire rapide. En Italie, l'encadrement des crédits bancaires, institué en janvier 1986, a été conçu comme une mesure temporaire pour aider à enrayer les sorties de fonds. Aux Pays-Bas, la directive sur la création de liquidités d'origine intérieure, publiée en février 1986, avait principalement pour objet de freiner la hausse tendancielle du ratio M_2 /revenu nominal. Puisque les prêts financés sur des ressources à long terme ne sont pas visés par cette directive, une tendance des banques à emprunter à long terme pourrait accentuer la pente de la courbe des taux d'intérêt, mais l'efficacité globale de cette mesure dépendra de la sensibilité des flux internationaux de capitaux aux écarts de taux d'intérêt.

La plupart des interventions sur le marché monétaire modifient de telle manière le bilan de la banque centrale qu'elles affectent l'offre de réserves bancaires et également, du fait de la demande de réserves, les taux d'intérêt du marché monétaire. Les instruments et procédures que les banques centrales utilisent pour réguler les conditions du marché monétaire dépendent de l'environnement institutionnel et juridique, lequel varie d'un pays à l'autre. Les techniques d'intervention se sont néanmoins transformées au fil des années en présentant une tendance commune. On s'est employé, en particulier, dans de nombreux pays à dissuader les banques de recourir à la voie traditionnelle du réescompte auprès de la banque centrale ou aux avances sur titres à taux d'intérêt fixe. Parallèlement, les banques centrales ont fait davantage appel aux opérations d'open market pour approvisionner les banques en réserves. L'assujettissement des banques aux réserves obligatoires — normalement assorties de dispositions permettant de constituer ces réserves en en faisant la moyenne sur une certaine période — a été maintenu dans la plupart des pays industrialisés, afin d'aider à stabiliser la demande de réserves et à régulariser l'évolution des taux du marché monétaire. Ces taux d'intérêt jouent maintenant un rôle essentiel en tant que variable instrumentale dans presque tous les pays industrialisés.

Dans de nombreux pays autres que les Etats-Unis, le système bancaire utilisait auparavant le refinancement auprès de la banque centrale comme principal moyen d'ajustement de sa position de réserve. Selon que l'accès au guichet de l'escompte de la banque centrale et aux avances garanties était ou non restreint, les taux d'intérêt officiels publiés servaient généralement soit de centre de

gravité aux taux à court terme du marché monétaire, soit de limite inférieure ou supérieure. Les interventions de l'institut d'émission peuvent être rendues plus flexibles par un renchérissement des concours de la banque centrale par rapport aux taux d'intérêt du marché et par l'utilisation des instruments du marché pour l'ajustement des positions de réserve des banques. Sous l'effet de ces modifications, les taux d'escompte des banques centrales se sont généralement situés au-dessus des taux d'intérêt du marché monétaire depuis 1982 en Suisse, depuis la fin de 1984 en Italie et en Belgique, et depuis de nombreuses années au Canada. En Allemagne, le taux des avances sur titres de la Deutsche Bundesbank est supérieur depuis janvier 1985 aux taux du marché monétaire. En Belgique (depuis mai 1985) et au Canada (à partir de 1981), il a été possible d'obtenir le rapport voulu entre le taux officiel et les taux du marché en fixant chaque semaine le taux d'escompte en fonction du taux d'adjudication des bons du Trésor. En Suède, les pénalités dont sont assortis les concours de la banque centrale ne sont plus liées au taux d'escompte depuis décembre 1985, et leur barème a été conçu de manière à permettre de faire varier le coût marginal de ces concours — et par là les taux de l'argent au jour le jour sur le marché monétaire — par une simple modification de l'offre de réserves.

Au Japon, le taux d'escompte officiel reste inférieur au taux de l'argent au jour le jour, mais la Banque du Japon octroie les prêts et en demande le remboursement de façon discrétionnaire; d'autre part, des opérations d'open market ont été employées récemment pour agir de façon très souple sur les taux du marché monétaire. Aux Etats-Unis, où l'accès aux concours de la Réserve fédérale est limité, le taux d'escompte demeure en général au-dessous du taux de l'argent au jour le jour entre banques. La relation qui est ainsi établie entre ces taux et le refinancement des banques auprès de la Réserve fédérale peut être mise à profit pour aider à limiter l'instabilité des taux d'intérêt, dans le cadre du système de fixation d'objectifs aux réserves empruntées, en vigueur depuis fin 1982. Au Royaume-Uni, où aucun concours officiel n'était plus octroyé depuis 1982, la Banque d'Angleterre a eu recours à des opérations de prêt à plusieurs reprises en 1985, afin de matérialiser sans délai les intentions des autorités en matière d'évolution des taux d'intérêt du marché monétaire.

Pour l'ajustement des réserves des banques, les instituts d'émission ont récemment intensifié leur recours aux moyens suivants: achats et ventes fermes d'effets et de valeurs mobilières, prises en pension d'effets et de valeurs mobilières, cessions d'effets émis sur la banque centrale, swaps de devises et transferts au marché de dépôts de l'Etat. Dans certains pays, les opérations officielles se font sur les marchés privés existants; dans d'autres, les banques centrales ont instauré des procédures d'adjudication spécifiques. Ces nouveaux moyens procurent aux instituts d'émission une grande marge de manœuvre discrétionnaire quant au choix du moment et à la durée des opérations d'octroi et de retrait de liquidités et au taux d'intérêt qui leur est appliqué. Dans plusieurs pays, les taux fixés servent d'indicateurs des intentions de la banque centrale à l'égard des taux d'intérêt.

Le dispositif des réserves obligatoires a été affiné ou adapté dans divers pays pour tenir compte des nouvelles catégories de ressources bancaires. Il en

Opérations officielles influençant les conditions du marché monétaire¹

Rubriques et périodes	Japon	Allemagne fédérale	France	Italie	Belgique	Pays-Bas	Suisse
	variations (en %) de la quantité de monnaie centrale à la fin du trimestre précédent ²						
Avoirs de change nets de la banque centrale³							
1985 1er trimestre	- 0,5	- 7,9	8,4	- 4,2	2,0	- 4,9	8,0
2ème trimestre	0,1	3,2	7,5	2,7	2,9	0,1	4,2
3ème trimestre	- 1,1	4,1	7,1	- 2,7	- 8,2	11,1	2,5
4ème trimestre	- 1,7	0,3	3,2	- 7,9	1,5	1,6	- 1,1
1986 1er trimestre	0,3	3,6	.	- 1,2	.	.	- 7,8
Finances publiques⁴							
1985 1er trimestre	- 0,7	0,3	7,6	10,3	- 8,9	- 2,3	-
2ème trimestre	4,7	- 2,8	- 5,0	- 0,7	1,3	1,1	-
3ème trimestre	-21,6	- 3,0	2,0	1,1	4,6	-10,8	-
4ème trimestre	4,3	2,7	- 8,0	9,3	- 1,5	6,4	-
1986 1er trimestre	- 2,7	- 0,6	.	6,2	- 3,1	.	-
Opérations de la banque centrale sur le marché⁵							
1985 1er trimestre	- 5,5	6,9	-12,3	- 1,1	-	14,0	- 7,7
2ème trimestre	- 1,4	0,9	- 4,4	0,4	-	0,9	0,8
3ème trimestre	9,6	0,8	0,8	2,0	-	- 2,8	- 2,0
4ème trimestre	10,6	2,5	2,7	2,9	-	2,7	12,1
1986 1er trimestre	- 5,0	- 2,6	.	3,2	-	.	- 7,5
Concours de la banque centrale aux banques⁶							
1985 1er trimestre	- 6,1	- 1,1	- 1,2	0,0	0,1	-11,4	- 1,0
2ème trimestre	- 0,8	- 2,1	- 1,4	- 0,3	1,0	2,1	0,1
3ème trimestre	5,3	- 0,1	- 2,7	1,9	- 1,5	2,0	1,1
4ème trimestre	6,9	0,1	- 0,3	3,3	4,2	- 6,2	- 0,3
1986 1er trimestre	- 2,6	0,6	.	- 4,8	.	.	- 0,6

¹ Un signe moins montre que l'opération réduit les réserves bancaires. ² Flux corrigés des variations de change, partiellement estimés par la BRI. Pour l'Allemagne, la France et la Suisse, chiffres établis sur la base de moyennes mensuelles de données quotidiennes; pour les autres pays, données en fin de mois. ³ A l'exclusion des swaps de devises destinés à agir sur la liquidité bancaire. Pour le Japon, opérations du Fonds de stabilisation des changes. ⁴ Exclut certaines opérations effectuées aux fins de régulation du marché monétaire et, dans le cas du Japon, les opérations du Fonds de stabilisation des changes. Pour les Pays-Bas, dépôts du Trésor auprès de la banque centrale. ⁵ Swaps de devises, prises en pension d'effets et de valeurs mobilières, achats et ventes fermes d'effets et de valeurs mobilières sur le marché monétaire, concours spéciaux aux taux d'intérêt du marché et dépôts de l'Etat transférés au marché. Pour l'Italie, comprend les prêts au syndicat de placement des bons du Trésor. ⁶ Avances sur titres aux banques et (à l'exception de l'Allemagne) crédit par voie d'escompte. Pour la France, avances à taux d'intérêt fixe moins reprises de liquidités.

Sources: données et définitions nationales.

est généralement résulté un abaissement du coût de la détention des réserves obligatoires, et on a fait davantage porter, dans plusieurs cas, le poids de ce coût sur les dépôts correspondant à des encaisses de transaction pour l'alléger sur les dépôts à terme et d'épargne. Des modifications structurelles ont été apportées ces dernières années en Italie (1982), aux Etats-Unis (1982 et 1984), au Canada (1983) et en France (janvier 1985). En Allemagne, la restructuration des réserves obligatoires (intervenue en mai 1986) vise à assurer aux ressources à échéance maximum de deux ans une couverture sous forme de titres au porteur. Pour la première fois, les banques allemandes ont ainsi pu émettre des certificats de dépôt. Parallèlement, le barème des rémunérations des dépôts à terme et d'épargne a été abaissé et simplifié.

Causes des modifications. Toutes les banques centrales utilisent maintenant des méthodes discrétionnaires pour agir sur les taux d'intérêt à court terme, mais

elles ont mis en jeu leurs nouveaux moyens d'action afin de conférer plus de souplesse à la formation de ces taux et de donner la possibilité à la banque centrale d'opérer par l'intermédiaire du marché. Ce désir de flexibilité accrue reflète fondamentalement la nécessité d'assurer une prompte adaptation des taux d'intérêt à court terme. Il convenait aussi d'exprimer avec davantage d'exactitude les intentions des autorités en matière de taux d'intérêt et d'enlever aux modifications des taux publiés le caractère parfois trop spectaculaire qui leur était généralement prêté.

Cette flexibilité a aidé à atteindre les objectifs fondamentaux de la politique monétaire interne, tout en permettant à la stratégie des taux d'intérêt de répondre aux perturbations des marchés des capitaux et des changes. Les taux de change flottants étant très sensibles aux anticipations du marché sur la politique future, les plus récents moyens d'action autorisent des ajustements progressifs des taux d'intérêt; ils sont, par ailleurs, utilisés de façon à pouvoir tenir compte des réactions du marché. Les instruments traditionnels de la politique monétaire, tels que les modifications des taux d'escompte, ont pu ainsi être mis en œuvre pour transmettre, lorsqu'il le fallait, des signaux plus nets. Dans les pays qui se sont assigné des objectifs de taux de change, les nouvelles techniques ont également facilité l'adaptation rapide des taux d'intérêt du marché monétaire, qui a parfois été nécessaire, particulièrement lorsque des réalignements monétaires étaient prévisibles.

Il a également été fait appel à cette plus grande flexibilité pour aider à neutraliser les perturbations, telles que les variations erratiques à court terme des soldes des comptes de l'Etat auprès de la banque centrale, qui ont compliqué la régulation de l'approvisionnement des banques en réserves. Dans certains cas, on a tenté, par une modification des procédures, d'empêcher que la régulation monétaire soit compromise par d'importants déficits des finances publiques et une accumulation dans les portefeuilles des banques de titres du Trésor à court terme facilement mobilisables.

La croissance et l'évolution des marchés monétaires a facilité un recours accru, par les banques centrales, à des instruments tels que les prises en pension de titres. La désaffection envers les instruments dont les taux d'intérêt sont publiés s'est produite dans le contexte d'une plus grande utilisation des instruments à taux ajustables pour les prêts bancaires.

Flexibilité des interventions sur le marché monétaire et taux de change. Cette nouvelle flexibilité se reflète clairement dans l'interaction complexe, l'an dernier, entre politique monétaire, taux d'intérêt du marché monétaire et taux de change flottants.

Dans de nombreux pays, la politique monétaire exerce sa principale influence sur les taux de l'argent au jour le jour du marché monétaire ou sur les taux des opérations à échéance jusqu'à un mois, tandis que, pour les durées plus longues, les taux d'intérêt sont davantage affectés par les anticipations du marché. Dans le cadre du dispositif d'objectifs de réserves empruntées utilisé aux Etats-Unis, le taux interbancaire au jour le jour peut varier sensiblement

suivant l'attente, par le marché, de modifications de la politique suivie. Il se peut que le marché réagisse quelquefois en amplifiant l'action de la banque centrale. Au début de 1985, toutefois, la hausse des taux du marché monétaire aux Etats-Unis a largement reflété l'attitude du marché qui anticipait une réaction de la Réserve fédérale devant la croissance de M_1 au-delà de sa fourchette-objectif.

Au même moment, une nouvelle et vive appréciation du dollar menaçait d'aviver, dans les pays européens, les tensions inflationnistes et préoccupait fortement les autorités monétaires. Dans ces conditions, les rendements des obligations ont subi quelque temps une pression à la hausse dans la plupart des pays, bien que les taux à court terme du marché monétaire soient demeurés inchangés dans de nombreux cas. En Allemagne, par exemple, où de nouvelles méthodes d'intervention sur le marché monétaire ont été instituées en janvier 1985, les taux à très court terme du marché monétaire sont restés très stables, proches des taux pratiqués par la Deutsche Bundesbank pour ses opérations temporaires sur titres destinées à approvisionner les banques en réserves.

Aux Etats-Unis, la crainte de voir s'interrompre la reprise économique s'est amplifiée au printemps de 1985 et, à la suite de la réduction en mars du taux d'escompte officiel, le taux des transactions interbancaires au jour le jour s'est mis à baisser, s'établissant en juin au niveau du nouveau taux d'escompte. Les taux d'intérêt des certificats de dépôt à trois mois ont même reculé au-dessous de ce niveau, apparemment parce que le marché s'attendait à une nouvelle détente de la politique monétaire.

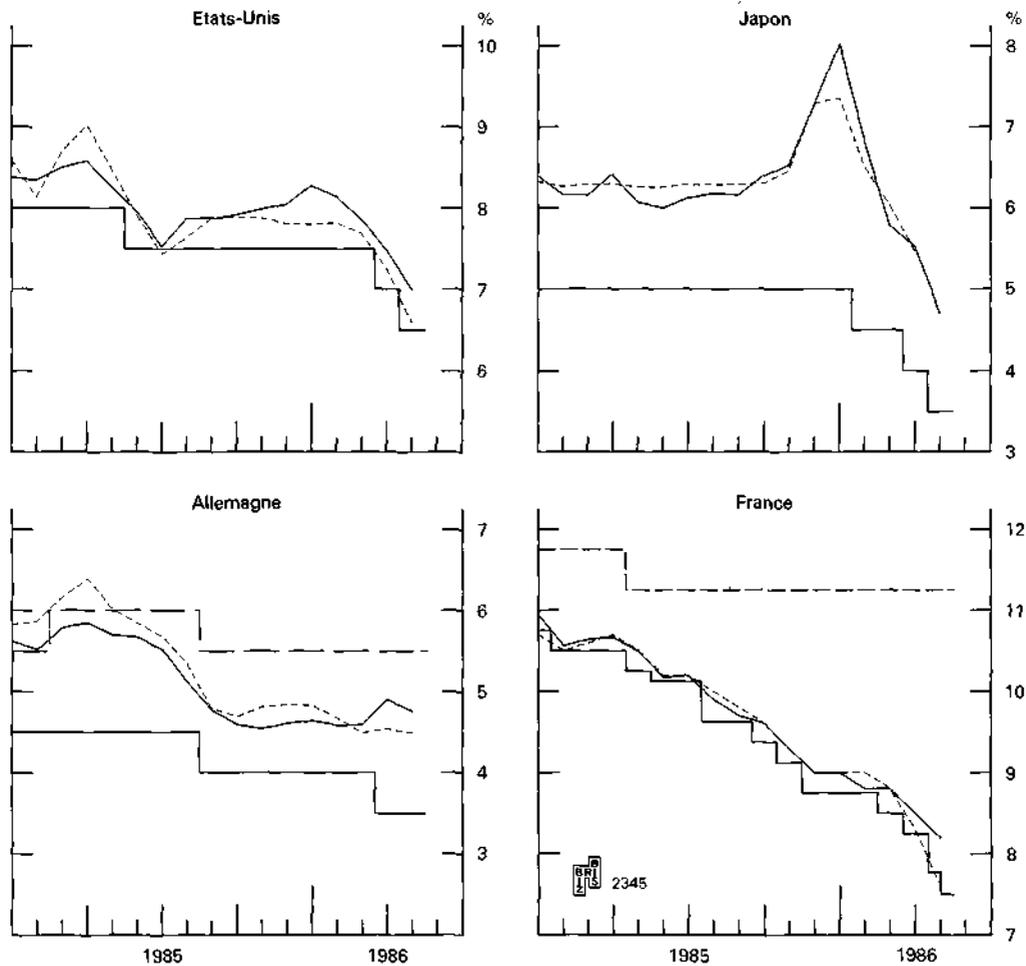
A partir de juin, par suite du léger repli du dollar face à d'autres monnaies, la Réserve fédérale semble avoir favorisé un raffermissement progressif du taux des fonds fédéraux. En Allemagne, mettant à profit l'évolution favorable des prix intérieurs et l'appréciation du deutsche mark, la Deutsche Bundesbank a encouragé une diminution des taux d'intérêt à court terme en réduisant graduellement les taux appliqués à ses opérations de prise en pension. En juillet, alors que les taux à court terme se situaient dans la moitié inférieure de la bande délimitée par le taux d'escompte officiel et celui des avances sur titres, elle a abaissé ces taux directeurs pour laisser le champ libre à un nouveau fléchissement du loyer de l'argent. En offrant des ressources dans le cadre d'opérations temporaires sur titres pour des périodes allant jusqu'à deux mois, la Deutsche Bundesbank a pu réduire au minimum la nécessité d'une action de régulation fine et ce, jusqu'à ce que l'instabilité réapparaisse sur les marchés des changes, en août et septembre. La Banque du Japon n'a cessé, de janvier à août, d'ajuster l'approvisionnement en réserves bancaires par des cessions d'effets commerciaux et de titres à court terme ainsi que par l'octroi de concours, afin de favoriser une réaction souple du taux de l'argent au jour le jour devant l'évolution des marchés de change.

Après l'accord du Groupe des Cinq en septembre, la principale modification de la politique des taux d'intérêt à court terme s'est produite au Japon, où des techniques du marché monétaire ont été mises en œuvre pour y encourager une forte hausse du loyer de l'argent. Cependant, les taux appliqués aux crédits à

l'économie interne sont en partie restés à l'écart de ce mouvement, parce que le taux d'escompte n'a pas été modifié. En Allemagne, la Deutsche Bundesbank a continué de s'adapter à l'évolution des conditions du marché des changes en modulant les procédures de ses adjudications, assortissant ces dernières de taux d'intérêt donnés lorsqu'il semblait judicieux de fournir au marché des signaux clairs sur les taux d'intérêt. L'évolution du loyer de l'argent en Allemagne n'a pas empêché, dans l'ensemble, d'atteindre les objectifs monétaires internes, mais, de toute évidence, les ajustements sont intervenus à des moments choisis en fonction de considérations externes.

Taux d'intérêt officiels et interbancaires, 1985-86

- Taux officiel de l'escompte¹
- Argent au jour le jour sur le marché monétaire
- - - Prêts interbancaires à trois mois²
- Taux lombard de la Bundesbank
- - - Pensions à sept jours de la Banque de France sur bons du Trésor



¹ Pour la France, acquisition par les autorités d'effets privés à court terme. ² Pour les Etats-Unis, certificats de dépôt à trois mois.

En France, où l'amélioration de la situation intérieure et extérieure a provoqué des tensions sur le franc, les autorités ont maintenu la monnaie dans la bande de fluctuation du SME en acceptant une forte augmentation nette des réserves officielles de change et en réduisant progressivement le taux d'intervention de la Banque de France sur les effets de première catégorie. Le taux publié des pensions à sept jours contre bons du Trésor (cette facilité, qui existe depuis longtemps, est maintenant le seul moyen de refinancement des banques, à leur initiative, auprès de la Banque de France) est demeuré inchangé à un niveau supérieur, avec un écart croissant, aux taux du marché monétaire.

Au début de 1986, les taux du marché monétaire de toutes les échéances ont suivi la baisse du loyer de l'argent au jour le jour au Japon, et les rendements des obligations se sont aussi légèrement repliés en Allemagne. Même s'il n'impliquait pas une diminution immédiate et équivalente des taux du marché monétaire interne, l'abaissement du taux d'escompte de la Deutsche Bundesbank, en mars, pouvait avoir une répercussion sur les taux de prêt des banques et a constitué un signal important. Il a été rapidement suivi par des réductions du taux d'escompte au Japon, aux Etats-Unis et aux Pays-Bas et une nouvelle diminution du taux officiel d'intervention sur le marché monétaire en France. L'abaissement des taux officiels a été décidé peu après en Italie, au Royaume-Uni, en Suède, au Canada, en Belgique, en Irlande et au Portugal. Au Japon comme en France, les autorités ont eu recours à de nouveaux procédés pour peser plus directement, au moyen de l'open market, sur les taux d'intérêt (particulièrement ceux des certificats de dépôt), de manière à assurer une diffusion rapide, à l'ensemble des marchés de l'argent, des impulsions fournies par la modification des taux officiels. Aux Etats-Unis et au Japon, les taux officiels de l'escompte ont encore été réduits, fin avril.

Persistance des problèmes de régulation des marchés monétaires. Dans certains pays où les modifications des méthodes d'intervention sur le marché monétaire répondaient en partie au souci de maîtriser les effets d'amples déficits budgétaires sur la création monétaire, des mesures plus fondamentales sont nécessaires pour réduire ces déficits. Pour éviter une création monétaire excessive dans le contexte d'un important déficit des finances publiques, il faut un dispositif qui permette aux taux de rémunération des instruments de la dette publique de réagir aux pressions exercées par les besoins de financement. Des mesures limitant véritablement l'accès du Trésor aux concours de la banque centrale peuvent également être requises. En Italie, le «divorce» de 1981 entre le financement de l'Etat et la conduite de la politique monétaire a contribué, parallèlement à l'amélioration des instruments et techniques de financement, à instaurer des conditions propices à une régulation monétaire efficace à court terme. Toutefois, le plafond de la ligne de crédit du Trésor auprès de la Banque d'Italie continue de s'élever automatiquement chaque année, proportionnellement à la croissance des dépenses de l'Etat.

En Belgique, l'Etat a pu se financer indirectement au fil des années auprès de la Banque Nationale par l'intermédiaire du Fonds des rentes, entité publique indépendante pouvant acquérir des titres spéciaux de la dette publique par tirage

sur une ligne de crédit auprès de la banque centrale. Les réserves obligatoires n'y existent pas et les banques, qui ont accumulé un fort volume de titres d'Etat remboursables à échéance rapprochée, n'ont guère besoin aujourd'hui des concours de la banque centrale. Dans ces conditions, la Banque Nationale ne conserve la maîtrise des taux d'intérêt à court terme que grâce à sa capacité de fixer les taux d'intérêt des bons du Trésor à court terme. Au Royaume-Uni, en revanche, le surfinancement des besoins du secteur public au cours des dernières années a asséché le marché des titres du Trésor et a rendu l'approvisionnement des banques en réserves fortement tributaire de l'acquisition par la Banque d'Angleterre de grands volumes d'effets privés. Il se peut que l'incidence du surfinancement sur la structure des taux d'intérêt ait été très limitée, mais elle a soulevé de nombreuses difficultés techniques. L'objectif pragmatique que les autorités se fixent depuis octobre 1985 est de couvrir exactement les besoins de financement de l'Etat pour l'ensemble de l'année budgétaire par le placement de titres de dette hors du système bancaire.

Dans certains cas, les dispositifs destinés à accroître l'élément de flexibilité dans la détermination des taux d'intérêt à court terme n'ont pas produit les effets escomptés. Au Royaume-Uni, par exemple, il n'a pas toujours été possible, dans un contexte de surfinancement, de respecter l'objectif fixé — défini au moment de la réforme des modalités d'intervention sur le marché monétaire en 1981 — c'est-à-dire, de laisser davantage les forces du marché établir les niveaux des taux d'intérêt. Le retour, l'an dernier, à la pratique de l'octroi de concours officiels pour équilibrer le marché monétaire témoigne de la prise de conscience, par les autorités, de la nécessité de fournir de temps à autre au marché davantage d'indications sur les taux d'intérêt à très court terme. A l'inverse, on peut penser que, dans quelques pays où les taux directeurs des concours de la banque centrale demeurent inférieurs aux taux à court terme du marché monétaire, les mécanismes traditionnels toujours en place retardent un mouvement souple d'ajustement en baisse des taux d'intérêt. Dans certains pays, dont le Japon et le Royaume-Uni, des sujétions affectant les catégories d'instruments que la banque centrale est disposée à acquérir ou à accepter en garantie ont parfois entravé les effets que les autorités cherchaient à produire sur d'importants marchés de l'argent où elles n'opèrent pas directement.

Aux Etats-Unis, les taux d'intérêt sont bien moins instables depuis la fin de 1982, lorsque la Réserve fédérale a cessé de fixer un objectif rigoureux pour les réserves non empruntées des banques; l'usage de ces objectifs entraînait des réactions automatiques des taux d'intérêt en présence de déviations de M_1 par rapport à sa fourchette-objectif. Les procédures de fixation d'objectifs aux réserves empruntées accordent à la Réserve fédérale une marge de manœuvre discrétionnaire beaucoup plus grande pour agir sur les taux d'intérêt à court terme. Le taux de l'argent au jour le jour entre banques a cependant pu fluctuer librement en fonction de la plus ou moins grande volonté des banques d'emprunter des ressources, même en l'absence d'une modification des objectifs officiels pour les réserves empruntées. Ainsi, la hausse du taux des fonds fédéraux, en été 1984, traduisait en partie l'attitude des banques devant des signes de fragilité du système financier. L'an dernier, toutefois, les anticipations du marché

n'ont pu se répercuter que faiblement sur le taux des fonds fédéraux, étant donné que ce taux a souvent bénéficié de l'étroit soutien du taux d'escompte.

Dans divers pays comme le Japon, la France et la Suède, où les méthodes d'intervention des banques centrales ont poursuivi leur adaptation au processus continu de déréglementation et d'innovation financière, d'autres remaniements des dispositifs peuvent être rendus nécessaires par les nouveaux instruments et le décloisonnement progressif des marchés. En Suisse, une proposition de révision du système de compensation entre banques pourrait amener une modification, dans un avenir prévisible, de la demande de monnaie de banque centrale ajustée, qui est la variable-objectif. Des problèmes de ce genre pourraient toutefois ne revêtir qu'un caractère passager.

Contraintes de la politique monétaire

Nombre des difficultés auxquelles la politique monétaire a dû faire face ces dernières années tiennent aux importants déficits des finances publiques. Dans certains cas, ces déficits ont été de nature structurelle, et l'action entreprise pour les réduire n'a guère permis de recourir à la politique budgétaire pour stabiliser l'économie.

Des déficits budgétaires importants peuvent nuire à l'efficacité de la régulation monétaire à court et à long terme. Dans certains pays où le déficit est particulièrement prononcé (Italie, Belgique, Espagne, Grèce et Irlande), les problèmes rencontrés dans la conduite de la politique monétaire ont eu pour cause l'inefficacité de la limitation du découvert de l'Etat auprès de la banque centrale ou le peu d'empressement du Trésor à offrir des rendements adéquats sur les titres de dette publique. Dans d'autres cas, les modifications des anticipations relatives au degré d'incidence de l'endettement de l'Etat sur la croissance monétaire ont exercé des pressions sur les taux de change. En général, toutefois, le principal problème est venu des tensions sur les taux d'intérêt qu'ont engendrées des déficits importants effectifs et futurs dans une situation où la politique monétaire accordait la priorité à la lutte contre l'inflation.

L'évolution des marchés de change a aggravé les problèmes de la politique monétaire. L'un des principaux enseignements à tirer de l'expérience des taux de change flottants dans les années récentes est que les facteurs extérieurs peuvent influencer et entraver la politique monétaire à un très haut degré, même dans les grandes économies. Cela a été manifeste dans quelques-unes d'entre elles en 1985. Pour trois raisons, les effets des politiques monétaires sur les taux de change doivent être pris de plus en plus en considération. La première est l'accélération de la mobilité des capitaux internationaux, occasionnée par la nouvelle libéralisation des marchés monétaires et financiers nationaux et l'accroissement de la substituabilité, au niveau international, des actifs financiers libellés en monnaies différentes. En d'autres termes, les marchés intérieurs des capitaux sont davantage exposés aux répercussions des activités menées sur les marchés des capitaux à l'étranger. Les politiques monétaires et budgétaires des autres pays ont de plus en plus pour effet de modifier les conditions financières intérieures. En conséquence, la combinaison des politiques monétaires et

budgétaires conduites dans certains grands pays est de nature à réduire notablement, par son incidence sur les taux de change, les choix de politiques dans les autres économies. Plus l'intégration financière est grande, plus les politiques sont interdépendantes.

La deuxième raison pour laquelle il convient de porter davantage d'attention aux conséquences extérieures de la politique monétaire découle de l'apparition de mouvements de taux de change de plus grande amplitude que ne semblent le justifier les déterminants à long terme de l'économie. Le risque d'une «surréaction» des taux de change aux ajustements de la politique monétaire peut parfois entraver ou retarder ces ajustements. Ces dernières années, l'évolution des taux de change des principales monnaies ne s'est pas accompagnée de mouvements correspondants des prix relatifs; les variations des taux de change nominaux ont donc entraîné de fortes fluctuations des taux de change réels. Tout en admettant la difficulté fondamentale qu'il y a à déterminer ce que pourrait être le taux de change «correct» ou «adéquat» d'une monnaie quelconque, cette expérience et la prise de conscience de l'influence notable qu'ont sur les taux de change les modifications des anticipations des marchés privés constituent une contrainte pour la politique monétaire. Cette contrainte a certainement joué un rôle dans la démarche prudente suivie par les Etats-Unis pour ajuster les taux du marché monétaire et le taux d'escompte à partir de la mi-1985 et dans les modifications des taux d'intérêt à court terme, en octobre au Japon, après l'accord du Plaza. Du fait de la sensibilité accrue des flux de capitaux aux écarts de taux d'intérêt et aux anticipations par les marchés de modifications des politiques, les responsables monétaires sont devenus plus attentifs aux conséquences des changements d'orientation, même modestes, de leur politique.

La troisième raison qui incite à tenir davantage compte de l'incidence extérieure de la politique économique dans son ensemble est la prise de conscience plus aiguë des conséquences cumulées exercées à plus long terme sur l'économie réelle par des distorsions continues des taux de change. Les amples variations des taux de change réels entre les principales monnaies ont fortement modifié l'utilisation et l'affectation des ressources réelles. Dans ces conditions, le coût de l'adaptation peut être important. L'affaiblissement de la compétitivité de l'économie américaine et le déficit commercial considérable des Etats-Unis ont entraîné, dans cette économie, de graves difficultés pour le secteur des biens exposés à la concurrence internationale. Cela a ensuite éveillé dans ce pays une sensibilité politique accrue aux changements de politique économique, en général, et a suscité un débat plus intense sur l'orientation de l'action monétaire. De même, la perte de compétitivité du Japon, liée à l'appréciation du yen depuis le printemps 1985, et les effets importants que celle-ci risque de produire sur le commerce japonais ont centré l'attention sur les modifications des politiques pouvant exercer une influence sur les taux de change.

On ne saurait nier que la plus grande mobilité des capitaux, conjuguée à l'intégration accentuée des marchés internationaux des capitaux, a conduit à une plus grande interdépendance des politiques au niveau mondial. Le cadre dans lequel la politique monétaire opère s'est fondamentalement transformé au cours

des années récentes, par suite du démantèlement des obstacles entravant les mouvements internationaux des capitaux, du processus continu de déréglementation et d'innovation financière et de la diversification des actifs financiers de la part de nombreuses catégories d'investisseurs. Les différences sensibles dans le dosage des politiques monétaires et budgétaires entre les principales économies ont également contribué à l'instabilité des marchés de change et à la surréaction des taux de change. Comme la politique budgétaire a perdu une bonne partie de sa flexibilité antérieure, il est dangereux de trop exiger de la politique monétaire, qui ne peut être utilisée pour réaliser simultanément, d'une part, l'équilibre interne et externe et, d'autre part, des objectifs à court et à long terme. Dans les grandes économies, il convient de maintenir, sur le plan intérieur, un cadre de référence approprié pour les anticipations de hausse des prix à long terme, même après les succès significatifs remportés ces dernières années en matière d'inflation. La régulation de la masse monétaire continue à fournir le point d'ancrage indispensable pour l'évolution à long terme du pouvoir d'achat de la monnaie.

VII. LE SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL

Faits saillants

Sur la scène monétaire internationale, l'événement marquant de la période sous revue a été le fait que, après pratiquement cinq années de hausse quasi ininterrompue, le taux de change du dollar a atteint son point culminant en février 1985 et a ensuite fortement baissé. Ce renversement de tendance ne s'explique pas seulement par le libre jeu des forces du marché; il est dû également pour une large part à l'attitude beaucoup plus déterminée des autorités sur les marchés des changes. Le passage à une politique résolument active dans ce domaine — interventions officielles coordonnées à l'échelle internationale, recommandations verbales en matière de taux de change et importance accrue donnée aux taux de change dans la formulation de la politique intérieure — a représenté un changement sensible de la ligne de conduite des autorités, notamment aux Etats-Unis.

Ce chapitre décrit, d'une part, les développements survenus sur les marchés des changes qui ont déclenché les interventions coordonnées de fin février et septembre 1985 et analyse l'incidence que ces politiques ont eue à leur tour sur les marchés des changes; d'autre part, il examine certaines questions plus vastes concernant le rôle et l'efficacité des interventions officielles et le fonctionnement du système actuel des taux de change flottants.

Une autre évolution remarquable s'est produite l'an dernier, avec les progrès accomplis grâce au Système monétaire européen (SME) dans la voie de la réalisation d'une «zone de stabilité monétaire en Europe». Les taux d'inflation au sein des pays membres ont généralement fait preuve d'une nette convergence à la baisse, de sorte que le mécanisme de change du SME a été mieux en mesure de résister au revirement brutal du dollar sur les marchés des changes sans être soumis à des perturbations trop déstabilisatrices.

En ce qui concerne la liquidité internationale, le marché de l'or n'a guère été affecté par le fléchissement du dollar, ni par l'agitation politique en Afrique du Sud. En termes de dollars, le cours de l'or s'est inscrit légèrement en hausse; exprimé dans la plupart des autres grandes monnaies, en revanche, il a nettement baissé.

En raison d'entrées massives de capitaux privés aux Etats-Unis, le déficit considérable et croissant de la balance américaine des paiements courants n'a pas constitué un facteur d'expansion des réserves en 1985. Si les actifs officiels de réserve, exprimés en dollars EU, ont néanmoins fait apparaître une assez forte progression l'an dernier, cela a été dû essentiellement à la vive appréciation de la valeur en dollars des avoirs de réserve libellés en d'autres monnaies et à l'accroissement des réserves des Etats-Unis. Les avoirs de réserve détenus aux Etats-Unis, en revanche, ont diminué et la part du dollar dans les réserves officielles en devises a sensiblement fléchi.

Evolution générale des taux de change

Monnaies flottantes. La période sous revue a été caractérisée par trois éléments principaux sur les marchés des changes: tout d'abord, une approche beaucoup plus active de la gestion du taux de change par les autorités; deuxièmement, la dépréciation substantielle du dollar par rapport aux autres grandes monnaies que le changement d'attitude des autorités a contribué à produire; et, troisièmement, le fait que cet ajustement des rapports de change a eu lieu de manière ordonnée, comme en témoigne la poursuite de la baisse, jusqu'au printemps de 1986, des taux d'intérêt servis sur le dollar. Après s'être apprécié pendant cinq ans, le dollar EU a perdu 30% en termes effectifs entre fin février 1985 et la mi-mai 1986, tandis que son fléchissement par rapport à certaines grandes monnaies a atteint près de 40%. Ce retournement et la baisse du dollar qui en est résultée ont été favorisés par un certain nombre d'évolutions fondamentales au sein de l'économie américaine: persistance d'importants déficits croissants des paiements courants depuis 1983, ralentissement de la croissance économique depuis le milieu de 1984, adoption d'une politique monétaire plus libérale et diminution tendancielle des taux d'intérêt. Toutefois, l'incidence de ces développements a été assez longue à se faire sentir sur les marchés des changes. Ce n'est qu'après les déclarations publiques des autorités monétaires des Etats-Unis et d'autres grands pays industriels – estimant indispensable une baisse du taux de change du dollar – et les interventions coordonnées sur les marchés des changes destinées à appuyer ces déclarations que, vers la fin de 1985, ces éléments fondamentaux ont commencé à se refléter dans l'évolution spontanée des taux de change.

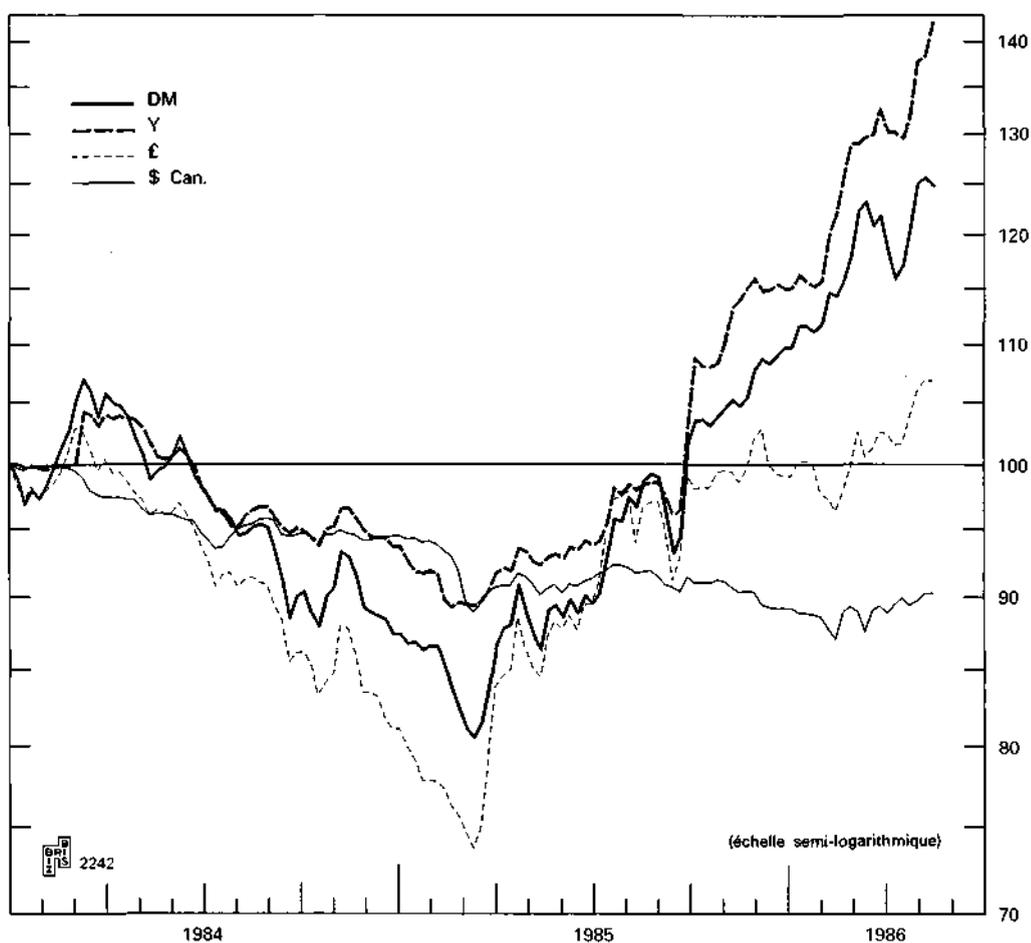
Le 17 janvier 1985, les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Cinq réaffirmaient leur volonté d'effectuer dans la mesure nécessaire des interventions coordonnées. Cette déclaration était suivie peu après de ventes officielles de dollars, mais, comme l'effort d'interventions coordonnées sur une grande échelle n'apparaissait pas très évident, les marchés n'ont pas été convaincus de la détermination officielle de freiner la vive ascension du dollar. Sous l'effet d'un élargissement des écarts de taux d'intérêt en sa faveur, la monnaie américaine s'est de nouveau fortement appréciée en février. A ce moment-là, le marché devenait de plus en plus euphorique à l'égard du dollar, de sorte que les cours de change de cette devise ont atteint des niveaux manifestement insoutenables, qui, en aggravant les déséquilibres existants, ne pouvaient qu'accroître ensuite l'instabilité. Des interventions officielles coordonnées de grande envergure ont alors été entreprises sous l'égide de la Deutsche Bundesbank, mais cette fois avec le soutien des autorités monétaires américaines. Entre la réunion de janvier du Groupe des Cinq et le 1er mars, les cessions de dollars effectuées par les pays du Groupe des Dix se sont chiffrées au total à quelque \$10 milliards. Si l'essentiel des ventes a été le fait des banques centrales européennes, les interventions américaines se sont élevées à \$0,7 milliard. Ces initiatives ont réussi à rétablir un marché dans les deux sens. Elles ont été, en outre, favorisées par l'apparition de signes de plus en plus nombreux d'un ralentissement économique aux Etats-Unis et par certains accidents sur les marchés des capitaux américains; pour de nombreux

observateurs, ces phénomènes excluait l'éventualité d'un resserrement de la politique monétaire américaine. Entre le 26 février, juste avant le début des interventions officielles, et le 19 avril, le taux de change effectif du dollar avait fléchi de 10%. Sur une base bilatérale, la baisse était plus forte vis-à-vis de la livre sterling et du deutsche mark, avec 18% et 14% respectivement; par rapport au yen, qui s'était auparavant moins déprécié que certaines des monnaies européennes, le repli ne s'élevait qu'à 6%.

Pendant deux mois et demi, le dollar a alors fortement fluctué, avec des variations au jour le jour assez sensibles mais sans aucune tendance précise. Cependant que les taux d'intérêt américains s'inscrivaient de toute évidence en baisse, avec une diminution d'un demi-point du taux d'escompte de la Réserve fédérale le 20 mai, une rapide expansion des agrégats monétaires aux Etats-Unis suscitait des doutes sur l'éventualité d'une nouvelle détente du loyer de l'argent.

Variations des taux de change bilatéraux de certaines monnaies par rapport au dollar EU,
1984-86

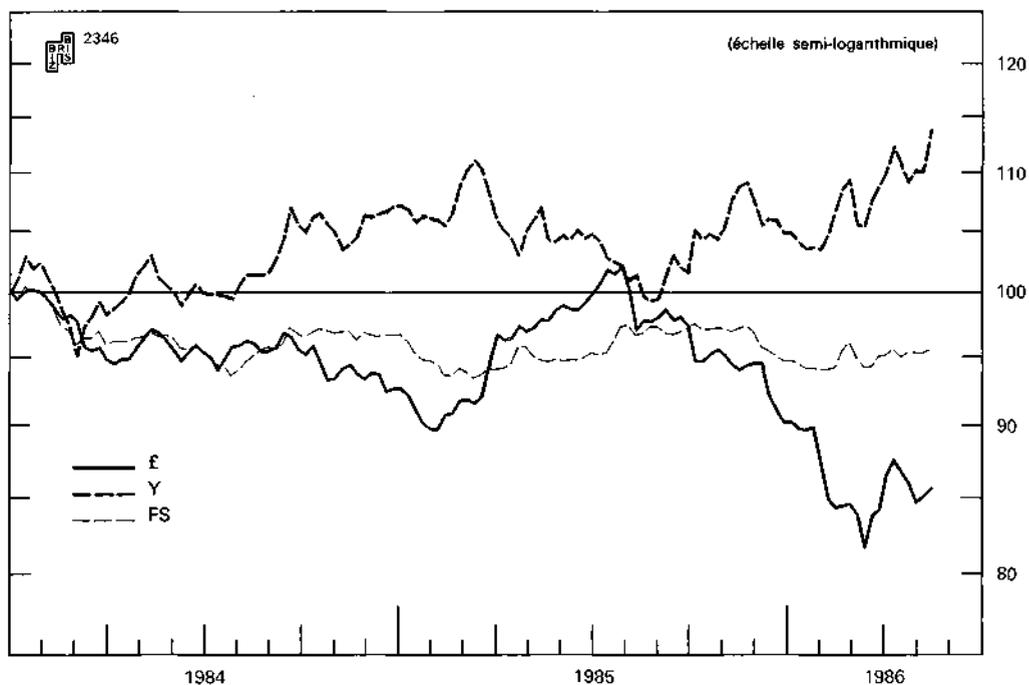
Moyennes hebdomadaires, fin 1983 = 100.



Dans le même temps, les taux d'intérêt enregistraient également une baisse dans d'autres pays, d'une ampleur plus réduite cependant.

En juillet, la monnaie américaine s'affaiblit de nouveau. Malgré un raffermissement temporaire des taux de rémunération des placements en dollars au cours de ce mois, le relèvement, le 17 juillet, de la base des objectifs monétaires de la Réserve fédérale ainsi que l'élargissement de la fourchette-objectif semblèrent confirmer les prévisions d'une poursuite de l'orientation libérale de la politique monétaire aux Etats-Unis. En outre, les déficits croissants des échanges commerciaux et des paiements courants, leurs effets récessifs sur l'économie interne et le renforcement parallèle des pressions protectionnistes donnaient à penser que les autorités américaines pourraient être favorables à un nouveau fléchissement du dollar. Dans ce contexte, le taux de change effectif de la monnaie américaine perdait 6½% entre le début de juillet et la fin d'août, pour s'établir à 15% au-dessous de son niveau record de fin février/début mars. Plusieurs banques centrales européennes tiraient alors parti de cet affaiblissement du dollar pour reconstituer leurs réserves de change et abaisser leurs taux d'intérêt. Le 16 août, la Deutsche Bundesbank abaissait d'un demi-point son taux d'escompte et son taux lombard et, au Royaume-Uni, les taux débiteurs de base des grandes banques de dépôt étaient réduits d'un demi-point, à deux reprises, les 15 et 29 juillet.

Variations des taux de change bilatéraux de certaines monnaies par rapport au deutsche mark, 1984-86
Moyennes hebdomadaires, fin 1983 = 100.



Toutefois, à la fin du mois d'août, la publication d'indicateurs plus encourageants sur l'économie américaine, la légère amélioration des résultats du commerce extérieur et l'élargissement temporaire des écarts de taux d'intérêt en faveur des Etats-Unis entraînaient une forte hausse du dollar, dont les cotations par rapport au deutsche mark par exemple gagnaient quelque 8% en l'espace de trois semaines. Malgré un léger fléchissement vers la mi-septembre, la monnaie américaine demeurait fondamentalement ferme. Pendant ce temps, les pressions protectionnistes trouvaient de plus en plus de soutien au sein du Congrès américain. Dans ces conditions, les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Cinq décidaient, à l'initiative des Etats-Unis, de se réunir le 22 septembre, à New York, pour réexaminer leurs politiques.

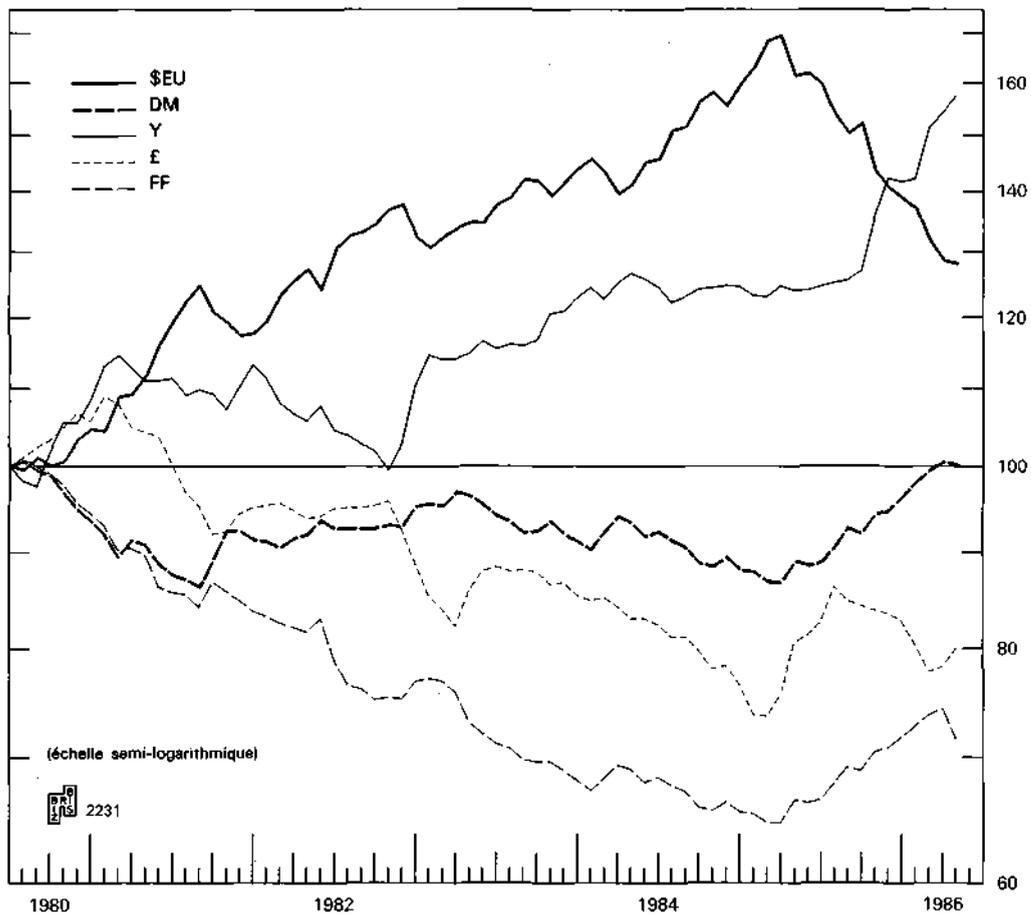
Les accords conclus et les engagements pris lors de cette réunion allaient bien au-delà des efforts antérieurs d'action coordonnée à l'égard des taux de change; ils annonçaient, en particulier, un changement d'orientation radical de la politique américaine. Tout d'abord, les déséquilibres extérieurs, et surtout le déficit élevé et toujours croissant des paiements courants des Etats-Unis, étaient enfin reconnus publiquement par les autorités comme des sources de difficultés pour l'économie mondiale. Deuxièmement, il était admis non seulement que les taux de change avaient un rôle à jouer dans la correction des déséquilibres extérieurs mais qu'ils devaient, pour y parvenir, mieux refléter les données fondamentales de l'économie qu'ils ne l'avaient fait jusqu'à présent. En troisième lieu, et comme conséquence logique de cette communauté de vues, une nouvelle appréciation ordonnée des autres grandes monnaies par rapport au dollar apparaissait souhaitable. Enfin, les cinq pays soulignaient leur volonté de coopérer plus étroitement pour favoriser cette correction. Même si la nature spécifique de cette coopération n'était pas précisée, il était évident que les interventions sur le marché des changes en faisaient partie. Le jour suivant, les autorités américaines se déclaraient prêtes à intervenir, même en l'absence d'une évolution désordonnée sur les marchés.

Cette manifestation concrète de l'unanimité et de la détermination des autorités prit le marché des changes par surprise. Immédiatement après l'ouverture des marchés européens, le 23 septembre, et avant le début des interventions coordonnées des banques centrales, le dollar enregistrait sa baisse la plus marquée en une seule journée depuis mars 1973 — près de 6% par rapport à la plupart des autres grandes monnaies. Cette dépréciation était confirmée le jour suivant, alors que le marché de Tokyo ouvrait après un jour férié et que la Banque du Japon commençait à effectuer ses interventions les plus massives de ces dernières années. Ces ventes d'intervention ainsi que les suivantes faisaient fléchir le dollar de 12%, 10% et 6% respectivement par rapport au yen, au deutsche mark et à la livre sterling en l'espace de deux semaines.

Il fallut un certain temps au marché, ce qui n'est pas surprenant, pour prendre toute la mesure du changement d'attitude des autorités. Aussi, durant le mois d'octobre, l'attachement des banques centrales à leur cause commune fut mis à l'épreuve à diverses reprises, mais les nouvelles pressions à la hausse du dollar furent contrées par des interventions continues. Entre la réunion de

septembre du Groupe des Cinq et le début de novembre, les ventes concertées de dollars de la part des banques centrales s'étaient élevées au total à \$13 milliards. Ce qui était de la plus haute importance pour le succès de l'entreprise, c'était que, pour la première fois, les Etats-Unis jouaient un rôle majeur dans ces interventions, avec des ventes atteignant \$3 milliards, effectuées pour certaines sur les marchés d'Extrême-Orient. Les cessions de dollars par la Banque du Japon se reflétaient dans le fléchissement de plus de \$2 milliards des réserves en devises de ce pays au cours de la période de deux mois allant jusqu'à la fin d'octobre. En outre, à ce moment précis, la Banque du Japon soulignait sa détermination de voir le yen s'apprécier davantage en provoquant un mouvement de hausse des taux d'intérêt intérieurs, alors que cette initiative n'était guère souhaitable pour des raisons internes. Cette manifestation de la résolution des autorités finissait par impressionner le marché des changes de sorte que, en novembre, le dollar reprenait sa baisse sans qu'il ait été nécessaire de procéder à de nouvelles ventes officielles massives de dollars.

Variations des taux de change effectifs de certaines monnaies, 1980-86
Moyennes mensuelles, juin 1980 = 100.



Au début de décembre, le dollar s'était déprécié à DM 2,50, Y 200 et à \$1,50 par rapport à la livre sterling. Alors que les taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis poursuivaient leur évolution à la baisse, le loyer de l'argent au Japon amorçait un recul général à la mi-décembre, à la suite d'un timide changement d'orientation de la politique de taux d'intérêt poursuivie jusqu'alors. Les marchés semblent avoir été à ce moment-là convaincus que les autorités monétaires des pays du Groupe des Cinq étaient satisfaites pour l'instant de la correction apportée aux taux de change. Alors que des tensions commençaient à réapparaître au sein du mécanisme de change du SME, la baisse du dollar s'interrompait jusqu'à la mi-janvier 1986.

Toutefois, après la réunion du Groupe des Cinq, les 18 et 19 janvier 1986 à Londres, les déclarations des autorités américaines et japonaises considérant qu'une nouvelle baisse du dollar ne serait pas inopportune, ou pourrait même être favorablement accueillie, ont entraîné un nouveau revirement dans l'opinion du marché. L'un des facteurs ayant contribué à cette reprise de la baisse du dollar a été l'effondrement des prix pétroliers, perçu par le marché comme plus bénéfique pour les balances allemande et japonaise des paiements que pour la balance américaine. En outre, l'amélioration des perspectives d'évolution des prix aux Etats-Unis, du fait de la baisse des prix pétroliers, a renforcé les anticipations d'une réduction des taux d'intérêt servis sur le dollar. Dans ces conditions, à la fin de janvier, le dollar a recommencé à céder nettement du terrain par rapport au yen, au deutsche mark et au franc suisse et, à la suite de la publication de résultats médiocres du commerce extérieur des Etats-Unis et de la baisse des taux de rendement à long terme dans ce pays, ce repli s'est poursuivi jusqu'à la fin de février. Devant le nouvel accès de faiblesse de la monnaie américaine, la Banque du Japon a estimé qu'elle pouvait abaisser d'un demi-point, le 30 janvier, son taux d'escompte, qui était demeuré inchangé depuis plus de deux ans pour des considérations de taux de change. Durant cette période allant de fin janvier à début mars, le dollar a fléchi de 12% par rapport au yen et de 11% vis-à-vis du deutsche mark ainsi que du franc suisse, mais n'a guère varié à l'égard des monnaies des pays producteurs de pétrole, à savoir la livre sterling et le dollar canadien.

Début mars, la marge de manœuvre accrue procurée, en matière de lutte contre la hausse des prix, par la diminution des prix pétroliers et les signes de ralentissement économique traduisant les premiers effets de l'appréciation du yen sur les exportations ont donné lieu à un mouvement coordonné de réductions des taux d'intérêt officiels de la part de la Deutsche Bundesbank, de la Banque du Japon, du Système de Réserve fédérale des Etats-Unis et de quelques autres banques centrales. La réaction du dollar a d'abord été favorable et, au cours des quatre semaines suivantes, il s'est redressé surtout vis-à-vis des monnaies d'Europe continentale, alors que sa tendance demeurait assez faible à l'égard du yen. Toutefois, début avril, du fait notamment d'anticipations d'un nouvel abaissement des taux d'intérêt aux Etats-Unis, le dollar a recommencé à fléchir. De fait, à la suite de la réunion du Comité intérimaire du FMI à Washington, une deuxième série de réductions coordonnées des taux d'intérêt officiels a été mise en œuvre entre le 14 et le 25 avril par les banques centrales

des Etats-Unis, du Japon et des principaux pays européens, à l'exception de la Deutsche Bundesbank. En outre, les déclarations des autorités américaines et européennes en faveur d'une nouvelle appréciation du yen ont joué au détriment du dollar, malgré les achats d'intervention effectués à plusieurs reprises par la Banque du Japon. Début mai, le sommet économique de Tokyo n'a pas fourni l'indication que les autorités étaient unanimement disposées à ce stade à soutenir le dollar. Dans ces conditions, celui-ci s'est déprécié de 12% à l'égard du yen et de 10% par rapport au deutsche mark et au franc suisse entre le début d'avril et la mi-mai.

Durant les quinze mois qu'a duré la baisse du dollar, jusqu'à la mi-mai 1986, le yen, le franc suisse et le deutsche mark se sont tous appréciés de plus de 60% vis-à-vis du dollar, ce qui représente certainement l'une des plus fortes variations jamais observées sur un laps de temps aussi court depuis le passage aux taux flottants. En termes effectifs, la hausse du deutsche mark et du franc suisse est ressortie à 19% dans chaque cas, tandis que, en raison des liens commerciaux plus étroits du Japon avec les Etats-Unis, la progression du yen est allée jusqu'à atteindre 35%.

L'appréciation du yen a été notamment caractérisée par le fait qu'elle s'est trouvée concentrée sur la période qui a suivi la réunion du Groupe des Cinq en septembre. Au cours des années précédentes, le yen s'était nettement moins affaibli par rapport au dollar que les monnaies européennes; de ce fait, jusqu'à la fin de septembre 1985, son redressement a été plus modeste. D'ailleurs, en raison de sa baisse par rapport aux monnaies européennes, le taux de change effectif du yen est demeuré pratiquement inchangé de fin février à fin septembre 1985. Aussi, après l'accord de septembre du Groupe des Cinq qui, compte tenu de l'excédent massif et croissant de la balance des paiements courants du Japon, avait porté plus spécialement sur le rapport de change dollar/yen, la hausse du yen a été beaucoup plus prononcée que celle des monnaies européennes.

La livre sterling a suivi une évolution assez différente. Au départ, en réaction à sa faiblesse antérieure et en raison de ses taux d'intérêt relativement élevés, c'est elle qui a le plus bénéficié de la baisse du dollar. Entre fin février et fin juillet 1985, elle s'est non seulement appréciée de 36% par rapport au dollar EU, mais également de 11% à l'égard du deutsche mark. Toutefois, au milieu de l'été, les signes d'un ralentissement de la croissance économique et les anticipations, qui en ont résulté, d'un assouplissement de la politique monétaire au Royaume-Uni ont interrompu ce mouvement de hausse. Durant les deux mois qui ont suivi l'annonce de la réunion de septembre du Groupe des Cinq, la livre s'est beaucoup moins redressée que la plupart des autres monnaies par rapport au dollar, du fait de l'incertitude entourant l'évolution des prix pétroliers et des rumeurs selon lesquelles le Royaume-Uni pourrait adhérer au mécanisme de change du SME à un cours de change plus faible. Début décembre, lorsque les prix du pétrole ont commencé à fléchir, la livre s'est mise à se déprécier même par rapport au dollar EU. Bien qu'au début de janvier 1986 sa faiblesse ait entraîné un relèvement d'un point du taux débiteur de base des

grandes banques de dépôt britanniques, son fléchissement s'est poursuivi jusqu'au début de mars avant qu'une réévaluation de l'incidence de la baisse des prix pétroliers sur l'économie britannique et l'accueil favorable de la présentation du nouveau budget ne permettent un raffermissement substantiel.

Au cours de la période sous revue, le dollar canadien a été la seule grande monnaie dont la baisse s'est poursuivie par rapport au dollar EU, bien que la politique monétaire canadienne ait eu pour objet de contenir dans des limites relativement étroites les fluctuations par rapport à la monnaie américaine. Après avoir fortement fléchi au début de l'année 1985, le dollar canadien s'est légèrement redressé au printemps et au début de l'été, pour se trouver cependant encore une fois soumis à de fortes pressions au cours des deux derniers mois de l'année, lorsque l'affaiblissement de la balance des paiements courants et l'inquiétude croissante suscitée par la situation budgétaire ont contribué à détériorer de manière sensible le climat sur le marché. Comme une nouvelle dépréciation par rapport au dollar EU était jugée inopportune et qu'un ajustement en baisse substantiel s'était déjà produit par rapport aux autres grandes monnaies, la Banque du Canada a décidé de relever les taux d'intérêt et d'intervenir massivement sur les marchés des changes. Néanmoins, durant le mois de janvier 1986, la vive diminution des prix pétroliers et la faiblesse générale des marchés des matières premières ont accentué les pressions. Malgré des interventions répétées, financées en partie par des tirages officiels sur des lignes de crédit auprès de banques commerciales, et le nouveau relèvement des taux d'intérêt internes à court terme, portés ainsi à plus de quatre points au-dessus de ceux des Etats-Unis, la monnaie canadienne atteignait, début février 1986, un nouveau creux de \$0,692, avant de se redresser légèrement durant les trois mois suivants.

Efficacité de la régulation officielle du marché des changes. De nombreux observateurs du marché ont été surpris, à l'évidence, par l'efficacité avec laquelle les autorités ont interrompu, puis inversé, l'ascension du dollar et par le fait que ce résultat n'a pas posé de problèmes pour le financement du déficit de la balance des paiements courants des Etats-Unis. Il convient de noter que, dans plus d'un cas, les déclarations d'intention officielles à l'égard des modifications souhaitables des taux de change paraissent avoir d'elles-mêmes engendré ces modifications. Toutefois, si les précédents Rapports annuels indiquaient que ces interventions sur les marchés des changes avaient un rôle à jouer dans le soutien des politiques de stabilisation à moyen terme, il semble à présent nécessaire de se garder de tirer des enseignements de portée générale de ce qui s'est passé l'an dernier. Ce succès a été rendu possible grâce à la réalisation simultanée de plusieurs conditions importantes.

La première de ces conditions a été le choix du moment où cette action a été entreprise. Après sa hausse spectaculaire des années précédentes, le dollar était mûr pour une baisse. Depuis quelque temps, les données économiques fondamentales lui étaient devenues nettement défavorables, même si cela n'avait pas été pris en compte par les marchés. La perte de compétitivité internationale et l'accroissement rapide du déficit des paiements courants étaient en train de

saper le dynamisme et la vigueur de l'économie américaine. Les problèmes rencontrés par de vastes secteurs de l'économie, durement touchés par l'altération des rapports de change, n'avaient pas peu renforcé les pressions protectionnistes, constituant ainsi une menace potentielle pour le système relativement libre des échanges internationaux et la prospérité de l'économie mondiale.

En outre, les afflux massifs de capitaux aux Etats-Unis et, conséquence partielle de leurs effets sur les taux de change, le déficit considérable et croissant des paiements courants affaiblissaient rapidement la position financière internationale des Etats-Unis. Les portefeuilles privés subissaient des modifications dont l'ampleur, en liaison avec le déficit des paiements courants lui-même, ne pouvait que miner tôt ou tard la confiance dans le dollar. Certes, les écarts de taux d'intérêt, bien que se rétrécissant, demeuraient nettement favorables aux Etats-Unis, mais les gains qu'ils permettaient risquaient fort d'être effacés à moyen terme par les pertes de change que devait provoquer en fin de compte l'ajustement inévitable des cours de change.

Par ailleurs, l'intervention destinée à faire baisser une monnaie a le plus de chances d'être efficace si, comme dans le cas du dollar, elle s'appuie parallèlement sur un déficit élevé des paiements courants. Dans une telle situation, étant donné l'importance des prises de position privées encore nécessaires pour financer ce déficit, il n'est pas indispensable de modifier radicalement l'opinion du marché; tout au plus faut-il, pour induire un ajustement en baisse, atténuer légèrement la préférence du marché pour cette monnaie. En fait, dans une telle situation, le plus difficile est peut-être de trouver le dosage idéal pour provoquer une correction vers le bas du taux de change de la monnaie qui n'entraîne pas un effondrement de la confiance et une dépréciation cumulative.

Une autre raison importante du succès de la régulation officielle des taux de change a été que, lors de la réunion de septembre 1985, les pays du Groupe des Cinq ont donné une démonstration convaincante d'unanimité et de détermination à l'égard d'une action commune et que les interventions entreprises ultérieurement ont été parfaitement coordonnées et chaudement soutenues par la quasi-totalité des grands pays industriels concernés. Sur le plan de la crédibilité, il importait au plus haut point que, pour la première fois, les autorités américaines, dont la capacité de vendre des dollars est en principe illimitée, reconnaissent publiquement la nécessité d'une nouvelle baisse du dollar. L'ampleur impressionnante des interventions — quelque \$10 milliards à fin février/mars et \$13 milliards en automne 1985 — a également joué un rôle essentiel.

En résumé, si l'expérience de l'an passé ne prouve en aucun cas qu'on puisse toujours s'en remettre aux interventions officielles et à un guidage du marché des changes par les autorités, elle a cependant montré que ces deux éléments peuvent avoir une incidence majeure lorsque certaines conditions sont réunies. Il est donc indéniable que le moment et les données fondamentales doivent être «appropriés», que l'intervention soit confortée par l'évolution sous-jacente de la balance des paiements et que sa mise en œuvre se fasse d'une manière résolue et coordonnée avec la coopération de tous les grands pays concernés. En revanche, une action unilatérale, accompagnée, comme dans de

précédentes occasions, de commentaires d'autres milieux officiels faisant part de leur scepticisme au sujet de l'efficacité des interventions, peut difficilement faire impression sur les marchés. Bien entendu, pour exercer une influence à long terme sur l'évolution des taux de change, les interventions officielles devront s'appuyer sur des politiques macro-économiques adaptées aux besoins du moment.

En outre, l'expérience de l'an dernier a prouvé que l'affirmation assez courante que «les marchés sont les meilleurs juges» doit être nuancée en ce qui concerne les marchés des changes. D'une part, l'orientation conférée à leur politique par les autorités nationales représente un ensemble de paramètres extrêmement importants qui déterminent l'opinion et les anticipations des marchés à l'égard des taux de change. On peut difficilement soutenir que les autorités connaissent moins bien leurs propres intentions que le marché, même s'il est nécessaire que ces intentions soient clairement indiquées au marché. D'autre part, «le» niveau d'équilibre des taux de change n'est certainement pas la préoccupation essentielle des opérateurs du marché. Les professionnels peuvent tirer profit des mouvements qui rapprochent ou écartent les taux de change de leur niveau d'équilibre. Leurs préoccupations concernent essentiellement la direction du mouvement pendant les jours suivants et le montant de leur volume d'affaires. Or, ce dernier, ainsi que l'ampleur des marges à l'achat et à la vente, a tendance à se réduire à mesure qu'augmente la stabilité du cours de change.

Les interventions et le guidage par les autorités du marché des changes ne vont pas néanmoins sans problèmes. Ainsi, lorsqu'une monnaie se trouve dans une situation de grande vulnérabilité par suite d'un déséquilibre excessif et persistant des paiements courants, les interventions officielles risquent de provoquer un retournement trop brutal de l'opinion du marché susceptible de conduire à une surréaction dans la direction opposée. Il convient de préciser toutefois que ce problème pourrait se poser même en l'absence d'interventions, mais probablement un peu plus tard. Toutefois, en limitant les cours extrêmes, et de ce fait l'ampleur du déséquilibre, les interventions auraient plutôt tendance à atténuer l'intensité de l'inévitable mouvement de retour du pendule. En outre, les interventions officielles peuvent également fortement contribuer à modérer l'ampleur de ce mouvement de retour.

Une seconde difficulté est que, avec la persistance d'écart de taux d'intérêt élevés, les opérateurs du marché pourraient estimer, après correction de la surréaction, que l'accroissement des revenus d'intérêts a peu de chances d'être compensé par une nouvelle dépréciation; ils risquent donc de reprendre leurs placements dans le pays, déclenchant ainsi un nouveau cycle d'appréciation. Là encore, le problème n'est pas dû à l'intervention, mais vient de ce que des écarts excessivement élevés des taux d'intérêt réels sont incompatibles avec un degré raisonnable de stabilité des taux de change.

Enfin, lorsque l'intervention officielle est destinée à mettre fin à un marché à sens unique et à montrer clairement que le taux de change peut varier dans une direction ou dans l'autre, l'accroissement de l'incertitude qui en résulte quant à la direction des futurs mouvements des taux de change peut provoquer

Variabilité journalière du taux de change de certaines monnaies vis-à-vis du dollar*

Périodes	Deutsche mark	Yen	Livre sterling
1983 (moyenne)	2 (0,55)	1 (0,52)	1½ (0,53)
1984 (moyenne)	3 (0,74)	½ (0,42)	2 (0,64)
1984 novembre	3 (0,84)	0 (0,41)	2 (0,83)
décembre	0 (0,51)	0 (0,30)	1 (0,49)
1985 janvier	1 (0,48)	0 (0,31)	5 (0,71)
février	3 (1,21)	4 (0,70)	6 (1,09)
mars	7 (1,07)	2 (0,54)	8 (1,48)
avril	11 (1,30)	3 (0,67)	14 (1,53)
mai	9 (1,13)	0 (0,40)	5 (0,99)
juin	6 (0,83)	0 (0,30)	5 (0,94)
juillet	7 (0,87)	2 (0,57)	8 (0,99)
août	3 (0,70)	0 (0,28)	9 (1,28)
septembre	9 (1,64)	3 (1,43)	9 (1,79)
octobre	4 (0,63)	2 (0,74)	2 (0,50)
novembre	1 (0,53)	2 (0,81)	2 (0,60)
décembre	2 (0,53)	0 (0,35)	3 (0,64)
1986 janvier	3 (0,68)	2 (0,61)	6 (0,86)
février	5 (0,76)	8 (1,07)	9 (1,06)
mars	6 (0,88)	4 (0,69)	6 (1,04)
avril	6 (1,09)	5 (0,92)	5 (0,74)

* La variabilité est mesurée par le nombre de jours dans un mois durant lesquels les variations de taux de change dépassent 1%. Les chiffres entre parenthèses représentent les écarts-types des variations (en %) au jour le jour des taux de change.

de plus amples fluctuations à court terme de ces derniers. C'est ce qui s'est incontestablement produit au printemps de 1985 lorsque, après les interventions de fin février/début mars et le renversement de tendance des taux de change qui en est résulté, les cotations ont été extrêmement instables pendant quelques semaines, avec de fortes variations quotidiennes, mais sans faire apparaître une direction générale particulière. Toutefois, alors qu'une telle instabilité au jour le jour peut être très gênante pour certains opérateurs du marché, elle est à l'évidence moins dangereuse que les distorsions majeures des taux que l'intervention cherche à corriger. Il convient de noter en outre que, dans le sillage des interventions de septembre et octobre 1985, l'instabilité des taux de change au jour le jour a été moins prononcée qu'au printemps. Cela tend à confirmer que les opérateurs du marché étaient alors davantage convaincus que les autorités l'emporteraient. De fait, le tableau donne à penser que la confiance dans le caractère approprié de la correction du taux de change intervenue s'est installée plus profondément dans la psychologie du marché pendant l'automne. En décembre, en particulier, on a noté nettement moins de jours avec de fortes variations des taux de change.

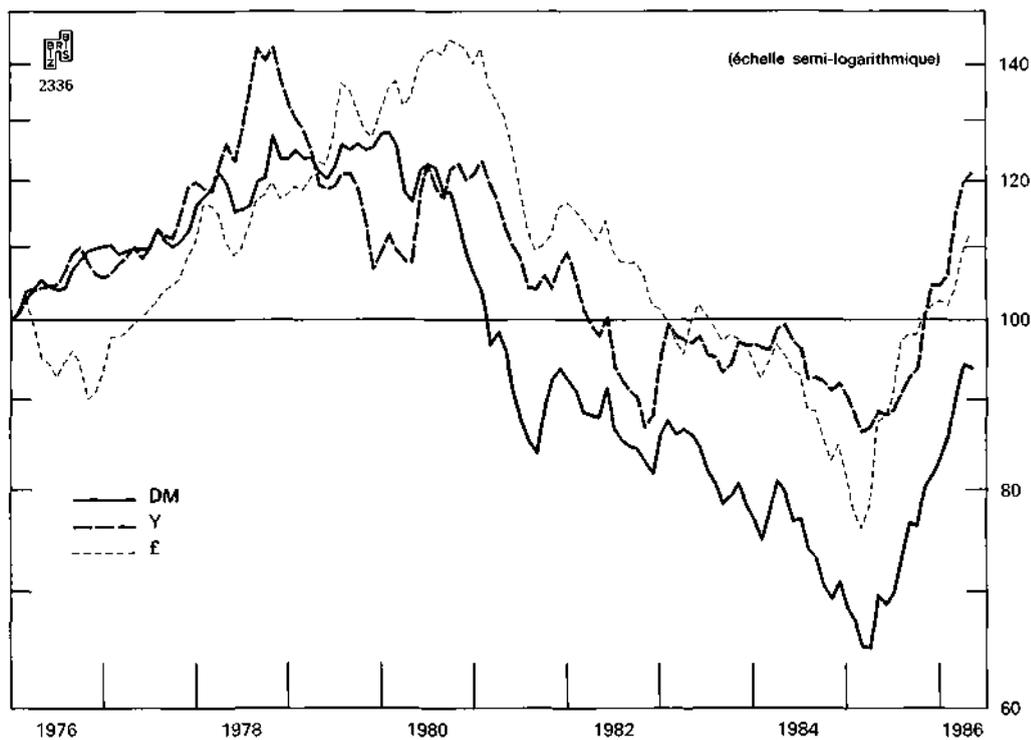
Perspectives à plus long terme et plaidoyer en faveur d'une réforme. En dépit de l'influence modératrice exercée par moments par les interventions officielles, les fluctuations des taux de change ont été beaucoup plus importantes au cours des quelque dix dernières années que les modifications des données fondamentales ne pouvaient raisonnablement l'expliquer. Sur une base bilatérale, le deutsche mark s'est déprécié de près de 50%, en termes réels, par rapport au dollar entre son maximum du début de 1980 et son minimum du début de 1985, puis a regagné depuis la moitié du terrain perdu. Le yen japonais, quant à lui, a fléchi

de 40% vis-à-vis du dollar entre la fin de 1978 et février 1985, et s'est établi depuis lors à 10% au-dessous de son précédent record (voir graphique ci-dessous).

Il convient de noter que toute comparaison avec une période de référence revêt nécessairement un caractère arbitraire. En outre, ces taux de change bilatéraux ne donnent qu'une image partielle puisqu'ils ne fournissent aucun renseignement sur l'évolution des positions concurrentielles vis-à-vis des pays tiers. Enfin, bien sûr, la physionomie des flux de capitaux joue également un rôle important. Néanmoins, étant donné les déséquilibres fondamentaux des paiements courants, la structure actuelle des taux de change est certainement plus réaliste que celle du début de 1985 et devrait, en raison de l'importance de l'ajustement, contribuer grandement à l'élimination des déséquilibres existants.

Quel qu'ait pu être cependant le niveau d'équilibre des taux de change au cours de la dernière décennie, il ne fait guère de doute que les fluctuations de part et d'autre de ce niveau ont été excessivement fortes. Malgré la difficulté d'obtenir des informations statistiques précises, il est clair que des fluctuations aussi marquées des taux de change comportent un coût réellement élevé.

Taux de change bilatéraux réels de certaines monnaies par rapport au dollar EU, 1976-86*
Moyennes mensuelles, décembre 1975 = 100.



* Ajustés sur la base des mouvements des prix de gros relatifs des produits finis.

Premièrement, des taux de change fortement surévalués renforcent puissamment les tendances protectionnistes, et les mesures qui sont alors prises ne sont pas nécessairement abolies lorsque le cours de change retrouve des niveaux plus réalistes. Deuxièmement, de fortes distorsions des taux de change peuvent donner lieu à des interprétations erronées pour l'affectation des ressources, phénomène qui peut devenir particulièrement grave dans le domaine des investissements à long terme. Troisièmement, l'augmentation de l'instabilité à court terme des taux de change et les menaces protectionnistes ne peuvent qu'accroître les incertitudes liées à l'investissement, surtout dans le secteur de la production des biens exposés à la concurrence internationale. Autrement dit, les bénéfices attendus qui seront nécessaires pour susciter ces investissements devront être considérablement plus élevés. Quatrièmement, les effets exercés par d'amples fluctuations des taux de change sur les prix, les revenus réels et les échanges commerciaux rendront généralement plus difficile la régulation macro-économique interne.

Compte tenu de ces problèmes, il n'est peut-être pas très surprenant que la vive instabilité des taux de change au cours des dernières années ait retenu de plus en plus l'attention des responsables de la politique. Deux études officielles, en particulier, effectuées sur le système monétaire international, mettent principalement l'accent sur le fonctionnement des taux de change flottants. L'une d'elles résulte du sommet de Williamsburg en 1983, les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix ayant donné mission à leurs suppléants de «recenser les domaines dans lesquels des améliorations progressives [du système monétaire international] pouvaient être recherchées». Le rapport des suppléants a été terminé et adopté officiellement en juin 1985. Une seconde étude consacrée en partie à la même question, mais sous un angle très différent, a été réalisée par un groupe constitué en mai 1985 par les pays du Groupe des Vingt-Quatre. Le rapport de ce groupe, qui se fondait sur un document antérieur «Programme d'action révisé en vue de la réforme du système monétaire et financier international», a été soumis à l'examen du Comité intérimaire du Fonds monétaire international lors de sa réunion d'octobre 1985.

Bien que ces deux rapports rejettent toute idée d'un retour à un système de taux de change fixes, leur teneur globale est très différente. Le rapport du Groupe des Dix soulignait les avantages de l'actuel système des taux de change, tout en reconnaissant certains de ses inconvénients. Il écartait toute réforme fondamentale du système monétaire international, mais proposait d'améliorer le cadre en vigueur, grâce essentiellement à des politiques nationales plus saines et à une meilleure coordination internationale de ces politiques s'appuyant sur une surveillance renforcée du FMI. Seule une minorité de suppléants était favorable à l'introduction de zones-cibles pour les taux de change.

Le rapport du Groupe des Vingt-Quatre relevait des insuffisances bien plus grandes dans le système actuel et accordait davantage de priorité au maintien d'un degré raisonnable de stabilité des taux de change. Tout comme le document du Groupe des Dix, il prônait une meilleure coordination des politiques à l'échelle internationale et un renforcement du rôle de surveillance du

FMI; mais, en outre, il recommandait la mise en place de mécanismes qui, en cas d'instabilité excessive ou de graves distorsions, déclencheraient automatiquement des procédures de consultation. Le rapport du Groupe des Vingt-Quatre confiait également un rôle légèrement plus important aux interventions officielles sur le marché des changes que ne le fait le document du Groupe des Dix et préconisait, en particulier, l'adoption d'un système de zones-cibles pour les taux de change.

Les développements survenus depuis l'élaboration du rapport du Groupe des Dix ont considérablement modifié les points de vue officiels de certains grands pays industriels à l'égard des taux de change. Des voix se sont élevées à plusieurs reprises dans les milieux officiels américains, à commencer par le Président lui-même, appelant à examiner l'opportunité de convoquer une conférence monétaire internationale pour discuter de la réforme du système. La question d'une telle réforme, ainsi que les avantages de certaines des propositions envisagées, sont examinés dans la partie finale de ce Rapport.

Evolution au sein du SME

Abstraction faite de la dévaluation de la lire italienne en juillet 1985 et du réaménagement général des taux de change en avril 1986, la période sous revue a été caractérisée dans l'ensemble par une stabilité relative du système de change du SME. Ce résultat a été obtenu grâce à une nouvelle convergence à la baisse des taux d'inflation des pays participants et à la poursuite de politiques monétaires axées sur le taux de change. Un fait atteste, en particulier, la maturité du système, à savoir que le retournement de tendance et la baisse ultérieure du dollar sur les marchés de change n'ont pas engendré de fortes tendances centrifuges. En réalité, jusqu'à la fin de novembre 1985, lorsque pour la première fois les marchés ont vraiment commencé à miser sur la baisse du dollar EU, les événements survenus dans le compartiment de cette monnaie n'ont pratiquement pas affecté le comportement des monnaies des pays membres du SME. La dévaluation du franc français au début d'avril 1986 était destinée non seulement à faire retrouver à l'industrie française la part de compétitivité qu'elle avait perdue depuis le réaligement de mars 1983, mais également à accroître la marge de manœuvre du nouveau gouvernement sur le plan interne. C'est pourquoi cette dévaluation s'est accompagnée de l'annonce, par le gouvernement français, d'un vaste programme de mesures économiques comportant notamment la suppression de la plupart des contrôles des prix et des restrictions de change.

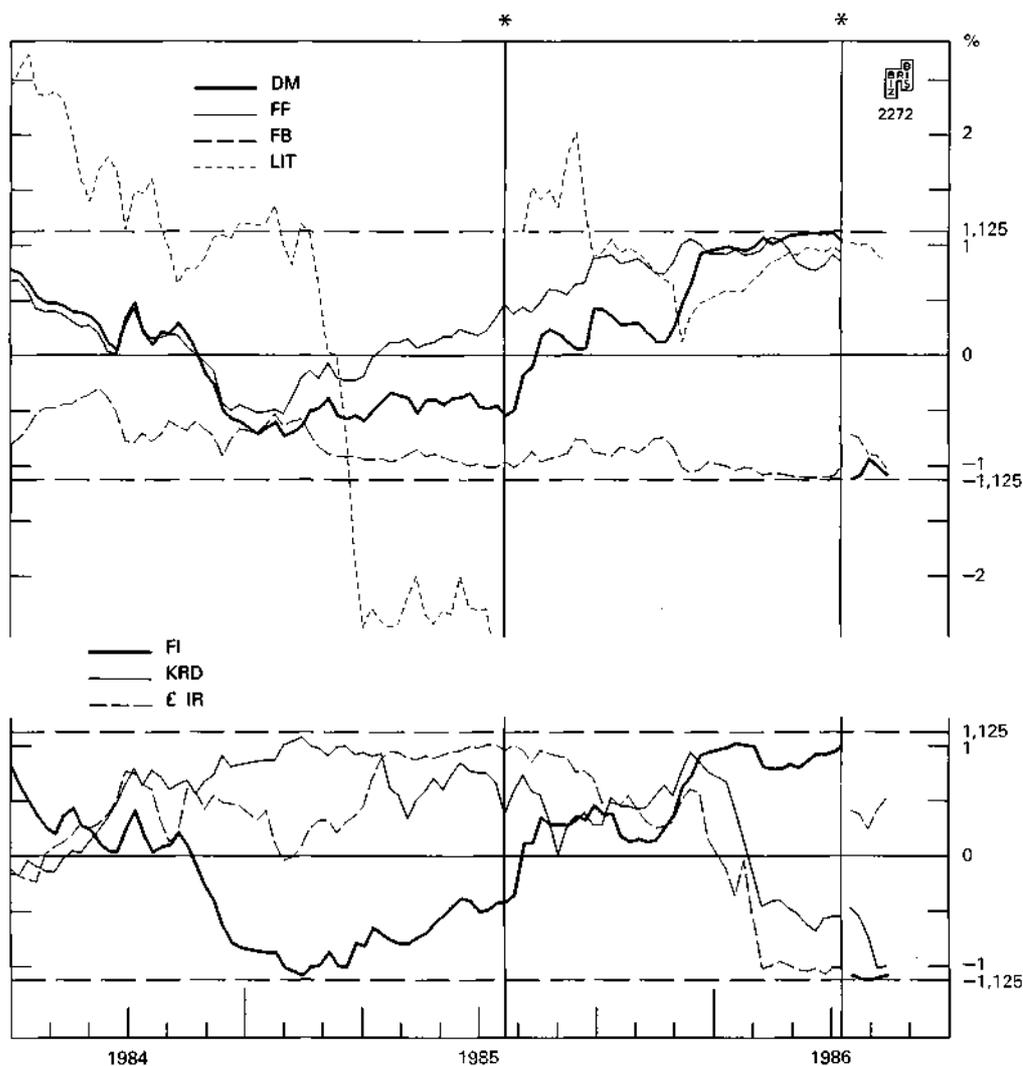
Un facteur plus important que la baisse du dollar a affecté le comportement des monnaies participantes au cours de la période sous revue; il s'agit des larges écarts des taux d'intérêt nominaux entre les pays membres du SME, qui, en l'absence d'anticipations d'un réaligement, ont parfois joué un rôle dominant dans les mouvements de capitaux entre ces pays. C'est ce qui explique que le deutsche mark et le florin néerlandais, les monnaies des deux pays membres connaissant le rythme de hausse des prix le moins rapide et également les niveaux de taux d'intérêt nominaux et réels les moins élevés, ont été

relativement faibles durant le premier semestre de 1985. Jusqu'à la dévaluation de la lire italienne fin juillet, elles se tenaient nettement à l'intérieur de la moitié inférieure de la bande de fluctuation du SME; même par la suite, elles ne se sont raffermies que pour dépasser légèrement le centre de la bande, malgré un montant substantiel d'achats de deutsche marks, effectués dans le cadre d'interventions intramarginales, par certains autres pays membres, qui ont profité de la situation pour renforcer leurs positions de réserve. A l'inverse, le franc français, la couronne danoise et la livre irlandaise, qui étaient les bénéficiaires de ces flux de capitaux, ont été les monnaies les plus fortes au sein de la bande jusqu'à la fin de novembre.

En Belgique et en Italie, toutefois, le relèvement des taux d'intérêt nominaux et réels n'a pas toujours permis d'attirer des entrées suffisantes de capitaux. A partir de la mi-mars 1985, le franc belge a été coté en permanence près du plancher de la bande de fluctuation plus étroite. La lire italienne avait déjà commencé à fléchir avant le retournement du dollar. Comme les opérateurs du marché étaient de plus en plus préoccupés par l'aggravation du déficit des paiements courants et doutaient de la capacité du pays de réduire davantage son écart de taux d'inflation encore considérable vis-à-vis des autres pays membres, la lire a perdu quatre points entre la mi-février et la fin mars 1985, concédant la moitié du terrain la séparant du bas de sa bande de fluctuation élargie. Elle s'est alors stabilisée momentanément à ce niveau, puis a de nouveau connu un accès de faiblesse vers la mi-juillet. Le vendredi 19 juillet, les marchés des changes italiens ont été fermés après la cotation officielle et la lire est tombée au-dessous de la limite inférieure de la bande. Le jour suivant, les membres du système décidaient de dévaluer la lire de 6% et de réévaluer les monnaies des autres pays membres de 2% chacune par rapport à leurs cours-pivots antérieurs, avec effet au 22 juillet. Pour renforcer l'efficacité de ce réalignement, les autorités italiennes annonçaient des mesures d'urgence pour réduire le déficit budgétaire. La lire réagit de manière favorable en dépassant le sommet de la bande étroite de fluctuation au cours des deux mois suivants, avant de baisser légèrement pendant l'automne.

La situation relativement calme à l'intérieur du système a commencé à se modifier quand, en novembre, le libre jeu des forces du marché s'est mis à jouer contre le dollar EU. A ce moment-là, le marché a de nouveau pris conscience de la situation fondamentalement plus forte du deutsche mark et du florin néerlandais, alors que parallèlement se développaient des anticipations d'un éventuel réalignement des monnaies participantes après les élections législatives de mars 1986 en France. Les pressions à la baisse n'ont pas seulement affecté le franc français, mais aussi d'autres monnaies et, en particulier, la lire italienne, malgré le rétrécissement dans l'intervalle du déficit des paiements courants italiens. Pour faire face à cette situation, les autorités sont intervenues massivement à l'intérieur des marges, sous la forme essentiellement de ventes de deutsche marks et de dollars EU. En outre, la Banque d'Italie, la Banque Nationale de Belgique et la banque centrale d'Irlande ont relevé leurs taux d'intérêt à court terme. En Italie, ces mesures ont été complétées, le 16 janvier, par la réintroduction d'un plafond à l'expansion du crédit interne et un renforcement du

Taux de change au comptant dans le mécanisme de change du SME, 1984-86
Moyennes hebdomadaires (en %) des monnaies participantes par rapport à leurs points d'intervention.



* Réalignements des cours-pivots, avec effet au 22 juillet 1985 (les niveaux moyens de la lire pendant les deux semaines précédant ce réalignement, -2,86 et -3,96 respectivement, ne sont pas indiqués) et au 7 avril 1986.

contrôle des changes. Devant la fermeté de la réaction des autorités et les avantages attendus, sur la balance des paiements et les prix, de la chute des prix pétroliers, les pressions se sont légèrement atténuées à partir de la mi-février 1986.

Grâce au volume substantiel des interventions intramarginales, ces développements ne se sont pas totalement reflétés dans les mouvements des monnaies participantes au sein de la grille de parités du SME. Bien que le deutsche mark et le florin néerlandais se soient approchés en décembre de leur limite

supérieure de la bande du SME, le franc français, de même que la lire, se sont maintenus bien au-dessus du milieu de la bande. En revanche, la livre irlandaise et la couronne danoise se sont fortement dépréciées.

Fin mars, les tensions sont réapparues au sein du mécanisme de change du SME, le nouveau gouvernement français ne paraissant pas écarter l'éventualité d'un réalignement. Le jeudi 3 avril, le franc français chutait lors des cotations de l'après-midi à New York et, le jour suivant, alors que les banques centrales participantes avaient suspendu leurs interventions aux limites, il tombait au-dessous du plancher de la bande. Après des discussions tenues dans le cadre d'une réunion informelle des ministres des Finances et des gouverneurs de banques centrales, qui en fait avait déjà été prévue pour le week-end suivant, un réalignement fut annoncé: avec effet au 7 avril, le franc français était dévalué de 3% et le deutsche mark et le florin néerlandais réévalués chacun de 3% par rapport à leurs cours-pivots antérieurs; le franc belge et la couronne danoise étaient réévalués de 1%, tandis que la lire italienne et la livre irlandaise restaient inchangées. Immédiatement après le réalignement, des entrées massives de capitaux poussaient le franc français au sommet de la bande de fluctuation du SME, tandis que le deutsche mark et le florin néerlandais glissaient vers le bas. Malgré des réductions des taux d'intérêt français, des interventions substantielles des banques centrales concernées ont été ensuite nécessaires pour empêcher ces monnaies de sortir de la bande.

Plusieurs modifications ont été apportées au fonctionnement du SME durant la période sous revue. A la suite de l'accord de principe conclu en mars 1985, les gouverneurs des banques centrales des pays membres de la CEE adoptaient officiellement, en juin 1985, des mesures destinées à accroître les possibilités d'utilisation de l'Ecu officiel. Tout d'abord, avec effet au 1er juillet, un nouveau mécanisme était mis en œuvre pour permettre aux banques centrales de la CEE ayant besoin de monnaies d'intervention de mobiliser, par l'entremise du Fonds européen de coopération monétaire, leurs positions créditrices nettes en Ecus ainsi qu'une partie des Ecus détenus par elles dans le cadre de swaps avec le FECOM. Ces opérations de mobilisation sont habituellement financées par les banques centrales de la CEE, qui fournissent des dollars en proportion, et à hauteur, de leur encours de swaps Ecus/dollars auprès du FECOM, dollars qui sont ensuite échangeables contre des monnaies de la CEE avec l'approbation des banques centrales émettant les monnaies concernées. Deuxièmement, avec effet également au 1er juillet, le plafond de 50% limitant l'utilisation des Ecus officiels pour le règlement de dettes nées de l'utilisation de la facilité de financement à très court terme était supprimé si, et dans la mesure où, la banque centrale bénéficiaire a elle-même une position débitrice nette en Ecus. Troisièmement, la rémunération des positions nettes en Ecus et des créances en Ecus dans le cadre de la facilité de financement à très court terme était relevée. Quatrièmement, il a été décidé que les banques centrales des pays non membres et les institutions monétaires internationales (telles que la BRI) pouvaient se voir accorder le statut de «tiers détenteur» par le Conseil d'administration du FECOM. Les «tiers détenteurs» peuvent obtenir des Ecus officiels auprès de banques centrales de la CEE dans le cadre de prises en pension ou

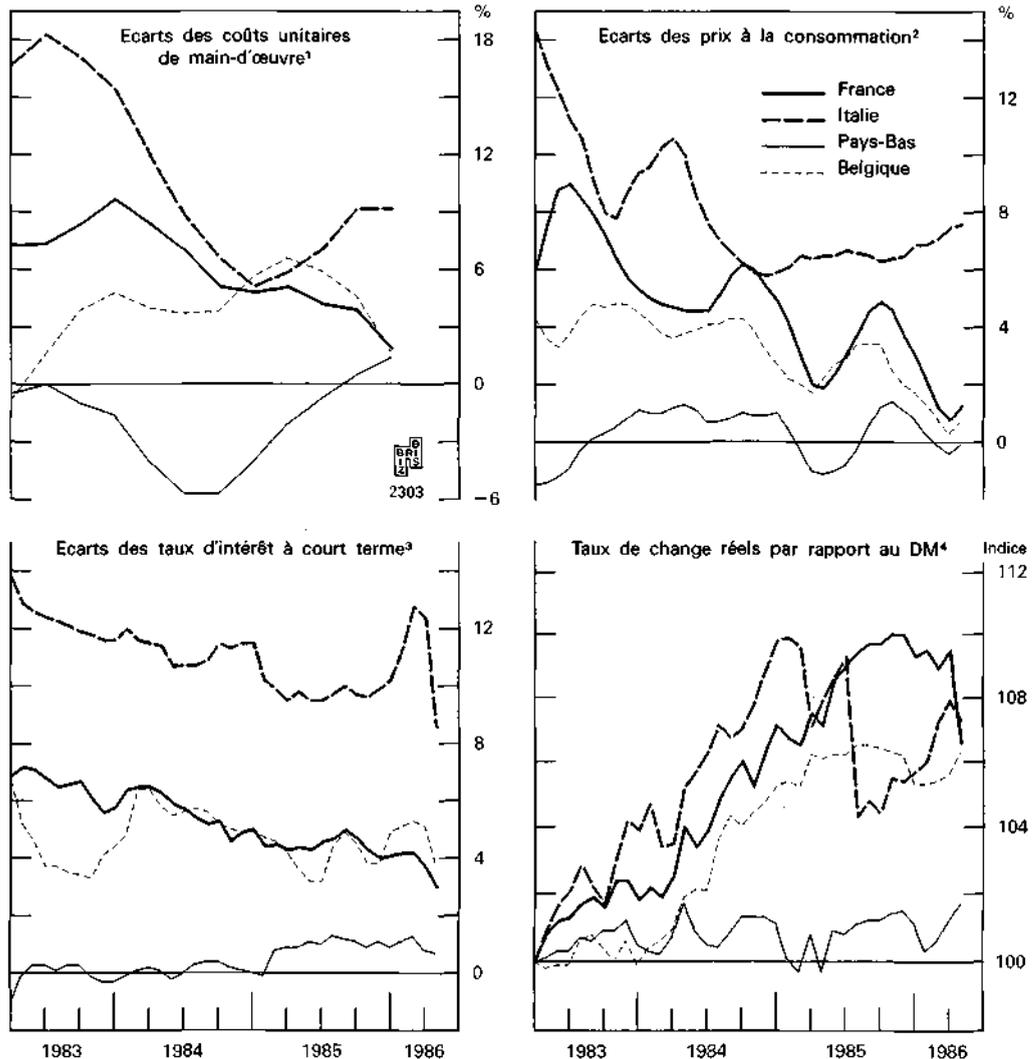
d'opérations de swap réversibles, en bénéficiant de la même rémunération pour l'Ecu que les banques centrales de la CEE. Cette décision a été parachevée en novembre, avec l'entrée en vigueur d'un Règlement, nécessaire à cet effet, du Conseil des Communautés européennes.

L'Italie a été le premier pays à recourir au nouveau mécanisme de mobilisation d'Ecus pour se procurer des devises aux fins d'interventions lorsque la lire s'est trouvée soumise à de fortes pressions à la fin de 1985. En outre, durant l'année 1985, certains pays membres du SME ont parfois utilisé des Ecus privés pour des interventions, en achetant ou en vendant ces paniers de monnaies contre leur monnaie nationale. Une autre évolution, décrite en détail au Chapitre VIII de ce Rapport, a été l'accord officiel souscrit par la BRI pour agir en qualité d'agent de compensation pour les transactions en Ecus privés. La croissance rapide et continue du marché de l'Ecu privé en 1985 est examinée au Chapitre V.

Parallèlement à ces innovations et développements institutionnels, les progrès accomplis l'an dernier dans la réalisation d'«une zone de stabilité monétaire en Europe» ont constitué une évolution tout aussi importante. La période sous revue a été essentiellement caractérisée par une convergence à la baisse marquée des taux d'inflation entre les pays membres qui a permis au mécanisme de change du SME de résister au retournement brutal du dollar, sans qu'il ait été nécessaire de recourir à des réalignements non désirés. Malgré le nouveau ralentissement de la hausse des prix dans les deux pays à faible inflation — Allemagne et Pays-Bas — les écarts des taux d'inflation en 1985 ont été nettement inférieurs à ceux des années précédentes, et, au début de 1986, ils se sont échelonnés entre ½ point et 1½ point seulement (variations sur six mois en rythme annuel) dans le cas des quatre principaux pays figurant dans la bande de fluctuation étroite. Les progrès ont été particulièrement sensibles en France, où la mise en œuvre d'une politique monétaire relativement rigoureuse a permis de ramener la hausse des prix à la consommation à 2,5% au second semestre de 1985, rythme le plus bas depuis 1967. En Italie, sous l'effet de la modification du système d'échelle mobile et d'une politique monétaire assez restrictive, le taux d'inflation a été le plus faible depuis 1972. Compte tenu de la faiblesse des marchés du pétrole et d'autres matières premières, on peut espérer que ces progrès réalisés par les pays membres du SME dans la convergence de la stabilité des prix pourront se maintenir en 1986.

Sous l'effet conjugué du rétrécissement des écarts de taux d'inflation et des deux réalignements, la divergence des taux de change réels entre les pays membres du SME s'est momentanément interrompue et en partie inversée au cours de la période sous revue (voir graphique de la page 180). Le tableau apparaît encore plus favorable que ne l'indique le graphique si, au lieu des prix à la consommation, on utilise comme déflateur l'indice des prix de gros des produits finis. Sur cette base, les deux réalignements récents ont pratiquement effacé la perte de compétitivité de la lire constatée depuis mars 1983. En raison de l'imperfection des données et des insuffisances présentées par les divers concepts, les mesures de cette nature de la compétitivité internationale doivent être

Evolution des coûts et prix relatifs au sein du SME, 1983-86



¹ Différences entre les coûts unitaires de main-d'œuvre intérieurs et allemands dans l'industrie de transformation, calculés sous forme de variations (en %) sur quatre trimestres des moyennes mobiles trimestrielles. ² Différences entre les prix à la consommation intérieurs et allemands, calculés sous forme de variations (en %) annualisées sur six mois. ³ Différences entre les taux représentatifs du marché monétaire intérieur et allemand. ⁴ En termes de prix à la consommation relatifs: fin mars 1983 = 100 (échelle semi-logarithmique).

interprétées avec la plus grande prudence; les résultats qu'elles fournissent ont plutôt valeur d'indication que d'enseignement.

Malgré l'évolution convergente des prix nationaux pendant la période considérée, de grandes différences subsistent dans les résultats économiques entre pays membres du SME. L'Allemagne et les Pays-Bas ont une balance des paiements courants beaucoup plus forte que les autres pays membres, tandis que certaines monnaies demeurent protégées par des contrôles des changes. En outre, tant que des écarts de taux d'inflation substantiels existeront entre les

pays membres, des réalignements périodiques des taux de change seront nécessaires. Néanmoins, si les progrès accomplis jusqu'à présent dans la voie de la convergence peuvent être maintenus, ces opérations monétaires revêtiront une ampleur moindre et seront moins fréquentes; la caractéristique du système de taux de change stables, mais ajustables, sera alors la stabilité plutôt que l'ajustement.

Production d'or et marché de l'or

Malgré le fléchissement du dollar sur les marchés des changes et les conflits sociaux dans le principal pays producteur d'or, le marché de l'or est demeuré relativement déprimé durant la majeure partie de la période sous revue. Plusieurs facteurs expliquent la faiblesse de la demande de placement en métaux précieux du secteur privé: diminution des craintes d'inflation, dynamisme des marchés boursiers et perspective de plus-values en capital résultant de la tendance à la baisse des taux d'intérêt à long terme. En revanche, on a noté un nouvel accroissement des utilisations industrielles de l'or et d'importants achats officiels de la part des pays non communistes.

Le cours en dollars de l'or est tombé, dans les derniers jours de février 1985, à son plus bas niveau depuis la fin des années soixante-dix. Comme la reprise qui a suivi a été trop limitée pour compenser la dépréciation du dollar, les cotations, exprimées par référence à la plupart des autres grandes monnaies, ont baissé de manière sensible dans le courant de 1985 et au début de 1986. Les principales exceptions à cette tendance ont été les deux plus grands pays producteurs d'or non communistes, l'Afrique du Sud et le Canada, dont la monnaie a continué de se replier par rapport au dollar EU. De ce fait, le prix de l'or exprimé en rands a fait un bond de 36%, alors que, en termes de dollars canadiens, il s'est accru de 12% en 1985. La plus grande partie de l'industrie minière de l'or dans le monde n'a pas été totalement affectée par l'atonie du marché de l'or. En Afrique du Sud, en particulier, les bénéfices de l'industrie minière en termes de monnaie nationale ont continué de s'accroître.

Sous l'effet de l'expansion antérieure des activités de recherche et de développement, la production d'or mondiale (à l'exclusion de celle de l'Europe de l'Est, de la Chine et de la Corée du Nord) a continué d'augmenter l'an dernier — de 64 tonnes métriques, pour s'établir à 1.213 tonnes. Ce résultat est supérieur de 27% au creux de la production de 1980, mais demeure néanmoins inférieur de 5% au record antérieur atteint en 1970. Les plus gros accroissements de production en 1985 ont été le fait de l'Australie (18 tonnes), de la Papouasie-Nouvelle-Guinée (14 tonnes) et des Etats-Unis (10 tonnes).

En Afrique du Sud, également, où l'activité a parfois été affectée par des grèves, l'industrie minière a poursuivi son expansion, mais l'accroissement du prix de l'or en rands a encore conduit à exploiter davantage des minerais à teneur plus faible. Par voie de conséquence, la légère augmentation du volume des minerais traités a été plus que compensée par une diminution de leur teneur moyenne en or et, en l'absence d'ouverture de nouvelles mines, la production

Production d'or dans le monde (estimations)

Pays	1953	1970	1980	1981	1982	1983	1984	1985
	en tonnes métriques							
Afrique du Sud	371	1.000	675	658	664	680	683	673
Canada	126	75	51	52	65	73	83	86
Etats-Unis	61	54	30	43	45	61	69	79
Brésil	4	9	35	35	35	59	55	63
Australie	33	20	17	18	27	31	39	57
Philippines	15	19	22	25	31	33	34	38
Papouasie-Nouvelle-Guinée . . . . .	.	1	14	17	18	18	19	33
Colombie	14	7	17	18	16	18	21	26
Chili	4	2	7	12	19	19	18	18
Zimbabwe	16	15	11	12	13	14	14	15
Ghana	23	22	11	13	13	12	12	12
République dominicaine . . . . .	.	-	12	13	12	11	11	10
Pérou	4	3	5	7	7	10	11	10
Zaïre	11	6	3	3	4	6	10	8
Mexique	15	6	6	5	5	7	7	8
Total	697	1.239	916	931	974	1.052	1.086	1.136
Autres pays	57	35	38	45	51	60	63	77
Production mondiale (estimations)*	754	1.274	954	976	1.025	1.112	1.149	1.213

* Non compris l'URSS, les autres pays d'Europe de l'Est, la Chine et la Corée du Nord.

Source: Consolidated Gold Fields PLC (Londres).

d'or totale a baissé de 10 tonnes, pour se situer à 673 tonnes l'an dernier. Autrement dit, la part de l'Afrique du Sud dans la production totale d'or du monde occidental s'est encore réduite, à 55%, contre près de 80% en 1970 lorsque la production atteignait son niveau maximum.

En ce qui concerne les autres sources d'or nouvellement offert sur le marché, on peut estimer que les ventes des pays communistes se sont accrues l'an dernier de 100 tonnes environ, pour se chiffrer à 250 tonnes au total. Cet accroissement est essentiellement à mettre au compte de l'Union Soviétique qui, en particulier au second semestre de 1985, a intensifié ses ventes pour compenser la baisse de ses recettes d'exportations consécutive au fléchissement des prix pétroliers.

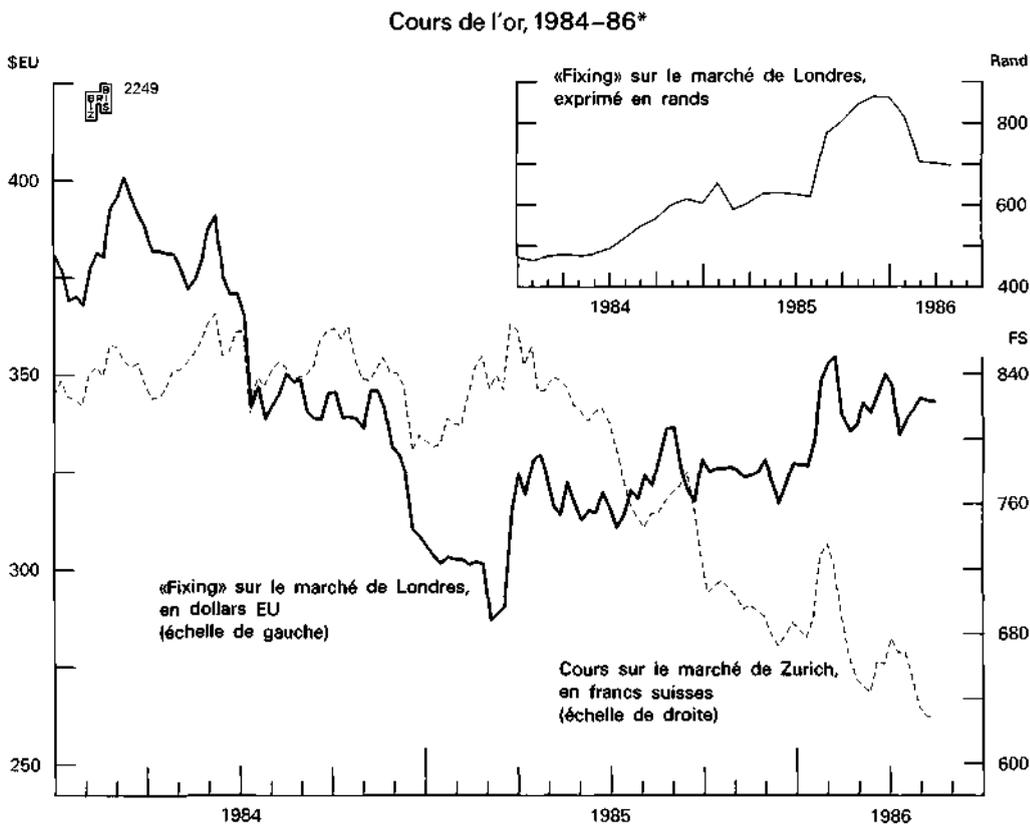
Origine et utilisation de l'or (estimations)

Rubriques	1981	1982	1983	1984	1985
	en tonnes métriques				
Production	975	1.025	1.110	1.150	1.215
Ventes nettes des pays communistes (estimations) ¹	300	200	100	150	250
Variations des encaisses-or officielles résultant de transactions sur le marché (estimations) ^{2,3} (- = accroissement)	-100	100	70	20	-165
Total (= absorption non monétaire, estimations)	1.175	1.325	1.280	1.320	1.300

¹ A l'exclusion des membres du FMI. ² Selon les données fournies par le FMI. ³ Les variations des réserves d'or de l'Afrique du Sud ont été exclues dans ce tableau des mouvements de l'encaisse officielle; on estime, en effet, qu'elles reflètent en grande partie l'exécution ou le dénouement d'opérations de swap d'or conclues entre la Banque de Réserve d'Afrique du Sud et des banques commerciales d'autres pays.

En ce qui concerne le côté «demande» du marché de l'or, les réserves d'or officielles (à l'exclusion de celles de l'Afrique du Sud), qui s'étaient réduites de 20 tonnes en 1984, font apparaître, selon les estimations, un accroissement total de 165 tonnes l'an passé. Ce retournement a été dû en grande partie à la Colombie, dont les réserves d'or, après une diminution de 89 tonnes en 1984, ont augmenté de 14,8 tonnes en 1985. Les autres pays en développement à avoir renforcé leurs avoirs officiels en or l'année dernière ont été le Brésil (50,7 tonnes) – ce pays a intégré dans ses réserves l'essentiel de la production interne – les Philippines (21,5 tonnes), l'Inde (20,5 tonnes), le Pérou et Taïwan (17,1 tonnes dans chaque cas). En ce qui concerne les pays industrialisés, la Finlande a acquis 20 tonnes, cependant que les deux principaux producteurs d'or de ce groupe, les Etats-Unis et le Canada, ont réduit leurs avoirs de 4,4 tonnes et 0,9 tonne respectivement.

L'absorption d'or nouveau à des fins privées, l'an dernier, peut être estimée à 1.300 tonnes au total, ce qui est légèrement inférieur au chiffre de 1984. Etant donné que l'utilisation de l'or pour la joaillerie et d'autres usages industriels a continué de s'accroître assez fortement, on peut penser que le



* Par once d'or fin. Les prix en dollars EU et en francs suisses sont des moyennes hebdomadaires, ceux qui sont exprimés en rands d'Afrique du Sud sont des moyennes mensuelles.

montant de l'or acquis aux fins de placements, sous forme notamment d'achats de monnaies et médailles, a sensiblement baissé.

En ce qui concerne l'évolution des prix sur le marché, le cours de l'or en dollars, après être tombé à un creux de \$284,25 l'once de fin dans les derniers jours de février 1985, est remonté à quelque \$334 à la mi-avril. Il a ensuite fléchi de nouveau et a fluctué aux alentours de \$320 durant le reste de l'année, sans être guère affecté par la nouvelle baisse du dollar ni les tensions sociales en Afrique du Sud. Pendant deux jours seulement, au cours de la deuxième quinzaine d'août, les cotations ont momentanément dépassé \$340. Toutefois, durant la seconde quinzaine de décembre 1985, une reprise notable s'est produite sous l'effet de la modification des perspectives d'évolution du taux de change du dollar et de ventes officielles importantes. Les cours sont passés du niveau minimum de \$315,50 l'once de fin, le 11 décembre, au niveau record de \$363, le 16 janvier 1986, avant d'osciller aux alentours de \$345 durant les quatre mois suivants.

Contrastant avec son redressement en termes de dollars, le cours de l'or exprimé en francs suisses et en d'autres grandes monnaies accuse une tendance à la baisse assez prononcée depuis mars 1985. A la mi-mai 1986, il cotait quelque FS 620 l'once de fin, en recul de plus de 30% par rapport à son niveau de quatorze mois auparavant.

Réserves et liquidité internationale

En dollars courants, les avoirs de réserve officiels autres que l'or des divers pays ont fait apparaître l'an dernier un accroissement assez sensible de quelque \$42,5 milliards, soit de 11%. Cette expansion a cependant été due pour l'essentiel aux effets de change. La forte appréciation, en 1985, de la plupart des grandes monnaies vis-à-vis du dollar indique que la valeur en dollars des réserves officielles en ces monnaies a enregistré un accroissement correspondant. Après exclusion de ces variations de change, les réserves autres que l'or des divers pays ont augmenté d'à peine \$2,5 milliards, soit de 0,5%.

Cette croissance très modeste du volume des réserves non métalliques, en dollars constants, a été la résultante nette d'un certain nombre d'évolutions dont les incidences se sont grosso modo compensées. D'une part, les interventions des autorités monétaires américaines sur les marchés des changes ont accru de quelque \$4 milliards les avoirs officiels en devises des Etats-Unis. En outre, les actifs de réserve détenus par les autres pays en monnaies autres que le dollar ont augmenté, même si l'on exclut l'incidence des variations de change. D'autre part, le stimulant traditionnel de l'expansion des réserves — à savoir, le déficit de la balance américaine des paiements courants — n'a pas joué son rôle l'an dernier, étant donné que, malgré son importance record de \$118 milliards, ce déficit a été financé pour plus de la totalité par des entrées nettes de capitaux privés. De fait, les avoirs en dollars détenus aux Etats-Unis par les pays étrangers ont fléchi de \$2,2 milliards l'an dernier. Les ventes officielles massives de dollars, effectuées l'an dernier dans le cadre des interventions coordonnées sur

les marchés de change, ont eu tendance à réduire les réserves en dollars, mais, dans une large mesure, ce mouvement a été contrebalancé par l'adjonction aux réserves des revenus d'intérêts des placements officiels en dollars et d'autres recettes officielles en dollars. Un deuxième facteur ayant contribué à faire baisser le volume des réserves totales a été la contraction des avoirs officiels en Ecus (mesurés à taux de change constants) des pays du SME, qui a été due essentiellement à la baisse du prix auquel est comptabilisé l'or utilisé pour la création d'Ecus dans le cadre de swaps d'or et à la dépréciation du dollar.

En raison des très importantes modifications de taux de change survenues en 1985, il n'est pas facile de déterminer la signification réelle de l'augmentation de \$42,5 milliards, l'an dernier, de la valeur en dollars courants des réserves officielles non métalliques. D'une part, le taux d'inflation relativement faible aux Etats-Unis et la diminution de quelque 2% de la valeur unitaire des marchandises faisant l'objet d'échanges internationaux donneraient à penser que l'accroissement a été en grande partie «réel». En fait, par suite de la faiblesse des prix à l'exportation, les échanges internationaux n'ont que légèrement augmenté en termes de dollars (+1%), ce qui signifie que le ratio global des réserves officielles aux importations de marchandises, mesurées en dollars courants, est passé de 21% environ à 24% l'an dernier. En termes de pouvoir d'achat des biens et services des pays industriels autres que les Etats-Unis, tels que l'Allemagne et le Japon, la valeur des réserves officielles en dollars a nettement fléchi l'an passé. C'est ainsi que, en deutsche marks, le montant total des réserves autres que l'or s'est contracté de près de DM 170 milliards, soit de 13%.

La valeur, exprimée en dollars au cours du marché, des encaisses-or officielles s'est accrue l'an dernier de \$17,7 milliards, du fait surtout de l'augmentation de 5,8% du cours de l'or.

En ce qui concerne la répartition par actif de l'accroissement des réserves non métalliques, les avoirs officiels en devises se sont gonflés de \$33,1 milliards en dollars courants; en dollars constants, cependant, l'accroissement s'est chiffré à \$9 milliards, le reliquat ayant été dû à l'incidence des variations de change. Les avoirs en Ecus des pays membres du SME ont progressé de \$3,7 milliards en termes de dollars; toutefois, à taux de change constants, ils auraient diminué de quelque \$5 milliards. La valeur en dollars des avoirs en DTS et des positions de réserve au FMI s'est renforcée de \$3,8 milliards et \$1,8 milliard respectivement.

L'accroissement de la valeur en dollars des avoirs officiels en DTS s'explique principalement par l'incidence des variations de change (\$2 milliards) et l'utilisation par le Fonds de son propre stock de DTS pour des paiements aux pays membres (\$1,5 milliard). L'augmentation limitée des positions de réserve au FMI — si l'on exclut les effets de valorisation, on note même un fléchissement de \$3,1 milliards — traduit la nouvelle réduction des tirages nets des pays membres et l'utilisation de DTS au lieu de monnaies partenaires dans les octrois de prêts.

Avec DTS 4 milliards, les tirages bruts (abstraction faite de ceux de la tranche de réserve) n'ont atteint que la moitié environ de leur niveau de 1984 et

Variations des réserves globales

Zones et périodes	Encaisses-or	Avoirs en devises	Positions de réserve au FMI	DTS	Ecus	Total (à l'exclusion de l'or)	
	en millions d'onces	en milliards de dollars EU à prix courants ¹					
Pays du Groupe des Dix							
1983	- 0,7	- 49,4	2,1	7,2	- 3,0	2,1	8,4
1984	- 0,6	- 53,7	4,5	- 0,1	0,6	- 6,8	- 1,8
1985	- 0,2	13,2	13,4	0,8	2,9	3,3	20,4
<i>Montants à fin 1985</i>	<i>737,6</i>	<i>241,2</i>	<i>117,0</i>	<i>25,6</i>	<i>14,8</i>	<i>40,1</i>	<i>197,5</i>
Autres pays développés²							
1983	- 1,4	- 6,4	2,5	0,9	- 0,6	0,4	3,2
1984	- 0,3	- 6,3	6,8	-	0,4	- 0,3	6,9
1985	- 1,9	0,9	6,2	0,1	0,3	0,4	7,0
<i>Montants à fin 1985</i>	<i>83,8</i>	<i>27,4</i>	<i>49,6</i>	<i>2,3</i>	<i>1,6</i>	<i>0,8</i>	<i>54,3</i>
Pays en développement							
1983	- 0,1	- 7,9	0,4	4,7	- 0,9	-	4,2
1984	- 0,8	- 8,8	13,7	-	0,1	-	13,8
1985	4,3	3,6	13,5	0,9	0,6	-	15,0
<i>Montants à fin 1985</i>	<i>121,4</i>	<i>39,7</i>	<i>167,3</i>	<i>14,7</i>	<i>3,6</i>	-	<i>185,6</i>
dont:							
Pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient³							
1983	0,2	- 1,5	- 8,2	4,3	- 0,2	-	- 4,1
1984	0,2	- 1,6	- 5,0	0,7	-	-	- 4,3
1985	- 0,1	0,4	3,8	0,7	0,1	-	4,6
<i>Montants à fin 1985</i>	<i>23,1</i>	<i>7,6</i>	<i>41,5</i>	<i>12,0</i>	<i>1,3</i>	-	<i>54,8</i>
Autres pays							
1983	- 0,3	- 6,4	8,6	0,4	- 0,7	-	8,3
1984	- 1,0	- 7,2	18,7	- 0,7	0,1	-	18,1
1985	4,4	3,2	9,7	0,2	0,5	-	10,4
<i>Montants à fin 1985</i>	<i>98,3</i>	<i>32,1</i>	<i>125,8</i>	<i>2,7</i>	<i>2,3</i>	-	<i>130,8</i>
Total							
1983	- 2,2	- 63,7	5,0	12,8	- 4,5	2,5	15,8
1984	- 1,7	- 68,8	25,0	- 0,1	1,1	- 7,1	18,9
1985	2,2	17,7	33,1	1,8	3,8	3,7	42,4
<i>Montants à fin 1985</i>	<i>942,8</i>	<i>308,3</i>	<i>333,9</i>	<i>42,6</i>	<i>20,0</i>	<i>40,9</i>	<i>437,4</i>
Pour mémoire:							
Pays d'Europe de l'Est⁴							
1983	(1,0) ⁵	(0,1) ⁵	1,8	-	-	-	1,8
1984	(0,6) ⁵	(- 0,2) ⁵	2,9	-	-	-	2,9
1985	(0,3) ⁵	(0,2) ⁵	4,9	-	-	-	4,9
<i>Montants à fin 1985</i>	<i>(6,1)⁵</i>	<i>(2,0)⁵</i>	<i>27,7</i>	-	-	-	<i>27,7</i>

¹ Encaisses-or évaluées aux prix du marché. ² A l'exclusion des pays d'Europe de l'Est. ³ Arabie Saoudite, Emirats Arabes Unis, Iran, Irak, Koweït, Libye, Oman et Qatar. ⁴ Pour ce groupe de pays, les chiffres des réserves ne sont pas tous complets. Pour la Hongrie et la Roumanie, les chiffres sont ceux qui ont été communiqués au FMI, alors que pour les autres pays du groupe - Albanie, Bulgarie, Pologne, République démocratique allemande, Tchécoslovaquie et URSS - les chiffres se réfèrent aux dépôts bruts auprès des banques du système de déclaration trimestriel de la BFI. ⁵ Hongrie et Roumanie uniquement.

à peine 30% de leur record de 1983. Dans le même temps, les rachats de monnaies sont passés de DTS 2,3 milliards en 1984 à DTS 3,6 milliards en 1985. De fait, les nouveaux tirages nets se sont élevés à seulement DTS 0,4 milliard, ce qui représente une baisse par rapport au prélèvement de DTS 5 milliards en 1984 et constitue le chiffre le plus bas depuis 1980. Les principaux bénéficiaires nets des crédits du Fonds ont été les pays d'Amérique latine (DTS 1,4 milliard), notamment l'Argentine (DTS 1 milliard) et le Mexique (DTS 0,3 milliard). Les

pays en développement d'Asie et les pays européens membres ont remboursé DTS 0,6 milliard chacun. A la fin de 1985, trente-deux accords de confirmation et accords de crédit élargis étaient en vigueur, alors que le montant total utilisé sur les ressources engagées du Fonds au titre de ces facilités avait fléchi à DTS 4,7 milliards, contre DTS 6,6 milliards douze mois auparavant.

En ce qui concerne la répartition géographique de l'accroissement global, en 1985, de \$42,4 milliards de la valeur en dollars des réserves autres que l'or, près de la moitié est à mettre au compte des pays du Groupe des Dix. Les avoirs de réserve des autres pays développés se sont renforcés de \$7 milliards et ceux des pays en développement de \$15 milliards.

Dans le Groupe des Dix, les Etats-Unis ont enregistré de loin la plus forte augmentation des réserves, avec \$8,3 milliards en dollars courants. Les réserves en devises se sont gonflées de \$6,2 milliards, dont quelque \$2 milliards ont été dus aux effets de change, alors que le reliquat a représenté en grande partie les produits d'achats officiels de monnaies étrangères effectués l'an dernier dans le cadre d'interventions coordonnées sur les marchés des changes. La valeur en dollars courants des réserves des autres pays du Groupe des Dix a progressé de \$12,1 milliards; ce gain s'explique toutefois en totalité par les effets de change, étant donné que ces pays sont des détenteurs relativement importants de réserves libellées en devises autres que le dollar.

Les plus grands gains de réserves en dollars courants relevés au sein des pays européens du Groupe des Dix ont été le fait de la France (\$5,6 milliards) - qui a bénéficié parfois d'entrées substantielles de capitaux - et de l'Allemagne (\$4,2 milliards) - dont les avoirs en Ecus se sont particulièrement renforcés (+\$2,7 milliards) du fait surtout du recours par l'Italie à la nouvelle facilité de mobilisation en Ecus (voir page 179). Le Royaume-Uni, qui avait lancé en septembre une émission officielle de \$2,5 milliards de notes à taux variable sur le marché international, a également enregistré une augmentation de \$3,4 milliards de la valeur en dollars de ses réserves, malgré des interventions massives effectuées de temps à autre sur le marché des changes en soutien de la livre. Les avoirs de réserve non métalliques de l'Italie se sont, en revanche, contractés de \$5,3 milliards à la suite des opérations de soutien de la lire, particulièrement fortes durant les derniers mois de l'année. Hors d'Europe, les avoirs de réserve du Japon et du Canada n'ont guère varié, les ponctions sur les réserves résultant des ventes officielles de dollars EU sur le marché des changes ayant été compensées, au Japon, dans une large mesure par le produit du placement de réserves en devises et, au Canada, par des emprunts sur les marchés internationaux des capitaux.

Au premier trimestre de 1986, les réserves autres que l'or (à l'exclusion des Ecus) des pays du Groupe des Dix se sont accrues de \$5,5 milliards, selon les estimations. Les avoirs officiels en devises ont augmenté de \$4 milliards, ou de \$5,7 milliards si l'on exclut le dénouement des swaps de fin d'année conclus par la Banque Nationale Suisse avec des banques commerciales sises en Suisse. La nouvelle expansion de la valeur en dollars des avoirs de réserve des membres du Groupe des Dix traduit dans une large mesure la dépréciation continue du

dollar sur le marché des changes durant le trimestre. Des gains sensibles des réserves en devises ont été enregistrés, notamment par l'Allemagne (\$2 milliards), le Japon (\$1,2 milliard), la France (\$1,1 milliard) et les Etats-Unis (\$1,1 milliard). Les réserves en devises de l'Italie, en revanche, ont baissé de \$2 milliards, en raison d'opérations de soutien substantielles de la monnaie réalisées en janvier et mars sur le marché des changes.

Parmi les «Autres pays développés», les gains de réserves en 1985 se sont essentiellement concentrés sur les pays nordiques, les avoirs de réserve de la Norvège, du Danemark et de la Finlande s'étant accrus de \$4,6 milliards, \$2,1 milliards et \$1 milliard respectivement en dollars courants. Par ailleurs, les réserves du Portugal ont pratiquement triplé (+\$0,9 milliard), pour ressortir à \$1,4 milliard. Des pertes de réserves substantielles ont été enregistrées par l'Australie (-\$1,7 milliard) et l'Espagne (-\$0,8 milliard); à noter toutefois que ce dernier pays a effectué \$4,2 milliards de remboursements nets au titre de sa dette extérieure.

L'augmentation de \$15 milliards en 1985 de la valeur en dollars des réserves des pays en développement a été inégalement répartie. Les pays d'Amérique latine, qui avaient enregistré de forts gains de réserves en 1984, ont fait apparaître dans l'ensemble de très légères baisses. Le Venezuela et l'Argentine ont fait état d'accroissements de \$1,4 milliard et \$1,2 milliard (chiffre d'octobre) respectivement, alors qu'on relève des réductions de \$2,4 milliards pour le Mexique et de \$0,9 milliard pour le Brésil.

Hors d'Amérique latine, la progression de loin la plus forte au sein des pays en développement a été le fait de Taïwan, dont les réserves non métalliques se sont renforcées de \$6,9 milliards, pour se chiffrer au total à \$22,6 milliards, soit plus de dix fois leur niveau de cinq ans auparavant. Les autres pays d'Asie ayant enregistré des progressions notables de réserves ont été Singapour (\$2,4 milliards), la Malaisie (\$1,2 milliard) et l'Inde (\$0,7 milliard). En revanche, la Chine, qui avait fortement renforcé ses réserves durant les années précédentes, les a réduites de \$4,6 milliards en 1985 pour aider à financer la forte progression en volume des importations.

Les pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient, qui avaient prélevé \$4,3 milliards sur leurs réserves en 1984, les ont reconstituées à hauteur de \$4,6 milliards l'an dernier. Des augmentations substantielles ont été enregistrées par la Libye et le Koweït (\$2,3 milliards et \$0,9 milliard respectivement). Hors du Moyen-Orient, l'Algérie a presque doublé ses avoirs de réserve, qui sont ainsi passés à \$2,8 milliards.

En ce qui concerne le placement des réserves en devises, l'année 1985 a été essentiellement caractérisée par le fait que leur croissance a porté entièrement sur les réserves détenues hors des Etats-Unis, alors que les avoirs officiels dans ce pays n'ont absolument pas progressé. De fait, les engagements déclarés des Etats-Unis envers des détenteurs officiels étrangers, à l'exclusion des dollars échangés contre Ecus dans le cadre de swaps, ont fléchi de \$2,2 milliards. En outre, dans le total des réserves en devises placées hors des Etats-Unis, la part des actifs en dollars a très fortement diminué.

Les dépôts officiels en eurodollars, qui s'étaient renforcés de \$8,7 milliards en 1984, ne se sont accrus que de \$1,1 milliard l'an dernier. Ce ralentissement a été plus que compensé par l'accélération de la croissance de la valeur en dollars des réserves détenues dans d'autres devises, sous forme de dépôts bancaires soit en euromonnaies, soit sur des marchés nationaux autres que ceux des Etats-Unis. L'augmentation de ces actifs libellés en monnaies autres que le dollar a été, avec près de \$13 milliards, trois fois supérieure à celle de 1984 et a porté à \$52,5 milliards le montant total des actifs autres que le dollar détenus auprès de

Structure des placements des réserves en devises

Rubriques	Flux				Encours à fin 1985
	1982	1983	1984	1985	
	en milliards de dollars EU				
1. Dépôts auprès de banques situées dans des pays européens,¹ au Canada et au Japon:					
a) sur les marchés nationaux	- 3,4	- 1,4	1,0	4,8	17,0
Deutsche marks	- 0,5	- 0,8	- 0,7	0,6	1,8
Francs suisses	- 1,3	- 0,4	-	0,4	1,3
Yens	- 0,4	- 0,3	1,6	2,1	8,4
Livres sterling	- 0,1	0,4	0,4	1,4	4,0
Francs français	- 0,2	-	-	0,2	0,7
Autres monnaies	- 0,9	- 0,3	- 0,3	0,1	0,8
b) sur l'euromarché	-24,4	- 6,0	10,3	9,1	95,2
Dollars	-12,2	- 8,4	7,3	1,0	60,3
Deutsche marks	- 6,9	2,0	2,8	3,5	20,0
Francs suisses	- 2,9	- 0,5	-	0,4	4,0
Yens	- 0,8	1,2	0,5	2,6	5,5
Livres sterling	- 0,6	- 0,1	-	0,1	0,5
Francs français	- 1,4	- 0,1	0,1	-	0,4
Autres monnaies ²	0,4	- 0,1	- 0,4	1,5	4,5
2. Dépôts auprès de certaines succursales offshore de banques américaines³					
Total 1 + 2	-29,6	- 7,3	12,9	14,0	117,2
dont: en dollars	-13,9	- 8,3	8,7	1,1	64,7
en autres monnaies	-15,7	1,0	4,2	12,9	52,5
<i>Pour mémoire:</i>					
<i>Engagements déclarés des Etats-Unis envers des autorités monétaires étrangères (à l'exclusion des dollars ayant fait l'objet d'opérations de swap contre Ecus)</i>	2,8	6,5	4,7	- 2,2	168,1
<i>Total des dépôts de l'OPEP⁴ auprès de banques déclarantes⁵ hors des Etats-Unis</i>	-27,4	-17,1	- 4,7	11,3	138,4

Remarque: les chiffres figurant dans le tableau comprennent les variations, dues aux fluctuations de change, de la valeur en dollars des réserves détenues en autres monnaies.

¹ Allemagne, Autriche, Belgique-Luxembourg, Danemark, France, Irlande, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède et Suisse. A partir de 1984, les chiffres incluent également l'Espagne, la Finlande et la Norvège. ² Y compris les Ecus. ³ Sises aux Bahamas, aux îles Caïmans, au Panama, à Hong Kong et à Singapour. ⁴ A partir de 1984, les chiffres ne comprennent plus Bahreïn. ⁵ Jusqu'à fin 1983, les chiffres recouvrent les banques situées dans les pays cités à la note 1, ainsi que les succursales offshore de banques américaines installées dans les centres énumérés à la note 3. A partir de 1984, les chiffres incluent, en outre, les données sur l'ensemble des banques situées aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Hong Kong et à Singapour, de même que tous les guichets offshore à Bahreïn et toutes les banques offshore opérant aux Antilles néerlandaises.

banques commerciales implantées hors des Etats-Unis. La plus grande partie de cette croissance s'explique toutefois par des effets de valorisation dus à la dépréciation du dollar, tandis que l'augmentation en volume ne s'est chiffrée qu'à \$3 milliards.

Il convient de noter que l'expansion totale de \$14 milliards des réserves en devises recensées dans le tableau de la page 189 est ressortie à 40% seulement de la croissance de \$35,3 milliards, en 1985, des réserves en devises détenues hors des Etats-Unis. Quant au reliquat (\$21 milliards), il peut être attribué à trois sources principales: premièrement, les réserves détenues auprès de banques centrales hors des Etats-Unis, qui, par suite en grande partie des apports aux réserves officielles en devises des Etats-Unis, ont progressé de plus de \$7 milliards l'an passé; deuxièmement, les réserves détenues sur des marchés nationaux autres que celui des Etats-Unis mais hors du secteur bancaire commercial, par exemple sous la forme d'effets du marché monétaire ou d'autres valeurs, et dont l'accroissement traduit essentiellement l'incidence des variations de change; et, troisièmement, les réserves officielles placées sur le marché des euro-effets ou sur le marché des euro-obligations, notamment en notes à taux variable assorties d'échéances résiduelles relativement courtes. On dispose cependant de très peu de données statistiques sur cet aspect des politiques de placement des réserves.

En résumé, si l'affaiblissement sensible du dollar sur le marché des changes l'an dernier a accru la valeur, en dollars courants, des réserves détenues en d'autres monnaies que le dollar, il n'a pas donné lieu à des déplacements de grande amplitude de fonds officiels du dollar vers d'autres monnaies de réserve. Malgré les ventes massives de dollars effectuées par les autorités dans le cadre d'interventions, le montant des avoirs officiels identifiés en dollars n'a diminué que de \$1 milliard environ. En outre, la progression des avoirs officiels en devises enregistrée l'an dernier par les Etats-Unis, en particulier, peut être considérée comme une évolution susceptible de favoriser à l'avenir la stabilité du marché des changes. Elle permettrait aux autorités américaines de continuer à jouer un rôle important dans les interventions coordonnées si l'évolution du dollar venait à se modifier très sensiblement par rapport à la situation de l'année dernière.

VIII. ACTIVITÉS DE LA BANQUE

1. Développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales

Au cours de l'exercice écoulé, la Banque a continué de jouer son rôle traditionnel de promoteur de la coopération monétaire internationale.

La Banque a participé, en qualité d'observateur, à la fois aux travaux du Comité intérimaire du Conseil des gouverneurs du Fonds monétaire international sur le système monétaire international et aux réunions des ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix et de leurs suppléants. Par ailleurs, la Banque a continué d'assumer les fonctions qui lui ont été confiées, en août 1964, par les ministres et les gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix et qui consistent à recueillir et à communiquer à tous les membres de ce Groupe, ainsi qu'au Groupe de travail No 3 de l'Organisation de coopération et de développement économiques, des données statistiques relatives au financement des excédents et des déficits des comptes extérieurs des pays du Groupe des Dix.

En plus des réunions régulières, à Bâle, des gouverneurs des instituts d'émission des pays du Groupe des Dix, la Banque a organisé des rencontres périodiques entre représentants des banques centrales, consacrées à l'examen de questions telles que l'évolution des marchés de l'or et des changes. Elle a de nouveau assuré le secrétariat de divers groupes d'experts.

Le Comité permanent des euromonnaies a poursuivi, conformément au mandat qui lui a été confié en 1980 par les gouverneurs des banques centrales du Groupe des Dix, sa surveillance régulière de l'évolution bancaire internationale. Durant l'année, un groupe d'études institué par le Comité et composé de représentants des banques centrales des pays du Groupe des Dix a préparé, à l'intention des gouverneurs de ces banques centrales, un rapport sur les innovations récentes dans l'activité bancaire internationale. Ce document a été publié en avril 1986.

Le Comité des règles et pratiques de contrôle des opérations bancaires a tenu quatre réunions en 1985. Outre l'examen de l'évolution de la surveillance bancaire dans les divers pays, le Comité a accordé une attention particulière au niveau des fonds propres des banques internationales et à l'expansion de leurs activités hors bilan. En ce qui concerne les fonds propres, le Comité a élaboré un cadre de mesure visant à faire concorder les différentes méthodes comptables et de surveillance bancaire appliquées dans les divers pays et à permettre ainsi de vastes comparaisons, à l'échelle internationale, des normes régissant les fonds propres des banques. Les résultats obtenus avec l'utilisation de ce cadre ont été examinés durant l'année. Le développement et la prolifération des nouvelles techniques de gestion de l'activité hors bilan des banques ont également des conséquences pour le niveau des fonds propres, et le Comité a effectué une étude sur les instruments hors bilan et le traitement qu'il convient de leur

accorder aux fins du contrôle bancaire. Un rapport sur cette question intitulé «La gestion des engagements hors bilan des banques sous l'angle du contrôle bancaire» a été diffusé aux banques commerciales en mars 1986.

Les membres du Groupe d'experts sur les systèmes de paiement ont continué de se tenir mutuellement informés de l'évolution des moyens et systèmes de paiement dans leurs pays respectifs et de confronter leurs expériences dans un certain nombre de domaines, comme le non-échange des chèques et le paiement électronique aux points de vente. Ils ont également consacré une part non négligeable de leurs travaux à l'étude des réseaux de télétransmission spécialisés dans l'acheminement de messages bancaires et à l'analyse des répercussions que ne manqueront pas d'avoir les évolutions en cours sur le rôle et l'organisation à la fois des banques centrales et des secteurs bancaires nationaux.

Considérant qu'il s'agit là d'un document de référence unique pour l'ensemble de ses travaux et discussions, le Groupe des experts informaticiens a procédé, au cours de l'année écoulée, à une mise à jour de son inventaire de l'informatique dans les banques centrales, sur la base d'un questionnaire lui-même modifié en fonction des changements les plus récents intervenus en matière de traitement de l'information. Sans perdre de vue les questions purement techniques, puisqu'il a aussi examiné certains des problèmes posés par l'interconnexion de réseaux hétérogènes, le Groupe a cependant accordé une place privilégiée à des considérations d'ordre plus général, ayant reconnu que l'informatique distribuée était de nature à provoquer des changements au sein des banques centrales. Il a ainsi étudié l'une des meilleures façons de gérer ces changements, c'est-à-dire en les planifiant, grâce à l'établissement de schémas directeurs. Il a également effectué une analyse des modifications que l'évolution ne va pas manquer d'apporter au rôle et à la composition du personnel informaticien ainsi qu'aux relations entre les services informatiques et les utilisateurs.

Le Groupe d'experts des banques centrales sur les questions relatives à la banque de données monétaires et économiques a réalisé des objectifs de longue date concernant l'échange automatisé de statistiques macro-économiques et de documentation y relative, dans le cadre des efforts visant à constituer un véritable service de banque de données pour les banques centrales des pays du Groupe des Dix et la BRL. Des progrès sensibles ont été également accomplis durant l'année dans la transmission et l'obtention automatiques des statistiques bancaires internationales. Au cours des réunions du Groupe, une attention croissante a été accordée aux questions touchant à l'utilisation de la banque de données, et plus particulièrement à la réaffirmation d'arrangements en vue de disposer en temps opportun de statistiques nouvelles et révisées.

Le Comité des gouverneurs des banques centrales des Etats membres de la Communauté économique européenne et le Conseil d'administration du Fonds européen de coopération monétaire (FECOM), ainsi que leurs sous-comités et groupes d'experts, ont continué à se réunir à Bâle et à être assistés d'un secrétariat assuré par la Banque. Les sous-comités et groupes comprennent en particulier le Comité des suppléants des gouverneurs, qui prépare systématiquement les

séances des gouverneurs; un groupe est spécialisé dans le domaine des marchés des changes et des politiques d'intervention sur ces marchés (depuis le début de 1976, la composition de ce groupe varie selon la nature des travaux: ou il se limite aux douze pays de la CEE lorsqu'il traite, par exemple, du Système monétaire européen (SME), ou il s'étend à d'autres pays industrialisés tels que le Canada, les Etats-Unis, le Japon, la Norvège, la Suède et la Suisse); enfin, un groupe est chargé d'examiner périodiquement les politiques monétaires menées par les Etats membres et leur coordination au niveau communautaire, et également d'étudier spécialement certaines questions, par exemple, en 1985, les modifications structurelles dans le domaine financier et leurs conséquences pour la politique monétaire.

Au cours de l'exercice 1985-86, comme durant les exercices précédents, une grande partie de l'activité du Comité des gouverneurs et, partant, de ses sous-comités et groupes d'experts a concerné la gestion du SME mis en place le 13 mars 1979. Il s'est agi en particulier:

- de veiller à l'application correcte des dispositions régissant ce système;
- de renforcer, comme le requiert le bon fonctionnement du SME, la coordination des politiques de change et des politiques monétaires internes menées par les banques centrales de la CEE.

En outre, le Comité des gouverneurs a élaboré et adopté les textes juridiques nécessaires pour la mise en application d'un ensemble de mesures visant à renforcer le SME par l'amélioration des conditions d'utilisation et de détention de l'Ecu officiel. La plupart de ces mesures, pour lesquelles un accord de principe avait été réalisé le 12 mars 1985 (voir cinquante-cinquième Rapport annuel, page 191), sont entrées en vigueur le 1er juillet 1985. Dès cette date, la nouvelle formule de rémunération a été appliquée aux positions nettes en Ecus; une autre des mesures composant le «paquet» de juillet 1985, à savoir le mécanisme de mobilisation d'Ecus officiels auprès des partenaires par l'intermédiaire du FECOM, a fait l'objet d'une première utilisation en décembre 1985. Enfin, depuis novembre 1985, le FECOM peut accorder à des banques centrales de pays hors de la CEE et à des institutions monétaires internationales le statut de «tiers détenteur» d'Ecus officiels. En janvier 1986, la BRI est devenue la première institution à obtenir ce statut.

La Banque a continué d'assumer les fonctions d'Agent du FECOM qu'elle remplit depuis le 1er juin 1973.* Ces fonctions, d'une part, ont trait au fonctionnement du SME et, d'autre part, concernent l'exécution des transactions financières liées aux opérations d'emprunt communautaire destinées au soutien des balances des paiements des pays membres de la CEE.

Au cours de la période du 1er avril 1985 au 31 mars 1986, les interventions effectuées par les banques centrales du SME dans les monnaies des autres pays participants n'ont pas donné lieu à des opérations de financement et de

* On trouvera dans le cinquante-quatrième Rapport annuel, pages 188-190, une description des structures et fonctions du FECOM.

règlement par l'intermédiaire du FECOM. En revanche, après le réaligement monétaire opéré le 7 avril 1986, des interventions ont été enregistrées dans les livres du FECOM pour des montants notables. Le volume d'Ecus émis par le FECOM dans le cadre d'opérations de swap trimestrielles avec chacune des banques centrales de la CEE (à l'exception de la Banque d'Espagne et de la Banque du Portugal qui ne font pas partie du SME, mais y inclus la Banque de Grèce qui participe au mécanisme de création d'Ecus depuis janvier 1986) s'élevait à Ecus 43,8 milliards au 31 mars 1986, soit à environ \$EU 41 milliards au cours de change en vigueur à cette date. Il y a lieu de rappeler que, le 31 mars 1985, le volume d'Ecus atteignait près d'Ecus 52 milliards; la diminution d'environ Ecus 8 milliards en un an s'explique par la baisse du prix de l'or et du cours du dollar. Le montant des transferts en Ecus entre les comptes «Réserves en Ecus» des banques centrales du SME et des intérêts versés au titre des positions nettes en Ecus de ces banques centrales s'est élevé au total à quelque Ecus 3,3 milliards.

En ce qui concerne les opérations d'emprunt et de prêt de la Communauté, au cours de la période sous revue, l'Agent du FECOM a perçu des emprunteurs et a réparti aux bailleurs de fonds de la CEE les montants dus au titre des intérêts, primes, commissions et frais sur les emprunts en circulation. En outre, il a assuré les transactions financières liées aux opérations ci-après concernant les emprunts en faveur de la France et de la Grèce.

1) La première tranche portant sur \$EU 650 millions de l'emprunt \$EU 1.240 millions 1983-90 à taux variable (crédit bancaire syndiqué), dont le produit avait été prêté en 1983 à la République française, a été remboursée par anticipation, alors que la seconde tranche portant sur \$EU 590 millions de ce même emprunt a été convertie en deux émissions publiques distinctes sur le marché des Etats-Unis sous forme de «notes» libellées en dollars EU, à savoir:

- \$EU 240 millions 1985-88 en «notes» à 9¼% l'an;
- \$EU 350 millions 1985-90 en «notes» à 9½% l'an.

2) La Communauté a accordé à la République hellénique, par Décision du Conseil des Communautés européennes du 9 décembre 1985 et dans le cadre du Règlement (CEE) No 682/81 aménageant le mécanisme des emprunts communautaires destinés au soutien des balances des paiements des Etats membres, un prêt en deux tranches égales d'un montant total d'Ecus 1.750 millions ou sa contre-valeur en d'autres devises; la première tranche a été mise à la disposition de la Grèce dès la conclusion des opérations d'emprunt, en janvier, février et mars 1986, et porte sur les quatre émissions publiques suivantes:

- Ecus 350 millions 1986-93 en «notes» à taux d'intérêt variable;
- \$EU 150 millions 1986-91 en «notes» à 8½% l'an;
- DM 500 millions 1986-92 en «notes» à taux d'intérêt variable;
- FS 227 millions 1986-92 en «notes» à 4½% l'an.

La seconde tranche sera probablement mise à disposition un an après le versement de la première tranche, c'est-à-dire début 1987.

Le tableau suivant montre, à la date du 31 mars 1986, l'encours des emprunts et prêts de la CEE visés dans les Règlements (CEE) No 682/81 et No 543/85.

Encours des emprunts communautaires

Pays emprunteur	Dollars EU	Deutsche marks	Francs suisses	Ecus
	en millions			
France	2.740	—	—	150
Grèce	150	500	227	350
Total	2.890	500	227	500

2. Système de compensation de l'Ecu privé

Au mois de février 1986, la Banque a décidé d'accepter les fonctions d'Agent du système de compensation et de règlement de l'Ecu privé créé par l'Association bancaire pour l'Ecu. A cet effet, la Banque a signé le 21 mars 1986 une convention avec l'Association bancaire pour l'Ecu. Après une phase de mise au point technique, le système de compensation devrait commencer à fonctionner au cours de l'année financière 1986-87.

1) C'est en février 1983 que la BRI fut approchée par un groupe de travail institué par un certain nombre de banques commerciales et la Banque européenne d'investissement, sous l'égide de la Commission des communautés européennes, en vue d'établir un système de compensation des opérations en Ecus privés. Après examen de la question avec le Comité des gouverneurs des banques centrales des Etats membres de la Communauté économique européenne, il a été décidé d'entamer des négociations avec les banques, tout en prenant garde que le système envisagé fonctionne exclusivement dans le cadre de relations entre la BRI et des banques commerciales et qu'il ne contrevienne pas aux réglementations des changes en vigueur, ni aux objectifs de politique monétaire des pays intéressés.

Les négociations avec la BRI, qui entrèrent dans une phase active en juin 1984, ont permis de construire un système de compensation qui a finalement été adopté en mars 1986.

2) La structure et le fonctionnement du système de compensation reposent sur trois institutions:

- une Association bancaire pour l'Ecu, créée dans le but général de faciliter les opérations en Ecus privés et dont l'objectif particulier est de mettre en place un système de compensation et de règlement de l'Ecu; cette Association est ouverte aux banques ayant leur siège ou une succursale dans un des Etats de la CEE et manifestant un intérêt suffisant pour le développement des transactions en Ecus; parmi les banques membres de l'Association, celles qui répondent à certains critères, établis par la BRI et par l'Association, peuvent se voir attribuer la qualité de banques de compensation; ces critères, principalement liés au niveau d'activité sur le marché de l'Ecu, permettent cependant à tout pays membre de la CEE d'être représenté par au moins une de ses banques;

- un centre d'enregistrement, S.W.I.F.T., sera utilisé pour opérer la compensation sur le plan technique. En pratique, chaque banque de compensation sera directement reliée à un ordinateur central de compensation;
- la BRI, en qualité de mandataire des banques de compensation, agira comme banque de règlement du système de compensation; elle recevra des dépôts en Ecus des banques de compensation, les soldes définitifs étant réglés par l'intermédiaire de ces comptes.

Dans la pratique, le système fonctionnera comme suit:

- la BRI, en qualité de mandataire des banques de compensation, ouvrira des comptes de clearing à leur nom et les tiendra à jour;
- chaque banque de compensation ouvrira également dans les livres de la BRI un compte à vue en Ecus;
- chaque jour ouvré, les banques de compensation pourront se transmettre, par l'intermédiaire du centre d'enregistrement, des ordres de paiement en Ecus. Comme il s'agira d'un système fermé, c'est-à-dire que la somme des crédits sera obligatoirement égale à la somme des débits, les banques de compensation en position débitrice pourront se procurer des ressources en Ecus auprès des banques créancières;
- pour apurer les soldes résiduels, la BRI, après s'être assurée que tous les soldes débiteurs dans le clearing sont couverts par des soldes créditeurs des comptes à vue en Ecus des banques correspondantes, procédera aux opérations de règlement.

Le nombre limité de banques de compensation admises à participer au système dans une première période sera ensuite augmenté par étapes.

3. Opérations du Département Bancaire

Le bilan de la Banque et le compte de profits et pertes au 31 mars 1986, contrôlés par les commissaires-vérificateurs, figurent à la fin du présent Rapport; tous deux sont exprimés en francs or.*

Au 31 mars 1986, le total du bilan s'établit à	F or 26.558.446.075
alors qu'à la fin de l'exercice précédent,	
soit au 31 mars 1985, il atteignait	F or 22.851.917.382

La progression est ainsi de	F or 3.706.528.693
-----------------------------	--------------------

ou de 16%.

Cette hausse est nettement plus marquée que celles qui ont été relevées à la fin des exercices précédents, comme l'indique le tableau ci-après. Une large part de ce mouvement est due à la hausse sensible de la valeur, exprimée en franc or, des éléments du bilan constitués en monnaies autres que le dollar EU.

* Le franc or (en abrégé F or) équivaut à 0,290 322 58... gramme d'or fin - article 4 des Statuts. Les éléments d'actif et de passif exprimés en dollars EU sont convertis au cours de \$EU 208 l'once d'or fin (équivalent à 1 franc or = \$EU 1,941 49...); tous les autres éléments exprimés en monnaies sont convertis sur la base des cours du marché par rapport au dollar EU.

A noter que l'appréciation de valeur des monnaies en question s'est poursuivie pendant toute la durée de l'exercice, sauf en mars 1986, parallèlement à l'évolution du marché des changes.

BRI: évolution du total du bilan au cours des cinq derniers exercices

Exercice clos le 31 mars	Total du bilan	Différences par rapport à l'exercice précédent	
	en millions de francs or		en pourcentage
1982	19.057	- 869	- 3
1983	20.358	+ 1.301	+ 7
1984	21.276	+ 918	+ 5
1985	22.852	+ 1.576	+ 7
1986	26.558	+ 3.706	+ 16

Les mouvements mensuels des ressources en termes réels ont été de faible amplitude au cours de la première moitié de l'exercice; ils ont ensuite été marqués par des fluctuations beaucoup plus importantes tant à la hausse qu'à la baisse.

Le bilan a ainsi atteint son niveau le plus élevé, soit 27.873 millions de francs or, à la fin du mois de février, puis a reculé au cours du dernier mois de l'exercice.

Ne sont pas inclus dans le bilan:

- les effets et autres titres détenus sous dossier pour le compte de banques centrales ou d'autres déposants;
- les avoirs détenus au titre des fonctions assumées par la Banque dans le cadre d'emprunts internationaux (Tiers convenu, Mandataire ou Trustee);
- les écritures découlant des fonctions de la Banque en tant qu'Agent du Fonds européen de coopération monétaire, telles que décrites précédemment à la Section 1;
- l'or sous dossier, gardé par la Banque pour le compte de divers déposants, dont le volume équivalait, au 31 mars 1986, à 1.155 millions de francs or (contre 1.164 millions et 1.232 millions de francs or respectivement à la fin des deux exercices précédents).

PASSIF (COMPOSITION DES RESSOURCES)

**BRI: évolution de la composition des ressources
au cours des cinq derniers exercices
(après la répartition proposée à l'Assemblée générale)**

Exercice clos le 31 mars	Capital versé et réserves	Fonds empruntés	Passifs divers	Total du bilan
	en millions de francs or			
1982	987	17.778	292	19.057
1983	1.037	18.987	334	20.358
1984	1.088	19.805	383	21.276
1985	1.143	21.323	386	22.852
1986	1.204	24.684	670	26.558

A. Capital, réserves et passifs divers

a) Capital libéré F or 295.703.125

Le capital autorisé est demeuré inchangé à 1.500 millions de francs or; il en est de même du capital émis, qui se subdivise en 473.125 actions libérées de 25%.

b) Réserves

L'évolution des diverses réserves, qui sont passées en revue ci-après, figure au tableau se trouvant à la fin du présent Rapport, sous point I.

1) *Fonds de réserve légale* F or 30.070.313

Le montant de ce fonds est sans changement. Il n'a du reste pas varié depuis 1971, année au cours de laquelle il avait déjà atteint 10% du capital alors libéré; ce pourcentage est prévu par l'article 51(1) des Statuts.

2) *Fonds de réserve générale*

après répartition du bénéfice net de 1985-86 F or 523.952.793

contre 499,6 millions de francs or; un transfert de 24,4 millions est en effet proposé par imputation sur le bénéfice en question. Le renforcement ainsi envisagé de cette réserve est conforme aux dispositions de l'article 51(3) des Statuts.

3) *Fonds spécial de réserve de dividendes* F or 21.530.055

Le montant est resté inchangé depuis la fin de l'exercice 1981-82.

4) *Fonds de réserve libre*

après répartition du bénéfice net de 1985-86 F or 332.930.236

contre 296,3 millions de francs or. Il a été recommandé d'affecter une somme de 36,6 millions à ce fonds, également par prélèvement sur le bénéfice.

Le montant total des réserves, après répartition du bénéfice 1985-86, s'élève ainsi à F or 908.483.397
en augmentation de 61 millions de francs or.

c) Le poste «Divers» s'établit à F or 651.824.211

contre 373 millions de francs or à la fin de l'exercice précédent.

Il est à rappeler qu'au cours de l'exercice 1984-85 ce poste était resté pratiquement inchangé, alors que l'on observe maintenant un fort accroissement de 279 millions de francs or.

Comme déjà indiqué, les postes constitués en monnaies autres que le dollar EU ont été influencés par l'appréciation de leur valeur, exprimée en franc or. Ce mouvement affecte également le poste «Divers».

d) Compte de profits et pertes *avant* répartition F or 80.171.806 correspondant au bénéfice net de l'exercice 1985-86.

Les détails de la répartition proposée, effectuée conformément aux dispositions de l'article 51 des Statuts, sont donnés dans la Section 4 ci-après. Une somme de 19.171.806 francs or, contre 13.366.633 francs or pour l'exercice précédent, est prélevée sur le bénéfice net au titre du dividende de 155 francs suisses par action payable le 1er juillet 1986; elle figure au passif du bilan. En 1985, le montant du dividende payé par action s'élevait à 145 francs suisses.

B. Fonds empruntés

Les tableaux ci-après indiquent l'*origine*, la *nature* et la *durée* des ressources empruntées par la Banque.

BRI: fonds empruntés d'après leur *origine*

Origine	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1985	1986	
	en millions de francs or		
Dépôts des banques centrales	21.104	23.836	+ 2.732
Dépôts des autres déposants	219	848	+ 629
Total	21.323	24.684	+ 3.361

La progression du bilan résulte principalement de celle des fonds empruntés. Les dépôts reçus des banques centrales ont progressé de 13%, tandis que l'accroissement des dépôts des autres déposants, provoqué surtout par les nouveaux apports effectués par des organisations internationales, a été encore plus marqué en termes relatifs.

Ainsi, la part des dépôts des banques centrales par rapport au total des ressources recule et s'établit à 96,6%, contre 99% à la fin de l'exercice précédent.

BRI: fonds empruntés d'après leur *nature* et leur *durée* restant à courir

Durée	Dépôts en or			Dépôts en monnaies			Total		
	Exercice clos le 31 mars		Différences	Exercice clos le 31 mars		Différences	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1985	1986		1985	1986		1985	1986	
	en millions de francs or								
A vue	4.314	4.426	+ 112	312	924	+ 612	4.626	5.350	+ 724
A 3 mois au maximum	78	10	- 68	15.238	18.611	+3.373	15.316	18.621	+3.305
A plus de 3 mois	-	-	-	1.381	713	- 668	1.381	713	- 668
Total	4.392	4.436	+ 44	16.931	20.248	+3.317	21.323	24.684	+3.361

L'ensemble des mouvements que l'on observe en examinant ce tableau fait ressortir une tendance à la réduction de la durée de placement des ressources reçues à terme. En effet, si la part des dépôts à vue reste inchangée à 21,7%, celle des dépôts à trois mois au maximum passe de 71,8% à 75,4%; les ressources à plus de trois mois sont, en revanche, en nette diminution et ne représentent plus que 2,9%, contre 6,5% au 31 mars 1985.

Alors que l'ensemble des dépôts est en progression, la part des ressources en or ne représente cependant plus que 18%, contre 20,6%, tandis que celle des dépôts en monnaies atteint maintenant 82%, contre 79,4%.

a) Dépôts en or F or 4.435.521.350
contre 4.392 millions de francs or, soit une hausse de 44 millions.

La progression des dépôts à vue compense entièrement la baisse des dépôts à terme et comprend en outre des apports nets nouveaux.

b) Dépôts en monnaies F or 20.247.742.186
contre 16.931 millions. L'augmentation est de 3.317 millions de francs or, ou de 19,6%. Les nouveaux apports sont constitués pour l'essentiel de dollars EU.

La progression du poste examiné résulte principalement de l'évolution des ressources reçues à trois mois au maximum. Les dépôts à vue ont cependant aussi augmenté, alors que les dépôts à plus de trois mois sont en diminution.

ACTIF (UTILISATION DES RESSOURCES)

Le tableau suivant montre la répartition des principaux postes de l'actif d'après leur *nature*.

BRI: répartition d'après leur *nature* des avoirs à vue
et des autres placements

Nature	Exercice clos le 31 mars		Différences	
	1985	1986		
	en millions de francs or			
Avoirs à vue				
Or	5.021	5.071	+	50
Monnaies	5	10	+	5
	5.026	5.081		+ 55
Bons du Trésor				
Monnaies	453	919		+ 466
Dépôts à terme et avances				
Or	77	81	+	4
Monnaies	14.594	17.959	+	3.365
	14.671	18.040		+ 3.369
Titres à terme				
Monnaies	2.685	2.506		- 179
Total				
Or	5.098	5.152	+	54
Monnaies	17.737	21.394	+	3.657
	22.835	26.546		+ 3.711

a) Or F or 5.071.339.196
 contre 5.021 millions, soit une progression de 50 millions de francs or.

Ce mouvement reflète, dans un sens, le poids d'or net reçu des banques centrales et, dans l'autre, des placements nets en or effectués sur le marché.

b) Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue F or 10.349.300
 Ce poste s'élevait à 5,2 millions de francs or au 31 mars 1985.

c) Bons du Trésor F or 919.176.628
 Au cours de cet exercice, ce portefeuille a plus que doublé puisqu'il n'atteignait que 453 millions de francs or précédemment.

Les bons du Trésor qui le constituent ont été achetés sur divers marchés et sont essentiellement libellés en dollars EU et en deutsche marks.

d) Dépôts à terme et avances F or 18.039.462.503
 contre 14.671 millions de francs or, soit une progression sensible de 3.369 millions ou de 23%.

L'évolution des placements en monnaies est la conséquence de l'accroissement des ressources. Le montant de la progression, soit 3.365 millions, comprend également l'utilisation par le Fonds monétaire international du solde de la facilité de DTS 2.505 millions que la Banque lui avait consentie en 1984.

e) Titres à terme F or 2.506.303.807
 contre 2.685 millions de francs or, soit un léger recul de 179 millions.

La répartition des placements en dépôts à terme et avances – en monnaies et en or – ainsi qu'en titres à terme, d'après leur durée restant à courir, apparaît dans le tableau ci-dessous.

BRI: dépôts à terme et avances, titres à terme,
 d'après leur *durée* restant à courir

Durée	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1985	1986	
	en millions de francs or		
A 3 mois au maximum	14.077	17.459	+ 3.382
A plus de 3 mois	3.279	3.087	- 192
Total	17.356	20.546	+ 3.190

Parallèlement à l'évolution de la durée des ressources empruntées, on observe une progression des placements à trois mois au maximum, alors que le volume des opérations à plus long terme est en diminution.

En conséquence, à la fin de l'exercice, les transactions à trois mois au maximum représentent 85% de l'ensemble des placements, celles dont la durée est plus longue 15% (contre 81,1% et 18,9% respectivement au 31 mars 1985).

f) Divers F or 11.814.640
contre 16,5 millions à la fin de l'exercice 1984–85.

Opérations à terme sur or

Elles figurent dans la note 2 complémentaire au bilan et font ressortir un solde négatif de F or 54.494.512

alors que le solde négatif était de 44,3 millions de francs or au 31 mars 1985. L'accroissement de ce solde résulte pour l'essentiel de l'augmentation du poids d'or entrant dans des swaps (or reçu au comptant) contre monnaies.

4. Bénéfice net et répartition

Les comptes du cinquante-sixième exercice clos le 31 mars 1986 font apparaître un excédent net d'exploitation de 81.718.965 francs or, contre 71.206.434 francs or au titre du précédent exercice. L'amélioration constatée dans le résultat financier pour l'exercice sous revue est due essentiellement à l'augmentation du volume des fonds mis à la disposition de la Banque aux fins de placement, alors que les niveaux des taux d'intérêt n'ont été que légèrement inférieurs à ceux de 1984–85.

L'excédent net d'exploitation est indiqué après déduction de 17.649.171 francs or au titre des frais d'administration, dont l'augmentation par rapport au chiffre de l'exercice précédent (14.140.343 francs or) reflète en partie la hausse, au cours de l'exercice, de la valeur en francs or du franc suisse, monnaie dans laquelle la majeure partie des dépenses de la Banque sont encourues; en termes de francs suisses, le total des frais d'administration s'est accru de quelque 11%.

Le Conseil d'administration a décidé de transférer 1.547.159 francs or à la Provision pour frais d'administration exceptionnels. A la suite de ce transfert, le bénéfice net atteint 80.171.806 francs or, contre 68.366.633 francs or pour l'exercice précédent. Sa répartition est réglée par l'article 51 des Statuts.

Conformément à cet article, le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale de répartir le bénéfice net de 80.171.806 francs or de la manière suivante:

- une somme de 19.171.806 francs or est affectée au paiement d'un dividende de 155 francs suisses par action;
- un montant de 24.400.000 francs or est transféré au Fonds de réserve générale;

- un montant de 36.600.000 francs or, représentant le reliquat du bénéfice net disponible, est transféré au Fonds de réserve libre que le Conseil d'administration peut utiliser pour tout objet conforme aux dispositions des Statuts.

Si ces propositions sont acceptées, le dividende sera payé le 1er juillet 1986 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 20 juin 1986.

On trouvera à la fin du présent Rapport le bilan, le compte de profits et pertes et un état indiquant l'évolution des réserves de la Banque au cours de l'exercice. Les comptes de la Banque ont été dûment vérifiés par MM. Price Waterhouse & Co., Zurich, qui ont confirmé que le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que les notes y relatives, donnent, sur la base décrite dans la note 1, une présentation sincère et régulière de l'état des affaires de la Banque au 31 mars 1986 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date. Le rapport de MM. Price Waterhouse & Co. figure au bas du bilan.

5. La Banque comme Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté européenne du charbon et de l'acier, et comme Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux

Au cours de l'exercice 1985-86, la Banque, en sa qualité de Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la CECA, a reçu l'équivalent de quelque 85.000 francs or pour le service du dernier emprunt en cours dans le cadre de cet accord - à savoir l'emprunt garanti 5¼% (15ème série) 1961-86 de FLUX 100.000.000. Le montant reçu correspond à l'intérêt payable au 16 janvier 1986, date d'amortissement final, plus le principal dû à cette date.

En ce qui concerne les fonctions de Trustee assumées par la Banque pour les nouvelles obligations émises par le gouvernement de la République fédérale d'Allemagne, en exécution de l'Accord de Londres du 27 février 1953 sur les dettes extérieures allemandes, au titre de l'Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young), il convient de se reporter au cinquantième Rapport annuel, pages 181-183.

La Banque agit également en qualité de Trustee pour les obligations certifiées de l'Emprunt international 1930 de la République fédérale d'Autriche; conformément à l'article XXIV de l'Obligation générale du 30 juin 1930, le Trustee a remboursé en décembre 1985 au gouvernement autrichien les montants non encore réclamés par les porteurs des obligations certifiées encore existantes et des coupons d'intérêt y relatifs.

6. Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction

Au cours de la séance du Conseil tenue le 10 septembre 1985, le Président a annoncé que M. Michael J. Balfour quitterait prochainement ses fonctions à la Banque d'Angleterre et abandonnerait par conséquent son poste de suppléant de M. Leigh-Pemberton, Gouverneur de la Banque d'Angleterre. Le Président a

exprimé à M. Balfour la reconnaissance de la Banque pour les très précieux services qu'il lui a rendus durant une période de plus de treize ans.

Au cours de la séance suivante du Conseil, le 12 novembre 1985, le Président a informé le Conseil que M. Leigh-Pemberton avait nommé M. J.E.W. Kirby, en remplacement de M. Balfour, pour être son suppléant en l'absence de M. Loehnis.

Lors de la même réunion, M. Bernard Clappier, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 27 novembre, a de nouveau été nommé à ce poste par M. Camdessus, Gouverneur de la Banque de France, conformément à l'article 27(2) des Statuts, pour une période de trois ans se terminant le 27 novembre 1988.

C'est également durant cette séance que le Président a informé le Conseil que M. Clappier lui avait fait part de son désir de ne pas être réélu au poste de Vice-Président à l'expiration de son mandat, le 27 novembre 1985. Le Président a exprimé à M. Clappier la très sincère gratitude du Conseil pour sa précieuse coopération et ses conseils avisés durant l'exercice de son mandat. Au cours de la même réunion, Lord Richardson of Duntisbourne a été élu Vice-Président du Conseil pour une période de trois ans se terminant le 27 novembre 1988.

M. Pierre Languetin, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 31 mars 1986, a été réélu, conformément à l'article 27(3) des Statuts, lors de la séance du Conseil tenue le 11 mars 1986, pour une nouvelle période de trois ans prenant fin le 31 mars 1989.

En ce qui concerne la Direction de la Banque, le Conseil, lors de sa séance du 14 mai 1985, a nommé M. Marten de Boer Directeur de la Banque. La nomination a pris effet au 1er septembre 1985.

Le Dr Warren D. McClam, qui était entré à la BRI en février 1954 et occupait les fonctions de Directeur au Département Monétaire et Economique depuis avril 1981, est parti en retraite à la fin de juin 1985. Lors de la réunion du Conseil du 10 juin 1985, le Président a remercié le Dr McClam, au nom de tous les membres du Conseil, pour les précieux services qu'il a rendus durant une période de plus de trente et un ans.

Au cours de la séance du Conseil du 9 juillet 1985, le Président a informé le Conseil de la nomination du Dr Joseph R. Bisignano au rang de Directeur Adjoint, à compter du 1er novembre 1985.

M. Maurice Toussaint, qui était entré à la BRI en juillet 1971, en qualité de Directeur au Département Bancaire, a pris sa retraite à la fin de février 1986. Lors de la réunion du Conseil du 11 février 1986, le Président a exprimé à M. Toussaint la reconnaissance de la Banque pour la contribution qu'il a apportée à ses travaux durant une période de près de quinze années.

Le 31 mars 1986, M. Roger G. Stevenson, Directeur Suppléant au Département Bancaire, a pris sa retraite après plus de vingt-trois ans de loyaux services. Le Président lui a rendu hommage au cours de la séance du Conseil du 11 mars 1986.

Lors de la même séance, le Président a annoncé que la Banque avait décidé d'accorder, à compter du 1er avril 1986, le titre de Chef Adjoint du Département Monétaire et Economique à M. M.G. Dealtry, Directeur, en reconnaissance de sa longue expérience et du rôle important qu'il a joué dans la direction de ce Département, et de promouvoir le Dr G. Baer au rang de Directeur Adjoint, également avec effet au 1er avril 1986.

CONCLUSION

Que peut-on retenir de l'examen des développements récents et vers quel avenir s'achemine-t-on? L'évolution favorable enregistrée l'an dernier et au début de 1986 permet certainement d'espérer que les nombreux problèmes encore en suspens pourront être, sinon résolus, du moins atténués. Un tel espoir n'est toutefois fondé que dans la mesure où cette évolution favorable n'a pas été due simplement à des circonstances fortuites, mais résulte aussi de la revitalisation des économies elles-mêmes, du renforcement des mécanismes du marché, ou de l'application d'une bonne politique économique, tant dans les divers pays qu'à l'échelle internationale.

Un examen plus attentif ne fait apparaître qu'un seul domaine où les responsables de la politique économique des pays développés paraissent avoir bénéficié d'un heureux concours de circonstances: celui des cours des matières premières, et en particulier du pétrole. Pour les pays développés, la baisse des prix pétroliers s'avère être un facteur favorable; en effet, elle a entraîné une diminution générale du coût de l'énergie, accentué sensiblement le recul de l'inflation et stimulera la croissance économique. Le cartel des pays de l'OPEP est parvenu à maintenir les prix du pétrole à un niveau élevé beaucoup plus longtemps que maints observateurs ne le prévoyaient à la fin de 1973, abstraction faite des relèvements massifs de 1979 à 1981. Le cartel a fini par éclater, en raison, tout d'abord, de l'expansion continue de l'offre émanant de sources extérieures à l'OPEP et, ensuite, grâce aux économies dans la consommation de combustibles entraînées par le libre jeu du mécanisme des prix. Il est indéniable que ce développement revêt en partie un caractère fortuit pour ce qui concerne son ampleur et le moment où il s'est produit. Il n'en demeure pas moins que la baisse des prix du pétrole participe également du processus général de désinflation et qu'elle peut donc être attribuée indirectement aux politiques de lutte contre l'inflation poursuivies dans les principaux pays utilisateurs de pétrole. Ce qui vaut pour le rôle du pétrole dans le processus de désinflation peut aussi s'appliquer en général aux autres matières premières, bien que les fortes variations de leurs cours reflètent, de manière nettement amplifiée, les fluctuations de la demande globale dans le monde, en raison des rigidités typiques de l'offre liées aux longues périodes de maturation des investissements et des variations autonomes de l'offre.

Etant donné le caractère fortuit de l'ampleur de la baisse du prix du pétrole et du moment où elle s'est produite, le succès dans le domaine de l'inflation n'est pas aussi complet, à dire vrai, que pourraient le laisser supposer les chiffres actuels. Il comporte donc à cet égard des aspects négatifs, puisqu'il détourne l'attention des facteurs de hausse des coûts qui subsistent dans presque toutes les économies. Le danger existe que la politique monétaire soit trop assouplie et qu'on laisse se produire une croissance monétaire excessive alors qu'on sait pertinemment qu'à moyen terme une telle politique comporterait le risque de raviver l'inflation. Sur un autre plan, également, la chute du prix du

pétrole est un bienfait douteux: elle aggrave sérieusement les difficultés des pays exportateurs de pétrole lourdement endettés. Plus généralement, la faiblesse des cours des matières premières provoque une détérioration des termes de l'échange au détriment des pays en développement et aggrave ainsi les déséquilibres actuels de l'économie mondiale (qui seront examinés par la suite).

Pour en revenir cependant à notre réflexion initiale, les succès obtenus dans la lutte contre l'inflation constituent un exemple de ce qui peut être réalisé si l'on applique une politique correcte avec la persévérance et l'habileté nécessaires. Très peu d'observateurs auraient imaginé, il y a seulement quelques années, que de tels succès étaient possibles. Cela doit-il inciter à l'optimisme pour les problèmes qu'il nous reste à résoudre, en particulier celui du chômage? En fait, l'évolution de l'emploi aux Etats-Unis ces dernières années a les apparences d'un miracle, puisque le taux de chômage y a baissé malgré une forte expansion de la population active. Les Européens, qui se sont penchés sur ce phénomène, n'ont pourtant guère d'espoirs de le voir se reproduire chez eux. La grande mobilité géographique et professionnelle de la main-d'œuvre et la différenciation des salaires aux Etats-Unis contrastent fortement avec les comportements profondément enracinés des Européens. En outre, certains aspects du miracle américain, tels que la faiblesse des gains de productivité, ne sont guère souhaitables en eux-mêmes malgré leur influence bénéfique sur le marché du travail. Si le recours à la croissance reste valable pour stimuler l'emploi, le chômage est toutefois trop élevé dans de nombreux pays européens pour pouvoir être réduit sensiblement de cette façon, eu égard aux taux de croissance actuels. Alors, pourquoi ne s'efforce-t-on pas d'obtenir une croissance plus forte de l'activité économique puisque l'inflation semble avoir été maîtrisée? Cette question sera probablement au centre des prochaines discussions de politique économique, tant au niveau national qu'à l'échelle internationale. Elle suscite d'ailleurs une vive controverse sur l'efficacité de la politique macro-économique. Certains sont convaincus du rôle primordial de cette politique, alors que d'autres ont un point de vue diamétralement opposé, estimant que moins la politique macro-économique interfère et mieux s'en portera l'économie. Si ces deux doctrines ont d'ardents défenseurs, les responsables de la politique économique et les théoriciens adoptent cependant, pour la plupart, une position intermédiaire; ils reconnaissent le rôle positif de la politique, tout en admettant que la croissance économique ne se commande pas. Ils sont également conscients que cette croissance ne revêt pas seulement un aspect quantitatif; l'important, pour eux, c'est qu'elle soit autonome et qu'elle ne reflète pas simplement l'accroissement de la dépense publique.

L'existence d'un chômage élevé ne doit donc pas dispenser les partisans de cette position intermédiaire de se demander si une plus forte croissance réelle peut effectivement être obtenue à court terme et s'il est possible d'y parvenir sans devoir recourir à des moyens qui risquent de compromettre les perspectives à moyen terme d'expansion et de stabilité économiques. L'expérience que confèrent les politiques suivies depuis le début des années soixante-dix et le vaste débat sur l'importance relative de la régulation de la demande et de l'action sur l'offre ont amplement démontré que le recours exclusif à la dépense

publique pour vaincre le chômage ne pouvait constituer la solution. La BRI a fréquemment souligné la nécessité, pour s'attaquer à ce problème, d'améliorer la souplesse du mécanisme de formation des prix et des salaires, d'accroître la mobilité de la main-d'œuvre et d'éliminer les autres rigidités qui nuisent au bon fonctionnement de l'économie. Quels que soient cependant les efforts entrepris dans cette direction, les conditions de la croissance ne peuvent se modifier que graduellement. L'inflation, de par les signaux erronés qu'elle avait fournis pour l'allocation des ressources, et la lutte contre l'inflation ainsi que les modifications profondes de la division internationale du travail ont, dans de nombreux pays, marqué de leur empreinte le stock de capital. Pour relever le niveau de l'emploi, il importe au préalable de reconstituer ce stock. La création d'emplois ne se décrète pas; elle ne peut provenir que du processus économique lui-même, lorsqu'il devient intéressant pour les entreprises d'investir et d'accroître leurs effectifs. La plupart des responsables de la politique économique soulignent la nécessité de créer un climat propice à la revitalisation de l'économie. Ils souhaitent également voir s'instaurer des conditions monétaires et budgétaires qui favorisent la libération d'énergies génératrices de croissance économique et l'élimination des rigidités et distorsions structurelles. Trop souvent, malheureusement, ce principe reste lettre morte dans les décisions de chaque jour, qui seules pourraient lui donner corps. Le résultat, c'est qu'on peut fort bien n'avoir ni régulation de la demande ni amélioration des conditions de l'offre. Les discussions internationales pourraient justement avoir pour effet de contraindre les responsables de la politique économique à accorder leurs paroles et leurs actes.

A l'arrière-plan de ces discussions figurent, à l'évidence, les déséquilibres extérieurs persistants entre les pays développés, avec, d'une part, des excédents élevés de balance des paiements courants au Japon, en Allemagne et dans quelques autres pays européens, et, d'autre part, un important déficit des paiements courants aux Etats-Unis. Il n'est que trop naturel de voir les Etats-Unis, qui ont été si longtemps sermonnés — enfin avec un certain résultat — au sujet du lien qui existe entre leur déficit budgétaire et la situation de leurs paiements courants, plaider à leur tour pour une correction budgétaire dans les pays excédentaires. D'ailleurs, l'examen des statistiques fournies dans ce Rapport (Chapitre IV) met fortement en évidence l'existence d'un tel lien dans la mesure où le déficit budgétaire fait partie d'un déséquilibre général épargne/investissement. En ne raisonnant cependant que sur la base d'identités de la comptabilité nationale et de flux financiers, on néglige totalement les mécanismes de marché qui sous-tendent ces identités et l'on risque de présenter une vue plutôt mécaniste d'un problème particulier.

En ce qui concerne les déséquilibres actuels, les taux de change ont suivi une évolution totalement autonome et sont devenus un facteur à part, complètement déconnecté des données économiques fondamentales. Cette situation a été due principalement à la réaction — typique aux yeux des Américains, mais plutôt atypique pour les Européens — du taux de change du dollar EU au déficit budgétaire élevé des Etats-Unis. C'est la prise de conscience du rôle que jouent les distorsions de taux de change dans l'apparition des déséquilibres des paiements courants qui a conduit à l'accord du Plaza en septembre dernier.

(l'événement majeur de politique économique en 1985 qui le dispute à l'initiative Baker sur le problème de l'endettement). Si l'on considère que ces distorsions sont une cause fondamentale des déséquilibres actuels des paiements courants, on peut logiquement s'attendre que leur élimination conduira à une réduction sensible de ces déséquilibres. Les modifications intervenues dans la structure des taux de change depuis septembre devraient permettre de se rapprocher en grande partie de cet objectif, et peut-être même de l'atteindre. Malheureusement, le remède n'agit pas immédiatement; il y a de longs retards, voire des effets pervers (ce qu'on est convenu d'appeler la courbe en J). Le fait que ce sont les grands pays excédentaires qui bénéficieront le plus de la réduction des prix du pétrole dans leurs échanges commerciaux va dans le même sens. Il n'en demeure pas moins qu'un pas important, peut-être décisif, a été franchi dans la voie d'un meilleur équilibre parmi les pays développés. L'essentiel n'est pas, en fin de compte, d'éviter tous les déficits ou excédents, mais seulement d'éliminer ceux qui revêtent un caractère excessif, déstabilisateur. Il importe à présent de s'armer de patience en attendant les effets sur les paiements courants qui — comme le montrent toutes les modifications importantes de taux de change intervenues depuis le début des années soixante-dix — se produiront tôt ou tard.

Ce processus peut, à n'en pas douter, s'appuyer sur de nouveaux efforts permettant d'améliorer la coordination internationale des politiques économiques entre les principaux pays. Cependant, s'il est facile de s'accorder sur la nécessité d'une coordination des politiques économiques des différents pays et sur le fait qu'elles devraient toujours prendre en compte leurs répercussions sur les autres pays, le processus effectif de coordination demeurera néanmoins malaisé. Cela ne tient pas seulement à ce que les responsables de la politique économique sont au premier chef comptables envers des intérêts nationaux différents; mais, plus important encore, ces répercussions sont difficiles à identifier, sauf dans les cas extrêmes. Plus un pays est grand, plus il se rapproche du modèle d'une économie fermée, et plus il sera tenté d'agir en conséquence. Plus un pays est petit, plus il peut faire valoir que sa politique est sans répercussion aucune pour le reste du monde. Rares sont les pays qui sont toujours en mesure de se rendre compte que leur action est aussi importante pour les autres que l'action de ces derniers l'est pour eux. Des progrès sont néanmoins possibles si l'on définit et adopte des indicateurs permettant d'asseoir le processus de coordination des politiques sur des bases plus objectives. Toutefois, aucune série d'indicateurs ne dispensera jamais les principaux pays de débattre de la coordination des politiques; il ne suffira pas de se mettre d'accord sur les impératifs techniques propres à une situation donnée, mais il faudra encore être prêt à adapter les politiques internes en fonction de leurs incidences internationales, et notamment des considérations de taux de change. Le succès du SME ne tient pas tant à l'utilisation mécanique d'indicateurs qu'à une décision délibérée de subordonner le cas échéant la stabilité du taux de change aux autres objectifs. On constate avec satisfaction que les autorités des principaux pays à monnaie flottante ont toutes entièrement souscrit à l'idée d'inclure dans les objectifs essentiels de leur politique une plus grande stabilité de la valeur externe de la monnaie.

La nouvelle configuration des taux de change demeure sujette à une forte instabilité à court terme, mais il est évident que les autorités sont fermement décidées à préserver les acquis. Cette évolution a encouragé ceux qui préconisent depuis longtemps une modification du système de taux de change dans le sens d'une réduction de l'instabilité, en particulier les partisans des zones-cibles. Les parties à l'accord du Plaza n'ont cependant cessé de répéter qu'elles ne se sont pas accordées sur des zones-cibles. Lorsque des distorsions des taux de change deviennent aussi manifestes que cela a été le cas avant l'accord du Plaza, il n'est pas difficile de convenir de la direction dans laquelle les taux de change doivent évoluer. Il en va tout autrement lorsqu'il s'agit de s'entendre sur ce qui pourrait être considéré comme une structure d'équilibre des taux de change — comportant même d'amples marges de fluctuation. A dire vrai, les critères à utiliser pour une telle entreprise n'apparaissent pas évidents. La conclusion d'un accord dans un cas ne garantit pas qu'un autre accord puisse être trouvé le moment venu si des modifications ultérieures s'avèrent nécessaires. Pareille inertie pourrait conduire à de nouvelles distorsions et à de nouveaux déséquilibres. Et surtout, l'expérience récente en matière d'interventions officielles ne constitue pas une preuve suffisante que les taux de change peuvent toujours être gérés de cette façon. Leur succès est dû à un concours de circonstances assez particulier.

Si la politique monétaire était appelée à soutenir seule les zones-cibles, on risquerait de se trouver en présence de situations qui finiraient par compromettre l'équilibre international et national. Il ne s'agit pas là d'un danger fictif. Il serait très tentant, en effet, de s'en remettre à la politique monétaire plutôt qu'à un autre instrument, car c'est le seul moyen qui permette aux autorités d'agir avec toute la rapidité requise pour faire face aux mouvements des taux de change. On peut imaginer ce qui se serait produit en 1982-85 si l'appréciation excessive du dollar EU avait été combattue par une accélération de la croissance monétaire aux Etats-Unis et un relèvement des taux d'intérêt au Japon et en Allemagne. Si les zones-cibles bénéficiaient du soutien de l'ensemble des moyens d'action macro-économiques, certains de ces dangers pourraient être évités; se posera alors cependant le problème de la coordination des politiques évoqué précédemment. Qu'un système régional comme le SME fonctionne de manière satisfaisante ne prouve pas qu'un système mondial plus contraignant des taux de change puisse être instauré, surtout dans un laps de temps relativement court. Le SME regroupe des pays qui, pour la plupart, ont des structures et des dimensions semblables et il tire avantage d'une coopération politique dans de nombreux domaines; il ne comprend pas la principale monnaie de réserve du monde; de plus, son succès a mis des années à s'affirmer.

Les partisans des zones-cibles estiment néanmoins que toute initiative en faveur d'une plus grande coordination des politiques, comme en sont convenus le Groupe des Dix et le Comité intérimaire ainsi que, récemment, les participants au sommet de Tokyo, constitue un pas dans cette direction. En fait, les diverses modifications apportées aux politiques pendant la période sous revue peuvent être considérées, au total, comme un élément de l'aménagement du fonctionnement du système actuel de taux de change. Presque tous les grands

pays attachent de plus en plus d'importance aux considérations de taux de change dans la conduite de leurs politiques internes. Il est recouru beaucoup plus activement et de manière bien plus coordonnée – avec de très bons résultats jusqu'à présent – aux interventions officielles sur les marchés des changes, non seulement pour maintenir des conditions ordonnées sur ces marchés et intervenir «à contre-courant», mais également pour orienter les taux de change dans une certaine direction. Pour les Etats-Unis, en particulier, c'est-à-dire pour le pays qui possède la principale monnaie de réserve, toutes ces évolutions constituent un changement d'attitude fondamental par rapport aux politiques antérieures; ce changement se fonde sur la prise de conscience que le flottement sans surveillance active des taux de change peut conduire à des distorsions propres à compromettre sérieusement le libre-échange des biens et services à l'échelle internationale. Céder aux pressions protectionnistes – toujours prêtes à resurgir n'importe où – pourrait remettre en cause les résultats acquis au terme des longs et difficiles efforts entrepris pour surmonter les problèmes des quinze dernières années.

Pour résumer ces réflexions sur la situation actuelle des taux de change, la tâche qui incombe aux autorités des principaux pays industrialisés du monde occidental n'est guère aisée. La nécessité d'éviter la réapparition de distorsions majeures dans la structure des taux de change et d'atténuer l'instabilité à court terme du marché est maintenant universellement admise. Dans le même temps, la nouvelle ligne de conduite du gouvernement américain, le choix habile du moment de l'initiative du Plaza et les résultats positifs qu'elle a produits, ainsi que la reconnaissance par les principales autorités de l'impossibilité de laisser les marchés de change livrés à eux-mêmes constituent autant de raisons d'espérer atteindre ce double objectif: c'est ce qui explique l'importance considérablement plus grande qu'attachent les opérateurs du marché aux intentions réelles ou perçues des autorités. Il serait fort regrettable – et cela pourrait avoir des effets susceptibles de perturber gravement l'évolution future du marché – que ces espoirs soient déçus. D'un autre côté, la mise en œuvre prématurée d'un système, même édulcoré, de zones-cibles, dans un contexte d'importants déséquilibres des paiements entre les pays concernés, comporte également des dangers; en effet, si les autorités manquaient à leur engagement explicite ou implicite, les effets pourraient être tout aussi déstabilisateurs. Aussi peu ordonnée qu'elle puisse paraître, une approche graduelle combinant recommandations verbales, interventions sur le marché des changes et signes visibles d'actions coordonnées semble constituer pour l'instant la seule option réaliste, susceptible de déboucher à plus long terme le cas échéant sur des modifications plus «systémiques». Le succès de cette approche dépendra de manière cruciale de l'absence de dissonances entre les paroles et les actes, tant au sein des principaux pays industriels qu'entre eux.

Les déséquilibres entre les pays développés constituent l'un des principaux domaines de préoccupation. Quant aux déséquilibres entre les pays développés et les pays en développement, ils sont également préoccupants, car ils peuvent avoir, à plus long terme, des conséquences d'une portée encore plus grande. Les pays en développement les plus lourdement endettés à l'égard des banques

privées des pays développés ont fait l'objet d'une attention particulière ces dernières années. En effet, leur incapacité de faire face à leurs obligations ne les concernaient pas qu'eux: l'ampleur de leur endettement et le risque d'accumulation de cessations de paiements représentaient également une menace pour la stabilité financière des pays développés. Lorsque les progrès substantiels réalisés en 1984 dans le redressement de la situation des pays débiteurs ont commencé à marquer le pas l'année dernière, une nouvelle initiative s'imposait. Il était nécessaire de redonner aux pays débiteurs l'espoir que les efforts qu'ils avaient accomplis pour rétablir leur solvabilité ne seraient pas vains. Sinon, les conséquences, pour les créanciers, de défaillances massives — qui avaient pu être évitées pendant trois ans — risquaient de nouveau de faire peser une menace sur le système financier. Une fois de plus, les Etats-Unis se sont montrés disposés à modifier leur politique et ont proposé un plan détaillé pour résoudre le problème de l'endettement international.

L'idée-clé de la proposition du Secrétaire au Trésor Baker est de renforcer la stratégie cas par cas de l'endettement international mise en œuvre depuis 1982, grâce à l'adoption, par les pays lourdement endettés — d'Amérique latine principalement — de politiques de réformes et d'assainissement de leur économie axées sur la croissance. Ces politiques s'appuieraient sur un accroissement des prêts d'ajustement structurel accordés par les banques multilatérales de développement ainsi que sur de nouveaux apports de capitaux de la communauté bancaire internationale, le Fonds monétaire international devant, pour sa part, continuer à jouer un rôle central dans la stratégie de l'endettement. La proposition du Secrétaire Baker a été généralement bien accueillie par toutes les parties concernées. Il conviendrait cependant de ne pas sous-estimer les difficultés que pose sa mise en œuvre. Il ne sera pas facile pour les pays débiteurs, politiquement parlant, de procéder à des réformes structurelles de leur économie; les banques internationales de développement doivent s'engager à accroître considérablement leurs crédits aux pays qui sont prêts à entreprendre un tel effort; et, avant de fournir de nouvelles ressources, les banques commerciales voudront s'assurer que des programmes d'aide ont été effectivement conclus entre débiteurs et institutions internationales. De plus, le succès de l'initiative ne dépendra pas seulement des efforts des pays débiteurs, ni de la mise à disposition d'un financement conditionnel approprié; il faudra également qu'ils disposent de débouchés appropriés pour leurs exportations vers les pays industriels. Ces derniers devront donc poursuivre des politiques axées sur une croissance non inflationniste et s'opposer avec détermination aux pressions protectionnistes.

Plus de six mois se sont déjà écoulés depuis que M. Baker a présenté ses propositions. Un certain nombre de pays débiteurs négocient actuellement des prêts d'ajustement structurel avec la Banque mondiale et la Banque inter-américaine de développement. Aucun ne s'est cependant officiellement engagé à ce jour dans un programme correspondant à l'initiative Baker. Si l'on veut que cette initiative conserve tout son dynamisme, il importe au plus haut point qu'un ou plusieurs pays débiteurs mettent en œuvre le plus rapidement possible des programmes qui engageront le soutien de toutes les autres parties intéressées

et permettront à leur économie de s'acheminer vers une croissance durable et de retrouver ainsi sa crédibilité à l'échelle internationale.

Le groupe de pays en développement à qui il faudra consacrer une attention croissante dans un avenir proche est celui des pays les plus démunis. L'adversité et des erreurs de gestion empêchent à présent plusieurs de ces pays de se sortir d'une situation qui, bien souvent, ne cesse de se détériorer rapidement. Certains ne sont même pas en mesure d'assumer leurs obligations relativement mineures à l'égard du FMI et de la Banque mondiale, en dépit des conséquences désastreuses qui en résultent pour eux, puisqu'ils se trouvent écartés du système monétaire international. La nouvelle Facilité d'ajustement structurel du FMI est destinée à ces pays les plus pauvres. Mais il est extrêmement difficile de savoir comment l'on doit procéder, sans parler du risque auquel on s'expose lorsqu'on accorde une attention spéciale à un groupe donné.

D'un côté, il est contraire aux longues traditions humanitaires de ne pas venir en aide à ceux qui sont dans la détresse et dans l'incapacité manifeste de se prendre en charge. D'un autre côté, appliquer le même principe à des États souverains soulèverait une multitude de problèmes. Comment pourrait-on préserver la souveraineté d'un État si ce dernier venait se faire administrer des «soins intensifs»? On voit mal d'ailleurs qui pourrait dispenser ces soins. Aucune des institutions internationales existantes n'est armée pour faire face à une telle situation. Il y a un décalage institutionnel entre, d'un côté, le FMI, la Banque mondiale et les banques de développement régional et, de l'autre, les diverses organisations humanitaires qui se consacrent principalement à la lutte contre la famine. Pour diverses raisons, l'aide bilatérale au développement ne semble pas de nature à surmonter ce décalage: les liens traditionnels entre pays développés et pays en développement se sont relâchés dans la plupart des cas, et aucun des deux camps ne semble très désireux de les renforcer. Bien que cette question ne relève pas directement des activités de la BRI, elle représente peut-être malgré tout le point le plus noir de la situation de l'économie réelle dans le monde qui, par ailleurs, s'est nettement éclaircie au cours des quelque douze mois écoulés.

Sur cette toile de fond des espoirs et des préoccupations exprimés dans le présent Rapport, deux domaines revêtent une importance particulière pour les politiques des banques centrales, abstraction faite de la question des taux de change qui vient d'être assez longuement examinée.

Il s'agit, d'une part, des transformations structurelles qui ont profondément modifié les marchés bancaires et financiers nationaux et internationaux et qui ont été de plus en plus au centre des préoccupations, notamment sous l'influence des études menées conjointement par les banques centrales sous les auspices de la BRI. La surveillance continue de ces développements, de leur incidence sur l'efficacité de la politique monétaire et de leurs implications pour le fonctionnement harmonieux des marchés des capitaux restera l'un des soucis majeurs de la communauté des banques centrales des pays industrialisés.

L'autre domaine est celui de la politique monétaire. La baisse bienvenue des taux d'inflation, à un moment où les taux d'intérêt réels semblent encore

relativement élevés et où le maintien de la croissance revêt une importance primordiale, pourrait inciter à assouplir la politique monétaire dans un sens plus expansionniste. Les autorités se devraient de mettre soigneusement en balance les avantages et les inconvénients d'une telle action avant de céder à cette tentation. Tout d'abord parce que — comme on vient de le montrer — la vive décélération de l'inflation ces derniers temps est due pour beaucoup à la faiblesse persistante des cours des matières premières et à l'effondrement du prix du pétrole; aucune de ces deux influences ne durera — ce ne serait d'ailleurs pas souhaitable. Si l'on corrigeait les taux d'inflation pour tenir compte de ces facteurs temporaires, les taux d'intérêt réels apparaîtraient moins éloignés de ceux de la moyenne historique. En second lieu, on peut douter de la capacité de la politique monétaire de peser durablement sur le niveau des taux d'intérêt réels; en outre, une réduction, même à court terme, pourrait exiger une accélération substantielle de la création monétaire. Troisièmement, les rythmes actuels de croissance des agrégats monétaires sont déjà fort élevés dans quelques grands pays industrialisés. Certes, il n'est guère facile d'interpréter l'évolution des chiffres de la masse monétaire en période de désinflation; il est tout aussi certain que la vague d'innovations sur les marchés des capitaux peut avoir réduit la signification de tel ou tel chiffre de masse monétaire. Il importe cependant de faire une distinction entre les problèmes statistiques et les relations économiques fondamentales. Le mécanisme du marché par lequel un excès de monnaie finit par engendrer des hausses de prix inflationnistes ne s'interrompra pas à cause des difficultés de mesurer la masse monétaire. Pour évaluer l'orientation actuelle des politiques monétaires, il convient de prendre en compte plusieurs indicateurs, qui font apparaître une assez grande abondance de liquidités dans les pays industrialisés du monde occidental: dynamisme des marchés boursiers, recul prononcé des taux d'intérêt à long terme, financement très aisé, sur une vaste échelle, de prises de contrôle de sociétés, effervescence générale des marchés financiers et surabondance de fonds permettant aux emprunteurs internationaux qui bénéficient d'un bon crédit de se financer sans problèmes. Si les autorités envisageaient de procéder à un nouvel assouplissement discrétionnaire des politiques monétaires, il leur faudrait donc tenir compte du risque de laisser se constituer à terme un potentiel inflationniste. Cela pourrait compromettre les possibilités de croissance durable et un nouveau recul graduel mais prolongé des taux d'intérêt. Le meilleur moyen d'atteindre ces objectifs est de maintenir l'économie sur un sentier de croissance modérée mais régulière.

A. LAMFALUSSY
Directeur Général

BILAN ET COMPTE DE PROFITS ET PERTES
AU 31 MARS 1986

ACTIF

BILAN AU
(Avant et après répartition)

	<u>Francs or</u>
Or	5.071.339.196
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	10.349.300
Bons du Trésor	919.176.628
Dépôts à terme et avances	
Or	
A 3 mois au maximum	80.815.401
Monnaies	
A 3 mois au maximum	16.036.416.497
A plus de 3 mois	<u>1.922.230.605</u>
	18.039.462.503
Titres à terme	
A 3 mois au maximum	1.341.545.083
A plus de 3 mois	<u>1.164.758.744</u>
	2.506.303.807
Divers	11.814.640
Terrain, immeubles et installations	<u>1</u>
	<u>26.558.446.075</u>
<p>Note 1: Le franc or équivaut à 0,290 322 58... gramme d'or fin - Article 4 des Statuts. Les éléments d'actif et de passif en dollars EU sont convertis au cours de \$EU 208 l'once d'or fin (équivalant à 1 franc or = \$EU 1,941 49...) et tous les autres éléments en monnaies sur la base des cours du marché par rapport au dollar EU.</p> <p>Note 2: Au 31 mars 1986, l'or à livrer contre monnaies au titre des opérations à terme s'élevait à 54.494.512 francs or.</p>	

31 MARS 1986

du bénéfice net de l'exercice)

PASSIF

		<u>Avant répartition</u> Francs or	<u>Après répartition</u> Francs or
Capital			
Autorisé: 600.000 actions de 2.500 francs or chacune	1.500.000.000		
Emis: 473.125 actions	<u>1.182.812.500</u>		
libérées de 25%		296.703.125	296.703.125
Réserves			
Fonds de réserve légale	30.070.313		30.070.313
Fonds de réserve générale	499.552.793		523.952.793
Fonds spécial de réserve de dividendes	21.530.055		21.530.055
Fonds de réserve libre	<u>296.330.236</u>		<u>332.930.236</u>
		847.483.397	908.483.397
Dépôts (or)			
Banques centrales			
A vue	4.399.310.101		
A 3 mois au maximum	9.603.969		
Autres déposants			
A vue	<u>26.607.280</u>		
		4.435.521.350	4.435.521.350
Dépôts (monnaies)			
Banques centrales			
A vue	907.301.172		
A 3 mois au maximum	17.806.532.730		
A plus de 3 mois	712.810.764		
Autres déposants			
A vue	17.107.405		
A 3 mois au maximum	<u>803.990.115</u>		
		20.247.742.186	20.247.742.186
Divers		651.824.211	651.824.211
Compte de profits et pertes		80.171.806	—
<i>Dividende payable le 1er juillet 1986</i>		—	19.171.806
		<u>26.558.446.075</u>	<u>26.558.446.075</u>

RAPPORT DES COMMISSAIRES-VÉRIFICATEURS AU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET A L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE DE LA BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX, BÂLE

A notre avis, le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que les notes y relatives, donnent, sur la base décrite dans la note 1, une présentation sincère et régulière de l'état des affaires de la Banque au 31 mars 1986 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date. Nous avons obtenu toutes les informations et toutes les explications que nous avons demandées. La Banque a tenu ses livres d'une manière appropriée; le bilan et le compte de profits et pertes concordent avec les livres et avec les informations et les explications qui nous ont été données.

Zurich, le 9 mai 1986

PRICE WATERHOUSE & CO

COMPTE DE PROFITS ET PERTES pour l'exercice social clos le 31 mars 1986

	<u>Francs or</u>
Revenu net provenant des intérêts et autres ressources	99.368.136
 Moins: Frais d'administration:	
Conseil d'administration	227.637
Direction et personnel	13.013.979
Frais de bureau et divers	<u>4.407.555</u>
17.649.171	17.649.171
Excédent net d'exploitation	81.718.965
 Moins: Montant transféré à la Provision pour frais d'administration exceptionnels	
1.547.159	<u>1.547.159</u>
Bénéfice net de l'exercice social clos le 31 mars 1986	80.171.806
 Le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale ordinaire de répartir le bénéfice net comme suit, en application de l'article 51 des Statuts:	
Dividende: 155 francs suisses par action sur 473.125 actions	19.171.806
	<u>61.000.000</u>
Transfert au Fonds de réserve générale	24.400.000
	<u>36.600.000</u>
Transfert au Fonds de réserve libre	36.600.000
	<u>36.600.000</u>
	—
	<u><u> </u></u>

ÉVOLUTION DES RÉSERVES DE LA BANQUE au cours de l'exercice social clos le 31 mars 1986

en francs or

I. Evolution des Fonds de réserve par suite des affectations au titre de l'exercice 1985-86

	<u>Fonds de réserve légale</u>	<u>Fonds de réserve générale</u>	<u>Fonds spécial de réserve de dividendes</u>	<u>Fonds de réserve libre</u>
Soldes au 1er avril 1985, après répartition du bénéfice net de l'exercice 1984-85	30.070.313	499.552.793	21.530.055	296.330.236
A ajouter: Affectations au titre de l'exercice 1985-86 ...	—	24.400.000	—	36.600.000
Soldes au 31 mars 1986 tels qu'ils apparaissent au bilan	<u>30.070.313</u>	<u>523.952.793</u>	<u>21.530.055</u>	<u>332.930.236</u>

II. Capital libéré et Fonds de réserve au 31 mars 1986 (après répartition) représentés par des

	<u>Capital libéré</u>	<u>Réserves</u>	<u>Total</u>
Avoir nets en			
Or	295.703.125	366.435.610	662.138.735
Monnaies	—	542.047.787	542.047.787
	<u>295.703.125</u>	<u>908.483.397</u>	<u>1.204.186.522</u>

CONSEIL D'ADMINISTRATION

Jean Godeaux, Bruxelles

Président du Conseil d'administration,
Président de la Banque

The Rt.Hon. Lord Richardson of Duntisbourne, Londres

Vice-Président

Prof. Paolo Baffi, Rome
Michel Camdessus, Paris
Dr Carlo Azeglio Ciampi, Rome
Bernard Clappier, Paris
Bengt Dennis, Stockholm
Dr W. F. Duisenberg, Amsterdam
Pierre Languetin, Zurich
Robert Leigh-Pemberton, Londres
Karl Otto Pöhl, Francfort-sur-le-Main
Dr Johann Schöllhorn, Kiel
Baron de Strycker, Bruxelles

Suppléants

Dr Lamberto Dini, Rome, ou
Dr Rainer Maserà, Rome
Dr Leonhard Gleske, Francfort-sur-le-Main
Georges Janson, Bruxelles
A.D. Loehnis, Londres, ou
J.E.W. Kirby, Londres
Jacques Waitzenegger, Paris, ou
Francis Cappanera, Paris

DIRECTION

Alexandre Lamfalussy	Directeur Général
R.T.P. Hall	Directeur Général Adjoint
Dr Giampietro Morelli	Secrétaire Général, Chef de Département
Rémi Gros	Chef du Département Bancaire
Dr Horst Bockelmann	Conseiller Economique, Chef du Département Monétaire et Economique
Prof. Dr F-E. Klein	Conseiller Juridique, Directeur
M.G. Dealtry	Chef Adjoint du Département Monétaire et Economique, Directeur
Marten de Boer	Directeur

Robert Chaptinel	Directeur Suppléant
André Bascoul	Directeur Adjoint
Paul A. Hauser	Directeur Adjoint
Joachim Mix	Directeur Adjoint
Dr H.W. Mayer	Directeur Adjoint
Jean Vallet	Directeur Adjoint
Kevin J. Kearney	Directeur Adjoint
Dr Kurt Spinnler	Directeur Adjoint
Dr Joseph R. Bisignano	Directeur Adjoint
Dr Gunter Baer	Directeur Adjoint