

# **BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX**

## **CINQUANTE-SEPTIÈME RAPPORT ANNUEL**

**1<sup>ER</sup> AVRIL 1986 – 31 MARS 1987**

**BÂLE**

**15 juin 1987**

# TABLE DES MATIÈRES

	Page
Introduction . . . . .	1
I. Des perspectives moins favorables que l'an dernier . . . . .	3
II. Economie réelle et ajustement externe . . . . .	10
Faits saillants (p. 10); un contexte favorable (p. 11); le résultat: aperçu général (p. 15); analyse du résultat: demande et production (p. 16); <i>répartition des gains de revenus, propension à la dépense globale et composition de la demande interne</i> (p. 18), <i>résumé</i> (p. 23); analyse du résultat: inflation interne, capacités de production et marché du travail (p. 23); <i>investissement et stock de capital</i> (p. 24), <i>évolution sur le marché du travail: emploi et chômage</i> (p. 26), <i>flexibilité des salaires nominaux et réels</i> (p. 29); ajustement externe réel (p. 32); déséquilibre, ajustement et action des autorités (p. 35).	
III. Echanges et paiements internationaux . . . . .	40
Faits saillants (p. 40); commerce mondial (p. 41); déséquilibres extérieurs records dans les trois plus grands pays industriels (p. 45): <i>Etats-Unis</i> (p. 45), <i>Japon</i> (p. 51), <i>Allemagne</i> (p. 54), <i>origine des résultats modestes de l'ajustement extérieur dans les trois plus grands pays industriels</i> (p. 57); évolution des balances des paiements dans les autres pays du Groupe des Dix (p. 58); évolution des balances des paiements dans les autres groupes de pays (p. 62): <i>pays industriels extérieurs au Groupe des Dix</i> (p. 62), <i>Europe de l'Est</i> (p. 63), <i>pays en développement</i> (p. 64); écart statistique de la balance mondiale des paiements courants (p. 69).	
IV. Evolution sur les marchés nationaux des capitaux . . . . .	71
Faits saillants (p. 71); taux d'intérêt (p. 72); les marchés boursiers (p. 76); tendances des flux de financement (p. 79): <i>soldes financiers des agents économiques</i> (p. 79), <i>les marchés financiers</i> (p. 81), <i>plus-values boursières et épargne des ménages</i> (p. 84); croissance de l'endettement des agents économiques (p. 85): <i>dette publique: politiques et perspectives</i> (p. 85), <i>l'accroissement de l'endettement privé: un sujet de préoccupation?</i> (p. 88); évolution récente en matière de libéralisation financière, analyse des avantages et des coûts et réactions sur le plan de la réglementation (p. 92): <i>évolution récente sur les marchés des capitaux: libéralisation et innovation</i> (p. 92), <i>libéralisation des marchés financiers: avantages et coûts</i> (p. 97), <i>la réaction sur le plan de la réglementation</i> (p. 100).	
V. Marchés internationaux des capitaux . . . . .	103
Faits saillants (p. 103); vue d'ensemble (p. 104); le secteur bancaire international (p. 110): <i>évolution des agrégats globaux</i> (p. 110), <i>origines et emplois des fonds bancaires internationaux</i> (p. 111), <i>évolution des opérations des banques déclarantes avec les pays extérieurs à leur zone</i> (p. 113), <i>évolution dans les divers centres</i> (p. 117), <i>structure par nationalité de l'activité bancaire internationale</i> (p. 119), <i>composition par monnaie de l'activité bancaire internationale et croissance du marché de l'Ecu</i> (p. 120), <i>marché des prêts consortiaux</i> (p. 122); les marchés internationaux de titres (p. 123): <i>le secteur à court terme</i> (p. 123), <i>le secteur à long terme</i> (p. 125); la situation de l'endettement (p. 130).	

## VI. Politique monétaire et contraintes extérieures . . . . . 139

Faits saillants (p. 139); la politique monétaire fondée sur des objectifs quantitatifs (p. 140): *objectifs monétaires et résultats obtenus en 1986* (p. 140), *évolution de la vitesse-revenu et rôle des taux d'intérêt* (p. 146), *croissance de la monnaie et du crédit et flux internationaux de capitaux* (p. 150); la politique monétaire face à des contraintes extérieures d'intensité variable: *gestion des taux de change flottants* (p. 153): *dosage des politiques et évolution des taux de change* (p. 154), *variations des prix relatifs et normes de taux de change* (p. 155), *interaction et «coordination» des politiques monétaires* (p. 156); la politique monétaire axée explicitement sur des objectifs de taux de change (p. 159): *politique monétaire dans les pays membres du SME* (p. 160), *objectifs de taux de change effectif et conduite de la politique monétaire* (p. 162), *association d'objectifs quantitatifs et d'objectifs de taux de change* (p. 164), *politique monétaire et ouverture croissante des marchés des capitaux* (p. 165); *régulation du marché monétaire et contraintes externes* (p. 166): *modifications des instruments de politique monétaire* (p. 167), *instruments spéciaux destinés à concilier les objectifs internes et externes* (p. 168), *incidence des contraintes externes sur l'utilisation des divers instruments* (p. 170), *contraintes externes et efficacité de la politique de taux d'intérêt* (p. 171); la politique monétaire dans le contexte de la politique économique générale (p. 173).

## VII. Le système monétaire international . . . . . 174

Faits saillants (p. 174); *évolution générale des taux de change* (p. 175): *perspectives à plus long terme* (p. 183); *étude sur les marchés des changes en mars 1986* (p. 187); *évolution au sein du SME* (p. 189); *production d'or et marché de l'or* (p. 193); *réserves et liquidités internationales* (p. 197).

## VIII. Activités de la Banque . . . . . 205

Conclusion d'un Accord de siège avec le Conseil fédéral suisse (p. 205); *développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales* (p. 205); *fonctions d'Agent, de Mandataire (Trustee) et de Tiers convenu* (p. 208): *Mandataire (Trustee) en matière d'emprunts publics internationaux et Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté européenne du charbon et de l'acier (CECA)* (p. 208), *Agent du Fonds européen de coopération monétaire (FECOM)* (p. 208), *Agent du système de compensation de l'Ecu privé* (p. 210); *assistance financière aux banques centrales* (p. 210); *opérations du Département Bancaire* (p. 211): *passif (composition des ressources)* (p. 212), *actif (utilisation des ressources)* (p. 215), *opérations à terme sur or* (p. 217); *bénéfice net et répartition* (p. 217); *modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction* (p. 218).

## Conclusion . . . . . 220

\*                      \*

\*

Bilan et compte de profits et pertes au 31 mars 1987.

## LISTE DES TABLEAUX ET GRAPHIQUES

(Les graphiques sont indiqués par un astérisque)

Page

### Economie réelle et ajustement externe

Cours des produits de base pétroliers et non pétroliers, 1979-87*	12
Inflation dans les pays du Groupe des Dix, 1961-87*	13
Production industrielle*	14
Croissance du PNB/PIB: prévisions et résultat en 1986	15
Variations du PNB/PIB en volume et de ses composantes	16
Variations des termes de l'échange	17
Pays du Groupe des Dix: variations du revenu national réel disponible et de la dépense intérieure totale, 1971-86*	18
Evolution du revenu des facteurs et de la dépense	20
Variations du déflateur du PNB/PIB	24
Utilisation des capacités de production et investissement fixe des entreprises	25
Accroissement du stock de capital, du coefficient de capital et du coefficient d'intensité de capital	26
Chômage	27
Evolution de l'offre de main-d'œuvre	28
Evolution du chômage et des salaires	30
Solde extérieur net en % du PIB dans un certain nombre de pays, 1980-86*	33
Niveaux et taux de croissance de la demande interne dans un certain nombre de pays, 1982-86*	34
Variations du solde extérieur réel	34
Variations de la demande interne réelle	35
Part des importations dans la demande interne	36
Soldes budgétaires des administrations publiques	37
Endettement des administrations publiques et service des intérêts	38

### Echanges et paiements internationaux

Commerce mondial, 1983-86*	43
Etats-Unis: revenu net des investissements	46
Etats-Unis: facteurs de variation de la balance commerciale (estimations)	47
Etats-Unis: opérations en capital	49
Etats-Unis: opérations internationales sur titres	50
Japon: facteurs de variation de la balance commerciale (estimations)	52
Japon: mouvements de capitaux	53
Allemagne: facteurs de variation de la balance commerciale (estimations)	55
Allemagne: mouvements de capitaux	56
Soldes des paiements courants dans le monde	59
Pays du Groupe des Dix: structure des mouvements de capitaux	61
Pays en développement: facteurs de variation de la balance des paiements courants (estimations)	65
Pays en développement: financement du déficit des paiements courants, 1984-86 (estimations)	68

### Evolution sur les marchés nationaux des capitaux

Taux d'intérêt nominaux et inflation, 1984-87*	73
Corrélations entre les variations des taux des obligations d'Etat à long terme	74

	Page
Taux d'intérêt effectifs réels à court terme . . . . .	75
Ecarts de taux d'intérêt: différences entre les rendements des obligations du Trésor américain et d'autres obligations d'Etat comparables . . . . .	76
Cours des actions sur les marchés boursiers des pays du Groupe des Dix, 1980-87* . . . . .	78
Soldes financiers des agents économiques . . . . .	80
Financement des agents non financiers résidents . . . . .	81
Ménages: taux d'épargne et plus-values boursières . . . . .	84
Ratios endettement brut/PNB des agents non financiers résidents . . . . .	85
Besoins de financement des secteurs privé et public et solde extérieur des Etats-Unis et du Japon, 1975-86* . . . . .	86
Ratios endettement brut/PNB des agents économiques, 1975-86* . . . . .	89
Taux de défaillances, 1975-85* . . . . .	89

### Marchés internationaux des capitaux

Tendances des marchés internationaux des capitaux, 1982-86* . . . . .	104
Variations des avoirs extérieurs des banques déclarantes de la BRI à taux de change constants et courants, 1980-86* . . . . .	105
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 . . . . .	107
Banques déclarantes de la BRI: principales caractéristiques de l'activité internationale . . . . .	111
Origines et emplois des fonds bancaires internationaux (estimations) . . . . .	112
Flux entre les banques de la zone déclarante de la BRI et les groupes de pays exté- rieurs à la zone (estimations) . . . . .	114
Opérations des banques déclarantes avec les divers groupes de pays en développe- ment (hors OPEP) . . . . .	115
Evolution dans les divers centres bancaires . . . . .	117
Avoirs bancaires internationaux selon le pays d'origine des banques . . . . .	119
Différentes catégories d'avoirs et d'engagements bancaires internationaux selon le pays d'origine des banques . . . . .	120
Répartition par monnaie des positions extérieures des banques déclarantes . . . . .	121
Structure du marché bancaire de l'Ecu . . . . .	122
Activité sur les marchés internationaux des capitaux, par secteur de marché et par emprunteur . . . . .	124
Caractéristiques structurelles des marchés obligataires internationaux . . . . .	126
Rendements de certaines obligations internationales et taux des dépôts en eurodollars, 1984-87* . . . . .	127
Groupes d'emprunteurs sur les marchés obligataires internationaux . . . . .	129
Evolution de l'endettement international dans certains groupes de pays en développe- ment, 1980-86* . . . . .	132
Facteurs agissant sur les besoins d'emprunt de certains groupes de pays en développe- ment, 1980-86* . . . . .	133

### Politique monétaire et contraintes extérieures

Agrégats monétaires et du crédit: objectifs et taux de croissance . . . . .	142
Agrégats monétaires: objectifs et évolution, 1975-87* . . . . .	144

	Page
Vitesse-revenu de la masse monétaire et taux d'intérêt à court terme, 1980-87* . . .	147
Composantes de l'augmentation de la masse monétaire au sens large et de la liquidité totale . . . . .	148
Contreparties de la variation de la masse monétaire au sens large . . . . .	151
Taux d'intérêt officiels et taux du marché, 1985-87* . . . . .	158
Taux d'intérêt à court et à long terme dans les pays membres du SME, 1985-87* . . . . .	160
Taux d'intérêt en France et en Suède, 1985-87* . . . . .	167

## Le système monétaire international

Taux de change bilatéraux de certaines monnaies par rapport au dollar EU, 1985-87* . . . . .	176
Taux de change bilatéraux de certaines monnaies par rapport au deutsche mark, 1985-87* . . . . .	179
Taux de change effectifs de certaines monnaies, 1980-87* . . . . .	181
Taux de change bilatéraux réels de certaines monnaies par rapport au dollar EU, 1972-87* . . . . .	184
Taux de change au comptant dans le mécanisme de change du SME, 1985-87* . . .	190
Evolution des coûts et des prix dans certains pays du SME par rapport à l'Allemagne, 1983-87* . . . . .	192
Cours de l'or, 1985-87* . . . . .	194
Production d'or dans le monde (estimations) . . . . .	195
Origine et utilisation de l'or (estimations) . . . . .	196
Variations des réserves globales . . . . .	198
Composition des placements des réserves en devises . . . . .	203

## Activités de la Banque

Encours des emprunts communautaires . . . . .	209
Evolution du total du bilan au cours des cinq derniers exercices . . . . .	211
Evolution de la composition des ressources au cours des cinq derniers exercices . .	212
Fonds empruntés d'après leur origine . . . . .	213
Fonds empruntés d'après leur nature et leur durée restant à courir . . . . .	214
Répartition d'après leur nature des avoirs à vue et des autres placements . . . . .	215
Dépôts à terme et avances, titres du secteur public et autres titres à terme, d'après leur durée restant à courir . . . . .	216

## **CINQUANTE-SEPTIÈME RAPPORT ANNUEL**

soumis à  
l'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE ORDINAIRE  
de la  
BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX  
tenue à  
Bâle, le 15 juin 1987

Mesdames, Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le cinquante-septième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice commencé le 1er avril 1986 et clos le 31 mars 1987.

Après transfert de 4.133.390 francs or à la Provision pour frais d'administration exceptionnels, le bénéfice net de l'exercice s'élève à 91.081.090 francs or, contre 80.171.806 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 25.081.090 francs or au paiement d'un dividende de 155 francs suisses par action.

Le Conseil recommande, en outre, de transférer 26.400.000 francs or au Fonds de réserve générale, 4.000.000 de francs or au Fonds spécial de réserve de dividendes et le reliquat du bénéfice net, soit 35.600.000 francs or, au Fonds de réserve libre.

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 1986-87 sera payable aux actionnaires le 1er juillet 1987.

## I. DES PERSPECTIVES MOINS FAVORABLES QUE L'AN DERNIER

Si l'on procède à un tour d'horizon de l'évolution économique mondiale durant l'année écoulée, force est de reconnaître que la tâche qui attend les responsables de la politique économique apparaît, à certains égards, plus rude actuellement qu'elle ne l'était douze mois auparavant. Cette constatation s'applique aux deux grands domaines de préoccupation que sont encore les déséquilibres extérieurs dans le monde industriel et la situation de l'endettement international. Les principaux pays industriels — qui ont marqué leur accord sur l'analyse globale des problèmes, sur le principe d'une amélioration de la coordination des politiques et sur le caractère souhaitable de la stabilité des cours de change — se trouvent à présent placés devant trois réalités peu réjouissantes: l'augmentation des risques de conflits commerciaux liée à la persistance de déséquilibres considérables des balances des paiements; le ralentissement de la croissance économique dans les pays excédentaires à la suite des réalignements de taux de change de ces deux dernières années; et le fait qu'il est plus difficile de stabiliser que de modifier les taux de change au moyen d'interventions sur le marché des changes tant que les marchés n'ont pas pu constater que les données fondamentales de l'économie évoluent nettement dans la bonne direction. S'agissant de l'autre problème majeur, les balances des paiements d'un certain nombre de pays lourdement endettés se sont détériorées, sous l'effet de facteurs externes ou d'erreurs de gestion dans la politique économique interne. En outre, des signes de lassitude à l'égard de la stratégie actuelle en matière d'endettement ont commencé à se manifester dans quelques pays débiteurs et dans certaines parties de la communauté bancaire internationale.

Face à ces domaines de préoccupation, le tableau d'ensemble de l'économie mondiale présente évidemment des éléments plus encourageants. Certains d'entre eux, toutefois, sont précisément ceux qui étaient déjà en évidence il y a un an et sur lesquels se fondaient les espoirs d'améliorations, c'est-à-dire les niveaux peu élevés de l'inflation, des taux d'intérêt nominaux et des prix pétroliers. Malheureusement, ils n'ont pas apporté à la croissance économique le soutien que la plupart des observateurs avaient cru pouvoir annoncer en toute confiance. Si, initialement, ce contretemps a paru imputable à des délais de réaction supérieurs aux prévisions, on a plutôt l'impression aujourd'hui que l'incidence positive nette que ces facteurs ont pu exercer a été largement compensée par les effets, plus défavorables que prévu, des amples modifications des taux de change.

Ces deux explications présentent une caractéristique commune, mise en relief une nouvelle fois en 1986 et qui, rétrospectivement, peut paraître assez évidente: lorsque des évolutions rapides et importantes exercent des effets néfastes sur certains et une incidence favorable sur d'autres, les réactions qu'elles provoquent interviennent presque toujours plus rapidement dans le premier cas que dans le second. Cette différence peut être simplement due au fait qu'il faut moins de temps pour prendre une décision négative qu'une décision

positive. Annuler ou différer, par exemple, un programme d'investissements peut demander moins d'une semaine et avoir des conséquences immédiates; en revanche, la décision d'entreprendre un programme d'investissements peut exiger plusieurs mois, et un délai encore plus long sera nécessaire avant que cette mesure ne commence à porter ses fruits, d'abord au niveau des commandes, puis de la production. Mais des facteurs d'ordre psychologique accentuent encore ce clivage: en effet, si les incidences défavorables affectent rapidement les anticipations, les agents économiques ne croient généralement pas à leur chance et veulent s'assurer qu'une évolution positive est durable avant de modifier leur comportement en conséquence. A cet égard, les chocs extérieurs fréquents survenus au cours des quinze dernières années ont contribué à renforcer cet attentisme.

La chute des prix du pétrole en 1986 a constitué l'un de ces développements, dont les conséquences ont été néfastes pour certains et favorables pour d'autres. La réaction des producteurs de pétrole à la diminution de leurs recettes a été nette et rapide; celle des consommateurs à l'accroissement de leur revenu réel a été tardive et moins tranchée. La réduction des importations des pays en développement producteurs de pétrole a joué un rôle essentiel dans les résultats économiques obtenus en 1986 et au cours des mois suivants. Il en a été de même de l'annulation généralisée de plans d'investissements dans les pays industriels producteurs de pétrole. L'autre développement important de cette nature a eu pour cadre, bien entendu, le marché des changes — avec, d'une part, des répercussions négatives sur les exportateurs des pays dont la monnaie s'est appréciée et, d'autre part, des avantages pour les exportateurs des pays dont la monnaie s'est dépréciée. Alors que les commandes de produits d'exportation et même les volumes exportés ont enregistré une progression aux Etats-Unis du fait de la dépréciation du dollar, on n'a guère constaté pour l'instant de réaction notable des investissements productifs face à cette reprise. Dans le passé, l'*appréciation* de la monnaie a souvent été considérée comme un stimulant incitant les exportateurs à donner le meilleur d'eux-mêmes, l'accroissement des dépenses d'investissement constituant le moyen le plus indiqué pour améliorer l'efficacité et pouvoir ainsi faire face à la diminution des bénéfices et défendre les parts de marché. Lorsque le dollar était à son apogée, les marges bénéficiaires des exportateurs vers les Etats-Unis étaient certainement plus que confortables dans la plupart des cas, de sorte qu'elles ont pu supporter assez facilement une part notable de l'ajustement des taux de change. Mais c'est évidemment une question de mesure. Vers le milieu de 1986, au Japon tout d'abord puis, assez rapidement, en Allemagne ainsi que dans d'autres pays européens, les industries d'exportation ont commencé à réduire de manière considérable leurs dépenses d'équipement. L'équilibre a alors été modifié et, malgré la vigueur de la consommation privée, la demande interne est sans doute tout juste parvenue à compenser la forte baisse de la demande externe. Les perspectives de croissance des pays dont la monnaie s'est appréciée se sont ainsi trouvées compromises.

Pour de nombreux observateurs, les perspectives de croissance des pays excédentaires apparaissent préoccupantes, tant en raison de leurs liens apparents avec les problèmes existant dans d'autres parties de l'économie mondiale que vis-à-vis de l'avenir même de cette croissance. On est amené à se demander, par exemple, comment les Etats-Unis peuvent espérer ramener leur déficit des

paiements courants à des proportions supportables si la croissance n'atteint pas au minimum 2½ à 3% dans les pays excédentaires et si celle de la demande intérieure n'y est pas encore plus forte. Comment la demande globale dans l'économie mondiale peut-elle être soutenue au moment où un resserrement de la politique budgétaire est opéré aux Etats-Unis? Comment s'opposer à de nouvelles tendances protectionnistes sans une réduction du déficit des paiements des Etats-Unis et des excédents correspondants de leurs partenaires? Comment les pays débiteurs peuvent-ils envisager d'exporter suffisamment pour assurer le service de leur dette si la croissance est insuffisante dans les pays industrialisés? On ne peut que se réjouir, à cet égard, de la prise de conscience accrue, ces dernières années, de l'existence de liens internationaux de cette nature. Dans le même temps, il conviendrait de ne pas perdre de vue le fait que les résultats économiques d'un pays relèvent d'abord et avant tout de sa propre responsabilité; leurs répercussions sur les autres pays ne sauraient constituer qu'un aspect additionnel important. Tenter d'imposer de l'extérieur des priorités de politique économique à un pays ne peut être qu'une source d'irritation et de tensions.

La détérioration actuelle des perspectives de croissance dans les principaux pays excédentaires n'apparaît toutefois pas moins préoccupante si on la considère sous l'angle interne. Les problèmes observés sur les marchés du travail des pays européens avaient commencé, enfin, à s'atténuer grâce à l'amélioration notable de la situation de l'emploi, et ce malgré une diminution moins sensible du chômage, due au fait que la population active continuait à s'accroître sous l'effet de nouvelles arrivées et de quelques retours sur le marché du travail. Si cette évolution favorable de l'emploi paraît s'être poursuivie jusqu'à une période assez récente, on voit mal, cependant, comment elle pourrait résister à un ralentissement prononcé de la croissance économique. Il convient d'ajouter que le chômage est maintenant devenu un problème important au Japon, pour la première fois depuis la seconde guerre mondiale.

La situation actuelle ne peut donc que relancer la discussion sur le rôle de la régulation de la demande. S'il est vrai que la situation de l'offre s'est sensiblement améliorée au cours des dernières années et que les difficultés actuelles sont dues essentiellement à des facteurs extérieurs, il se peut cependant que certains arguments traditionnels utilisés à l'encontre de la stimulation de la demande ne soient plus valables. De toute évidence, le réglage fin ne trouvera guère de partisans puisqu'il ne permet pas d'obtenir des résultats rapides. Toutefois, l'idée du recours à la politique budgétaire pour soutenir la croissance économique semble gagner du terrain. Ainsi, l'impact de la réduction de la fiscalité prévue en Allemagne pour 1988, pour ne citer qu'un seul exemple, sera renforcé par l'application anticipée d'allègements nets au bénéfice des contribuables, dans le cadre de la vaste réforme fiscale envisagée pour 1990. Au Japon, un important programme de relance budgétaire destiné à stimuler la demande interne continue à faire l'objet de discussions au sein du parti actuellement au pouvoir. Dans le passé, l'un des problèmes posés dans certains pays par la politique budgétaire venait de la tendance à y recourir de façon permanente, sans faire preuve cependant d'une détermination suffisante lorsque les circonstances l'exigeaient vraiment. L'un des buts de l'assainissement des finances publiques, et l'un des meilleurs arguments en sa faveur, était de restaurer l'efficacité des instruments de la politique budgétaire. En toute logique, il conviendrait de ne

l'utiliser que lorsque le besoin s'en fait sentir, et il pourrait prochainement s'avérer que tel est le cas.

Il ne semble guère possible de soutenir la demande globale par le biais de la politique monétaire, qui risquerait alors d'être sollicitée de manière excessive. Depuis longtemps, la croissance monétaire atteint pratiquement partout des rythmes élevés par rapport à ses niveaux antérieurs. Dans certains pays tout au moins, les marchés des capitaux ont réagi rapidement, et parfois violemment, à cette situation. Sur les marchés des biens, des délais de réaction «longs et variables» ont été trop souvent constatés pour ne pas exclure d'emblée les risques de périodes prolongées de forte expansion monétaire. Dans beaucoup de pays, les agrégats monétaires ne sont plus utilisés comme guides de la politique monétaire, du fait en partie des distorsions produites par l'innovation financière et à cause également de l'instabilité des fonctions de demande de monnaie d'une manière générale. Ces questions sont examinées en détail dans le Chapitre VI. L'idée selon laquelle certaines mesures monétaires s'imposent en période d'inflation, et d'autres lorsque l'inflation est maîtrisée, n'est guère convaincante. Ces deux situations apparaissent tour à tour, et les aspects quantitatifs doivent être pris en compte, non seulement pour maîtriser l'inflation mais aussi pour en prévenir toute résurgence. Une chose est sûre: si l'on attend que les signaux d'alerte fournissent des indications claires, cette attente sera certainement trop longue. Il est certain que cela rend encore plus malaisé, pour les responsables de la politique monétaire, de trouver un bon indicateur quantitatif lorsque ceux qui étaient utilisés précédemment ne sont plus fiables.

Les taux d'intérêt, réels ou nominaux, ne peuvent pas se substituer à des indicateurs quantitatifs. Les taux du marché monétaire sont effectivement placés sous le contrôle des autorités et la seule question qui se pose à cet égard concerne la finalité de ce contrôle. Les autres taux d'intérêt, en particulier les taux à long terme, ne peuvent pas être suffisamment maîtrisés par les autorités. Un certain consensus paraît néanmoins exister sur le fait qu'une baisse des taux réels stimule la croissance et que toute action des banques centrales dans ce sens serait favorablement accueillie. La réalité de cet effet stimulant ne semble pratiquement pas faire de doute, bien que l'on manque de données empiriques pour étayer cette hypothèse. Le ralentissement de la croissance économique au cours des années soixante-dix est intervenu dans la plupart des pays en présence de taux d'intérêt réels négatifs. Le retour à une période relativement longue de croissance modérée s'est effectué alors que les taux d'intérêt réels étaient positifs et, selon le mode de calcul utilisé, relativement élevés. Comme d'habitude, les résultats ne sont pas concluants en raison des autres éléments qui n'ont été identiques ni dans le temps ni d'un pays à l'autre. La question de savoir si les banques centrales sont effectivement en mesure, en abaissant les taux nominaux à court terme placés sous leur contrôle, de maintenir les taux d'intérêt réels à des niveaux peu élevés sur une certaine période est tout autant sujette à controverses. Quelle que soit l'analyse effectuée, le rôle joué par la politique monétaire dans l'amélioration des perspectives de croissance sera modeste.

Il est peu probable qu'on parvienne rapidement, au moyen de mesures de stimulation de la demande, à compenser la contraction qu'elle a subie dans les pays excédentaires du fait des importantes modifications de taux de change de ces deux dernières années. Aux Etats-Unis, de nombreux observateurs paraissent

en conclure que le déficit commercial ne pourra être ramené à des niveaux acceptables que si le dollar continue à se déprécier par rapport au yen japonais et aux monnaies européennes. Ils ont accepté l'idée d'une nouvelle baisse substantielle de la monnaie américaine. Si le déficit commercial des Etats-Unis vis-à-vis des pays récemment industrialisés, qui ont réussi à maintenir une stabilité relative de leur cours de change par rapport au dollar EU, revêt un caractère important, il n'est toutefois pas considéré comme le cœur du problème. Le raisonnement semble être fondé sur la logique suivante: l'idée de départ est que le niveau actuel du déséquilibre des paiements courants des Etats-Unis atteint des proportions insoutenables; si, parmi les deux éventualités possibles, l'une — un écart de croissance suffisant — n'est pas réalisable parce que les pays excédentaires ne parviennent pas à stimuler suffisamment leur économie et que les Etats-Unis ne sont pas disposés à accepter une récession dans le cadre du processus d'ajustement, alors la seule possibilité qui reste réside dans une nouvelle baisse du dollar.

On pourrait toutefois parfaitement tenir le raisonnement inverse: si la dévaluation substantielle du dollar EU n'a pas encore eu d'incidence tangible sur le déficit des paiements courants des Etats-Unis, en grande partie certainement à cause des effets de la courbe en J, il faudra également beaucoup de temps avant qu'un nouvel ajustement des taux de change ne parvienne à renforcer les facteurs de rééquilibrage. Au cours de ce processus, des phénomènes de surréaction se produiront tôt ou tard jusqu'à ce que le point de rupture soit atteint et que le cycle, désormais familier, recommence depuis le début, mais cette fois dans la direction opposée et peut-être à un rythme plus rapide. Au moment de la conclusion de l'accord du Plaza, un net consensus s'était dégagé pour reconnaître que la surréaction des taux de change est préjudiciable à tout le monde, et pas uniquement aux pays dont la monnaie s'apprécie. Si les taux de change sont affectés par des distorsions, ils transmettent des signaux erronés ou accroissent encore l'incertitude, car on pense que cette situation ne peut durer. Très peu de gens prétendent connaître avec précision le moment où commence la distorsion, mais ce n'est pas cette précision qui est importante. L'essentiel est que les responsables de la politique économique américaine reconnaissent — comme cela semble être actuellement le cas — que la dépréciation du dollar EU peut aller trop loin et nécessiter une action, même si le déficit commercial et/ou celui des paiements courants n'a pas encore été ramené à un chiffre «magique». Le Chapitre III présente de manière détaillée les résultats obtenus jusqu'à présent dans l'amélioration de l'équilibre des paiements courants entre les pays industrialisés. Si ces résultats peuvent paraître minimes, ils sont cependant loin d'être négligeables et montrent en tout cas que l'ajustement des taux de change agit lentement dans la direction souhaitée.

Reste à savoir, ce qui constituait l'idée de départ du raisonnement, si l'on peut supporter encore longtemps des déficits des paiements courants américains guère inférieurs au niveau actuel. Cette question revêt d'abord un aspect politique. Si ce déficit n'est pas réduit rapidement, il est possible que le Congrès américain impose des lois à tendance nettement protectionniste. Cette menace doit être prise très au sérieux, ne serait-ce qu'à cause de son caractère tellement irrationnel. C'est une tâche difficile, pour les responsables de la politique économique, de montrer clairement que, en dehors d'une certaine satisfaction

procurée par le fait «d'avoir montré ce dont on était capable», des mesures protectionnistes ne résoudront rien, et en tout cas pas le problème du déficit des paiements courants; elles auront, qui plus est, des répercussions néfastes pour le monde entier et pour les Etats-Unis en particulier. Cette question du caractère supportable de ces déficits comporte également un autre aspect, qui concerne la possibilité de le financer pendant encore plusieurs années. Certains considéreront que les limites de ce financement ne sont pas très éloignées en se fondant sur le fait que, ces derniers temps, ce ne sont plus les investisseurs privés qui ont financé l'essentiel du déficit des paiements courants des Etats-Unis, mais les banques centrales étrangères; ces dernières sont, en effet, intervenues massivement sur le marché des changes pour tenter d'empêcher, avec un succès mitigé, une nouvelle dépréciation du dollar EU. On peut certainement redouter que, si les marchés des capitaux ne constatent pas une diminution effective du déficit des Etats-Unis, ils n'accepteront de le financer qu'au prix d'une baisse de la valeur de change du dollar ou d'une hausse des taux d'intérêt de la monnaie américaine, voire d'une combinaison de ces deux éléments. Cela étant, les autres possibilités de placement ne sont pas des plus nombreuses; en outre, il existe encore une confiance profonde, et totalement justifiée, dans l'économie des Etats-Unis et dans ses perspectives de croissance à long terme. Il semblerait que le meilleur moyen de préserver ce capital-confiance serait précisément d'empêcher une nouvelle dépréciation du dollar, afin que le redressement réel, déjà amorcé, des résultats du commerce extérieur puisse se refléter aussi rapidement que possible dans une réduction du déficit commercial.

Un dernier point mérite d'être souligné dans ce contexte, même s'il ne doit guère rencontrer d'écho auprès de ceux qui croient connaître tous les éléments qui déterminent l'ampleur des futurs soldes des paiements courants: si l'on considère les fluctuations erratiques de ces soldes au cours de ces huit dernières années environ, il paraît très difficile d'accepter l'idée que leur structure actuelle puisse rester en grande partie inchangée pendant plusieurs années encore. Dans le passé, d'autres dilemmes se sont déjà résolus d'eux-mêmes plus rapidement qu'on n'aurait alors osé l'imaginer, tels que la «pénurie de dollars» du début des années cinquante. Si l'exactitude des prévisions à court terme laisse beaucoup à désirer, la prévision à moyen et à long terme n'en demeure pas moins une entreprise encore plus hasardeuse. Sans vouloir faire intervenir dans le débat un «*deus ex machina*», il est bon de rappeler simplement qu'il n'est pas rare que les circonstances se modifient de manière plus fondamentale qu'on ne pouvait raisonnablement le prévoir.

L'accord du Louvre traduit le consensus des principaux gouvernements sur l'opportunité de s'opposer à de nouveaux mouvements des taux de change, mais cet accord est trop récent pour garantir que ces gouvernements partagent également les mêmes points de vue au sujet des mesures à adopter pour préserver la structure actuelle des taux de change. L'initiative prise lors du sommet de Tokyo en faveur d'une meilleure coordination des politiques économiques, et qui reprenait les éléments déjà contenus dans l'accord du Plaza, en est toujours au stade de la mise en application. S'il paraît raisonnable de créer un nouveau cadre pour favoriser la coordination des politiques économiques dans une perspective à moyen et à long terme, chacun se montre toutefois hésitant lorsqu'il s'agit de prendre des engagements dont les implications sont difficiles à

prévoir. En l'absence d'un tel cadre, il est cependant à craindre que cette coordination demeure essentiellement un exercice à court terme, dans des situations d'extrême urgence, fondé sur un modèle très simplifié de l'interaction entre les économies concernées ou, pire encore, sur différents modèles conçus par différents gouvernements. Il importe à présent au plus haut point que les pays excédentaires réagissent au défi constitué par les répercussions, décrites précédemment, qu'exerce la baisse brutale de la demande d'exportations sur l'investissement interne. S'ils se montrent à la hauteur de cette tâche, il est possible que les pays industrialisés parviennent à rapprocher leurs points de vue, plus qu'ils ne l'ont peut-être jamais fait depuis le début des années soixante, sur le rôle que peut et devrait avoir la politique économique.

S'il est une question à laquelle doivent instamment répondre en 1987 les responsables de la politique économique, c'est encore une fois celle de la situation de l'endettement, domaine dans lequel des revers ont été enregistrés pour diverses raisons en 1986. L'impression qui prévaut généralement est que l'approche actuelle du cas par cas doit être encore renforcée et approfondie. Il apparaît clairement qu'un certain nombre de banques commerciales ne sont plus disposées à jouer le rôle qui leur avait été attribué dans le cadre de cette stratégie, et diverses solutions ont déjà été envisagées pour permettre dans certains cas aux institutions plus petites de se retirer. Certains pays endettés ont accompli de sérieux efforts pour améliorer la structure de leurs économies, et la quasi-totalité d'entre eux sont conscients de l'ampleur de la tâche qui les attend, notamment pour accroître l'efficacité du secteur productif, éliminer les distorsions dans la structure des prix et réformer la fiscalité. Aucune stratégie en matière d'endettement n'a de chances de succès si elle ne s'appuie pas sur une action énergique et tenace de la part des pays débiteurs. Cette action ne leur permettra pas toutefois de surmonter leurs difficultés actuelles si l'environnement économique extérieur n'est pas suffisamment favorable et s'ils ne disposent pas de financements externes adéquats, évitant de préférence de privilégier des formules qui augmentent le poids de leur endettement.

Toutes ces questions et beaucoup d'autres points sont traités dans le cadre du présent Rapport, dont la structure est identique à celle de l'an dernier. Les six chapitres suivants sont consacrés tour à tour à l'évolution de l'économie réelle, aux marchés des capitaux et à la politique monétaire. Chacun de ces domaines est d'abord analysé sous l'angle de la situation interne, puis à l'échelle internationale. L'examen du problème essentiel est ensuite repris et complété par des conclusions dans le dernier chapitre de ce Rapport.

## II. ÉCONOMIE RÉELLE ET AJUSTEMENT EXTERNE

### Faits saillants

L'évolution de l'économie mondiale en 1986 n'a pas été conforme aux anticipations. L'accroissement de la production dans les pays du Groupe des Dix est revenu de 3% en 1985 à 2½% environ en 1986, et ce mouvement de contraction semble s'être poursuivi cette année. Le chômage s'est maintenu à un niveau élevé — quelque 7¼% en moyenne.

Ce résultat décevant de la croissance globale est surprenant, compte tenu de la série d'événements favorables qui auraient dû renforcer la demande et l'offre globales. Il s'agit, en particulier, de la baisse des prix pétroliers, des progrès remarquables accomplis sur le front de l'inflation et de l'amélioration considérable des termes de l'échange dans plusieurs pays. Le ralentissement de la hausse des prix à la consommation, ramenée à 1¼% en décembre pour le Groupe des Dix, constitue un événement particulièrement réjouissant. Il reste à voir, cependant, si l'évolution des prix peut demeurer aussi favorable.

La croissance de la production moins rapide que prévu dans les pays du Groupe des Dix semble être due à l'action immédiate de trois facteurs. Tout d'abord, les pays importateurs de pétrole ont mollement réagi aux gains de revenus réels procurés par l'amélioration des termes de l'échange. Ensuite, les exportateurs de pétrole ont adapté assez rapidement leur comportement à la compression de leurs recettes d'exportations, tandis que dans les autres pays en développement la demande d'importations était relativement déprimée. Aux Etats-Unis, le recul des prix pétroliers a contribué à la diminution sensible des dépenses d'investissement des entreprises. Enfin, dans les pays bénéficiant d'un excédent des paiements courants, l'appréciation du taux de change a entraîné une contraction de la demande étrangère et, partant, une réduction des dépenses d'équipement.

Les premiers signes montrant l'impérieuse nécessité d'un ajustement international sont également apparus l'an passé. Par suite de la forte baisse du dollar EU à l'égard des monnaies de la plupart des grands pays industriels, le volume des échanges a commencé à s'orienter dans la direction souhaitée. Là aussi, on ne peut toutefois s'empêcher d'éprouver quelque déception devant la lenteur avec laquelle les ajustements de taux de change modifient les positions commerciales internationales.

Dans ces conditions, et compte tenu en particulier du net repli du dollar, les responsables de la politique économique se trouvent à présent placés devant des choix difficiles. La plupart des grandes puissances économiques ont généralement maintenu l'orientation à moyen terme de leurs politiques dans les domaines de la maîtrise de l'inflation, des finances publiques et de l'«ajustement structurel», mais elles doivent faire face à présent à un nombre croissant de

problèmes à court terme. Les pressions protectionnistes, les tensions sur les taux de change et le problème de l'endettement international tendent à avoir un poids de plus en plus lourd dans l'échelle des risques. Si certaines révisions temporaires des objectifs à moyen terme doivent être envisagées, il serait peut-être utile d'y procéder le plus tôt possible. L'une des raisons est que, plus la croissance restera faible, plus il sera difficile de résoudre les problèmes budgétaires à moyen terme.

Parmi les éléments plus positifs, les ajustements des déséquilibres américains du budget et des comptes extérieurs sont actuellement en cours. Ces déséquilibres ont parfois été bénéfiques pendant quelque temps aux partenaires commerciaux des Etats-Unis, en ce sens qu'ils ont stimulé la demande extérieure et leur ont permis de parfaire leur assainissement budgétaire. Si les Etats-Unis corrigent leurs déséquilibres et que les autres pays s'adaptent à la nouvelle valeur du dollar, la probabilité de parvenir à une croissance soutenue à plus long terme est alors assez grande. Dans l'immédiat, cependant, une menace se précise, qu'il convient d'écarter au moyen de politiques d'ajustement souples.

### **Un contexte favorable**

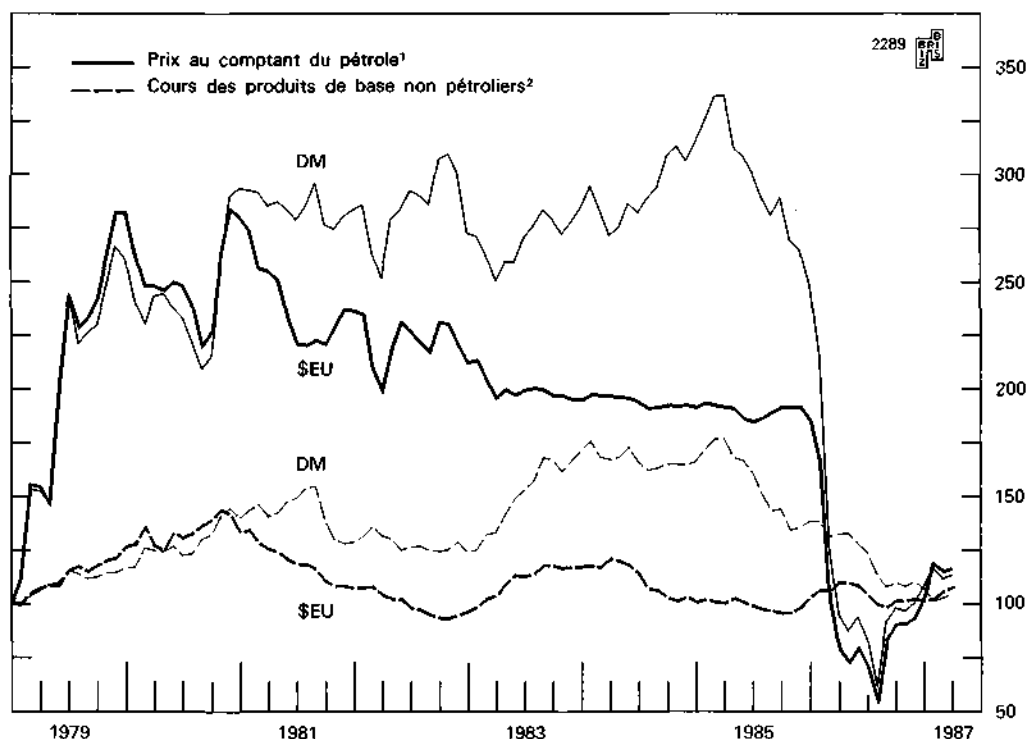
Au début de 1986, les prix du pétrole ont fortement baissé. On pouvait raisonnablement escompter que cette baisse se traduise par une accélération du rythme de croissance de la production dans les pays industriels considérés en tant que groupe, puisque les deux chocs pétroliers précédents avaient été suivis — dans le sens opposé — par une récession. Un raisonnement plus rigoureux confirmait l'intuition: une nouvelle réduction de l'inflation semblait, en particulier, de nature à améliorer les résultats économiques — peut-être directement, mais aussi indirectement, grâce au maintien des politiques monétaires visant à obtenir une expansion régulière des grandeurs nominales. On estimait, en effet, qu'une telle orientation était compatible avec un dépassement des objectifs monétaires dans plusieurs pays, d'autant plus que les marchés des changes soumettaient les pays excédentaires à des pressions tendant à orienter la politique dans la même direction. Ainsi, l'amélioration des termes de l'échange aurait dû se refléter en quasi-totalité sous la forme d'une accélération de la croissance des revenus réels disponibles des agents et secteurs économiques. On pensait, en outre — par analogie aux périodes des chocs pétroliers précédents — que la perte de pouvoir d'achat réel subie en contrepartie par les pays exportateurs de pétrole ne se traduirait pas intégralement et immédiatement par une réduction du volume des dépenses d'importations en provenance du monde industriel.

L'inflation a effectivement continué de diminuer, et ce recul a été encore plus prononcé qu'au cours de chacune des trois précédentes années de désinflation. En décembre, la hausse des prix à la consommation dans les pays du Groupe des Dix était d'environ 1¼% l'an en moyenne pondérée, contre un peu plus de 3½% en décembre 1985. Dans certains pays, on a même enregistré une baisse des prix.

L'amélioration des termes de l'échange et le recul assez sensible de l'inflation en 1986 constituent plutôt des phénomènes de courte durée. En effet,

# Cours des produits de base pétroliers et non pétroliers, 1979-87

Moyennes mensuelles, décembre 1978 = 100.



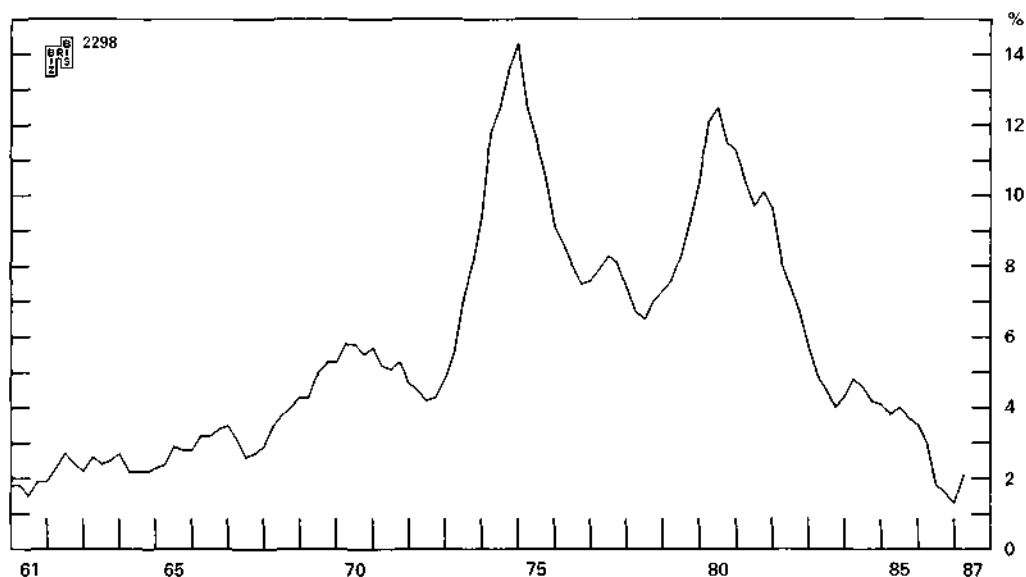
¹ Brut «Arabe léger» à Rotterdam; Arabe saoudien 34\* jusqu'en 1985; Fateh de Dubaï 32\* à partir de 1986. ² Indice de «The Economist».

dans le cas de la hausse des prix de détail, on peut s'attendre au moins à un certain retour vers des taux de hausse tendancielle des coûts internes. Force est d'ailleurs de reconnaître que le contexte favorable de l'an passé a été le résultat, pour une bonne part, de développements antérieurs. La politique macro-économique avait déjà été orientée depuis un certain nombre d'années vers la lutte anti-inflationniste – avec un engagement de plus en plus crédible des autorités de poursuivre une politique «non accommodante». De surcroît, la politique économique s'inscrivait de plus en plus dans le cadre d'une action à moyen terme de stimulation de l'offre. Ainsi, les finances publiques, lorsque leur évolution n'était pas encore totalement maîtrisée, ont été partout progressivement assainies, ce qui a conféré l'an passé à la politique monétaire une plus grande souplesse à court terme.

L'assainissement budgétaire a également ouvert des possibilités d'alléger le fardeau de la fiscalité, sous la forme, tout au moins, d'une amélioration des régimes d'imposition. La réforme fiscale revêt donc une importance croissante, notamment après l'initiative prise dans ce domaine par les Etats-Unis, laquelle tend à pousser et à inciter les autres pays à suivre cet exemple.

D'une manière plus générale, les autorités s'efforcent depuis déjà plusieurs années de rendre l'appareil économique plus souple et plus efficace. Elles ont

Inflation dans les pays du Groupe des Dix, 1961-87\*



\* Variation moyenne (en %) des prix à la consommation sur quatre trimestres. Pondérations selon les dépenses de consommation de l'année précédente évaluées aux taux de change courants.

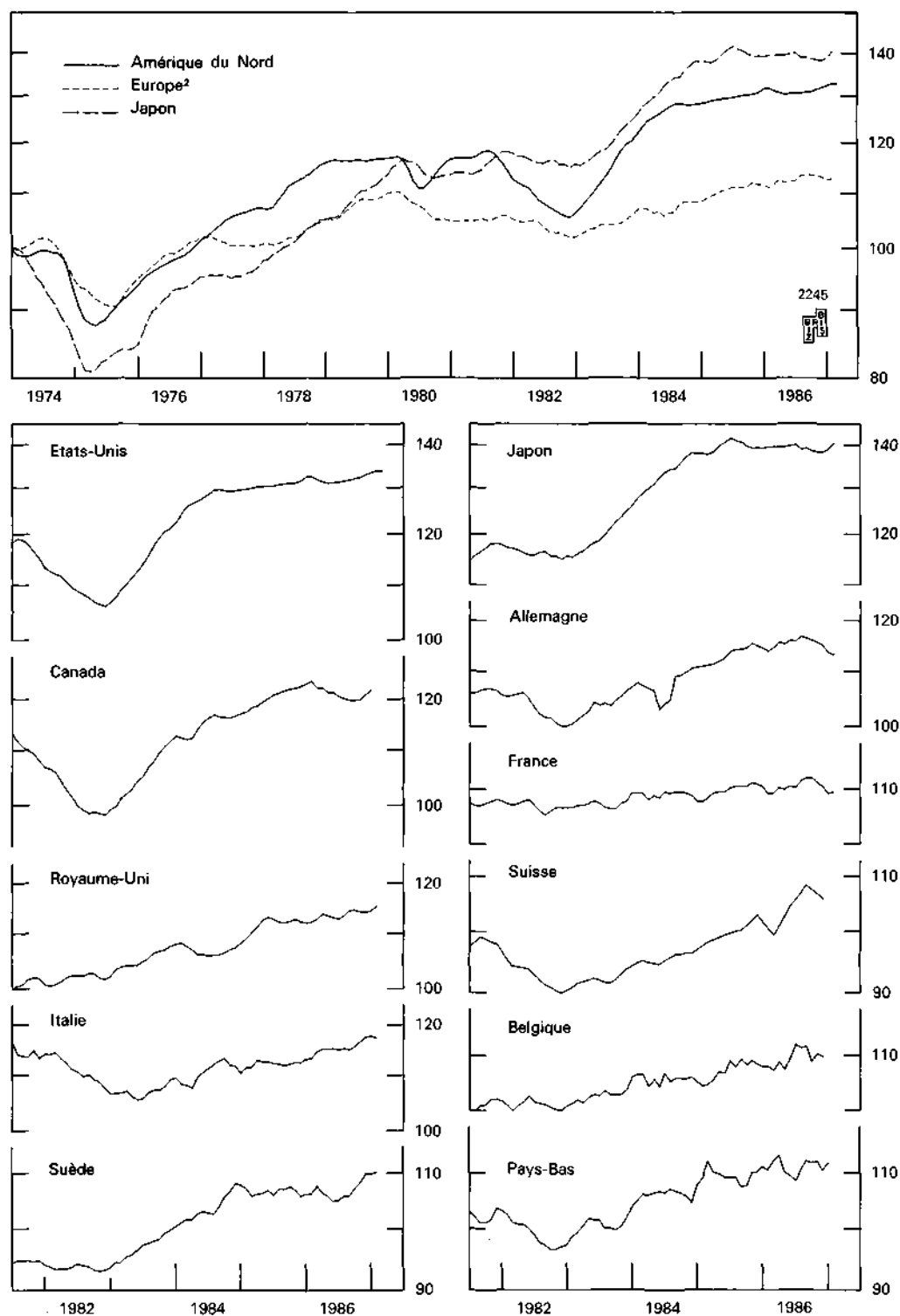
entrepris une multitude d'actions spécifiques – souvent relativement mineures au niveau d'un pays – dans le cadre général de l'«ajustement structurel», en essayant surtout d'améliorer le fonctionnement des mécanismes du marché. La déréglementation, la privatisation et l'allègement des contraintes ont figuré au premier plan de leur programme d'action.

Un développement de ces dernières années a risqué cependant de compromettre les effets bénéfiques des facteurs à court et à moyen terme mentionnés ci-dessus. Il s'agit du déséquilibre croissant des paiements internationaux, qui a fait peser des menaces de plus en plus sérieuses et a commencé à engendrer des comportements protectionnistes. Il est possible également que les chefs d'entreprise redoutent que le processus d'ajustement n'entraîne une diminution notable de la demande interne aux Etats-Unis. On constate déjà une contraction importante et générale de la formation brute de capital fixe des entreprises en 1986 (voir également pages 24 à 26 ci-après). Il est donc à craindre que les programmes d'investissements ne soient de nouveau sérieusement amputés. Si la dépréciation du dollar et l'amélioration des perspectives d'évolution budgétaire aux Etats-Unis permettent d'escompter une atténuation des déséquilibres des paiements internationaux, cette correction sera cependant plus lente qu'on ne l'avait prévu initialement et comportera des risques de tensions durables tant pour les marchés des biens que pour ceux des capitaux.

En définitive, les facteurs examinés ci-dessus semblaient devoir constituer un contexte propice à une amélioration des résultats économiques du monde industriel l'an passé. Or, comme le confirme la comparaison des prévisions avec les chiffres effectifs dans les divers pays, le résultat global est décevant. Non

# Production industrielle<sup>1</sup>

Décembre 1973 = 100.



<sup>1</sup> Moyennes mobiles trimestrielles (échelle semi-logarithmique); pour l'Amérique du Nord et l'Europe, les indices ont été pondérés selon le PIB de l'année précédente évalué aux taux de change courants. <sup>2</sup> Allemagne, Belgique, France, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède et Suisse.

seulement le taux de croissance de la production est revenu à un peu plus de 2% l'an au premier semestre, mais la reprise escomptée au second a également été anémique, et un nouveau ralentissement a été observé durant les premiers mois de 1987.

Croissance du PNB/PIB: prévisions et résultats en 1986

Pays	Prévisions nationales <sup>1</sup>	Résultats
	variations en %	
Etats-Unis . . . . .	3,4	2,5
Japon . . . . .	4,0 <sup>2</sup>	2,5
Allemagne fédérale . . . . .	2,5	2,4
France . . . . .	2,0	2,1
Royaume-Uni . . . . .	3,0	2,4
Italie . . . . .	2,5-3,0	2,7
Canada . . . . .	3,7	3,1
Belgique . . . . .	1,3	2,1
Pays-Bas . . . . .	2,0	1,6
Suède . . . . .	1,6	1,3
Suisse . . . . .	1,5	2,8
Pays du Groupe des Dix . . . . .	3,2	2,5

<sup>1</sup> Prévisions publiées fin 1985 ou début 1986, en liaison habituellement avec les projets de loi de finances. <sup>2</sup> Moyenne pour l'exercice budgétaire: avril 1986 à fin mars 1987.

## Le résultat: aperçu général

Les sections ci-après s'efforcent de déterminer les principales raisons qui expliquent l'évolution décevante de la croissance l'an passé, en examinant de manière détaillée les variations des revenus et des dépenses.

La deuxième section replace certains développements de l'an dernier dans une perspective à moyen terme, en mettant l'accent sur quelques aspects fondamentaux de l'évolution de l'offre. Les coûts salariaux nominaux n'ont pas affiché la modération qu'on aurait pu espérer compte tenu du niveau élevé du chômage et de l'incidence favorable du choc des prix extérieurs. Il en résulte que des doutes subsistent quant à la possibilité de maintenir durablement un niveau plus élevé d'expansion de la production, susceptible en particulier de réduire le chômage. Ces doutes sont renforcés, dans certains pays européens surtout, par le comportement de l'investissement à court et à moyen terme. En plus du risque potentiel d'inflation des salaires, cet élément diminue également les perspectives de réduction rapide et sensible du nombre de chômeurs.

La troisième section passe en revue les progrès réalisés l'an passé dans l'ajustement du volume global des échanges à la baisse du dollar et les variations des taux de croissance relatifs de la demande interne.

Faisant suite à cet examen détaillé de l'évolution économique l'an passé, la dernière section du chapitre s'attache à certains aspects de la politique macro-économique, en accordant une attention particulière à la politique budgétaire.

**Variations du PNB/PIB en volume et de ses composantes<sup>1</sup>**

Pays	Années	PNB/PIB en volume	Consommation		Formation brute de capital fixe			Exportations	Importations	Variation des stocks <sup>3</sup>
			secteur privé	secteur public	secteur privé		secteur public			
					investissements productifs <sup>2</sup>	logement				
en %										
Etats-Unis . . .	1983	3,6	4,7	1,1	- 1,5	42,0		- 3,8	9,6	0,6
	1984	6,4	4,7	4,0	16,9	14,3		6,2	23,2	2,0
	1985	2,7	3,5	6,8	9,3	3,9		- 2,0	3,8	- 1,4
	1986	2,5	4,1	3,5	- 1,0	9,4		2,5	10,4	- 0,1
	1986 T4	2,0	4,0	2,7	- 4,0	10,0		6,3	7,9	- 0,6
Japon . . . . .	1983	3,3	3,2	3,0	2,6	- 5,9	- 1,5	4,0	- 5,2	- 0,4
	1984	5,0	2,7	2,8	11,5	- 2,2	- 2,8	17,5	11,1	0,4
	1985	4,7	2,6	1,9	12,3	2,6	- 7,0	5,4	- 0,1	0,4
	1986	2,5	2,7	6,6	6,5	10,1	4,6	- 4,8	3,3	- 0,2
	1986 T4	2,0	2,2	17,3	3,2	17,7	6,7	- 3,7	6,4	- 1,1
Allemagne fédérale . . . .	1983	1,8	1,7	0,2	5,0	5,5	- 8,6	- 0,6	0,8	0,6
	1984	3,0	1,5	2,5	0,8	2,0	- 2,1	8,5	5,5	0,4
	1985	2,5	1,7	2,2	5,4	-10,5	- 0,4	7,3	4,7	0,1
	1986	2,4	4,2	2,5	4,6	- 1,2	6,9	- 0,5	3,2	0,0
	1986 T4	2,4	4,0	1,9		3,8 <sup>4</sup>		- 0,9	4,2	0,6
France . . . . .	1983	0,7	0,9	2,1	- 4,2	- 2,6	- 3,5	3,7	- 2,7	- 0,8
	1984	1,4	1,1	1,2	- 1,4	- 4,3	- 1,5	7,1	2,8	0,1
	1985	1,7	2,4	3,2	1,8	- 2,7	6,1	2,1	4,7	- 0,1
	1986	2,1	3,4	2,7	4,3	- 1,6	7,5	- 0,6	6,5	0,6
	1986 T4	2,3	2,8	2,9	5,5	- 1,1	7,0	- 2,2	2,8	0,5
Royaume-Uni . . .	1983	3,7	3,9	2,0	- 0,6	11,3	18,6	2,2	5,5	0,8
	1984	2,1	2,1	0,7	13,4	8,9	0,3	6,9	9,2	- 0,3
	1985	3,6	3,7	0,2	10,1	- 3,0	-14,3	5,8	3,1	0,3
	1986	2,4	4,6	1,2	- 2,6	13,2	3,9	3,0	5,8	0,0
	1986 T4	2,9	4,3	2,0	- 3,0	14,2	1,5	7,6	10,0	0,4
Italie . . . . .	1983	0,5	0,4	2,8	- 3,7	3,9		2,3	- 1,6	- 0,6
	1984	3,5	2,2	2,0	6,0	0,6		7,6	11,3	1,8
	1985	2,7	2,7	3,5	5,6	- 2,4		4,0	5,3	0,2
	1986	2,7	3,2	3,0	2,4	- 2,0		3,1	5,1	0,6
	1986 T4	2,4	2,8	3,5		1,1 <sup>4</sup>		- 4,1	- 1,4	0,4
Canada . . . . .	1983	3,1	3,0	0,8	- 7,4	15,2	- 3,6	6,4	7,8	2,1
	1984	5,5	3,6	3,1	0,6	- 0,3	4,2	17,5	16,4	1,2
	1985	4,0	5,0	1,9	4,1	12,5	2,7	5,8	7,7	0,0
	1986	3,1	4,0	1,2	- 0,8	13,1	- 4,5	3,1	5,1	0,4
	1986 T4	1,6	3,2	0,7	- 3,6	8,1	- 6,1	3,3	3,2	- 0,6
Pays du Groupe des Dix <sup>5</sup> . . . .	1983	2,8	3,3	1,4	- 0,5	15,3		1,1	2,6	0,3
	1984	4,9	3,2	2,9	8,7	5,4		8,9	12,0	1,1
	1985	3,0	3,0	4,6	6,7	1,5		3,2	3,8	- 0,6
	1986	2,5	3,7	3,3	1,9	7,5		0,9	6,4	0,0
	1986 T4 <sup>6</sup>	2,1	3,5	3,9		2,2 <sup>4</sup>		1,7	5,7	- 0,4

<sup>1</sup> Les chiffres de 1986 sont encore provisoires; ceux de 1986 T4 se réfèrent aux variations sur quatre trimestres.  
<sup>2</sup> Investissement public compris pour l'Italie et pour l'ensemble des pays du Groupe des Dix. <sup>3</sup> En pourcentage du PNB/PIB de l'année précédente. <sup>4</sup> Montant total de l'investissement fixe. <sup>5</sup> Pondérations selon les dépenses de l'année précédente évaluées aux taux de change courants. <sup>6</sup> Pays du Groupe des Sept uniquement.

### Analyse du résultat: demande et production

Après avoir atteint le niveau record de 4¾% en 1984, l'expansion moyenne de la production dans les pays du Groupe des Dix est revenue à 3% en 1985 et à 2½% l'an passé. Le chiffre du quatrième trimestre comparé à la même période de 1985 apparaît encore plus faible.

Variations des termes de l'échange<sup>1</sup>

Pays	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
	en %							
Etats-Unis . . . . .	- 4,0	-11,5	2,1	4,2	3,9	2,3	0,7	2,1
Japon . . . . .	-13,6	-21,0	0,2	- 0,6	- 1,1	0,4	1,8	26,6
Allemagne fédérale . . . .	- 2,7	- 5,1	- 5,0	1,1	1,1	- 1,2	0,5	10,6
France . . . . .	- 0,1	- 3,9	- 2,3	4,7	1,3	- 0,5	2,4	9,8
Royaume-Uni . . . . .	2,6	4,8	0,8	0,0	- 0,2	- 2,0	1,5	- 3,6
Italie . . . . .	- 1,0	- 3,5	- 5,9	2,3	3,7	- 0,5	0,9	14,1
Canada . . . . .	6,7	6,6	1,3	- 2,0	- 0,3	- 1,3	- 1,8	- 3,3
Belgique . . . . .	0,2	- 4,0	- 3,8	0,0	0,2	- 0,2	0,7	4,7
Pays-Bas . . . . .	- 2,4	- 1,9	- 0,3	2,6	- 0,5	0,3	0,5	1,7
Suède . . . . .	- 1,5	- 2,0	- 2,1	- 2,1	- 1,1	1,9	1,5	6,9
Suisse . . . . .	- 4,4	- 5,6	0,8	4,3	2,0	0,0	- 1,1	6,1
Pays du Groupe des Dix <sup>2</sup>	- 4,1	- 8,7	- 0,3	2,4	1,9	0,8	0,9	7,3

<sup>1</sup> Biens et services.    <sup>2</sup> Pondérations selon le PIB de l'année précédente évalué aux taux de change courants.

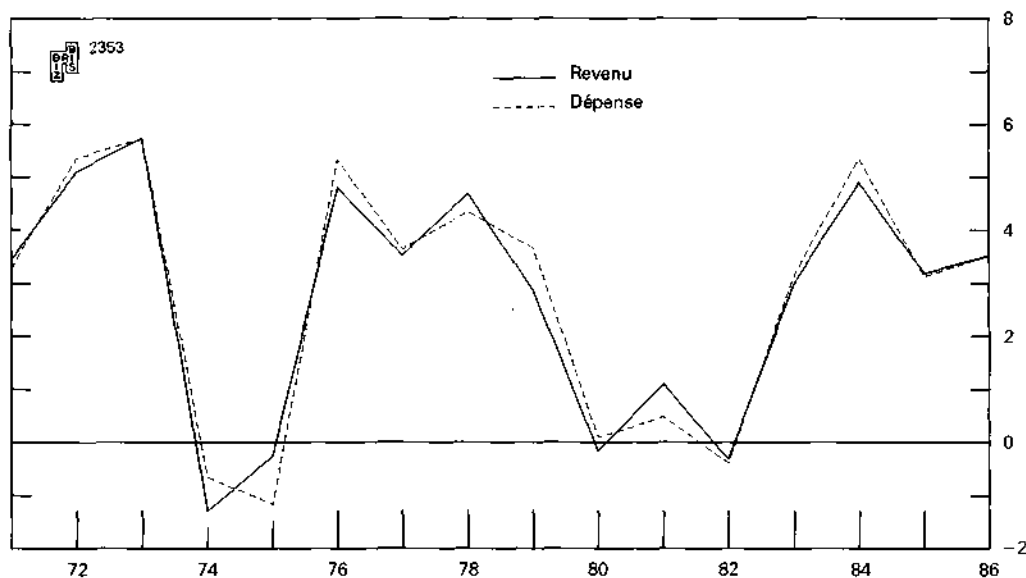
En ce qui concerne tout d'abord l'évolution des termes de l'échange dans le Groupe des Dix considéré dans son ensemble, l'amélioration globale (c'est-à-dire pour les biens et services) a été légèrement supérieure à 7%, ce qui constitue de loin la progression annuelle la plus rapide depuis plus de trente ans. Ce gain ne représente toutefois que la moitié environ des pertes subies en 1974 et pendant les années 1979-80. De plus, il est très inégalement réparti (voir tableau ci-dessus), en raison des variations des taux de change et du fait que certains pays comme les Etats-Unis, le Canada et le Royaume-Uni sont eux-mêmes des producteurs relativement importants d'énergie primaire et/ou d'autres produits de base.

En termes de revenu national réel disponible (mesuré par le revenu total - PNB - corrigé du prix de la demande interne totale, importations comprises), la variation des prix extérieurs relatifs représente un gain moyen de 1¼%. Cependant, comme pour toute modification du revenu réel, l'importance de l'accroissement effectif de la production engendré par cette modification dépend de la part qui est effectivement dépensée plutôt qu'épargnée. Au sein du Groupe des Dix, une faible incitation à la dépense se répercute nécessairement sur le revenu lui-même, puisque les chefs d'entreprise réduisent la production en réponse au médiocre niveau de la demande. La perte - la faible réaction - reste largement circonscrite au système, étant donné que la part des gains de revenus consacrée à l'achat de produits provenant de l'extérieur de la zone est relativement peu importante. Les statistiques disponibles semblent donc indiquer que le gain de revenus a été effectivement dépensé, le revenu et la dépense ayant enregistré une progression de même ampleur (voir graphique page suivante). Mais, comme le montre clairement la distinction entre épargne ex post et ex ante, ce fait n'est guère probant.

Le revenu national disponible réel n'a progressé que d'environ 3½% en moyenne (Groupe des Dix) et le volume de la demande interne s'est accru pratiquement dans les mêmes proportions; cela représente dans les deux cas une *accélération* de moins de ½% par rapport à 1985. Compte tenu notamment de la

Pays du Groupe des Dix: variations du revenu national réel disponible et de la dépense intérieure totale, 1971-86\*

En %.



\* Pondérations selon le PIB de l'année précédente évalué aux taux de change courants.

forte revalorisation du patrimoine financier du secteur privé, ainsi que du gain de revenu réel de 1¼% induit par les termes de l'échange, ce résultat est donc relativement modeste.

Les effets sur le volume des échanges avec l'extérieur ont été nettement défavorables pour l'ensemble des pays du Groupe des Dix. Les exportations n'ont plus beaucoup progressé, par suite de la réduction des achats à l'étranger des exportateurs de pétrole et d'autres pays en développement en difficulté. En même temps, les importations du groupe se sont accélérées, du fait, par exemple, que les stocks pétroliers ont été apparemment renforcés aux nouveaux tarifs, plus faibles. Au total, le solde extérieur net en volume du groupe a fléchi d'environ 1% du PNB.

*Répartition des gains de revenus, propension à la dépense globale et composition de la demande interne.* L'analyse précédente de la situation pour l'ensemble du Groupe des Dix pose une énigme en ce qui concerne la demande globale et la production. Etant donné, d'une part, les effets favorables de l'amélioration des termes de l'échange sur le revenu disponible et, d'autre part, la forte progression du patrimoine financier, pourquoi la demande interne dans les pays du Groupe des Dix ne s'est-elle pas développée suffisamment pour compenser, et au-delà, l'incidence négative de la détérioration de leur solde extérieur en volume et accélérer, plutôt que ralentir, la croissance de la production?

L'une des raisons réside peut-être dans la répartition inégale de la croissance des revenus réels entre les pays du Groupe des Dix. Comme on l'a indiqué précédemment, les divers pays n'ont pas tous bénéficié dans les mêmes proportions de l'amélioration des termes de l'échange, et cette inégalité s'est

reflétée dans le montant total des gains de revenus. Ainsi, la faible progression du revenu réel moyen, mentionnée précédemment, s'est accompagnée d'un élargissement — de 3 à 5,5 points — de l'éventail des taux de croissance de l'ensemble des pays, avec un écart-type qui a plus que doublé. Il est difficile de chiffrer l'incidence de cette évolution sur la demande interne, mais il est bien connu que des tendances aussi divergentes produisent des effets asymétriques défavorables. L'expérience montre donc que les dépenses réagissent beaucoup plus rapidement aux pertes qu'aux gains de revenus, et la même constatation vaut pour les modifications positives et négatives des taux de croissance.

En second lieu, l'expansion de la demande interne dépend de la répartition des gains de revenus entre les secteurs de chaque pays et de la rapidité de réaction de ces secteurs. Normalement, lorsque les gains extérieurs bénéficient essentiellement au secteur des ménages, l'accroissement des dépenses est relativement prononcé. En revanche, si les entreprises ne répercutent pas la baisse des prix des matières premières et des biens intermédiaires et que les marges bénéficiaires s'élargissent, l'augmentation immédiate des dépenses globales est plus faible, car le décalage entre revenu et dépense est généralement plus long pour les entreprises que pour les ménages. Enfin, les effets sur la demande interne sont particulièrement faibles si, comme cela s'est vérifié dans plusieurs pays d'Europe, le gouvernement compense la diminution des prix des importations pétrolières par un relèvement des taxes sur les produits énergétiques et utilise ces recettes supplémentaires pour assainir sa situation financière. Un effet analogue peut se produire lorsque, comme au Canada, le recul des prix pétroliers s'accompagne d'une déréglementation des prix des produits énergétiques.

Pour l'ensemble du Groupe des Dix, il est difficile de déceler ces effets de répartition interne. Pour les pays considérés individuellement, les variations des propensions à dépenser sont cependant plus faciles à identifier, et le tableau de la page suivante utilise à cette fin des indicateurs directs et indirects. La première impression qui se dégage de ce tableau est que les propensions marginales à dépenser, mesurées par le rapport entre les variations en volume de la demande et du revenu, diffèrent considérablement d'un pays à l'autre. Il en ressort également que ces différences peuvent, dans une large mesure, être liées à l'ampleur des gains extérieurs et à leur répartition entre les ménages, les entreprises et les administrations publiques:

— dans quatre des pays (*Allemagne, Italie, Belgique et Suède*) qui ont bénéficié le plus de l'évolution des prix internationaux, la progression du revenu réel global ne s'est traduite qu'à raison de 60 à 70% par une augmentation de la demande. En Allemagne, en Italie et en Belgique, la principale cause de la faible propension à dépenser semble avoir été la modification intervenue dans la répartition du revenu primaire en faveur des entreprises, mais il convient d'ajouter que les dépenses des ménages ont réagi avec un certain retard, ce qui a engendré des taux d'épargne plus élevés. Dans le cas de l'Allemagne, on a constaté une progression encore plus forte du solde financier net des ménages, en raison de la faiblesse persistante des dépenses en capital fixe dans le secteur du logement. En Suède, la répartition du revenu primaire est demeurée pratiquement inchangée et le principal bénéficiaire du gain externe — ainsi que la principale cause de l'expansion relativement faible de la demande interne — a été le secteur public, qui a affecté le surcroît de revenus à la réduction de ses

**Evolution du revenu des facteurs et de la dépense**

Pays	Années	Revenu nominal des facteurs	Proportion marginale à dépenser	Répartition du revenu		Soldes financiers			Epargne des ménages <sup>1</sup>
		variation en %	ratio <sup>2</sup>	salariés	entreprises	ménages	entreprises	administrations publiques	en % du revenu disponible
				en % du revenu des facteurs		en % du PNB			
Allemagne fédérale	1980-83	4,2	n.a.	63,2	36,8	3,7	- 2,3	- 3,1	13,8
	1984	5,1	0,76	60,6	39,4	3,3	- 1,6	- 1,9	12,9
	1985	5,1	0,66	59,8	40,2	4,1	- 1,9	- 1,1	12,7
	1986	6,0	0,69	59,3	40,7	5,0	- 0,8	- 1,2	13,2
Italie	1980-83	16,0	1,73	50,7	49,3	12,5	- 5,3	-10,5	23,6
	1984	14,1	1,37	50,5	49,5	14,4	- 3,9	-12,7	24,2
	1985	11,8	1,17	50,7	49,3	14,5	- 4,9	-13,6	23,8
	1986	11,0	0,62	49,4	50,6	13,8	- 3,3	-12,5	24,7 <sup>3</sup>
Belgique	1980-83	5,8	2,42	65,6	34,4	9,0	1,9	-14,3	18,1
	1984	8,0	0,86	63,1	36,9	8,7	2,7	-12,1	16,5
	1985	6,7	0,70	62,1	37,9	7,7	4,1	-11,6	15,5
	1986	7,2	0,64	59,7	40,3	7,9	5,4	-11,2	16,3
Suède	1980-83	9,3	1,29	70,6	29,4	- 0,9	- 0,7	- 5,1	2,6
	1984	10,9	0,90	67,6	32,4	- 1,3	0,2	- 2,6	0,5
	1985	8,5	2,65	67,2	32,8	- 1,7	0,6	- 3,9	- 0,1
	1986 <sup>3</sup>	8,6	0,63	67,2	32,8	- 1,4	- 0,7	- 0,7	- 0,8
Etats-Unis	1980-83	7,6	1,58	65,2	34,8	4,3	- 0,8	- 3,5	6,7
	1984	10,5	1,35	64,3	35,7	3,8	- 1,2	- 4,2	6,3
	1985	6,0	1,35	64,8	35,2	2,9	- 0,0	- 5,0	5,1
	1986	5,2	1,27	65,0	35,0	2,0	0,1	- 4,8	3,9
Canada	1980-83	8,7	1,37	63,7	36,3	8,2	- 2,5	- 6,6	14,8
	1984	9,4	1,02	61,7	38,3	9,0	- 0,8	- 8,2	14,7
	1985	7,1	1,50	61,6	38,4	7,6	- 0,8	- 8,1	13,6
	1986	4,8	4,45	62,2	37,8	5,3	- 1,8	- 6,4	11,3
Royaume-Uni	1980-83	8,9	2,20	67,5	32,5	5,0	1,0	- 3,6	13,2
	1984	6,6	1,68	65,6	34,4	3,9	2,2	- 4,1	12,1
	1985	10,1	0,80	64,6	35,4	3,2	1,6	- 2,9	11,4
	1986	5,4	6,38	66,3	33,7	2,4	0,8	- 2,8	11,0
France	1980-83	12,2	1,16	63,6	36,4	4,1	- 4,6	- 1,8	16,8
	1984	8,3	0,73	63,4	36,6	3,8	- 2,5	- 2,7	14,6
	1985	7,0	1,58	62,5	37,5	2,9	- 2,1	- 2,9	13,8
	1986	6,9	1,04	61,4	38,6	3,5	- 1,5	- 2,9	14,0
Suisse	1980-83	6,5	0,05	61,4	38,6	- 2,9		- 0,3	5,0
	1984	5,7	0,73	60,9	39,1	5,1		- 0,3	5,8
	1985	6,8	0,72	60,5	39,5	5,3		0,0	6,1
	1986	6,1	0,89	60,4	39,6	4,7		0,7	6,8
Pays-Bas	1980-83	4,5	n.a.	61,9	38,1	- 1,7		- 5,5	15,8
	1984	4,6	0,60	57,1	42,9	- 0,1		- 5,7	18,6
	1985	4,7	0,95	56,1	43,9	1,7		- 5,1	19,7
	1986	1,5	2,00	57,4	42,6	- 1,4		- 6,7	19,2 <sup>3</sup>
Japon	1980-83	5,3	0,70	58,7	41,3	10,0	- 3,4	- 6,9	15,9
	1984	5,9	0,88	59,1	40,9	9,2	- 2,0	- 5,8	14,7
	1985	6,3	0,84	58,3	41,7	9,4	- 2,4	- 4,1	14,7
	1986 <sup>3</sup>	4,3	0,89	58,4	41,6	10,3	- 1,3	- 4,2	15,8

<sup>1</sup> Définitions nationales. <sup>2</sup> Variation de la demande interne réelle par rapport au revenu réel des facteurs; «n.a.» indique des variations de la demande et du revenu avec des signes opposés. <sup>3</sup> Estimations.

besoins d'emprunt, ramenés ainsi à moins de 1% du PNB. Une amélioration de la situation financière du secteur public peut également être observée en Italie – par suite principalement du relèvement des taxes sur l'énergie – et, dans une moindre mesure, en Belgique;

– dans les trois pays qui ont enregistré les bénéfices les plus faibles, voire des pertes, suite à l'évolution des prix extérieurs (*Etats-Unis, Royaume-Uni,*

*Canada*), le résultat a été pratiquement l'inverse de celui qu'on a constaté précédemment: progression plus forte de la demande interne que du revenu réel des facteurs, diminution du taux d'épargne des ménages et détérioration du solde extérieur. Aux Etats-Unis et au Canada, l'aggravation des soldes financiers a touché uniquement le secteur privé, et, dans le cas du Canada, l'essor de la demande globale doit être replacé dans le contexte de la forte réduction du besoin de financement de l'Etat. Au Royaume-Uni, la situation financière s'est aggravée dans les trois secteurs, le gouvernement n'ayant pas essayé de compenser la diminution des recettes au titre de la production pétrolière, alors que les ménages et les entreprises ont accru leurs dépenses par rapport au revenu. L'évolution au Royaume-Uni peut également avoir été influencée par des modifications dans la répartition du revenu primaire, bien que l'essentiel — sinon la totalité — de l'accroissement de la part de revenu des salariés reflète la contraction des bénéfices des sociétés ayant une activité liée au pétrole;

— dans les quatre autres pays du Groupe des Dix, si le revenu réel des facteurs et la demande interne ont crû approximativement aux mêmes rythmes, les causes sous-jacentes ont été fort différentes. En *France*, l'expansion de la demande interne s'est fortement accélérée, et ce bien que le secteur des entreprises, bénéficiaire des gains extérieurs, ait affecté une partie des revenus supplémentaires à l'amélioration de sa position financière. Les ménages ont toutefois consacré la quasi-totalité de leurs gains de revenus à la consommation et la situation budgétaire a été presque neutre. L'amélioration des termes de l'échange de la *Suisse* a été à peu près de la même importance que celles de l'Allemagne, de la Belgique, de l'Italie et de la Suède, mais la propension à la dépense globale a été sensiblement plus forte. Les entreprises et les ménages se sont partagé les gains selon des proportions à peu près égales; en outre, si les ménages ont consolidé leur position financière, la Suisse a été, avec les Pays-Bas et la Belgique, l'un des rares pays du Groupe des Dix à enregistrer une accélération notable des dépenses d'investissement fixe des entreprises l'an passé. Cela explique probablement pour l'essentiel le recul de l'épargne financière nette du secteur privé. Les *Pays-Bas* n'ont bénéficié que d'une légère amélioration des termes de l'échange, tandis que les dépenses ont été moins soutenues que dans les trois autres pays où les gains extérieurs ont été modérés. Cette évolution semble être la résultante de deux influences opposées. D'un côté, le gouvernement n'a que partiellement absorbé la baisse de recettes due à la diminution du prix du gaz, de sorte que l'accroissement du besoin de financement des administrations publiques masque une influence déflationniste. D'autre part, la détérioration du solde financier du secteur privé dénote une forte propension à dépenser, avec une progression particulièrement impressionnante et réjouissante (plus de 12%) de la formation de capital fixe des entreprises.

Enfin, comme la part du pétrole et des matières premières dans le total des importations a été supérieure à la moyenne et que le yen s'est apprécié, les prix à l'importation du *Japon* ont enregistré une baisse de quelque 30%. Pourtant, malgré ce facteur extérieur favorable, la croissance du revenu des facteurs tant nominal que réel s'est ralentie, ce qui révèle une certaine atténuation des impulsions fournies à la croissance par les facteurs internes. Les divers indicateurs pour le Japon sont encore provisoires, mais, comme les prix à la consommation se sont inscrits en hausse en présence d'une baisse du déflateur de la demande

globale, il semble que la répercussion de la diminution des prix pétroliers sur les prix de vente finals ait été plus lente que dans la plupart des autres pays. Selon une étude récente de la Banque du Japon, ce phénomène peut s'expliquer en grande partie par la baisse des prix à l'exportation du Japon, les entreprises s'étant efforcées de maintenir leurs marges bénéficiaires en relevant les prix internes. De plus, l'ajustement des prix réglementés de certaines denrées alimentaires a été particulièrement lent. En même temps, l'évolution des soldes financiers des agents économiques, ainsi que la hausse relativement modérée du taux d'épargne des ménages, donne à penser que la principale cause de la faiblesse tendancielle de la demande interne a été la modeste expansion de l'investissement en capital fixe des entreprises. En outre, il apparaît que l'amélioration des prix externes a principalement bénéficié aux entreprises des secteurs non exposés à la concurrence internationale (notamment les entreprises de services publics), tandis que le recul des dépenses d'investissement s'est produit dans le secteur des exportations.

Une troisième raison expliquant le ralentissement de l'expansion de la production réelle en 1986 par rapport à 1985 réside peut-être dans la composition de la demande interne, dont certains éléments sont soumis à des effets multiplicateurs plus prononcés. Ainsi, l'un des traits caractéristiques de l'évolution de 1986 a été le redressement considérable de la consommation privée. Pour les pays du Groupe des Dix, la progression des dépenses réelles des ménages a dépassé 3½% et a représenté plus de 90% de l'accroissement total du PIB, contre moins de 65% en 1985. Des hausses particulièrement sensibles ont pu être observées en Allemagne et au Royaume-Uni et, en dehors du Groupe des Dix, au Danemark, en Norvège et au Portugal. Aux Etats-Unis et au Canada, la consommation privée a continué d'être le principal soutien de la demande globale. Dans ces deux pays, ainsi qu'au Royaume-Uni, le taux d'épargne a fortement baissé, en raison probablement des puissants effets de richesse dérivant notamment de l'essor du marché boursier, mais aussi de l'accroissement substantiel de l'endettement brut des ménages. Le dynamisme des dépenses des ménages s'est également manifesté dans le secteur du logement même si, dans plusieurs pays d'Europe, le niveau actuel se situe encore bien au-dessous des chiffres records antérieurs.

La croissance des investissements fixes des entreprises s'est ralentie, en revanche, dans la plupart des pays et a même été négative aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et au Canada. Ce recul peut être attribué en partie à la contraction des investissements liés à l'énergie, bien que le caractère moins défavorable du cycle des stocks ait partiellement neutralisé ce mouvement. Il n'en demeure pas moins que l'évolution des dépenses des entreprises a constitué l'une des déceptions de l'an passé, d'autant plus que les parts globales des salaires sont demeurées généralement constantes ou ont continué à diminuer. De plus, les conditions offertes aux emprunteurs ont été dans l'ensemble favorables et les taux d'intérêt nominaux se sont inscrits en baisse dans la plupart des pays par rapport à 1985. L'une des raisons du manque de tonus des investissements tient probablement à l'effet net des mouvements de taux de change et à la chute des prix de l'énergie. Ainsi, dans les pays dont la monnaie s'est dépréciée (Etats-Unis, Royaume-Uni et Canada), l'accroissement des dépenses d'investissement qu'on peut logiquement attendre d'une amélioration de la situation

concurrentielle ne s'est pas produit, en raison de la contraction des investissements dans les secteurs énergétiques et de la suppression d'avantages fiscaux antérieurs. En même temps, dans des pays tels que le Japon et l'Allemagne, la stimulation des dépenses d'investissement induite normalement par l'amélioration des termes de l'échange et des bénéfices a été apparemment neutralisée par la détérioration de la compétitivité.

*Résumé.* Cet examen de l'évolution de la production et de la demande dans les pays du Groupe des Dix a permis d'identifier plusieurs raisons expliquant la médiocrité des résultats enregistrés. Tout d'abord, la détérioration en volume du solde extérieur net du groupe a exercé une influence négative, due essentiellement à la compression plus rapide que prévu des dépenses d'importations des pays en développement devant la baisse des recettes d'exportations. En deuxième lieu, l'accroissement des investissements fixes des entreprises a été nettement inférieur aux prévisions et aux résultats de 1985. Bien que la vigueur des dépenses de consommation ait joué un rôle de compensation, l'incidence nette sur la production de cette modification de la composition de la demande globale a pu être négative, en raison de divers effets multiplicateurs. En troisième lieu, la répartition de l'amélioration du revenu réel disponible entre les divers pays et secteurs a probablement réduit les effets nets exercés sur la demande effective par rapport aux résultats attendus. Par suite de différences dans les importations d'énergie, la progression des termes de l'échange engendrée par la baisse des prix pétroliers a fortement varié d'un pays à l'autre, et ces divergences ont été accentuées par l'évolution des taux de change. Enfin, dans les pays où une faible part seulement de l'amélioration des termes de l'échange a été répercutée sur les consommateurs – soit parce que les entreprises ont augmenté leurs marges bénéficiaires, soit parce que le gouvernement a relevé les taxes sur l'énergie et autres taxes – la propension à la dépense globale a été plus réduite que dans ceux où la répartition des gains externes a revêtu un caractère plus uniforme.

#### **Analyse du résultat: inflation interne, capacités de production et marché du travail**

De prime abord au moins, et compte tenu de l'évolution favorable des prix extérieurs, 1986 semble avoir été une année quelque peu décevante en ce qui concerne la poursuite des progrès dans la lutte contre l'inflation interne. Les variations du déflateur du PNB sont souvent considérées comme la mesure la plus vaste de l'inflation interne, le PNB étant constitué essentiellement des deux revenus de facteurs internes, les salaires et les bénéfices. Mais comme le montre le tableau, l'inflation interne n'a reculé en moyenne que d'un ½ point, revenant de 3½% à environ 3%. En Allemagne, au Japon et en Suisse, le taux de hausse des prix s'est même accru, très faiblement toutefois dans les deux derniers pays.

Dans la mesure où une partie de cette évolution a représenté une expansion de la part des bénéfices dans le revenu national, il se pourrait que les déflateurs du PNB fournissent, temporairement, une indication trop pessimiste de la situation de l'inflation. Les prix finals tendent à être établis par adjonction d'une marge aux prix des matières premières et des biens intermédiaires, y compris les coûts des importations. Si, comme il est probable, ce processus s'effectue

Variations du déflateur du PNB/PIB

Pays	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
	en %						
Etats-Unis . . . . .	9,1	9,6	6,4	3,9	3,9	3,4	2,6
Japon . . . . .	3,8	3,2	1,9	0,8	1,2	1,5	1,8
Allemagne fédérale . . . . .	4,8	4,0	4,4	3,3	1,9	2,2	3,1
France . . . . .	12,2	11,8	12,6	9,7	7,5	5,8	4,6
Royaume-Uni . . . . .	18,9	10,3	7,0	5,7	4,7	6,2	3,0
Italie . . . . .	20,7	18,6	16,2	15,3	10,2	8,8	8,1
Canada . . . . .	10,6	10,8	8,9	4,9	3,6	3,4	2,8
Belgique . . . . .	3,7	5,1	7,0	6,3	5,5	5,1	4,6
Pays-Bas . . . . .	5,5	5,5	6,3	1,8	2,2	2,5	0,3
Suède . . . . .	11,7	9,5	8,6	9,8	7,9	6,8	6,8
Suisse . . . . .	2,7	6,9	7,3	3,3	2,8	2,7	3,0
Pays du Groupe des Dix* . . . .	9,1	8,7	6,8	4,6	3,9	3,5	3,1

\* Pondérations selon le PIB de l'année précédente évalué aux taux de change courants.

avec un certain retard, une baisse inopinée des prix à l'importation ne sera pas répercutée immédiatement et intégralement sur les prix finals. Il en résultera donc une hausse temporaire des bénéfices qui aura tendance à accroître le PNB nominal, mais pas en termes réels. En conséquence, le déflateur du PNB augmentera légèrement, malgré ce paradoxe apparent que les importations n'entrent pas du tout, dans un sens comptable, dans la valeur ajoutée interne. Lors du réajustement des marges bénéficiaires, cet effet tendra à s'atténuer. Le processus inverse s'est certainement produit au cours des chocs pétroliers précédents.

Il en résulte que la baisse des prix pétroliers n'a sans doute pas fait totalement sentir ses effets en ce qui concerne la réduction de l'inflation. Il faut donc se garder pour l'instant de porter un jugement définitif. Il convient de noter cependant que, si les gains de salaires nominaux ont eu tendance à poursuivre leur mouvement de baisse l'an passé (voir page 30), il n'en a pas été ainsi en Allemagne, bien que l'ampleur de l'accélération y ait été relativement faible.

Il n'en demeure pas moins que l'accroissement temporaire des bénéfices n'a pas été suffisant, et a probablement été de trop courte durée, pour avoir un impact notable sur les dépenses d'investissement en capital fixe.

*Investissement et stock de capital.* Le ralentissement de la formation de capital fixe des entreprises accentue les préoccupations exprimées dans le Rapport de l'an passé, à savoir que les capacités existantes ne sont pas compatibles avec le plein emploi de la population active. Alors même que les parts de revenus des facteurs ont en grande partie retrouvé leurs niveaux antérieurs dans la plupart des pays et que les taux d'intérêt nominaux et réels se sont inscrits en baisse, cette faiblesse des dépenses d'investissement est particulièrement décevante.

Certains facteurs contribuent néanmoins, plus encore en Amérique du Nord et au Japon qu'en Europe, à nuancer ce point de vue. En premier lieu, la progression de la part du bénéfice brut surestime l'amélioration de la rentabilité, puisque le bénéfice net (après déduction de l'amortissement et des paiements

Utilisation des capacités de production et investissement fixe des entreprises

Pays et rubriques	1964-66	1968-70	1972-73	1978-80	1984-85	1986
<b>Etats-Unis</b>						
Utilisation des capacités de production (%) . . . . .	88,8	84,3	84,9	82,7	80,3	79,8
Variation de l'investissement fixe des entreprises (%, taux annuel) . . . . .	12,4	2,6	10,9	5,4	13,1	- 1,0
Investissement fixe des entreprises en % du PNB	10,8	11,0	11,2	12,1	12,6	12,5
<b>Japon</b>						
Utilisation des capacités de production (indice: 1980 = 100) . . . . .		111,7	106,4	98,1	101,6	97,3
Variation de l'investissement fixe des entreprises (%, taux annuel) . . . . .	15,4 <sup>1</sup>	22,4	8,5	8,3	11,9	6,5
Investissement fixe des entreprises en % du PNB	11,9 <sup>1</sup>	17,1	17,1	15,1	17,3	18,6
<b>Allemagne fédérale</b>						
Utilisation des capacités de production (%) . . . . .		90,5 <sup>2</sup>	86,1	82,8	82,1	84,8
Variation de l'investissement fixe des entreprises (%, taux annuel) . . . . .	4,7	13,2	- 1,2	6,1	3,1	4,6
Investissement fixe des entreprises en % du PNB	12,7	12,3	12,8	12,0	11,7	12,1
<b>Italie</b>						
Utilisation des capacités de production (%) . . . . .		80,9	76,9	74,9	73,1	75,3
Variation de l'investissement fixe des entreprises (%, taux annuel) <sup>3</sup> . . . . .		7,2	5,1	5,6	5,8	2,4
Investissement fixe des entreprises en % du PNB <sup>2</sup>		15,0	14,6	12,8	15,7	15,8
<b>Canada</b>						
Utilisation des capacités de production (%) . . . . .	94,7	90,2	93,0	89,0	84,4	85,4
Variation de l'investissement fixe des entreprises (%, taux annuel) . . . . .	15,3	1,7	7,5	11,6	2,4	- 0,8
Investissement fixe des entreprises en % du PNB	11,7	10,9	10,6	12,8	12,4	12,0
<b>Pays-Bas</b>						
Utilisation des capacités de production (%) . . . . .			84,8	80,5	83,7	84,2
Variation de l'investissement fixe des entreprises (%, taux annuel) . . . . .	10,3	7,9	1,8	- 1,1	7,3	11,9
Investissement fixe des entreprises en % du PNB	13,3	13,9	12,2	11,6	10,7	12,3

<sup>1</sup> 1965-66 seulement. <sup>2</sup> 1970 seulement. <sup>3</sup> Y compris l'investissement public; rupture dans les séries après 1980.

d'intérêts) s'est accru moins rapidement que le bénéfice brut. Du fait de l'augmentation régulière des coefficients de capital, les taux de rentabilité du stock de capital demeurent faibles également par comparaison avec le passé, malgré certains progrès récents. En deuxième lieu, replacée dans une perspective historique (voir tableau ci-dessus), la croissance de l'investissement fixe des entreprises a été relativement élevée par rapport au taux d'utilisation des capacités dans l'industrie de transformation. Cette constatation vaut particulièrement pour les Etats-Unis en 1984-85, mais aussi en 1978-80 pour le Japon et le Canada. En Allemagne, par contre, la relation historique entre l'accroissement de l'investissement et l'utilisation des capacités est nettement moins étroite; pour les deux autres pays européens figurant dans le tableau, l'augmentation récente des dépenses d'équipement des entreprises n'a fait que suivre le rythme de progression de l'utilisation des capacités. En troisième lieu, si le ratio investissement fixe *total*/PNB a enregistré un net recul dans tous les pays, la part de l'investissement fixe des *entreprises* a sensiblement moins baissé et s'est même accrue en Amérique du Nord et au Japon. Aussi la faible performance de l'investissement total s'est-elle limitée essentiellement à la construction de logements – moins importante du point de vue de l'augmentation du potentiel de production – et à l'investissement public. Quatrièmement, la baisse des prix de l'énergie et des cours des matières premières non énergétiques a réduit les coûts et a donc permis de reconstituer les capacités de production d'entreprises et de

**Accroissement du stock de capital, du coefficient de capital  
et du coefficient d'intensité de capital**

Pays	1965-80			1980-85		
	K	K/Y	K/L	K	K/Y	K/L
	variations en %, moyennes annuelles					
Etats-Unis . . . . .	3,9	1,1	1,5	3,1	0,7	1,6
Japon . . . . .	9,7	2,8	8,6	6,5	2,5	5,4
Allemagne fédérale . . . . .	4,5	1,3	4,5	2,9	1,6	2,4
France . . . . .	5,2	1,0	4,4	3,5	2,4	3,1
Royaume-Uni . . . . .	3,4	1,3	3,1	1,9	0,0	1,3
Canada . . . . .	5,2	0,6	2,1	3,2	0,7	1,4
Suède . . . . .	3,9	1,2	2,9	2,9	1,1	2,4

Clé: K = stock de capital brut dans l'industrie et les services.

K/Y = ratio stock de capital brut/PIB.

K/L = ratio stock de capital brut/population active totale.

Sources: flux et stocks de capital fixe, OCDE 1983, et données nationales.

secteurs handicapés auparavant par un faible niveau de rentabilité. Bien qu'il soit difficile de chiffrer cette incidence, les estimations courantes font état d'augmentations de 1 à 5% de la capacité totale, selon les hypothèses retenues pour la fonction de production sous-jacente. Enfin, la diminution des coûts réels de main-d'œuvre par rapport à la productivité et au prix réel du capital devrait favoriser la substitution de main-d'œuvre au capital et, partant, la progression du nombre d'emplois compatible avec un stock de capital donné. Ce processus peut intervenir aussi bien au sein des divers secteurs qu'entre eux et s'effectuer en particulier des industries de transformation à forte intensité de capital vers les services à plus forte proportion de main-d'œuvre. Comme indiqué ci-après, l'évolution récente de l'emploi et de la productivité donne à penser que ce processus est déjà amorcé.

Etant donné que les facteurs favorables sont le plus prononcés en Amérique du Nord et au Japon, ce sont surtout les pays européens qui risquent de connaître des pénuries de capacité et/ou des taux de chômage élevés à moyen terme, comme le montre également le tableau ci-dessus. Ainsi, la récession du début des années quatre-vingt a conduit à un ralentissement de l'accroissement du stock de capital et, comme la population active a continué de croître, tous les pays, à l'exception des Etats-Unis, ont enregistré une décélération encore plus marquée de l'expansion du capital par rapport à la population active totale. Ce freinage tendra à abaisser les niveaux de production et d'emploi compatibles avec un taux d'inflation stable, à moins que le recul correspondant des gains de productivité du travail ne soit «compensé» par une modération des salaires réels.

*Evolution sur le marché du travail: emploi et chômage.* La croissance lente de la production interne explique également la modicité des progrès réalisés l'an passé sur le front du chômage. L'accroissement de l'emploi (+1,5% dans la zone OCDE), à peine supérieur à celui de 1985, a encore été principalement le fait des Etats-Unis et du Canada. En Europe, l'emploi s'est amélioré de 2% au Danemark et de 1% ou plus en Allemagne, aux Pays-Bas et en Suisse, tandis que l'Espagne a enregistré pour la première fois depuis 1974 des gains nets d'emplois.

Cependant, les pays qui ont connu l'évolution la plus favorable de l'emploi ont été affectés parallèlement par un ralentissement des gains de productivité, apparemment lié à cette évolution. Plusieurs explications peuvent être avancées à cet égard. Ainsi, la demande de main-d'œuvre dans le secteur des services privés a continué d'être le principal stimulant de la croissance globale de l'emploi. Comme l'intensité de capital du secteur des services a diminué et que le travail à temps partiel s'est généralisé, cette mutation sectorielle a contribué au ralentissement des gains de productivité globale. En outre, dans la dernière phase d'un cycle conjoncturel, lorsque la main-d'œuvre thésaurisée est épuisée, les gains de productivité s'inscrivent généralement en baisse. Enfin, comme on l'a mentionné précédemment, les entreprises ont peut-être substitué de la main-d'œuvre au capital, ce qui s'est probablement traduit, là aussi, par une réduction des gains de productivité du travail.

Le taux de chômage global (voir tableau ci-dessous) s'est maintenu pratiquement au même niveau élevé qu'en 1985, mais a légèrement baissé au premier trimestre de 1987. Parmi les grands pays, les Etats-Unis, l'Allemagne, le Royaume-Uni et le Canada sont parvenus à réduire le nombre des sans-emploi. En même temps, le taux de chômage au Japon, très faible il est vrai par comparaison avec les autres pays, a atteint un niveau record pour la période d'après-guerre et continuera, selon les prévisions, à augmenter. Si la Belgique, le Danemark et les Pays-Bas ont enregistré des progrès dans la lutte contre le chômage, en France et surtout en Italie la situation s'est encore détériorée dans ce domaine.

Dans une perspective à plus long terme, un contraste marqué apparaît entre l'évolution du marché du travail en Europe, d'un côté, et aux Etats-Unis

Chômage\*

Pays	Sommets conjoncturels précédents			1982	1985	1986	1987 1er trimestre
	1968-69	1972-73	1978-79				
Etats-Unis . . . . .	3,5	5,2	5,9	9,5	7,1	6,9	6,6
Japon . . . . .	1,2	1,3	2,1	2,4	2,6	2,8	2,9
Allemagne fédérale . . . . .	1,0	1,0	3,5	6,7	8,3	7,9	7,9
France . . . . .	2,5	2,6	5,6	8,1	10,2	10,5	11,0
Royaume-Uni . . . . .	2,0	2,6	4,9	10,4	11,5	11,6	11,0
Italie . . . . .	5,6	6,4	7,0	8,6	10,3	11,1	11,6
Canada . . . . .	4,4	5,9	7,9	10,9	10,5	9,6	9,6
Belgique . . . . .	2,6	2,3	7,2	11,7	12,0	11,4	11,3
Danemark . . . . .	1,2	0,9	7,2	9,8	9,0	7,8	7,8
Pays-Bas . . . . .	1,2	2,2	5,3	11,4	14,3	13,3	12,8
Suède . . . . .	2,1	2,6	2,1	3,1	2,8	2,7	2,2
Suisse . . . . .	0,0	0,0	0,3	0,4	1,0	0,8	0,8
Espagne . . . . .	1,0	2,1	8,4	16,2	21,9	21,5	22,3
CEE . . . . .	2,7	2,8	5,7	9,5	11,4	11,4	11,5
OCDE Europe . . . . .	3,3	3,6	6,1	9,5	11,1	11,1	11,0
OCDE Total . . . . .	3,0	3,7	5,4	8,3	8,4	8,3	8,2

\* Pour tous les pays, mesuré en % de la population active totale. Les chiffres pour le 1er trimestre de 1987 sont désaisonnalisés, mais demeurent provisoires.

Sources: OCDE, Statistiques de la population active, et données nationales.

ainsi qu'au Japon, de l'autre. Depuis le creux de 1982, l'emploi a progressé de plus de 10% aux Etats-Unis, contre 3,8% au Japon et 1% seulement en Europe. Durant la même période, le taux de chômage a régressé de 3 points aux Etats-Unis, alors qu'il a augmenté de 2 points dans les pays de la CEE. Cette divergence a alimenté un vif débat sur le comportement des marchés du travail en Europe par comparaison à ceux des Etats-Unis et du Japon. A cet égard, l'attention a été attirée sur deux aspects du processus d'ajustement:

- i) la relation entre le chômage (ou l'emploi), la production et les coûts salariaux réels;
- ii) la souplesse des salaires nominaux et réels par rapport au taux de chômage.

Si l'on examine, tout d'abord, le lien historique entre l'évolution du chômage et de la production, on note un net contraste entre les Etats-Unis et le Japon, les pays de la CEE occupant à cet égard une position intermédiaire. Par suite du degré élevé de mobilité de la main-d'œuvre, mais aussi en raison de l'absence relative de mesures de protection de l'emploi, la réaction du chômage aux variations de la production est comparativement forte (élasticité de près de -0,5) aux Etats-Unis et se fait sentir assez rapidement. Au Japon, en revanche, compte tenu du système de l'emploi à vie (même s'il ne concerne que quelque 20% de la population active occupée) et du fait que les changements de poste s'effectuent principalement au sein des entreprises, le chômage n'est que faiblement affecté par les variations de la production, et le délai de réaction est plus long qu'aux Etats-Unis. Un autre aspect de l'évolution tendancielle est que le taux de croissance annuel requis pour empêcher une progression du chômage est de 2,5 à 3% seulement aux Etats-Unis, contre plus de 3,5% dans la CEE et 6% au Japon.

Même si ces relations sont utiles pour tenter d'expliquer l'évolution récente du chômage, elles risquent néanmoins de donner un aperçu simpliste, voire déformé, de la situation. Les variations du niveau du chômage dépendent aussi bien de l'offre que de la demande de main-d'œuvre. Comme le montre le tableau ci-dessous, la réduction du chômage aux Etats-Unis depuis 1982 a été favorisée par l'évolution démographique – compensée en partie, il est vrai, par l'augmentation du taux d'activité, des femmes surtout. Pourtant, malgré l'expansion rapide de l'emploi et l'incidence favorable des facteurs démographiques, le taux de chômage y est actuellement plus élevé que lors des précédents sommets conjoncturels, ce qui donne à penser que des problèmes structurels subsistent. A cet égard, le fait qu'un accroissement relativement faible de la production

Evolution de l'offre de main-d'œuvre

Pays	Population en âge de travailler			Taux d'activité			Population active		
	1960-82	1982-85	1986*	1960	1975	1986*	1960-82	1982-85	1986*
	variations en %, taux annuels			en %			variations en %, taux annuels		
Etats-Unis . . . . .	1,6	0,9	1,4	66,2	69,1	74,8	2,1	1,6	2,0
Japon . . . . .	1,3	1,1	1,3	75,8	70,4	72,0	1,1	1,1	1,0
Europe . . . . .	0,8	1,1	0,7	69,7	67,2	65,4	0,6	0,7	0,9

\* Chiffres provisoires ou estimations.

Sources : OCDE, Statistiques de la population active, et données nationales.

permet d'éviter une augmentation du chômage mérite également d'être souligné, car cela signifie que le taux de croissance de la productivité a été très faible. Ce phénomène, pour utile qu'il soit sur le plan de la création de nouveaux emplois, entraîne cependant, simultanément, un affaiblissement des gains de revenus réels et de la compétitivité internationale.

En Europe, l'évolution de la situation démographique a été défavorable du point de vue de la réduction du chômage. S'il est vrai que le recul des taux d'activité a empêché une plus forte progression de la population active, ce mouvement ne revêt probablement qu'un caractère temporaire, en raison de l'effet de dissuasion exercé sur les travailleurs par les possibilités d'emploi peu favorables. En fait, plusieurs pays tels que l'Allemagne, le Royaume-Uni, l'Italie, les Pays-Bas et le Danemark, qui ont connu une assez forte reprise de l'emploi en 1986, n'ont enregistré qu'une faible baisse (ou hausse) du chômage, des travailleurs précédemment dissuadés ayant rejoint les rangs de la population active.

Pour comprendre la relation chômage/production, il faut également prendre en compte les coûts réels de main-d'œuvre. Au vu de la seule production, on a l'impression que l'Europe aurait pu empêcher une détérioration sur le front du chômage au moyen d'une croissance plus rapide de la production. Cependant, comme indiqué dans les Rapports annuels précédents, l'accélération des salaires nominaux et réels en Europe a été forte au début des années soixante-dix, se traduisant par un «écart» important entre les coûts réels de main-d'œuvre et le niveau de la productivité du travail, et atténuant l'efficacité de la stimulation de la demande pour faire baisser le chômage. Grâce à l'adoption de politiques plus restrictives et à l'existence de taux de chômage plus élevés, cet écart a été réduit ou éliminé par la suite, ce qui a permis à plusieurs pays de rétablir les parts de bénéfice brutes d'avant 1970. C'est également à ce stade que le degré de souplesse des salaires intervient dans le processus d'ajustement, puisque la poursuite de politiques restrictives destinées à réaliser la correction nécessaire des prix relatifs des facteurs a été fonction, dans une large mesure, de la flexibilité des salaires.

*Flexibilité des salaires nominaux et réels.* Le tableau de la page 30 compare les taux de chômage, pour diverses périodes, avec les variations des salaires nominaux et réels. Entre les deux premières périodes, on note à la fois une augmentation du chômage et du taux des salaires nominaux, ce qui donne à penser qu'une rupture générale s'est produite dans la courbe de Phillips et remet en cause le concept «d'arbitrage» en tant qu'instrument d'analyse de la politique économique. On constate néanmoins une décélération de la croissance des rémunérations réelles, ce qui signifie que les politiques restrictives ont eu une certaine efficacité et que la montée de l'inflation n'a pas donné lieu à des gains réels. Entre la deuxième et la troisième période, le taux de chômage moyen a atteint plus de 10% et cette hausse s'est accompagnée, cette fois, d'un recul sensible des gains de salaires nominaux et réels; on peut donc en déduire que l'arbitrage avait été rétabli et que les distorsions antérieures étaient dues principalement aux chocs des prix extérieurs.

La comparaison entre la première et la troisième période permet de se faire une idée approximative de l'arbitrage à long terme et de la flexibilité ou de la rigidité des salaires. Le tableau indique deux mesures, dont l'utilité dépend

Evolution du chômage et des salaires<sup>1</sup>

Pays	1965-73			1973-82			1982-85			1986 <sup>2</sup>			«Arbitrages» <sup>3</sup>	
	C	dS	dSR	C	dS	dSR	C	dS	dSR	C	dS	dSR	nominal	réel
Etats-Unis . . . . .	4,4	6,3	2,1	7,2	8,1	0,2	8,1	4,4	0,6	6,9	2,8	0,7	-0,54	-0,42
Japon . . . . .	1,2	14,7	7,9	2,0	10,1	2,1	2,7	3,4	1,3	2,8	3,5	2,9	-8,10	-4,70
Allemagne fédérale . . . . .	0,9	9,6	5,6	4,0	6,8	1,7	8,2	3,4	0,7	7,9	3,9	4,3	-0,85	-0,67
France . . . . .	2,1	9,8	4,4	6,1	14,6	3,1	9,4	8,2	0,6	10,5	4,4	1,8	-0,22	-0,51
Royaume-Uni . . . . .	2,1	9,7	3,8	5,3	16,1	1,5	11,3	7,0	1,9	11,6	7,5	3,6	-0,28	-0,19
Italie . . . . .	5,8	11,4	6,0	6,9	19,8	1,8	9,9	12,6	0,7	11,1	7,8	1,6	0,33	-1,33
Canada . . . . .	4,8	7,4	3,1	7,7	10,7	1,4	11,2	4,5	-0,3	9,6	2,2	-1,8	-0,45	-0,53
Belgique . . . . .	2,1	9,9	5,7	7,0	10,7	2,7	12,6	5,6	-0,5	11,4	2,3	1,0	-0,41	-0,60
Danemark . . . . .	1,0	10,4	2,7	7,1	11,7	0,7	9,9	5,5	-0,6	7,8	4,0	0,5	-0,54	-0,36
Pays-Bas . . . . .	1,3	12,0	6,0	6,1	8,4	1,4	14,9	1,8	-0,8	13,3	2,2	2,2	-0,76	-0,51
Suède . . . . .	2,0	7,9	2,3	2,1	11,5	0,7	3,0	7,5	-1,1	2,7	8,7	4,1	-0,36	-3,00
Espagne . . . . .	1,4	14,2	6,7	8,7	20,2	3,2	20,1	11,5	1,0	21,5	9,7	1,0	-0,14	-0,31
Moyenne <sup>4</sup> . . . . .	2,5	10,3	4,7	5,7	12,4	1,6	10,2	6,3	0,3	9,7	4,9	1,8	-0,54	-0,58
dont: pays européens <sup>4</sup> . . . . .	2,1	10,6	4,9	5,8	13,3	1,7	11,1	7,1	0,2	10,8	5,6	2,2	-0,39	-0,53

<sup>1</sup> C = nombre de chômeurs en % de la population active totale, moyenne annuelle; dS = variation en % de la rémunération par salarié, moyenne annuelle; dSR = dS moins variation en % du déflateur de la consommation, moyenne annuelle.  
<sup>2</sup> Chiffres provisoires ou estimations. <sup>3</sup> Variation de dS et de dSR, respectivement, entre 1965-73 et 1982-85 par rapport à la variation de C entre les mêmes périodes. Calcul effectué à partir de variations non arrondies sur les salaires et le chômage. <sup>4</sup> Moyennes non pondérées.

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

des politiques mises en œuvre. Si les politiques visent à réduire le taux d'inflation, c'est le concept d'arbitrage «nominal» qui convient, puisqu'il indique le degré de réduction de l'inflation pour un accroissement d'un point du chômage. Inversement, si les politiques sont axées sur une diminution de la croissance des salaires réels par rapport à la productivité, c'est l'arbitrage «réel» qui est le plus approprié.

Dans plusieurs pays, l'arbitrage nominal est plus favorable que l'arbitrage réel et, dans certains cas (Etats-Unis, Japon et Allemagne), cela semble indiquer des retards dans l'ajustement des salaires nominaux aux prix. Au Danemark et aux Pays-Bas, cette différence met probablement en relief l'incidence de la modification ou de l'abolition des systèmes d'indexation au cours de la dernière période. Dans d'autres cas encore (Italie, Suède, Belgique et France), où la relation nominale est moins favorable que la relation réelle, l'interprétation est plus difficile. On peut y voir l'influence de mesures spéciales destinées à freiner la croissance des salaires réels alors que les rémunérations nominales sont relativement rigides, mais il se peut également que cela soit simplement dû aux approximations très grossières utilisées dans le tableau.

Quel que soit l'indicateur utilisé, on constate que c'est au Japon que la souplesse des salaires est la plus prononcée, puisqu'une hausse d'un point du chômage s'accompagne de baisses d'environ 8 points de la croissance des salaires nominaux et de 4,5 points des salaires réels. Les Etats-Unis, de leur côté, ont généralement bénéficié de relèvements salariaux très modérés et relativement stables. En conséquence, les résultats favorables enregistrés sur le plan de l'emploi ne semblent pas refléter un degré particulièrement élevé de

souplesse des salaires, mais plutôt l'absence de distorsions induites par une croissance excessive des salaires réels.

Si l'arbitrage moyen pour les pays européens se situe légèrement au-dessous de la moyenne générale, des différences très sensibles existent cependant d'un pays à l'autre. En Allemagne, aux Pays-Bas et au Danemark, cette relation est assez favorable, tandis qu'en France, au Royaume-Uni et en Espagne on note une assez forte rigidité des salaires. En Italie, du fait de la nouvelle convention générale des salaires, qui se traduira probablement par une augmentation de quelque 2,5%, cette année, des rémunérations réelles dans le secteur privé et par une progression encore plus forte dans le secteur public, l'important arbitrage réel indiqué dans le tableau ne revêt probablement qu'un caractère transitoire. En Suède, l'introduction d'un blocage des prix pour empêcher une réouverture des négociations salariales semble également indiquer que la mesure réelle donne une idée exagérée de l'arbitrage. En revanche, les nombreuses initiatives prises par les autorités pour encourager la mobilité de la main-d'œuvre et maintenir le nombre des chômeurs de longue durée à un niveau minimum ont conféré au marché du travail suédois un degré de souplesse supérieur à celui de la plupart des autres pays.

En ce qui concerne les développements plus récents et les perspectives d'évolution future, une question cruciale est de savoir si les faibles taux de hausse des salaires notés en 1986 et la diminution sensible du nombre de jours de travail perdus pour cause de grèves peuvent être interprétés comme une modification de l'évolution tendancielle des salaires. Deux points de vue s'opposent à cet égard.

Aux Etats-Unis, on constate une modération significative par rapport à l'évolution antérieure des salaires. L'introduction de nouveaux systèmes plus souples de fixation des rémunérations, la déréglementation et la régression des industries de transformation assez fortement syndiquées semblent avoir modifié la relation historique entre les salaires et le chômage. Ce point de vue est corroboré par la comparaison entre le résultat de 1986 et celui de 1982-85, puisqu'un recul du chômage s'est accompagné d'une croissance plus faible des salaires nominaux et d'une hausse modérée des salaires réels. Une tendance analogue peut être observée au Canada et au Danemark, bien que, dans ce dernier cas, l'accord général conclu récemment dénote un renforcement des pressions salariales sous-jacentes.

Dans le même temps, l'absence d'une nouvelle modération des salaires nominaux dans les pays où le taux de chômage est supérieur à la moyenne donne à penser que les effets anti-inflationnistes exercés par le niveau élevé de chômage s'atténuent progressivement. D'autre part, il est possible que le taux d'inflation dépende davantage des *variations* du chômage que de son *niveau*. Un argument à l'appui de cette thèse est que les chômeurs de longue durée, qui représentent dans plusieurs pays d'Europe 50% ou plus du chômage total (contre 10-15% seulement aux Etats-Unis et au Canada), n'ont guère d'influence sur l'issue des négociations salariales. En revanche, les hausses annuelles de salaires sont déterminées par ceux qui sont pourvus d'un emploi, c'est-à-dire ceux qui sont «intégrés» au système («insiders»). Une comparaison entre l'année 1986 et la période 1982-85 pourrait indiquer que de tels facteurs sont

intervenues au Royaume-Uni, puisque les salaires nominaux et réels ont augmenté plus rapidement dans le contexte d'une détérioration de la situation de l'emploi. Enfin, l'accélération de la croissance des salaires réels dans plusieurs pays où le chômage est soit en hausse, soit déjà élevé, est peut-être l'indication d'objectifs plus ambitieux pour les hausses de salaires.

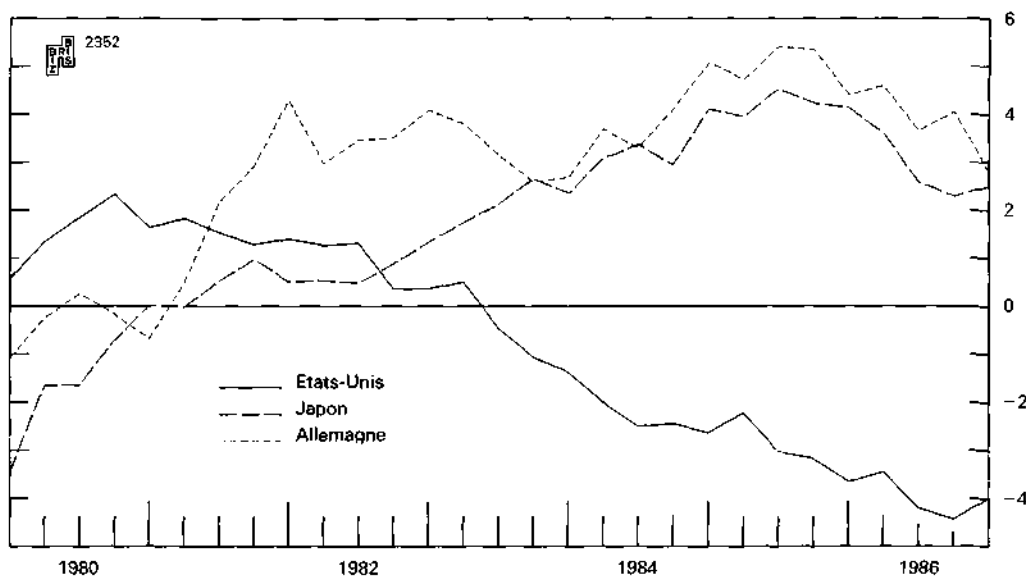
### Ajustement externe réel

La correction des déséquilibres extérieurs actuels est d'autant plus malaisée que ce sont les Etats-Unis – grande économie industrielle dont la croissance réelle et la stabilité financière sont vitales pour le monde industriel et les pays en développement – qui sont le pays déficitaire. Comme il est de l'intérêt de l'économie mondiale dans son ensemble d'éviter une contraction marquée de la demande interne aux Etats-Unis, ce sont les taux de change qui ont supporté l'essentiel du fardeau de l'ajustement, avec une dépréciation de 50% du dollar par rapport aux monnaies de certains de leurs principaux partenaires commerciaux. En dépit de leur ampleur, les ajustements de taux de change ne se sont pas encore traduits par un renversement significatif du solde extérieur des Etats-Unis, bien que certains signes d'une amorce de correction soient actuellement perceptibles. Cependant, les conséquences défavorables de la baisse du dollar ont rapidement engendré une détérioration de la situation interne des partenaires commerciaux des Etats-Unis, en particulier le Japon et l'Allemagne. Les autres grandes puissances économiques ont été non seulement incapables «d'absorber le sous-emploi des capacités» généré par l'affaiblissement de la croissance globale aux Etats-Unis, mais elles ont même éprouvé des difficultés à maintenir leurs objectifs de croissance antérieurs.

Il est notoire qu'au lendemain d'importantes variations des taux de change les premiers signes d'amélioration sont masqués par les effets de la courbe en J, qui tendent pendant un certain temps à aggraver les déséquilibres existants exprimés en termes nominaux, à plus forte raison si ces déficits étaient initialement importants. La situation en 1986 a encore été rendue plus complexe, comme on l'a indiqué précédemment (voir pages 17-18), du fait de l'impulsion négative d'origine externe (en termes de volume) subie par les pays industriels en tant que groupe. Ainsi, le volume des exportations nettes de biens et services des Etats-Unis a reculé l'an passé d'environ 1% du PIB, ce qui représente une détérioration sensiblement plus forte qu'en 1985. Dans les autres pays, le mouvement a cependant été plus marqué et a pris la bonne direction – si l'on se réfère notamment aux données trimestrielles. Grâce à quelques progrès enregistrés vers la fin de l'année, le solde extérieur net des Etats-Unis ne s'est contracté que de 0,5% du PIB entre les quatrièmes trimestres de 1985 et 1986, tandis que ceux du Japon et de l'Allemagne ont fléchi de 1,6% (voir graphique page 33).

Ces prémices d'ajustement sont certainement dues en partie à la convergence accrue des taux de croissance de la demande interne réelle l'an passé (voir graphique page 34). En Allemagne, par exemple, l'accélération a été particulièrement marquée. Cette convergence n'atténue pas, évidemment, les différences de niveaux de la demande, mais sert simplement à les maintenir proportionnellement constantes. Cette logique arithmétique a inspiré des actions visant à

Solde extérieur net en % du PIB dans un certain nombre de pays, 1980-86\*

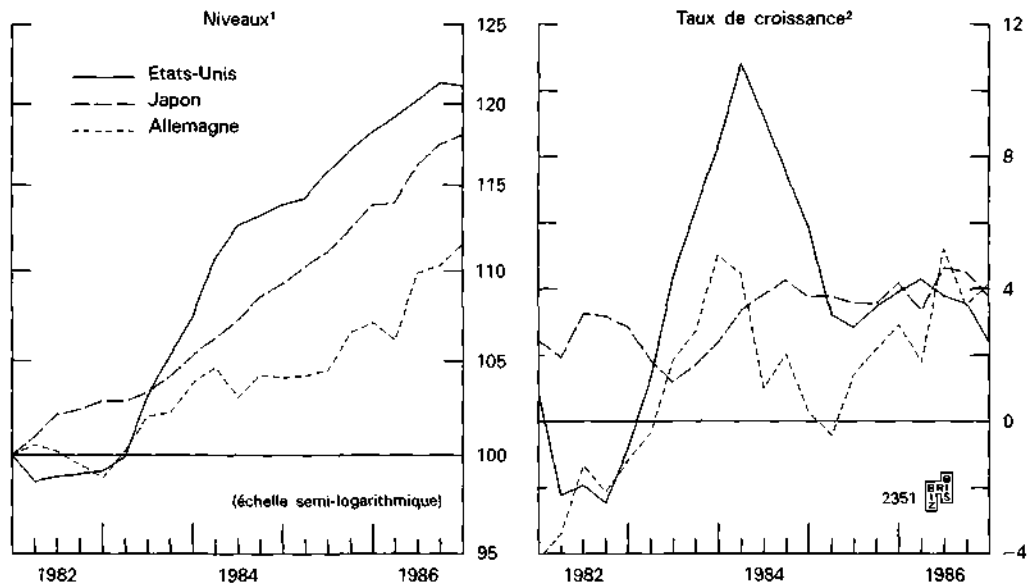


\* Exportations nettes de biens et services, à prix constants.

encourager les pays à aller au-delà d'une simple convergence des taux d'expansion de la demande et à agir, par conséquent, sur les *écarts* entre ces taux – c'est-à-dire à accélérer la croissance dans les pays excédentaires. Il n'apparaît pas clairement dans quelle mesure cette inversion de tendance des nouveaux écarts pourrait contribuer à l'ajustement. A la fin de l'année dernière, le volume de la demande interne aux Etats-Unis dépassait de quelque 23% le niveau atteint au début de la reprise au quatrième trimestre de 1982 (voir graphique page 34). Or, sur la même base, la demande au Japon et en Allemagne n'était inférieure que de quelque 8% et 10% respectivement au niveau enregistré aux Etats-Unis. Les chiffres correspondants des écarts entre les niveaux des importations étaient 51% et 44% respectivement. Il ne sera guère aisé de remédier à cette situation. Des estimations récentes donnent à penser qu'aux Etats-Unis l'élasticité de la demande d'importations (par rapport à la demande interne) est nettement supérieure à celles du Japon et de l'Allemagne, ce que tendraient à confirmer les chiffres ci-dessus.

Il ressort, en outre, des simulations effectuées à l'aide de modèles économétriques internationaux que les écarts plausibles des taux de croissance de la demande n'exercent malheureusement qu'une influence réduite sur les balances de paiements. En revanche, on devrait pouvoir s'attendre – par la suite – à une réaction plus marquée aux amples variations de taux de change enregistrées ces dernières années. Et, compte tenu de la forte baisse du dollar au cours des deux années écoulées, il n'est peut-être pas trop tôt pour voir se manifester les signes de l'incidence des taux de change. Un élément qu'il convient certainement de prendre en compte à cet égard est la part représentée par les importations dans la demande interne (voir tableau page 36), mais les indications fournies par cette mesure ne sont pas très claires. Certes, dans la plupart des pays, les ratios d'importations suivent une pente ascendante depuis de nombreuses

**Niveaux et taux de croissance de la demande interne dans un certain nombre de pays, 1982-86**



<sup>1</sup> Quatrième trimestre 1981 = 100.    <sup>2</sup> Variations sur quatre trimestres, en %.

années; il n'en demeure pas moins qu'aux Etats-Unis ce ratio a progressé plus rapidement l'an passé qu'en 1985. Bien qu'il n'y ait eu en fait aucune variation supplémentaire à partir du troisième trimestre, le volume des importations a davantage augmenté l'an passé aux Etats-Unis que dans tout autre pays du Groupe des Dix (voir tableau page 16). L'un des facteurs de cette évolution a certainement été le fait que les exportateurs vers les Etats-Unis ont généralement pris à leur charge les effets initiaux de la dépréciation du dollar, en réduisant leurs marges bénéficiaires, plutôt que d'appliquer des tarifs plus élevés à la

**Variations du solde extérieur réel**

Pays	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
	en % du PIB							
Etats-Unis . . . . .	1,0	1,7	- 0,3	- 0,7	- 1,4	- 1,8	- 0,6	- 1,0
Japon . . . . .	- 1,4	3,5	1,5	0,3	1,4	1,2	1,0	- 1,5
Allemagne fédérale . . . . .	- 1,5	0,4	2,7	1,0	- 0,5	1,0	1,1	- 1,2
France . . . . .	- 0,7	- 1,0	0,9	- 2,2	1,4	0,9	- 0,5	- 1,6
Royaume-Uni . . . . .	- 1,4	0,9	0,5	- 1,1	- 0,8	- 0,6	0,7	- 0,8
Italie . . . . .	- 0,5	- 2,9	2,3	- 0,1	0,9	- 0,9	- 0,3	- 0,5
Canada . . . . .	- 1,3	- 0,5	- 1,0	3,3	0,0	1,0	- 0,2	- 0,5
Belgique . . . . .	- 1,1	1,6	2,9	1,4	2,1	- 0,1	0,2	- 0,8
Pays-Bas . . . . .	0,6	1,0	3,9	- 0,5	- 0,1	0,9	- 0,5	- 1,0
Suède . . . . .	- 1,6	- 0,3	2,6	0,1	3,3	1,0	- 1,6	0,5
Suisse . . . . .	- 2,1	- 1,2	2,7	- 0,1	- 1,6	- 0,5	1,4	- 2,5
Pays du Groupe des Dix*	- 0,3	1,1	0,9	- 0,3	- 0,3	- 0,5	- 0,1	- 1,1

\* Pondérations selon le PIB de l'année précédente évalué aux taux de change courants.

Variations de la demande interne réelle

Pays	1982	1983	1984	1985	1986
	en %				
Etats-Unis . . . . .	- 1,9	5,1	8,3	3,3	3,5
Japon . . . . .	2,8	1,8	3,8	3,8	4,1
Allemagne fédérale . . . . .	- 2,0	2,3	1,9	1,5	3,7
France . . . . .	4,1	- 0,7	0,5	2,2	3,7
Royaume-Uni . . . . .	2,0	4,6	2,7	2,8	3,2
Italie . . . . .	0,3	- 0,4	4,4	3,1	3,2
Canada . . . . .	- 6,6	3,3	4,7	4,4	3,7
Belgique . . . . .	0,3	- 2,4	1,7	1,3	3,1
Pays-Bas . . . . .	- 0,9	1,5	1,5	2,2	3,3
Suède . . . . .	0,8	- 0,8	3,1	3,9	1,8
Suisse . . . . .	- 1,0	2,3	2,3	2,6	5,1
Pays du Groupe des Dix					
Moyenne arithmétique . . . . .	- 0,2	1,5	3,1	2,9	3,4
Ecart-type . . . . .	2,8	2,5	2,1	1,1	0,9

clientèle américaine. Au Japon où, curieusement, le ratio d'importations est assez constant depuis le milieu des années soixante-dix, aucun mouvement de hausse notable n'a encore été enregistré. En Allemagne, le ratio a même stagné l'an passé, plutôt que de poursuivre sa progression tendancielle.

Du côté des importations tout au moins, on n'a donc guère noté de signes indiscutables de l'incidence attendue des taux de change. Il est vrai que la structure des échanges met du temps à s'adapter à des variations de taux de change étalées sur une période de deux ans (surtout si, comme dans ce cas précis, elles ont été précédées de fluctuations de même ampleur dans le sens opposé) et que les exportateurs non américains ne peuvent comprimer indéfiniment leurs marges bénéficiaires. En outre, comme le montre le chapitre suivant, la modification de la compétitivité sur les marchés tiers semble déjà exercer une influence sur les exportations. Quoi qu'il en soit, le retard apparent dans le processus d'ajustement réel du côté des importations tend inévitablement à remettre au premier plan le rôle de la politique macro-économique.

### Déséquilibre, ajustement et action des autorités

Un développement positif à cet égard – le fait que les autorités américaines commencent à maîtriser le déficit budgétaire – semble s'être confirmé l'an passé. Certes, le découvert de l'exercice 1986 (clos fin septembre 1986) est largement supérieur, avec près de \$221 milliards, à l'objectif de \$172 milliards fixé dans la loi sur l'équilibre budgétaire de 1985. On estime également que l'objectif de cette année risque d'être dépassé, même si, selon les calculs du Bureau de la gestion de la dette publique et du budget, on peut s'attendre à une réduction de quelque \$40-45 milliards du déficit effectif, les effets initiaux de la loi sur la réforme fiscale de 1986 devant se traduire par un accroissement des recettes. De son côté, dans son projet de loi de finances présenté récemment pour l'exercice 1988, le Président a envisagé un déficit ne s'élevant qu'à \$107,8 milliards,

Part des importations dans la demande interne\*

Périodes	Etats-Unis	Japon	Allemagne fédérale	France	Royaume-Uni	Italie	Canada
	en %						
1971-75 . . . . .	9,3	15,8	24,1	17,7	23,6	17,8	22,0
1976-81 . . . . .	10,7	16,1	27,4	21,9	24,9	20,6	24,3
1982-83 . . . . .	10,9	15,5	29,4	21,6	26,4	22,0	24,6
1984 . . . . .	12,7	16,0	30,1	21,9	28,2	23,4	27,9
1985 premier trimestre . . . . .	12,4	15,8	31,3	22,2	28,4	23,8	28,3
deuxième trimestre . . . . .	12,8	15,7	31,1	22,1	23,6	23,6	28,6
troisième trimestre . . . . .	12,6	15,2	30,9	22,4	27,8	23,6	28,9
quatrième trimestre . . . . .	13,2	14,7	30,9	22,9	28,6	24,4	29,3
1986 premier trimestre . . . . .	13,1	14,6	30,3	22,2	27,6	24,7	29,4
deuxième trimestre . . . . .	13,5	15,7	32,0	23,4	28,5	24,0	28,2
troisième trimestre . . . . .	13,9	15,6	30,6	23,7	29,5	25,0	29,2
quatrième trimestre . . . . .	13,9	15,1	31,0	22,7	30,4	23,4	29,8

\* A prix constants. L'année de base des prix diffère d'un pays à l'autre et, dans le cas de l'Italie et de la France, elle a été modifiée en cours de période.

chiffre qui permettrait de ramener le budget dans les limites fixées initialement par la loi Gramm-Rudman. Et, si certains observateurs se demandent s'il est possible – voire judicieux – d'opérer une réduction aussi substantielle sur une année, il ne fait guère de doute que l'Administration redouble d'efforts pour obtenir de nouveaux progrès importants dans ce domaine.

Pour les Etats-Unis, le résultat idéal serait que, une fois l'évolution budgétaire maîtrisée, l'amélioration du solde extérieur due à la baisse du dollar compense l'incidence négative de la correction budgétaire sur la demande interne (et, peut-être, une certaine reprise de l'épargne des ménages). Il convient de noter que cette combinaison favorable n'est pas seulement nécessaire pour s'opposer à une récession ou une surchauffe en tant que telles; une éventuelle récession doit également être évitée parce que les effets automatiques défavorables d'un ralentissement de la croissance auraient eux-mêmes tendance à entraver le processus d'assainissement budgétaire. Etant donné qu'on ne peut prévoir ni l'ampleur des effets de taux de change ni le moment où ils se produiront, il est difficile de déterminer à l'avance la voie à suivre pour réduire le déficit budgétaire (même en partant de l'hypothèse d'un solde financier du secteur privé relativement stable). Il s'agit, très certainement, d'une voie assez étroite.

Pour les autres pays industriels, ceux en particulier qui dégagent un important excédent extérieur, le point de départ de l'analyse est le même que pour les Etats-Unis, toutes choses étant égales d'ailleurs. La correction du déséquilibre extérieur – contrepartie de l'amélioration aux Etats-Unis – comportera nécessairement une réduction de la demande, en l'absence de tout autre facteur compensatoire. Comme il est peu probable que le secteur privé diminue à due proportion sa capacité de financement (en augmentant ses dépenses), la responsabilité de l'action semble logiquement incomber au secteur public. Un problème se pose cependant: si les deux composantes du processus d'ajustement requis aux Etats-Unis – corrections du déséquilibre extérieur et du besoin de financement du secteur public – sont hautement souhaitables en tant que telles, seule la

première l'est intrinsèquement pour le reste du monde. En effet, dans la plupart des cas, on estime qu'il faut procéder à un assainissement, et non à un relâchement, de la situation budgétaire actuelle. De surcroît, dans le cas du Japon spécialement, un ajustement structurel de grande envergure et un redéploiement de l'industrie s'imposent si l'on veut rétablir l'équilibre international. Or, un tel processus prendra nécessairement du temps.

D'un autre côté, on a peut-être eu tendance à surestimer l'ampleur de la stimulation budgétaire requise des pays excédentaires, surtout de la part de l'Administration américaine. Il n'apparaît pas très clairement si l'on propose une accélération de la croissance de la *production* ou seulement de la *demande interne*. Le processus d'ajustement international en tant que tel n'exige, en effet, qu'une reprise de la demande interne d'environ la même importance que le recul du solde extérieur. Un tel résultat demanderait non seulement une incitation budgétaire plus faible, mais aurait aussi l'avantage de ne pas accélérer l'expansion de la production, se limitant simplement à en modifier la composition. A cet égard, les craintes de conséquences inflationnistes résultant d'une action budgétaire axée sur l'ajustement externe sont probablement exagérées. A première vue, la production ne serait pas sensiblement différente de ce qu'elle aurait été en l'absence d'ajustement, et les risques inflationnistes de la demande ne seraient ni accrus ni réduits. En d'autres termes, il semblerait qu'en dehors des Etats-Unis l'action à entreprendre soit simplement destinée à maintenir l'expansion de la production et non à l'accélérer. En outre, on peut avancer le même argument pour les autres pays que pour les Etats-Unis concernant les risques et les conséquences d'une récession: tout ralentissement de la croissance tendrait à aggraver la situation budgétaire du pays concerné. En fait, l'existence de déficits budgétaires dans la plupart des pays donne lieu à un paradoxe gênant: plus il est

Soldes budgétaires des administrations publiques<sup>1</sup>

Pays	1973	1981	1982	1983	1984	1985	1986 <sup>2</sup>
	en % du PNB						
Etats-Unis . . . . .	0,6	- 1,1	- 3,5	- 3,8	- 2,7	- 3,4	- 3,4
Japon . . . . .	- 2,7	- 7,2	- 6,9	- 6,8	- 5,8	- 4,1	- 4,2
Allemagne fédérale . . . . .	1,2	- 3,7	- 3,3	- 2,5	- 1,9	- 1,1	- 1,2
France . . . . .	0,9	- 1,8	- 2,7	- 3,1	- 2,7	- 2,9	- 2,9
Royaume-Uni . . . . .	- 2,6	- 2,8	- 2,3	- 3,6	- 3,9	- 2,6	- 3,1
Italie . . . . .	- 7,0	-11,5	-11,3	-10,7	-11,5	-12,3	-11,3
Canada . . . . .	1,0	- 1,5	- 5,7	- 6,6	- 6,6	- 6,6	- 5,4
Autriche . . . . .	1,3	- 1,7	- 3,2	- 4,1	- 2,7	- 2,1	- 2,7
Belgique . . . . .	- 5,5	-16,4	-14,4	-15,0	-12,1	-11,6	-11,2
Pays-Bas . . . . .	1,8	- 5,2	- 6,7	- 6,1	- 5,7	- 5,1	- 6,7
Espagne . . . . .	1,1	- 3,9	- 5,6	- 4,8	- 5,6	- 6,4	- 5,6
Suède . . . . .	4,1	- 4,9	- 6,3	- 5,0	- 2,6	- 3,9	- 0,7
Suisse . . . . .	- 1,1	0,1	- 0,5	- 0,5	- 0,3	- 0,0	0,7
Moyenne <sup>3</sup> . . . . .	- 0,3	- 3,5	- 4,6	- 4,8	- 4,0	- 3,6	- 3,4

<sup>1</sup> Y compris le secteur de la sécurité sociale, mais à l'exclusion des opérations en capital de nature financière. Pour le Japon, comprend les sociétés non financières du secteur public. <sup>2</sup> Chiffres provisoires. <sup>3</sup> Pondérations selon le PIB de l'année précédente évalué aux taux de change courants.

Sources: OCDE, Perspectives économiques, et données nationales.

nécessaire de soutenir la demande et l'activité, plus la situation budgétaire initiale risque d'être défavorable.

Comme indiqué précédemment, la contrainte ne tient pas nécessairement aux pressions excessives de la demande ni aux risques inflationnistes. Elle est plus directement liée à la situation des finances publiques elles-mêmes. Cela ressort très nettement de l'augmentation persistante du ratio endettement public/PNB dans un grand nombre de pays et de l'alourdissement correspondant des charges d'intérêts, qui viendra également grever les budgets futurs (voir tableau ci-dessous). Dans certains pays, cependant, cette situation commence à s'améliorer, surtout dans ceux où le déficit budgétaire a été ramené à de très faibles niveaux.

Il n'est pas possible d'indiquer avec précision les limites qu'il conviendrait de fixer aux ratios d'endettement public, dont le caractère supportable peut varier d'un pays à l'autre et avec le temps. D'une manière générale, il est certain qu'on ne devrait pas, et en fait qu'on ne peut pas, laisser ce taux s'accroître indéfiniment. Il existe un conflit embarrassant entre la nécessité d'une souplesse à court terme et les exigences d'une politique stable à moyen terme.

Ce conflit se trouverait aggravé par le fait que dans certains pays – en particulier au Japon, mais aussi en Allemagne – la proportion de plus en plus importante de personnes âgées imposera, au cours des prochaines décennies, un fardeau élevé et croissant aux systèmes budgétaires, entre autres. Il n'est pas évident toutefois que la meilleure manière de se préparer à cette évolution consiste à maintenir à présent l'austérité budgétaire, surtout si la croissance en général (y compris celle de l'investissement) risque d'être faible.

En outre, on voit mal comment, en dehors du domaine budgétaire, la politique monétaire pourrait stimuler de manière sensible la demande interne.

Endettement des administrations publiques et service des intérêts

Pays	1973	1983	1984	1985	1986	1973	1983	1984	1985	1986
	Endettement brut <sup>1</sup> , en % du PNB					Paiements d'intérêts bruts, en % des dépenses publiques				
Etats-Unis . . . . .	39,9	45,1	46,8	52,4	56,2	7,2	12,2	13,6	13,9	13,9
Japon . . . . .	30,9	87,9	89,9	89,7	90,9 <sup>2</sup>	4,1	12,9	13,9	14,5	14,7
Allemagne fédérale . . . . .	18,6	40,0	40,7	41,2	41,1	2,8	6,4	6,5	6,6	6,6
France . . . . .	25,4 <sup>3</sup>	30,7	32,9	35,2	36,9	2,4	5,2	5,5	5,6	5,6
Royaume-Uni . . . . .	71,8	60,8	61,7	59,7	57,7 <sup>2</sup>	9,5	10,6	10,8	11,3	10,5
Italie . . . . .	52,7	72,6	78,2	85,2	88,9	6,9	15,6	16,3	15,6	16,6
Canada . . . . .	45,6	58,2	60,9	65,9	68,8	10,6	15,6	16,8	18,1	18,2
Autriche . . . . .	10,8	45,3	47,9	49,4	55,9	2,5	6,2	6,8	7,1	7,5
Belgique . . . . .	54,0	107,2	115,1	120,6	123,2	8,0	15,0	16,4	17,4	18,6
Pays-Bas . . . . .	43,2	61,9	66,3	70,0	72,2	6,3	9,6	10,2	11,1	11,2
Espagne . . . . .	13,8 <sup>3</sup>	32,1	39,3	46,3	49,0	2,8	3,3	5,5	8,8	8,8
Suède . . . . .	22,5	66,9	69,5	70,9	68,8	4,3	11,3	12,2	13,4	12,2
Suisse . . . . .	30,3	36,5	36,1	34,7	32,5	5,6	4,8	4,5	4,4	4,2
Moyenne <sup>4</sup> . . . . .	37,5	54,1	56,6	59,9	62,1	6,1	11,0	12,2	12,7	12,8

<sup>1</sup> Pour le Japon, l'Italie et le Royaume-Uni, y compris les sociétés non financières du secteur public. <sup>2</sup> Troisième trimestre 1986. <sup>3</sup> Moyenne 1974-80. <sup>4</sup> Pondérations selon le PIB de l'année précédente.

Sources: CEE, Economie européenne, et données nationales.

Tout au plus convient-il de rappeler à cet égard l'impérieuse nécessité de maintenir une orientation anti-inflationniste aussi crédible que possible, et cela à un moment où les prix de certains actifs (réels et financiers) ont enregistré une vive hausse et où les agrégats monétaires ont d'ores et déjà nettement dépassé leurs objectifs, en partie pour des raisons justifiables certes, mais impossibles à chiffrer. Un nouvel assouplissement de la politique monétaire risquerait également d'amplifier les effets défavorables sur les taux de change, alors que l'ampleur de l'incidence exercée par les modifications de la seule politique monétaire sur la demande réelle fait toujours l'objet de débats.

Comme la question de l'utilisation des instruments traditionnels de la politique macro-économique n'est toujours pas tranchée, il n'est pas surprenant que les autorités se soient de plus en plus tournées vers des remèdes plus fondamentaux comportant des effets secondaires moins dommageables. Or, si l'on peut en toute logique proposer, par exemple, que le processus d'ajustement s'appuie sur des mécanismes de marché plus efficaces — surtout si le dispositif de signalisation englobe, comme c'est le cas actuellement, les variations des prix relatifs — il n'est malheureusement pas possible de prédire, sur la base de l'expérience passée, l'ampleur de leurs effets éventuels ni le moment où ils s'exerceront. Qui plus est, il est souvent difficile de dire, notamment pour le marché du travail, quel type d'action serait à la fois réalisable et efficace.

Dans un autre domaine, la réforme de la fiscalité devrait en principe contribuer à corriger le déséquilibre international. Les Etats-Unis, pour leur part, abandonnent actuellement un système qui encourageait les dépenses privées au détriment de l'épargne. Le Japon est peut-être en train de suivre le processus inverse, en passant d'un régime fiscal favorisant largement l'épargne à un autre qui propose, par exemple, une retenue à la source sur certaines catégories de revenus d'intérêts précédemment exonérées. Aux Etats-Unis, ce changement d'orientation devrait théoriquement inciter les résidents américains à financer directement ou indirectement une plus grande part du déficit budgétaire de leur pays. Quant aux ressortissants japonais, si une réforme est effectivement appliquée, ils devraient dépenser une plus grande proportion de leur revenu, d'autant plus que les propositions formulées comportent aussi des mesures d'incitation à investir dans le logement. Là encore, il n'est possible de prévoir avec exactitude ni le moment ni l'ampleur des réactions à ces modifications. S'agissant des effets de restriction ou de stimulation exercés sur l'épargne, les économistes ont toujours eu beaucoup de peine à prouver de manière claire et précise l'importance de l'incidence des variations de la rentabilité après impôt.

Il ressort de toutes ces considérations que, comme la croissance risque à court terme d'être inférieure aux récentes anticipations et que des pressions intermittentes, mais fortes, se font sentir sur les marchés des changes, la responsabilité se trouve rejetée, qu'on le veuille ou non, sur la politique macro-économique, et sur la politique budgétaire en particulier. Dans ces conditions, le conflit entre les besoins à court terme et les objectifs à moyen terme des finances publiques devient moins évident. Le moyen terme n'étant, après tout, que la somme des résultats à court terme, une évolution défavorable de ces derniers influencera inévitablement l'évolution à plus longue échéance.

### III. ÉCHANGES ET PAIEMENTS INTERNATIONAUX

#### Faits saillants

L'évolution des échanges et paiements internationaux a été fortement marquée, l'an dernier, par les répercussions de la baisse des prix pétroliers et de la dépréciation du dollar. Ces deux facteurs ont entraîné des modifications substantielles des prix relatifs des biens échangés ainsi que des variations sensibles, bien que nettement moins prononcées, des volumes des échanges, ce dernier phénomène ayant résulté en partie des gains et pertes importants de revenus réels provoqués par les effets de prix.

Les réactions en volume ont été fort différentes selon les groupes de pays, mais elles se sont traduites dans l'ensemble par une accélération modeste de la croissance du volume du commerce mondial en 1986, qui s'est chiffrée à quelque 4½%. Pour l'essentiel, les variations des prix se sont reflétées, l'an passé, dans une redistribution des positions des paiements courants entre les principaux groupes de pays. Du fait surtout de la diminution des prix pétroliers, le déficit global des paiements courants des pays industriels a fléchi de \$36 milliards, tandis que celui des pays en développement s'est accru de \$26 milliards. En outre, l'écart statistique de la balance mondiale des paiements courants s'est contracté de \$7 milliards, surtout parce que la baisse des taux d'intérêt a apparemment réduit l'écart statistique de la balance des revenus d'investissement notifiés.

Les modifications intervenues dans la structure globale des positions consolidées des paiements courants se sont accompagnées d'un élargissement sensible des déséquilibres extérieurs au sein des deux principaux groupes. Dans les pays industriels, on a enregistré une nouvelle augmentation du déficit des paiements courants des Etats-Unis et des accroissements substantiels des excédents du Japon et de l'Allemagne. Les déséquilibres records observés dans ces trois pays en 1986 doivent être attribués essentiellement à la première vague des effets exercés sur les prix par les mouvements des taux de change. La détérioration de la position cumulée des paiements courants des pays en développement a été entièrement supportée par les pays exportateurs de pétrole du groupe. Les autres pays en développement ont bénéficié d'une amélioration globale, qui a toutefois profité en totalité à quelques pays d'Asie du Sud-Est, alors que la situation des paiements courants des autres pays débiteurs importateurs de pétrole s'est détériorée l'an dernier.

Les mouvements internationaux de capitaux entre les pays industriels ont présenté en 1986 deux caractéristiques notables. Tout d'abord, si les opérations sur titres sont demeurées l'instrument principal de ces mouvements, on a néanmoins noté, dans un certain nombre de pays, la réapparition de flux considérables de fonds bancaires à court terme, liés en partie à des investissements de portefeuille externes. Deuxièmement, les sorties de capitaux en provenance des pays excédentaires, et surtout du Japon, ont continué de s'accroître, mais les flux du secteur privé ont cessé de compenser intégralement le déficit des paiements courants des Etats-Unis, dont une partie importante a été couverte, pour

la première fois depuis 1978, par l'accumulation de créances sur les Etats-Unis par des détenteurs officiels étrangers.

Parmi les pays en développement exportateurs de pétrole, un certain nombre de pays déficitaires détenant d'importants avoirs sur les marchés internationaux ont été en mesure de financer leurs déficits par prélèvements sur leurs actifs; toutefois, les pays exportateurs de pétrole lourdement endettés se sont trouvés aux prises avec de graves problèmes de financement. Dans divers pays non exportateurs de pétrole, l'amélioration des termes de l'échange a généralement atténué les pressions en matière de financement, mais certains des principaux débiteurs ont rencontré des difficultés dans ce domaine en raison de politiques internes beaucoup trop expansionnistes. On a de nouveau noté l'absence de prêts spontanés du secteur privé aux pays débiteurs en difficulté, et la plupart des pays en développement ont dû recourir presque exclusivement en 1986 à des ressources émanant de créanciers officiels.

### **Commerce mondial**

Les données provisoires disponibles laissent à penser que la croissance en volume du commerce mondial s'est accélérée l'an dernier d'un point environ par rapport à 1985, pour s'établir à 4½%. Cette augmentation en termes réels s'est accompagnée d'un accroissement de quelque 5% des prix moyens en dollars des biens échangés, de sorte que la valeur du commerce mondial en dollars courants a enregistré une hausse de près de 10%, s'inscrivant ainsi à plus de \$2.100 milliards.

Malgré la reprise modeste du commerce mondial en 1986, les tendances protectionnistes ont persisté et les pratiques restrictives ont continué d'entraver les échanges internationaux. Il est toutefois extrêmement difficile d'évaluer l'ampleur de l'extension du protectionnisme ou de déterminer dans quelle mesure elle a freiné la progression du commerce mondial ou empêché une affectation plus efficace des ressources. C'est d'autant plus malaisé que les pratiques protectionnistes n'ont plus porté, ces dernières années, sur les droits de douane — plusieurs séries de négociations au sein du GATT sur les réductions multilatérales des tarifs douaniers ayant d'ailleurs permis d'abaisser ces droits de manière substantielle — mais se traduisent par l'établissement généralisé de barrières non tarifaires de diverses sortes. Pour l'instant, le protectionnisme semble s'être concentré essentiellement sur certains secteurs. L'impact des restrictions est particulièrement prononcé dans les échanges de denrées agricoles, où les politiques officielles ont contribué, par le biais surtout de programmes destinés à soutenir les prix internes, à une accumulation excessive de produits agricoles subventionnés sur les marchés mondiaux. Des conflits commerciaux apparaissent dans le commerce des biens manufacturés. Les restrictions actuellement en vigueur affectent en particulier la sidérurgie, l'habillement et le textile, et le renforcement de l'Accord multifibre en 1986 posera certainement de sérieux problèmes aux pays en développement exportateurs effectifs et potentiels dans les secteurs de l'habillement et du textile. Dans les autres compartiments du commerce des produits manufacturés, le protectionnisme paraît ne s'être que modérément intensifié pour l'instant, grâce notamment à la résistance des gouvernements face aux pressions protectionnistes

internes. La menace de nouvelles mesures de restrictions subsiste néanmoins, et les chances de la désamorcer dépendront dans une large mesure du succès des efforts accomplis pour réduire l'ampleur des déséquilibres des échanges internationaux.

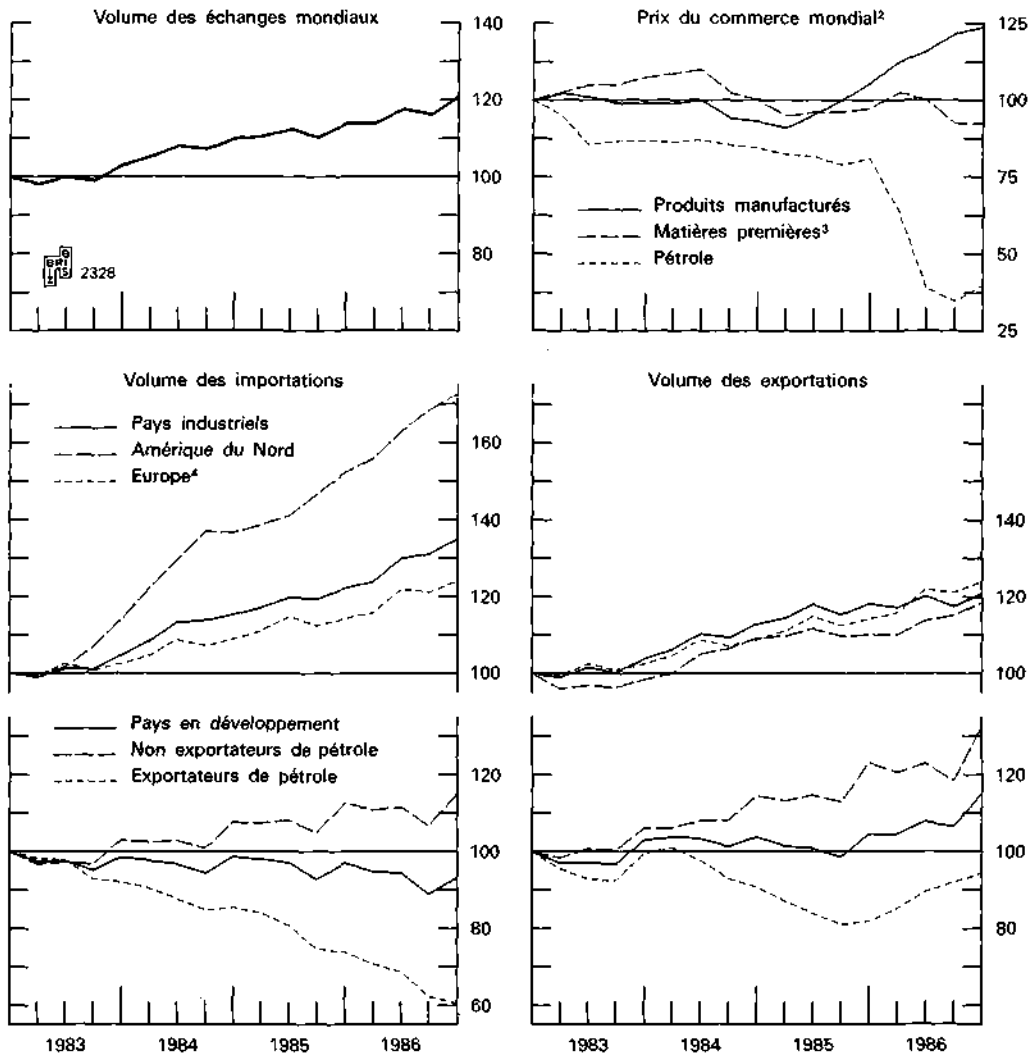
Les variations en volume et en valeur du commerce mondial, l'an dernier, ont été fortement influencées par la baisse des prix pétroliers et la dépréciation du dollar. La chute de près de 50% du cours du pétrole en dollars a joué un rôle déterminant dans les modifications de structure des échanges en termes réels, à la fois parce que ce fléchissement des prix pétroliers a accru la demande de pétrole et parce qu'il a produit des effets de revenu réel qui ont sensiblement affecté l'évolution des importations dans les différents groupes de pays. La dépréciation du dollar a freiné l'expansion du commerce mondial en volume, étant donné que la hausse simultanée des taux de change effectifs réels a entraîné assez rapidement une contraction de la croissance en volume des ventes à l'étranger d'Europe occidentale et du Japon, sans immédiatement engendrer en contrepartie une augmentation du volume des exportations aux Etats-Unis et dans certains autres pays dont la monnaie s'est dépréciée en termes réels. En revanche, la baisse du taux de change nominal de la monnaie américaine a renforcé la valeur en dollars des échanges libellés dans les devises qui se sont appréciées, tels que les échanges intra-européens. On peut dire, par exemple, que c'est uniquement à cause de ces effets de valorisation qu'en 1986 l'Allemagne a ravi aux Etats-Unis le premier rang mondial des exportateurs de marchandises.

Le graphique de la page 43 montre que l'expansion du volume total du commerce mondial en 1986 a surtout résulté de la demande d'importations dans les pays industriels, qui s'est accrue de 8½% l'an dernier, selon les estimations, contre 6% en 1985. On estime également que les achats à l'étranger des pays industriels ont dépassé de 10% en termes réels, au second semestre de 1986, leur niveau de la période correspondante de 1985. Si, pour l'ensemble de l'année, la vigueur de la demande d'importations dans les pays industriels a été due principalement à l'expansion considérable des achats à l'étranger de l'Amérique du Nord, l'accélération observée au second semestre a résulté essentiellement de l'augmentation du volume des importations dans les autres pays industriels. L'essor de la croissance des importations en termes réels dans les pays industriels en 1986 a été attribuable dans une large mesure au renforcement des achats de pétrole. La chute des prix pétroliers a provoqué non seulement une hausse de 3% de la consommation, mais également un mouvement de reconstitution des stocks pétroliers de l'ordre de 4%, soit à un rythme deux fois supérieur à celui du mouvement de déstockage enregistré en 1985. En outre, la production de pétrole dans les pays industriels s'est réduite de 2% l'an dernier, en raison de la fermeture de puits non rentables et de la baisse de l'activité de forage.

Le volume des importations des pays en développement a fléchi, en revanche, de 3½% l'an dernier, ce qui constitue la baisse la plus sensible depuis 1982. Devant le recul d'un tiers de leurs recettes d'exportations, les pays exportateurs de pétrole ont opéré une réduction sans précédent (18% en volume) de leurs achats à l'étranger. Le groupe des pays non exportateurs de pétrole a continué, pour sa part, à accroître ses importations en termes réels, bien que le

# Commerce mondial, 1983-86<sup>1</sup>

Quatrième trimestre 1982 = 100.



<sup>1</sup> Données en volume: moyennes mobiles non centrées sur trois trimestres. <sup>2</sup> En termes de dollars EU. <sup>3</sup> Hors pétrole.  
<sup>4</sup> Allemagne, Belgique, France, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède et Suisse.

rythme de cette expansion (quelque 2½%) n'ait représenté que la moitié de celui des deux années précédentes. En outre, cet accroissement moyen a été fortement influencé par la vive poussée des importations dans un petit nombre de pays nouvellement industrialisés d'Asie du Sud-Est, qui ont été en mesure, grâce à la progression considérable de leurs recettes d'exportations, d'augmenter de 8% le volume de leurs achats à l'étranger. La plupart des autres pays non exportateurs de pétrole n'ont enregistré qu'une augmentation modeste de leurs importations ou ont été contraints, par l'évolution de leur balance des paiements, de réduire le volume de leurs achats à l'étranger en 1986.

Dans les pays industriels, seule une partie étonnamment faible du gonflement des importations s'est reflétée dans l'expansion des exportations en

volume, qui s'est d'ailleurs ralenti de quelque 4½% en 1985 à 2% seulement en 1986. Si la croissance en volume des exportations est passée de 2% en 1985 à 6% en 1986 en Amérique du Nord, avec une accélération notable dans le courant de l'année, elle a fléchi, en revanche, dans les autres pays industriels, revenant de 5% à 2% seulement. L'augmentation relativement modeste du volume global des exportations des pays industriels a été en partie imputable à la réduction de la demande des pays exportateurs de pétrole. Il convient de noter toutefois qu'en 1986 une part croissante de la demande des pays industriels en produits manufacturés étrangers, habituellement satisfaite au sein même du groupe, l'a été par des producteurs de pays en développement, en particulier des économies nouvellement industrialisées d'Asie du Sud-Est.

L'an dernier, en effet, les principaux bénéficiaires de la forte demande d'importations des pays industriels ont été les pays en développement, dont les exportations en volume se sont de nouveau accélérées (+9%), après une stagnation en 1985. Ces augmentations en volume ont cependant bénéficié essentiellement à deux groupes de pays en développement: le volume des ventes à l'étranger des pays exportateurs de pétrole, qui s'était contracté de 6% en 1985, s'est renforcé de 10% en 1986; d'autre part, les exportateurs de produits manufacturés (c'est-à-dire, les pays en développement dont les ventes de ces produits représentaient 50% ou plus de leurs exportations totales en 1980) ont enregistré une accélération de la croissance de leurs exportations, qui est passée de quelque 4% en 1985 à 14% environ en 1986, avec des progressions nettement supérieures à la moyenne pour les pays d'Asie du Sud-Est.

Les divergences sensibles dans la croissance en volume des importations et des exportations des divers groupes de pays ont été liées aux évolutions différentes du commerce dans les principales catégories de marchandises. Le volume des échanges de pétrole et autres produits minéraux, qui avait diminué de quelque 1% en 1985, a fait apparaître l'expansion la plus prononcée (+7%), due en totalité aux échanges pétroliers. Le commerce de produits agricoles a connu un développement modeste (+1%), tout en demeurant en retrait vis-à-vis de sa croissance moyenne de 4½% au cours de la dernière décennie. Si ce ralentissement peut être attribuable en partie aux récoltes relativement bonnes de 1985-86, qui ont permis la substitution de produits internes aux importations, la faiblesse persistante des échanges de produits agricoles, ces dernières années, paraît liée essentiellement aux mesures protectionnistes qui ont mis de nombreux marchés à l'abri de la concurrence étrangère. Enfin, la progression des échanges de produits manufacturés s'est ralentie en volume, revenant de 5% en 1985 à 3% seulement en 1986. A part les grandes périodes de récession, ce chiffre est le plus faible des trente dernières années. Ce résultat médiocre a été dû en partie aux politiques de restriction des importations dans les pays où les recettes d'exportations ont diminué, mais également, comme on l'a mentionné précédemment, aux effets asymétriques des variations des taux de change réels sur l'évolution des exportations des grands pays industriels.

Les variations en volume des échanges dans les principaux groupes de produits se sont accompagnées de fortes divergences des prix. En 1986, celui du pétrole a été pratiquement réduit de moitié en moyenne annuelle, tombant parfois nettement en dessous du niveau antérieur au choc des prix pétroliers de

1979-80. Les cours des matières premières non pétrolières, qui avaient diminué de 10% en 1985, sont demeurés déprimés et, malgré la dépréciation du dollar, ont continué à fléchir en 1986 (-1%). La faiblesse marquée des cours des matières premières a contrasté avec l'augmentation de 18% de la valeur unitaire des produits manufacturés, due cependant en totalité aux effets de valorisation induits par la dépréciation du dollar; mesurés en monnaies nationales des pays exportateurs, les prix moyens des produits manufacturés ont en fait légèrement baissé.

Ces modifications de prix se sont traduites par des variations substantielles des termes de l'échange qui ont atténué les mouvements des volumes commerciaux relatifs, et, comme le montre la section suivante, ont constitué les principales causes des fluctuations des soldes du commerce extérieur et des paiements courants des divers pays et groupes de pays en 1986.

### **Déséquilibres extérieurs records dans les trois plus grands pays industriels**

Le déséquilibre global des positions extérieures des Etats-Unis, du Japon et de l'Allemagne, mesuré par la somme arithmétique des soldes des paiements courants de ces pays, s'est accru l'an dernier du montant considérable de \$80 milliards, soit nettement plus qu'en 1985. Cet accroissement a été dû pour plus des deux tiers à l'augmentation des excédents du Japon et de l'Allemagne et, pour le reliquat, à l'élargissement du déficit des paiements courants des Etats-Unis. Alors que la chute des prix pétroliers, l'an passé, a eu une influence dominante sur la répartition des positions des paiements courants entre les principaux groupes de pays, seule une faible part (quelque \$10 milliards) de l'augmentation du déséquilibre global des trois plus grandes économies peut être imputée à la diminution des prix du pétrole. Ces trois pays sont importateurs nets de pétrole, mais l'amélioration de la balance pétrolière a été un peu plus marquée au Japon et en Allemagne qu'aux Etats-Unis. Le fait que l'accentuation du déséquilibre ait été due essentiellement aux transactions non pétrolières donne à penser que les variations de taux de change de l'an dernier, dans le contexte d'une convergence des évolutions relatives de la demande, n'ont pas encore déclenché un processus d'ajustement de forte ampleur. La présente section analyse l'évolution des balances des paiements des Etats-Unis, du Japon et de l'Allemagne et examine avec une attention particulière les raisons des progrès assez modestes enregistrés en 1986 en matière d'ajustement extérieur. Les soldes des paiements courants des divers pays et groupes de pays figurent dans le tableau de la page 59.

Le déficit des paiements courants des *Etats-Unis* s'est encore élargi en 1986 (+\$22,9 milliards), pour s'établir à \$140,6 milliards, ce qui représente plus de 3½% du PNB. Cette détérioration a porté en totalité sur la balance commerciale, tandis que le solde des transactions invisibles n'a pratiquement pas varié, la contraction de \$2,5 milliards des revenus nets d'investissements ayant été un peu plus que compensée par de faibles améliorations de divers autres soldes relatifs aux services. Le fléchissement modeste des revenus nets du capital est un peu surprenant compte tenu de la détérioration marquée de la position nette des Etats-Unis en matière de créances et dettes internationales,

Etats-Unis: revenu net des investissements

Postes	1985	1986				
		année	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en milliards de dollars EU						
Revenu des investissements directs (chiffres nets) . . . . .	26,3	32,5	8,1	7,7	7,6	9,2
dont: plus-values . . . . .	4,3	8,2	1,7	2,3	2,3	1,9
Autre revenu d'investissements (chiffres nets) . . . . .	- 1,0	- 9,7	- 1,8	- 2,3	- 2,2	- 3,4
Revenu des investissements privés . . . . .	14,8	6,4	2,3	1,9	1,5	0,7
Revenu des investissements publics . . . . .	-15,8	-16,1	- 4,1	- 4,2	- 3,7	- 4,1
Total (selon données transmises) . . . . .	25,3	22,8	6,3	6,4	5,3	5,8
Total (hors plus-values) . . . . .	21,0	14,6	4,6	3,1	3,0	3,9

Remarque: les chiffres ayant été arrondis, la somme des divers postes peut ne pas correspondre au total.

qui, après être devenue débitrice nette, à concurrence de \$107,4 milliards, à la fin de 1985, s'est certainement encore aggravée en 1986. Comme le montre le tableau ci-dessus, ce qui explique surtout le caractère modéré de la baisse du revenu global des investissements en 1986, c'est le fait que la dépréciation du dollar a entraîné, pour la seconde année de suite, des gains de change sur l'encours des investissements directs des Etats-Unis à l'étranger, qui ont fortement grossi les chiffres notifiés des revenus correspondants. En revanche, la balance des autres revenus du capital (reflétant les paiements d'intérêts nets), qui avait fait apparaître un solde négatif en 1985 pour la première fois depuis que ces données sont recueillies, s'est de nouveau détériorée en 1986, à raison de \$8,7 milliards.

L'accroissement du déficit au titre des échanges de marchandises (\$124,4 milliards en 1985 et \$147,7 milliards en 1986) est intervenu malgré une diminution de \$16,6 milliards de la facture pétrolière, due au seul effet de la baisse des coûts d'importation du pétrole. Dans le même temps, le volume des achats de pétrole à l'étranger a augmenté de 25%.

La balance des échanges non pétroliers s'est détériorée de \$40 milliards en 1986, pour accuser un déficit record de \$113,8 milliards. Ce résultat est particulièrement décevant pour deux raisons. En premier lieu, après avoir commencé à décroître en 1985, l'influence défavorable exercée sur la balance commerciale par l'augmentation de la demande intérieure réelle plus marquée aux Etats-Unis que dans le reste du monde a pratiquement disparu en 1986. Deuxièmement, la dépréciation du dollar s'est poursuivie en 1986; par comparaison avec son sommet de février 1985, le dollar avait fléchi de 30%, à la fin de l'an passé, vis-à-vis d'un panier de monnaies des principaux pays industriels. Même si l'on tient compte des monnaies des pays en développement, qui, pour la plupart, sont liées au dollar ou se sont dépréciées par rapport à lui, on constate que la baisse globale du taux de change effectif de la monnaie américaine, même corrigée des variations des prix de gros relatifs, ressort encore à 20% pour cette période. Des modifications de taux de change aussi amples auraient dû permettre aux producteurs américains de regagner une part importante des pertes de compétitivité subies, sur le front des prix, durant la période de fermeté du dollar.

Etats-Unis: facteurs de variation de la balance commerciale (estimations)<sup>1</sup>

Postes	1985	année	1986 <sup>2</sup>			
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
	en milliards de dollars EU					
Variations de la balance commerciale . . . .	-11,9	-23,3	-11,5	- 5,4	- 5,4	- 1,0
Facteurs de ces variations:						
importations de pétrole . . . . .	6,8	16,6	0,4	5,7	4,4	6,1
échanges hors pétrole . . . . .	-18,7	-40,0	-11,9	-11,2	- 9,8	- 7,1
résultant du:						
volume des exportations . . . . .	3,7	16,5	0,0	3,4	6,0	7,1
volume des importations <sup>3</sup> . . . . .	-22,2	-38,7	- 9,7	-10,4	-10,5	- 8,1
résultant des termes de l'échange hors pétrole . . . . .	- 0,2	-17,8	- 2,2	- 4,2	- 5,3	- 6,1

<sup>1</sup> Sur la base des statistiques de la balance des paiements. <sup>2</sup> Les variations trimestrielles sont mesurées par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente, à l'aide de données désaisonnalisées. <sup>3</sup> Un signe moins indique un accroissement du volume des importations.

Devant cette évolution de la demande et des taux de change, il est effectivement surprenant que le solde des échanges non pétroliers des Etats-Unis ait continué à se détériorer en 1986, tant en termes nominaux que réels. Certes, la forte influence défavorable exercée par la diminution de 7% des prix commerciaux relatifs, qui est entrée pour \$17,8 milliards (soit pour près de moitié) dans l'élargissement du déficit des échanges non pétroliers, ne revêt pas un caractère surprenant compte tenu de la baisse marquée du taux de change nominal; il n'en demeure pas moins que l'augmentation de \$22,2 milliards du volume net des importations non pétrolières représente un contraste sensible par rapport à ce qu'on pourrait normalement escompter à la suite d'une dépréciation substantielle du taux de change réel.

L'aggravation du déficit des échanges non pétroliers a été entièrement attribuable à l'évolution des importations. Le montant total des achats à l'étranger hors pétrole est monté en flèche en 1986, s'accroissant de \$47,3 milliards, pour ressortir à \$335,6 milliards; ce mouvement traduit une expansion de 12½%, soit de \$38,7 milliards, en volume et une progression de 3½% en valeur unitaire qui a contribué, à raison de \$8,6 milliards, à l'augmentation de la valeur des importations. Comme le renforcement du volume des produits importés ne peut être imputé qu'à hauteur de quelque \$22 milliards à l'effet de revenu exercé par la croissance de 3½% de la demande intérieure aux Etats-Unis, le reliquat de quelque \$17 milliards donne à penser que les producteurs américains n'ont toujours pas réussi à l'emporter sur les concurrents étrangers. Le fait que la demande ne soit apparemment pas parvenue à s'orienter vers des produits de substitution nationaux doit être attribué, dans une large mesure, à la faiblesse de la hausse des prix à l'importation. Les fournisseurs étrangers des Etats-Unis ont évité de procéder à des relèvements substantiels de leurs prix à l'exportation en dollars, soit parce que, en Asie du Sud-Est par exemple, ils n'ont pas eu besoin de le faire à cause de l'évolution parallèle au dollar de leur monnaie nationale, soit parce que, en cas d'appréciation de leur monnaie nationale vis-à-vis du dollar, ils ont accepté une diminution de leurs bénéfices et n'ont que légèrement accru leurs prix en dollars afin de protéger leur part du marché américain. En outre, l'évolution des prix à l'importation et des volumes des diverses catégories de produits a fortement varié en fonction des conditions

du marché et de l'élasticité de la demande par rapport aux prix. Ainsi, les exportateurs de voitures de pays autres que le Canada ont non seulement répercuté, sous la forme d'un accroissement des prix, une grande partie de l'augmentation du taux de change – la valeur unitaire des achats à l'étranger de voitures et d'autres véhicules à moteur a progressé de plus de 10% en 1986 – mais ils ont été également en mesure de développer de 9% le volume de leurs ventes. En revanche, les importations de biens d'équipement se sont renforcées de 19% en volume à des prix pratiquement inchangés, sous l'influence probablement de l'intense concurrence régnant sur ce marché, en particulier de la part des fournisseurs d'Asie du Sud-Est. La forte progression en volume des importations non pétrolières s'est poursuivie durant toute l'année, malgré un léger affaiblissement de leur rythme de croissance au dernier trimestre de 1986, le volume de ces achats n'ayant dépassé que de 10% celui de la période correspondante de 1985, contre 12½% en moyenne annuelle. Il convient de noter toutefois que le volume des achats à l'étranger a été gonflé aux deuxième et troisième trimestres par des importations exceptionnelles d'or, réexporté ultérieurement vers le Japon, qui ont ajouté environ un point et demi à la croissance en volume des importations non pétrolières en 1986.

En ce qui concerne les exportations, l'incidence des variations des taux de change a été davantage conforme aux anticipations: la hausse de \$7,3 milliards de la valeur des exportations, qui s'est chiffrée à \$221,7 milliards, a été due en totalité à une expansion en volume, correspondant à \$16,5 milliards, qui a toutefois été compensée en partie par la baisse de 3½% des valeurs unitaires à l'exportation. Ce gain en volume peut être attribué entièrement aux ventes de produits non agricoles; en effet, les exportations de denrées agricoles ont accusé une stagnation en termes réels, et, par suite essentiellement des conditions de l'offre sur le marché mondial, les prix à l'exportation ont baissé, au point de ramener la valeur des exportations américaines de produits agricoles à son niveau le plus bas depuis 1977. A l'inverse, les livraisons à l'étranger de produits non agricoles ont progressé de 8½% à prix constants, et, même sans tenir compte des réexportations exceptionnelles d'or au Japon, leur expansion en volume a été plus de deux fois supérieure au rythme de croissance du marché d'exportation américain. Ce résultat constitue une amélioration sensible par rapport à la faible progression en volume (moins de 2%) en 1985, mais, comme l'indique la réduction de 3% en termes de dollars des prix des exportations non agricoles, les exportateurs américains n'ont pas encore bénéficié, malgré la baisse du dollar, d'une marge de manœuvre suffisante pour augmenter leurs prix. Tout comme pour les importations, on constate des différences marquées entre les diverses catégories de produits exportés. Ainsi, alors que les prix à l'exportation des biens de consommation se sont accrus de 2½%, ceux des biens d'équipement ont fléchi de plus de 5%. En cours d'année, l'influence positive du taux de change sur le résultat des exportations est devenue beaucoup plus marquée. Au dernier trimestre, les ventes à l'étranger de produits non agricoles se sont renforcées de 13% en volume par rapport à leur niveau enregistré un an auparavant, alors que leur croissance annuelle en volume est ressortie à 8½%.

La faiblesse du dollar sur les marchés des changes et le rétrécissement de l'écart de taux d'intérêt en sa faveur vis-à-vis des autres grandes monnaies ont réduit en 1986 l'attrait des placements en dollars pour les non-résidents. Les

entrées nettes de capitaux privés aux Etats-Unis, tout en demeurant amples, n'ont plus couvert en totalité le déficit des paiements courants, qui a été financé pour près d'un quart par des placements de réserves officielles de banques centrales étrangères sur le marché des Etats-Unis. Par voie de conséquence, la position monétaire officielle nette des Etats-Unis s'est détériorée de \$32,6 milliards l'an dernier, ce qui correspond en quasi-totalité à l'accroissement des engagements officiels envers l'étranger. Le financement du déficit des paiements courants au moyen d'achats officiels de dollars sur les marchés des changes s'est apparemment accru de manière sensible au premier trimestre de 1987.

Le montant de \$107,9 milliards d'entrées nettes de fonds aux Etats-Unis, l'an dernier, a résulté principalement des trois mêmes catégories de mouvements de capitaux qu'en 1985. Il s'est agi, pour près des deux tiers, d'entrées nettes au titre d'investissements de portefeuille, et, pour le reste, d'apports nets par l'intermédiaire du système bancaire et de dépôts de fonds non identifiés, comme le fait apparaître l'écart statistique de la balance des paiements. Le tableau ci-après montre cependant que les sources d'entrées nettes de capitaux sont devenues beaucoup plus diversifiées au quatrième trimestre, lorsque l'accroissement sensible des investissements directs aux Etats-Unis et des importations nettes de capitaux dans le cadre des comptes intra-entreprises (inclus dans les autres capitaux du secteur non bancaire) a également donné lieu à des apports nets substantiels de fonds.

L'accroissement, de \$60,4 milliards en 1985 au chiffre record de \$69,6 milliards, des entrées nettes de capitaux résultant d'opérations sur titres a été principalement attribuable à une nouvelle augmentation sensible des placements de titres américains autres que ceux du Trésor effectués auprès des non-résidents, dont les achats se sont fortement intensifiés, passant de

Etats-Unis: opérations en capital

Postes	1985	1986				
		année	en milliards de dollars EU			
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
Solde des mouvements de capitaux . . . . .	123,4	107,9	29,0	21,4	24,4	33,1
Opérations du gouvernement américain (chiffres nets) <sup>1</sup> . . . . .	- 2,3	- 0,9	- 0,1	0,5	- 0,6	- 0,8
Investissements directs (chiffres nets) <sup>2,3</sup> . . . . .	- 5,2	- 4,5	- 5,7	- 4,4	- 0,1	5,7
Opérations sur titres (chiffres nets) <sup>3</sup> . . . . .	60,4	69,6	18,5	23,0	17,0	11,1
Flux bancaires (chiffres nets) . . . . .	39,7	20,1	14,8	- 10,9	10,8	5,4
Autres capitaux du secteur non bancaire (chiffres nets) <sup>3</sup> . . . . .	7,8	- 3,5	- 7,5	- 0,9	- 0,7	5,6
Erreurs et omissions . . . . .	23,0	27,1	9,1	13,9	- 2,1	6,1
Variations de la position monétaire officielle nette dont: engagements envers des institutions monétaires officielles étrangères . . . . .	- 5,7	32,6	2,1	14,0	14,8	1,7
	- 1,8	32,3	2,2	14,0	14,5	1,6
Pour mémoire:						
Solde des paiements courants . . . . .	-117,7	-140,6	- 31,0	- 35,5	- 39,2	- 34,9

Remarque: un signe moins indique une sortie de capitaux; les chiffres ayant été arrondis, la somme des divers postes peut ne pas correspondre au total.

<sup>1</sup> A l'exclusion des opérations sur titres du Trésor des Etats-Unis. <sup>2</sup> Les flux nets de capitaux entre les entreprises américaines et leurs sociétés financières affiliées aux Antilles néerlandaises sont compris dans les opérations sur titres et exclus des investissements directs. <sup>3</sup> Les flux intra-entreprises sont exclus des investissements directs et compris dans les autres capitaux du secteur non bancaire.

\$50,9 milliards à \$70,7 milliards (voir tableau ci-dessous). Les apports nets engendrés par les ventes d'obligations aux non-résidents se sont accrus de \$7,4 milliards, pour s'inscrire à \$53,4 milliards; ce total a porté, pour les trois quarts environ, sur des euro-obligations nouvellement émises par les entreprises américaines, en partie parce que la baisse des taux d'intérêt a continué de stimuler l'activité de refinancement sur le marché euro-obligataire, mais également parce que la demande de financement pour des acquisitions est demeurée soutenue. Les entrées nettes provenant de ventes d'actions à des non-résidents ont plus que triplé l'an dernier, pour se chiffrer à \$17,3 milliards, et ont été enregistrées en majeure partie au premier semestre de 1986 lorsque les cours des actions américaines ont connu une hausse particulièrement rapide. L'intérêt des non-résidents pour le marché boursier des Etats-Unis s'est toutefois atténué au dernier trimestre, où, sous l'effet principalement des ventes nettes de la part d'investisseurs européens, la balance des opérations sur titres a fait apparaître une faible sortie nette de \$0,3 milliard. Pour l'ensemble de l'année, l'augmentation des achats nets d'obligations et d'actions s'explique surtout par la demande continue de ces titres de la part des investisseurs japonais, dont les achats ont représenté directement près de 40% de la progression des ventes aux non-résidents de titres autres que ceux du Trésor. Les investissements étrangers sous forme de titres du Trésor des Etats-Unis ont, en revanche, fléchi à \$9,3 milliards, soit moins de la moitié du niveau de 1985. Cette contraction a été apparemment due en totalité à une modification du comportement des investisseurs japonais; en 1986, leurs acquisitions de titres du Trésor américain ont, en effet, représenté moins d'un cinquième du montant total des achats nets, contre 85% en 1985. Les sorties de fonds résultant des acquisitions nettes de titres étrangers par les résidents américains sont tombées à \$4,8 milliards en 1986. A partir du milieu de l'année, on a commencé à enregistrer des ventes nettes d'actions étrangères, japonaises en particulier, de la part des investisseurs américains; ces ventes ont peut-être été déclenchées par le fait que ces titres ont paru surévalués par rapport à leurs perspectives de rendement, mais elles ont également été motivées par le désir de réaliser des gains nets substantiels à la suite des variations

Etats-Unis: opérations internationales sur titres

Postes	1985	1986				
		année	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en milliards de dollars EU						
Total des flux de titres (chiffres nets)	60,4	69,6	18,5	23,0	17,0	11,1
Titres étrangers	- 8,0	- 4,8	- 6,1	- 1,7	0,3	2,7
Actions	- 4,0	- 1,6	- 2,1	- 2,2	1,0	1,7
Obligations	- 4,0	- 3,2	- 4,0	0,5	- 0,7	1,0
Titres du Trésor des Etats-Unis	20,5	9,3	7,7	3,8	0,5	- 2,7
Bons et certificats	- 0,9	- 1,3	1,2	- 0,2	- 1,5	- 0,8
Obligations	21,4	10,6	6,4	4,0	2,1	- 1,9
Autres titres américains	50,9	70,7	18,7	23,0	17,2	11,8
Actions	4,9	17,3	6,1	7,0	4,5	- 0,3
Obligations	46,0	53,4	12,6	16,0	12,7	12,1
Autres flux liés à des titres*	- 3,0	- 5,6	- 1,8	- 2,1	- 1,0	- 0,7

Remarque: un signe moins indique une sortie de capitaux.

\* Opérations entre les entreprises américaines et leurs sociétés financières affiliées aux Antilles néerlandaises.

des taux de change. Enfin, le dénouement des opérations des entreprises américaines avec leurs sociétés financières affiliées aux Antilles néerlandaises s'est poursuivi en 1986 et s'est traduit par des sorties nettes de \$5,6 milliards, reflétant essentiellement le remboursement d'emprunts euro-obligataires contractés antérieurement.

Les entrées nettes de capitaux acheminés par les banques aux Etats-Unis, et qui sont examinées de manière plus approfondie dans le Chapitre V, se sont pratiquement réduites de moitié en 1986, pour s'établir à \$20,1 milliards. Les engagements envers l'étranger se sont gonflés de \$77,4 milliards, soit près de deux fois le montant enregistré en 1985, mais, dans le même temps, les avoirs extérieurs, qui n'avaient pratiquement pas varié en 1985, se sont considérablement accrus (+\$57,3 milliards). Les variations observées tant à l'actif qu'au passif du bilan des banques ont été dominées par les opérations des banques sous contrôle étranger implantées aux Etats-Unis; en effet, près de 80% des entrées bancaires aux Etats-Unis, l'an dernier, ont résulté de l'activité internationale des succursales et filiales de banques étrangères aux Etats-Unis et ont consisté essentiellement en opérations interbancaires.

Au Japon, l'excédent des paiements courants s'est considérablement accru en 1986 (+\$36,6 milliards), pour s'inscrire à \$85,8 milliards, ce qui représente près de 4½% du PNB. Ce résultat a été dû en totalité à une forte progression des exportations nettes; le déficit habituel des transactions invisibles n'a pratiquement pas varié, à \$7 milliards, l'accroissement des recettes nettes procurées par les revenus d'investissement ayant été compensé par l'alourdissement des dépenses nettes au titre du tourisme. L'augmentation de l'excédent commercial, passé de \$56 milliards en 1985 à \$92,8 milliards en 1986, est attribuable pour moitié environ aux économies réalisées sur les paiements d'importations d'énergie, qui, grâce à la diminution de 36% des prix à l'importation, ont régressé de \$18,9 milliards, malgré un gonflement de 3½% en volume des achats à l'étranger. Le renforcement de \$17,7 milliards de l'excédent commercial hors énergie a résulté de mouvements nettement opposés des prix et volumes relatifs des échanges, l'effet positif de \$32,4 milliards découlant de l'amélioration de 16% des termes de l'échange ayant été réduit de moitié par la baisse de \$14,7 milliards de l'excédent à prix constants.

L'amélioration substantielle des termes de l'échange hors énergie doit être essentiellement attribuée à la forte appréciation du yen, qui, l'an dernier, a gagné en moyenne 30% en termes effectifs et jusqu'à 41½% par rapport au dollar. Les valeurs unitaires des exportations en termes de dollars se sont accrues de 21%, tandis que les valeurs unitaires à l'importation hors énergie n'ont augmenté que de 4%. Compte tenu, toutefois, de l'ampleur de l'appréciation du yen, cette modification des valeurs unitaires en dollars des exportations implique que la hausse du taux de change ne s'est répercutée que pour moitié environ sur les prix à l'exportation. L'autre moitié a été absorbée par le biais des bénéfices, les exportateurs japonais ayant cherché à limiter leur perte de parts du marché. Cette incidence sur les bénéfices a cependant été atténuée par la réduction sensible des prix à l'importation en yens, qui a été pratiquement équivalente à l'appréciation du yen.

Les différentes modifications des prix à l'exportation et à l'importation ont clairement contribué à l'évolution divergente des flux commerciaux en volume.

L'incidence des prix a été nettement plus forte du côté des importations, où la croissance en volume des achats à l'étranger hors énergie s'est vivement accélérée, passant de 2½% en 1985 à 17% en 1986, de même que celle des importations de produits manufacturés, qui a augmenté de 2% à 24%. Il convient de noter toutefois que ces chiffres ont été affectés de manière notable par les importations exceptionnelles d'or destiné à la frappe de la pièce commémorative en hommage à l'Empereur Hirohito, qui, selon les estimations, ont accru de 4½ et 7 points respectivement en volume les importations de produits non énergétiques et de biens manufacturés. Néanmoins, le caractère soutenu des achats à l'étranger en termes réels, dans un contexte de quasi-stabilité de l'expansion de la demande interne en 1986, semblerait suggérer que l'appréciation rapide du yen, l'an dernier, a eu une influence sensible sur l'évolution des importations japonaises.

Japon: facteurs de variation de la balance commerciale (estimations)<sup>1</sup>

Postes	1985	1986 <sup>2</sup>				
		année	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
			en milliards de dollars EU			
Variations de la balance commerciale . . . . .	12,5	36,6	6,5	10,1	11,9	8,1
Facteurs de ces variations:						
échanges de produits énergétiques . . . . .	4,5	18,9	0,8	5,4	5,9	6,8
échanges hors énergie . . . . .	8,0	17,7	5,7	4,7	6,0	1,4
résultant de variations en volume:						
des exportations . . . . .	6,2	- 2,3	- 0,9	- 0,5	- 0,1	- 0,8
des importations <sup>3</sup> . . . . .	- 1,8	-12,4	- 0,3	- 3,9	- 3,7	- 4,5
résultant des termes de l'échange						
hors énergie . . . . .	3,6	32,4	6,9	9,0	9,8	6,7

<sup>1</sup> Sur la base des statistiques douanières. <sup>2</sup> Les variations trimestrielles sont mesurées par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente. <sup>3</sup> Un signe moins indique un accroissement du volume des importations.

Au niveau des exportations, les efforts entrepris pour défendre les parts de marché par le biais d'une modération des prix semblent avoir été partiellement couronnés de succès. Le volume des ventes à l'étranger a fléchi de moins de 1½%, contre un accroissement de 4% l'année précédente. D'un côté, les exportations vers les pays soumis à des contraintes de balances de paiements – par exemple, la Chine, l'URSS, les pays exportateurs de pétrole et les autres pays en développement situés hors d'Asie – ont nettement diminué en 1986. En revanche, les ventes destinées au marché américain, à l'égard duquel les exportateurs japonais ont probablement fait les concessions les plus fortes en matière de prix, ont poursuivi leur développement, à un rythme bien inférieur toutefois, semble-t-il, à l'augmentation de 12½% du volume global des importations américaines hors pétrole. Dans le même temps, les exportateurs japonais ont effectué des percées notables sur les marchés d'Europe occidentale. Le volume des ventes à ces pays paraît s'être accru de quelque 20% en 1986, ce qui donnerait à penser que l'appréciation relativement modeste du yen vis-à-vis de leurs monnaies – en 1986, le yen a gagné 9% en moyenne vis-à-vis de l'Ecu – n'a pas affecté les résultats des exportateurs japonais sur ce marché.

On a enregistré une nouvelle augmentation substantielle, de \$21,5 milliards, du montant total net des sorties de capitaux (y compris le poste «Erreurs

Japon: mouvements de capitaux

Postes	1985	1986				
	année	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
	en milliards de dollars EU					
Solde des mouvements de capitaux . . . . .	- 54,6	- 74,6	- 13,1	- 20,2	- 20,4	- 20,9
Capitaux à long terme (chiffres nets) . . . . .	- 64,5	-131,5	- 19,0	- 28,9	- 38,4	- 45,2
Opérations sur titres . . . . .	- 43,1	-101,4	- 13,6	- 22,9	- 31,0	- 33,9
Titres étrangers . . . . .	- 59,8	-102,0	- 19,6	- 26,6	- 28,6	- 27,2
Titres nationaux . . . . .	16,7	0,6	6,0	3,7	2,4	6,7
Investissements directs (chiffres nets)	- 5,9	- 14,3	- 2,3	- 2,4	- 3,5	- 6,1
Autres capitaux à long terme (chiffres nets) . . . . .	- 15,5	- 15,8	- 3,1	- 3,6	- 3,9	- 5,2
Capitaux à court terme (chiffres nets) . . . . .	9,9	56,9	5,9	8,7	18,0	24,3
Flux bancaires (chiffres nets) . . . . .	10,8	58,5	7,0	10,2	16,5	24,8
Autres flux à court terme (chiffres nets)	- 0,9	- 1,6	- 1,1	- 1,5	1,5	- 0,5
Erreurs et omissions . . . . .	4,0	2,5	1,7	2,6	2,5	- 1,1
Variations de la position monétaire officielle nette (= amélioration) . . . . .	1,4	- 13,7	- 1,3	- 5,5	- 6,5	- 0,4

Remarque: un signe moins indique une sortie de capitaux; les chiffres ayant été arrondis, la somme des divers postes peut ne pas correspondre au total.

et omissions») du Japon en 1986, mais ce mouvement a été inférieur à la progression de l'excédent des paiements courants. La position monétaire officielle nette, compte non tenu des ajustements dus aux variations de change, s'est renforcée de \$13,7 milliards, ce qui constitue l'amélioration la plus sensible depuis 1978.

Le contraste entre les sorties nettes massives de fonds à long terme et les importations nettes de capitaux à court terme, qui caractérise depuis 1984 les mouvements de capitaux du Japon, s'est encore accentué l'an dernier. Les exportations nettes de capitaux à long terme ont enregistré une progression considérable, passant de \$67 milliards à \$131,5 milliards. Comme les deux années précédentes, elles ont reflété pour l'essentiel, en l'occurrence pour un montant énorme de \$102 milliards, des investissements en titres étrangers, surtout sous forme d'obligations (\$93 milliards). On estime que la majeure partie de ces obligations était libellée en dollars, bien que les investisseurs japonais aient, semble-t-il, commencé à se tourner vers des obligations non libellées en dollars au cours des derniers mois de l'année. Si la prédominance des obligations en dollars peut avoir été liée en partie à des perspectives de plus-values résultant de la baisse des taux d'intérêt aux Etats-Unis, la faiblesse générale de la monnaie américaine et le nouveau rétrécissement de l'écart de taux d'intérêt en sa faveur en 1986 sembleraient toutefois indiquer que la forte demande persistante d'obligations soit demeurée motivée surtout par un désir de diversification des portefeuilles. Ce processus a d'ailleurs bénéficié d'un stimulant supplémentaire en 1986, par suite de la décision des autorités d'assouplir davantage les directives de caractère prudentiel limitant les investissements en titres étrangers des compagnies d'assurances et des banques de gestion de patrimoine; ces limites ont été relevées en deux étapes et se situent à 30% depuis août 1986. Un deuxième facteur semble avoir été le fait que les banques japonaises ont essayé de tirer parti de l'écart entre les taux d'intérêt à court terme de la monnaie

américaine et les rendements des obligations en dollars, en empruntant des fonds à court terme sur l'euromarché pour les placer en obligations. De fait, les données tirées des bilans indiquent que ces deux facteurs ont joué un rôle important en 1986: les compagnies d'assurances et les banques de gestion de patrimoine ont apparemment plus que doublé leurs investissements en titres étrangers, les banques commerciales ayant sans doute accru de quelque 50% leurs achats de titres. Toutefois, malgré la prédominance des sorties de fonds à long terme au profit d'obligations en monnaies étrangères, le comportement des investisseurs japonais s'est avéré plus diversifié à deux égards au cours de l'année dernière. Premièrement, les acquisitions d'actions étrangères se sont élevées à \$7 milliards, soit plus que le montant total cumulé des achats nets de tels titres durant les dix années précédentes. Deuxièmement, on a également constaté une expansion relativement marquée des sorties au titre des investissements directs, qui, en 1986, ont été deux fois et demie plus fortes qu'en 1985 et se sont établies à \$14,3 milliards.

L'augmentation des sorties nettes à long terme s'est accompagnée d'un gonflement marqué, de \$9,9 milliards en 1985 à \$56,9 milliards, des entrées nettes de capitaux à court terme. Ce mouvement a représenté pour la quasi-totalité des fonds acheminés par les banques – reflétant en partie, comme mentionné précédemment, le financement d'achats d'obligations, mais également des emprunts de fonds à court terme utilisés sous forme de swaps de devises et de taux d'intérêt et destinés à obtenir des financements en yens à taux fixe.

L'excédent des paiements courants de l'Allemagne a plus que doublé en 1986, passant de \$15,8 milliards en 1985 à \$35,7 milliards. Après avoir atteint son plus haut niveau au troisième trimestre de l'an dernier, l'excédent trimestriel en données désaisonnalisées a fléchi de près de \$2 milliards au cours des trois derniers mois, tout en demeurant supérieur, avec \$9 milliards, à la moyenne trimestrielle pour l'année. Cette forte augmentation a été entièrement attribuable à l'accroissement des exportations nettes de marchandises, tandis que l'habituel déficit des transactions invisibles s'est élargi de \$7 milliards, pour s'inscrire à \$19 milliards, sous l'effet en partie de l'alourdissement des dépenses nettes au titre du tourisme. En outre, malgré l'expansion des avoirs extérieurs nets de l'Allemagne, les revenus d'investissement nets ont régressé de \$2 milliards: l'amélioration des bénéfices des entreprises allemandes a entraîné une progression sensible des versements de dividendes aux non-résidents, mais la baisse des taux d'intérêt a parallèlement réduit les revenus procurés aux résidents par les placements en monnaies étrangères.

La très forte progression (\$26,9 milliards) de l'excédent commercial, qui a atteint le chiffre record de \$54,7 milliards, peut être attribuée entièrement à l'évolution des prix. Les statistiques douanières montrent que l'augmentation des exportations nettes a été due, pour un tiers environ, à la baisse de \$8 milliards de la facture pétrolière, l'incidence de la hausse de 7½% en volume des importations de pétrole brut et de produits pétroliers ayant été largement compensée par la chute de 40% des prix en dollars des importations pétrolières. Fait plus important, le renforcement de \$19 milliards du solde des échanges non pétroliers a également été imputable en totalité aux facteurs de prix: grâce à l'amélioration de 6% des termes de l'échange hors pétrole, l'excédent en termes

Allemagne: facteurs de variation de la balance commerciale (estimations)<sup>1</sup>

Postes	1985	1986 <sup>2</sup>				
	année	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
	en milliards de dollars EU					
Variations de la balance commerciale . . . . .	6,7	27,0	5,5	6,4	8,0	7,1
Facteurs de ces variations:						
échanges pétroliers . . . . .	0,2	8,0	0,5	1,5	3,2	2,8
échanges hors pétrole . . . . .	6,5	19,0	5,0	4,9	4,8	4,3
résultant de variations en volume: . . .	4,5	- 4,6	- 0,6	- 1,2	- 1,1	- 1,7
des exportations . . . . .	10,0	2,7	- 0,3	2,1	0,4	0,5
des importations <sup>3</sup> . . . . .	- 5,5	- 7,3	- 0,3	- 3,3	- 1,5	- 2,2
résultant des termes de l'échange hors pétrole . . . . .	2,0	23,6	5,6	6,1	5,9	6,0

<sup>1</sup> Sur la base des statistiques douanières. <sup>2</sup> Les variations trimestrielles sont mesurées par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente. <sup>3</sup> Un signe moins indique un accroissement du volume des importations.

nominaux a enregistré un accroissement de \$23,6 milliards, qui n'a été contrebalancé que pour une part relativement faible par la détérioration de \$4,6 milliards du solde des échanges non pétroliers en volume.

Si la diminution en volume des exportations nettes a constitué la première indication d'un mouvement de rééquilibrage des comptes extérieurs de l'Allemagne, plusieurs facteurs donneraient toutefois à penser que le processus d'ajustement n'a pas atteint son maximum en 1986. Le ralentissement, de 6% en 1985 à moins de 1½% en 1986, de la croissance du volume des ventes à l'étranger, qui paraît plutôt surprenant dans le contexte d'une expansion de 4½% du commerce mondial en volume, semble avoir été dû davantage à la répartition géographique des échanges commerciaux de l'Allemagne et à sa forte dépendance vis-à-vis des exportations de biens d'équipement qu'à la perte de compétitivité résultant de l'appréciation effective réelle de 10% du deutsche mark. En fait, la contraction des exportations en volume peut être imputée pour l'essentiel aux fortes réductions des achats à l'étranger des pays exportateurs de pétrole, des autres pays en développement et des pays d'Europe de l'Est. Tous ces pays, qui ont une propension élevée à importer des biens d'équipement, ont été soumis à des contraintes de balance des paiements. Par contre, les exportations de l'Allemagne vers les autres pays industriels se sont accrues, selon les estimations, de plus de 3% en volume. Cet accroissement est intervenu principalement durant la première partie de 1986, et, après le milieu de l'année, le volume des ventes à l'étranger a commencé à stagner. Les exportateurs allemands ont relevé leurs prix à l'exportation de 31% en termes de dollars, ce qui correspond pratiquement à l'appréciation de 35½%, en moyenne annuelle, du deutsche mark par rapport au dollar en 1986; toutefois, le maintien des prix à l'exportation en deutsche marks a certainement traduit également la stabilité relative de la monnaie allemande vis-à-vis de la plupart des autres devises européennes.

En ce qui concerne les importations, l'incidence en termes réels des mouvements des taux de change paraît avoir été encore plus faible: alors que la croissance du volume des importations non pétrolières s'est accélérée de 4½% en 1985 à 5½% en 1986, cette augmentation s'explique pour l'essentiel par la vigueur de la demande interne en Allemagne et, malgré la baisse de 9% des

Allemagne: mouvements de capitaux

Postes	1985	1986				
		année	1er	2ème	3ème	4ème
			trimestre	trimestre	trimestre	trimestre
en milliards de dollars EU						
Total des capitaux identifiés (chiffres nets) . . . . .	-17,5	-29,9	- 4,6	-12,1	- 3,6	- 9,6
Capitaux à long terme (chiffres nets) . . . . .	- 3,4	17,2	9,0	- 0,2	4,8	3,6
Opérations sur titres . . . . .	3,5	24,1	9,1	1,2	6,1	7,7
Titres étrangers . . . . .	-11,1	- 9,7	- 1,8	- 5,2	- 1,3	- 1,4
Titres nationaux . . . . .	14,6	33,8	10,9	6,4	7,4	9,1
Investissements directs (chiffres nets) . . . . .	- 4,3	- 6,4	0,0	- 1,2	- 1,4	- 3,8
Flux bancaires (chiffres nets) . . . . .	0,8	4,7	0,6	1,3	1,4	1,3
Autres capitaux à long terme (chiffres nets) . . . . .	- 3,4	- 5,1	- 0,7	- 1,5	- 1,3	- 1,6
Capitaux à court terme (chiffres nets) <sup>1</sup> . . . . .	-14,1	-47,1	-13,6	-11,9	- 8,4	-13,2
dont:						
Flux bancaires (chiffres nets) . . . . .	-10,0	-27,8	- 3,3	- 6,0	- 5,8	-12,7
Flux non bancaires (chiffres nets) <sup>2</sup> . . . . .	- 4,3	-18,8	- 9,7	- 6,2	- 2,3	- 0,7

Remarque: un signe moins indique une sortie de capitaux; les chiffres ayant été arrondis, la somme des divers postes peut ne pas correspondre au total.

<sup>1</sup> Comprend les flux du secteur public.    <sup>2</sup> A l'exclusion des flux du secteur public.

prix en deutsche marks des importations non pétrolières, il ne semble pas que les fournisseurs étrangers aient réalisé une percée substantielle sur le marché allemand.

En plus de l'excédent de \$35,7 milliards de la balance des paiements courants, l'Allemagne a enregistré en 1986 des entrées nettes de capitaux à long terme, d'un montant sans précédent (\$17,2 milliards). Cependant, le montant cumulé de ces deux soldes a été pratiquement compensé par des sorties nettes massives de capitaux à court terme (y compris les erreurs et omissions), à hauteur de \$49,8 milliards; la position monétaire officielle nette de l'Allemagne, sans tenir compte des ajustements dus aux variations de change, ne fait apparaître qu'une amélioration modeste de \$3,1 milliards.

Les mouvements de capitaux à long terme ont été essentiellement caractérisés par une forte augmentation des entrées nettes au titre des investissements de portefeuille, qui sont passées de \$3,5 milliards en 1985 à \$24,1 milliards en 1986 et ont traduit pour l'essentiel la demande des non-résidents en titres libellés en deutsche marks. Les placements des non-résidents en obligations allemandes ont quasiment triplé, pour ressortir à \$27 milliards, et les achats d'actions et de parts de fonds de placement ont presque doublé, atteignant \$6,8 milliards en 1986. Le vif attrait des titres en deutsche marks paraît avoir été lié en particulier à deux facteurs. Tout d'abord, il semble que les investisseurs aient escompté que les gains de taux de change résultant de l'appréciation du deutsche mark compenseraient largement le désavantage de taux d'intérêt des placements dans cette monnaie; ce désavantage s'est d'ailleurs atténué, du fait du rétrécissement de l'écart des taux à long terme en faveur du dollar, qui est revenu de plus de 3 points au premier trimestre à moins de 2 points au dernier trimestre de 1986. Deuxièmement, tout au long de l'année, la courbe des rendements des taux d'intérêt du deutsche mark a été relativement accentuée, ce qui explique l'attrait des emprunts en eurodeutsche marks à court terme destinés à l'acquisition de titres en deutsche marks mieux rémunérés.

Les sorties nettes massives de capitaux à court terme ont traduit des exportations records de capitaux à la fois par le secteur bancaire et par le secteur non bancaire. L'augmentation des sorties bancaires nettes, qui ont atteint \$27,8 milliards en 1986, a été due entièrement à une accumulation d'actifs; cette progression a consisté, pour 80% environ, en créances à court terme en deutsche marks à l'égard de banques opérant sur l'euromarché; ces banques se sont portées emprunteurs de fonds, afin de compenser le retrait d'avoirs opéré pour l'acquisition de titres en deutsche marks ou, parfois, pour des interventions dans le cadre du SME. L'expansion des sorties nettes (\$18,8 milliards en 1986) par l'intermédiaire du secteur non bancaire a reflété dans une très large mesure les opérations réalisées avec des banques étrangères. La forte liquidité du secteur allemand des entreprises et l'existence de conditions particulièrement attrayantes ont apparemment incité les entités non bancaires à placer leurs fonds à court terme auprès d'eurobanques.

*Origine des résultats modestes de l'ajustement extérieur dans les trois plus grands pays industriels.* La section précédente a montré que l'accentuation des déséquilibres extérieurs de ces pays a été due essentiellement aux amples variations des prix relatifs des échanges non pétroliers, qui ont fortement accru les excédents des paiements courants du Japon et de l'Allemagne et contribué à l'élargissement du déficit des Etats-Unis. Toutefois, cette incidence des prix doit être considérée, en fait, comme une première étape dans le sens d'un ajustement plutôt que l'indication d'un manque d'ajustement. Les variations de taux de change affectent généralement très vite les prix des marchandises échangées, mais elles ne provoquent de réaction compensatoire des volumes commerciaux qu'avec des délais considérables. Les effets de la courbe en J, qui augmentent l'excédent commercial dans le pays dont la monnaie s'apprécie et le déficit dans celui dont la monnaie se déprécie, ont été manifestes au Japon et en Allemagne. Aux Etats-Unis, par contre, ces effets ont été moins prononcés, étant donné que les fournisseurs étrangers, qui ont consenti à supporter en partie les coûts de taux de change en réduisant leurs marges bénéficiaires, ont limité la hausse de leurs prix à l'exportation sur le marché américain. Si cette situation a permis d'atténuer l'incidence défavorable des termes de l'échange sur la balance commerciale des Etats-Unis, elle a également différé, bien entendu, la réaction souhaitable en volume, ce qui explique notamment la poursuite de la détérioration du solde commercial en termes réels des Etats-Unis. En outre, des producteurs de pays dont la monnaie ne s'est pas raffermie par rapport au dollar ont pu, dans une certaine mesure, prendre la place de fournisseurs d'autres pays dont la monnaie s'est appréciée, ce qui a également constitué une entrave au processus d'ajustement de la balance commerciale des Etats-Unis — bien que ce facteur ait contribué à l'ajustement au Japon, où la concurrence des pays d'Asie du Sud-Est a freiné la croissance des exportations.

Si le taux de change constitue un instrument d'ajustement important, son efficacité dépend toutefois beaucoup du soutien de la politique macro-économique dans deux domaines étroitement liés. Tout d'abord, comme les pressions relatives de la demande exercent des effets de revenu sensibles sur les balances commerciales, la convergence de la croissance de la demande interne dans les principaux pays industriels en 1986 a éliminé l'un des facteurs qui avait

aggravé les déséquilibres extérieurs dans le passé. Toutefois, comme on l'a analysé dans le Chapitre II, on n'a observé aucun renversement des pressions relatives de la demande qui aurait joué en faveur de l'ajustement extérieur dans ces trois économies. Deuxièmement, un ajustement permanent exige une réduction de l'écart entre les niveaux nationaux de l'épargne et de l'investissement. A elles seules, les variations des taux de change ne peuvent avoir, dans le meilleur des cas, qu'une incidence directe relativement faible sur ces niveaux; pour obtenir un ajustement extérieur plus rapide, il sera donc nécessaire d'entreprendre dans ce domaine une intervention directe plus énergique que l'an passé.

Enfin, même si les réactions en volume des échanges commencent à se faire sentir plus nettement qu'en 1986, les déséquilibres actuels des balances commerciales sont tels qu'il faudra enregistrer pendant relativement longtemps des taux de croissance différents pour les exportations et les importations avant qu'une correction des déséquilibres externes n'apparaisse de manière plus tangible. A titre d'exemple, si l'on veut que le déficit commercial des Etats-Unis ne s'aggrave pas davantage, il faudra que le rythme d'accroissement des exportations soit plus d'une fois et demie supérieur à celui des importations ou, en d'autres termes, pour éliminer en cinq ans le déficit commercial des Etats-Unis, il faudra que la progression des exportations soit supérieure de 11 points chaque année à celle des importations.

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

Parmi les autres pays du Groupe des Dix, les cinq importateurs nets d'énergie – Italie, France, Belgique, Suède et Suisse – ont enregistré une amélioration de leur balance des paiements courants en 1986. Tous ces pays ont généralement bénéficié de gains sensibles des termes de l'échange, en raison surtout de la baisse des prix pétroliers, mais aussi, dans une certaine mesure, de l'appréciation du taux de change effectif de leur monnaie. Cette valorisation a été due essentiellement à la chute du dollar, alors que les parités bilatérales entre les monnaies de ces pays n'ont pratiquement pas varié dans l'ensemble. L'incidence favorable de l'amélioration des termes de l'échange a toutefois été compensée à des degrés divers par la détérioration des soldes commerciaux en volume. Les divergences fondamentales dans l'accroissement en volume des exportations et des importations ont été liées notamment aux mouvements des taux de change effectifs réels; en outre, la réduction de la demande émanant de pays en développement soumis à des contraintes de balances des paiements a contribué au ralentissement de la croissance des exportations en termes réels, alors que l'augmentation en volume des achats à l'étranger s'est généralement accélérée, à des rythmes différents toutefois, sous l'effet de l'évolution de la demande interne (voir Chapitre II).

L'amélioration la plus sensible (\$8,1 milliards) a été observée en *Italie*, où l'incidence d'un gain de 11½% au titre des termes de l'échange n'a été que légèrement atténuée par la détérioration du solde commercial en volume. Cette évolution s'est produite essentiellement au second semestre, durant lequel l'excédent des paiements courants s'est établi à plus de \$11 milliards en rythme annuel désaisonnalisé. La *France* a bénéficié d'une progression des termes de

**Soldes des paiements courants dans le monde**

Pays et zones	Solde de la balance commerciale (F.A.B.)			Solde des transactions invisibles			Solde des transactions courantes		
	1984	1985	1986	1984	1985	1986	1984	1985	1986
	en milliards de dollars EU								
Allemagne fédérale	21,1	27,8	54,7	-13,0	-12,0	-19,0	8,1	15,8	35,7
Canada	16,0	12,8	7,3	-13,5	-13,2	-13,6	2,5	- 0,4	- 6,3
Etats-Unis	-112,5	-124,4	-147,7	6,0	6,7	7,1	-106,5	-117,7	-140,6
France	- 4,7	- 5,3	- 2,1	3,7	5,1	5,9	- 1,0	- 0,2	3,8
Italie	- 5,8	- 6,2	3,9	3,4	2,7	0,7	- 2,4	- 3,5	4,6
Japon	44,3	56,0	92,8	- 9,3	- 6,8	- 7,0	35,0	49,2	85,8
Pays-Bas	5,5	5,3	7,0	- 0,3	- 0,0	- 2,2	5,2	5,3	4,8
Royaume-Uni	- 5,7	- 2,7	-12,1	7,5	6,7	10,5	1,8	4,0	- 1,6
Suède	3,5	2,5	5,3	- 3,1	- 3,7	- 4,5	0,4	- 1,2	0,8
Suisse	- 3,6	- 3,2	- 3,5	8,0	8,4	11,0	4,4	5,2	7,5
UEBL <sup>1</sup>	- 1,2	- 0,5	0,5	1,1	1,1	2,9	- 0,1	0,6	3,4
<i>Pays du Groupe des Dix</i>	<i>-43,1</i>	<i>-37,9</i>	<i>6,1</i>	<i>- 9,5</i>	<i>- 5,0</i>	<i>- 8,2</i>	<i>-52,6</i>	<i>-42,9</i>	<i>- 2,1</i>
Afrique du Sud	2,2	5,8	7,0	- 3,8	- 3,2	- 3,8	- 1,6	2,6	3,2
Australie	- 0,9	- 1,3	- 2,0	- 7,6	- 7,4	- 7,2	- 8,5	- 8,7	- 9,2
Autriche	- 3,8	- 4,0	- 4,4	3,2	3,7	4,4	- 0,6	- 0,3	0,0
Danemark	- 0,2	- 0,8	- 1,1	- 1,4	- 1,9	- 3,2	- 1,6	- 2,7	- 4,3
Espagne	- 4,0	- 4,4	- 6,3	6,3	7,1	10,6	2,3	2,7	4,3
Finlande	1,5	0,9	1,6	- 1,5	- 1,6	- 2,4	0,0	- 0,7	- 0,8
Grèce	- 4,2	- 5,1	- 4,4	2,1	1,8	2,6	- 2,1	- 3,3	- 1,8
Irlande	0,2	0,5	1,3	- 1,1	- 1,1	- 1,7	- 0,9	- 0,6	- 0,4
Islande	0,0	0,0	0,1	- 0,1	- 0,1	- 0,1	- 0,1	- 0,1	0,0
Norvège	5,1	4,7	- 2,2	- 2,1	- 1,8	- 2,3	3,0	2,9	- 4,5
Nouvelle-Zélande	- 0,2	- 0,2	0,0	- 1,3	- 1,3	- 1,6	- 1,5	- 1,5	- 1,6
Portugal	- 2,0	- 1,5	- 1,3	1,5	1,9	2,6	- 0,5	0,4	1,3
Turquie	- 2,9	- 3,0	- 3,1	1,5	2,0	1,6	- 1,4	- 1,0	- 1,5
Yougoslavie	- 0,8	- 0,6	- 0,9	1,3	1,4	2,0	0,5	0,8	1,1
<i>Autres pays industriels</i>	<i>-10,0</i>	<i>- 9,0</i>	<i>-15,7</i>	<i>- 3,0</i>	<i>- 0,5</i>	<i>1,5</i>	<i>-13,0</i>	<i>- 9,5</i>	<i>-14,2</i>
<i>Ensemble des pays industriels</i>	<i>-53</i>	<i>-47</i>	<i>- 9</i>	<i>-13</i>	<i>- 6</i>	<i>- 7</i>	<i>-66</i>	<i>-52</i>	<i>-16</i>
Pays en développement exportateurs de pétrole	69	68	18	-74	-65	-54	- 5	3	-36
Pays du Moyen-Orient <sup>2</sup>	33	36	9	-43	-35	-30	-10	1	-21
Autres pays <sup>3</sup>	36	32	9	-31	-30	-24	5	2	-15
Pays en développement non exportateurs de pétrole	-15	-19	- 8	- 9	- 7	- 5	-24	-26	-13
Pays d'Asie du Sud-Est <sup>4</sup>	4	9	19	2	1	5	6	10	24
Autres pays	-19	-28	-27	-11	- 8	-10	-30	-36	-37
<i>Ensemble des pays en développement</i>	<i>54</i>	<i>49</i>	<i>10</i>	<i>-83</i>	<i>-72</i>	<i>-59</i>	<i>-29</i>	<i>-23</i>	<i>-49</i>
Pays d'Europe de l'Est <sup>5</sup>	18	8	4	- 5	- 4	- 3	13	4	1
<b>Total</b>	<b>19</b>	<b>10</b>	<b>5</b>	<b>-101</b>	<b>-82</b>	<b>-69</b>	<b>-82</b>	<b>-71</b>	<b>-64</b>

<sup>1</sup> Union économique belgo-luxembourgeoise. <sup>2</sup> Arabie Saoudite, Emirats Arabes Unis, Iran, Iraq, Koweït, Libye, Oman et Qatar. <sup>3</sup> Algérie, Bahrein, Congo, Equateur, Gabon, Indonésie, Mexique, Nigeria, Syrie, Trinité et Tobago, Tunisie et Venezuela. <sup>4</sup> Corée, Hong Kong, Singapour et Taiwan. <sup>5</sup> Bulgarie, Hongrie, Pologne, République démocratique allemande, Roumanie, Tchécoslovaquie et URSS.

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

l'échange semblable à celle de l'Italie mais, comme les exportations en volume n'ont pas augmenté et que les achats à l'étranger se sont développés de quelque 9% en termes réels, la balance des paiements courants ne s'est redressée qu'à raison de \$4 milliards. En outre, comme la détérioration en volume du solde commercial en 1986 ne paraît pas s'expliquer en totalité par les facteurs de taux de change ou de demande, il semblerait que les résultats commerciaux relativement médiocres de la France traduisent une faiblesse structurelle plus profonde dans certains secteurs industriels. L'amélioration de 9% environ des termes de l'échange et la détérioration moins marquée du solde commercial en volume ont été les principales raisons du renforcement de \$2,8 milliards, \$2,3 milliards et \$2 milliards respectivement de la position des paiements courants de l'*Union économique belgo-luxembourgeoise*, de la *Suisse* et de la *Suède*.

Les trois autres pays du Groupe des Dix, tous trois exportateurs nets d'énergie, ont enregistré une détérioration de leur position des paiements courants, qui n'a toutefois été liée qu'en partie à la diminution des prix pétroliers. Au *Canada*, le déficit des paiements courants s'est accru, atteignant le chiffre record de \$6,3 milliards. Cette évolution a été due pour un tiers à la diminution de \$2 milliards des recettes tirées des exportations nettes de pétrole brut, de produits pétroliers et de gaz naturel, par suite surtout de la baisse des cours, mais en raison également de l'augmentation considérable du volume des importations pétrolières en 1986. En outre, l'excédent commercial hors énergie a fléchi de \$3,5 milliards, du fait d'une dégradation de 3% des termes de l'échange et de la persistance d'une demande interne relativement soutenue durant la majeure partie de l'année. Au *Royaume-Uni*, pour la première fois depuis 1979, la balance des paiements courants est devenue déficitaire, à raison de \$1,6 milliard, malgré l'accroissement de \$3,8 milliards de l'excédent des transactions invisibles. Le déficit commercial s'est creusé de \$9,4 milliards, sous l'effet, pour moitié environ, de la réduction des exportations nettes de pétrole, engendrée par le fléchissement des prix pétroliers, et de l'expansion de 25% en volume des achats de pétrole du Royaume-Uni à l'étranger. La détérioration de \$4,9 milliards du solde commercial non pétrolier peut être attribuée à l'évolution défavorable des échanges commerciaux en volume, qui a largement compensé l'influence positive de l'amélioration de 2½% des termes de l'échange. Le volume des exportations non pétrolières, qui s'est accru de 4% en rythme annuel, est demeuré médiocre pendant la plus grande partie de 1986, pour amorcer une vive expansion au dernier trimestre, lorsque les effets différés de la dépréciation effective réelle de la livre sterling ont été renforcés par un renversement de la demande étrangère. Le volume des importations non pétrolières s'est gonflé de plus de 5½% en 1986; toutefois, en raison du degré d'élasticité traditionnellement élevé de la demande d'importations par rapport au revenu, ce résultat apparaît relativement modeste par comparaison avec la croissance de la demande interne en termes réels (3¼%). Aux *Pays-Bas*, la contraction modérée (\$0,5 milliard) de l'excédent des paiements courants s'explique en totalité par l'augmentation de \$2,2 milliards des décaissements nets au titre des transactions invisibles, qui traduit essentiellement l'alourdissement des dépenses nettes de tourisme, la baisse des revenus d'investissement nets et l'accroissement des paiements imputables aux transferts. En revanche, le solde positif des échanges de marchandises s'est encore renforcé, pour atteindre le niveau record

de \$7 milliards. Cette évolution a résulté entièrement de l'amélioration de quelque 2% des termes de l'échange, due en partie au fait que l'ajustement en baisse des prix du gaz naturel à l'exportation est demeuré inférieur à celui des prix du pétrole à l'importation. D'ailleurs, lorsque les prix du gaz ont été alignés sur ceux du pétrole au second semestre, l'excédent commercial a nettement fléchi, revenant de \$4,5 milliards au premier semestre de 1986 à \$2,5 milliards.

Le tableau ci-après montre que le solde de l'ensemble des mouvements de capitaux (y compris les erreurs et omissions) de tous les pays du Groupe des Dix a fait apparaître de faibles sorties nettes (\$4,3 milliards) en 1986, contre des entrées nettes substantielles (\$46,5 milliards) en 1985. Ce retournement a toutefois été dû entièrement aux variations des mouvements de capitaux survenues dans les trois plus grandes économies du groupe (examinées en détail dans la section précédente), tandis que le montant total des sorties nettes de capitaux des autres pays du Groupe des Dix, avec \$7,5 milliards, n'a été que légèrement inférieur au niveau de l'année précédente, la quasi-totalité de l'accroissement de leur excédent global des paiements courants se reflétant dans l'amélioration de leur position monétaire officielle nette. Alors que les deux pays qui accusent un déficit des paiements courants, le Canada et le Royaume-Uni, ont enregistré d'importantes entrées nettes de fonds, tous les autres pays du groupe ont été exportateurs de capitaux en 1986.

Pays du Groupe des Dix: structure des mouvements de capitaux

Pays et postes	1985	1986
	en milliards de dollars EU	
Ensemble Groupe des Dix		
Montant total des capitaux (chiffres nets) . . . . .	46,5	- 4,3
Etats-Unis		
Montant total des capitaux (chiffres nets) . . . . .	123,4	107,9
Variations de la position monétaire officielle nette . . . . .	- 5,7	32,6
Japon et Allemagne fédérale		
Montant total des capitaux (chiffres nets) . . . . .	- 65,2	-104,7
Variations de la position monétaire officielle nette . . . . .	0,2	- 16,8
Autres pays du Groupe des Dix		
Montant total des capitaux (chiffres nets) . . . . .	- 11,7	- 7,5
Variations de la position monétaire officielle nette . . . . .	1,9	- 9,5

Remarque: un signe moins indique une sortie de capitaux. Le montant total des capitaux comprend les erreurs et omissions.

Au *Canada*, les entrées nettes de capitaux à long terme ont sextuplé en 1986, pour s'inscrire à \$12,5 milliards, du seul fait des achats records de \$18 milliards de titres canadiens par les non-résidents. Ce résultat s'explique notamment par les facteurs suivants: rendement relativement élevé de ces instruments, supérieur en moyenne durant l'année de 2 points à celui des titres américains comparables, stabilité relative du dollar canadien vis-à-vis de la monnaie américaine et désir des non-résidents de diversifier leurs portefeuilles internationaux, comme en témoigne l'acquisition par les investisseurs japonais de \$6,8 milliards d'obligations canadiennes. Au *Royaume-Uni*, en revanche, le renversement des mouvements de capitaux (\$5,9 milliards d'importations nettes en 1986, contre \$1,6 milliard d'exportations nettes en 1985) a été totalement dû

à l'augmentation des entrées nettes par l'intermédiaire des banques et du secteur non bancaire (sous d'autres formes que les investissements directs ou les placements de portefeuille) et à l'expansion des entrées de capitaux non identifiées. Les opérations concernant les investissements directs et les placements de portefeuille ont, à l'inverse, donné lieu à \$22,7 milliards de sorties nettes, soit \$4 milliards de plus qu'en 1985. Une partie importante, tant des entrées que des sorties identifiées de capitaux, semble avoir traduit l'intermédiation de fonds par les institutions financières étrangères, en particulier les banques japonaises et les maisons de titres opérant sur le marché londonien.

Dans le contexte de l'amélioration marquée de sa balance des paiements courants, la *France* est devenue exportateur net de capitaux en 1986. Les remboursements nets d'emprunts à l'étranger ont contribué pour une part importante aux sorties nettes de fonds à long terme (\$10,3 milliards au total); en outre, on relève \$6,7 milliards de sorties nettes de fonds non bancaires à court terme, qui ont été toutefois largement compensées par des emprunts nets massifs à court terme du secteur bancaire à l'étranger (\$15,2 milliards). En *Belgique*, l'accroissement des exportations nettes de capitaux, portées à \$3,6 milliards, s'explique essentiellement par le renversement du solde des investissements directs et l'augmentation des sorties nettes au titre des placements de portefeuille. Ce dernier mouvement a également été la principale raison de l'augmentation des exportations de capitaux, qui se sont élevées à \$5,2 milliards et \$6,2 milliards respectivement, aux *Pays-Bas* et en *Suisse*. En *Italie*, l'amélioration considérable de la balance des paiements courants s'est accompagnée de sorties nettes de fonds à long terme pour un montant de \$3,9 milliards; les mouvements de capitaux à court terme, y compris les erreurs et omissions, se sont soldés par de faibles entrées nettes, et la position monétaire officielle nette, qui s'était détériorée de \$7,5 milliards en 1985, s'est redressée de \$2,3 milliards l'an dernier.

### **Evolution des balances des paiements dans les autres groupes de pays**

Dans les *pays industriels extérieurs au Groupe des Dix*, le déficit consolidé des paiements courants s'est élargi de \$4,7 milliards en 1986, pour s'établir à \$14,2 milliards. Cette détérioration est intervenue en totalité au niveau de la balance commerciale, où la faible réduction de la facture pétrolière globale de ces pays a été largement compensée par la contraction de l'excédent commercial hors pétrole. Cette dégradation des résultats s'explique principalement par le ralentissement marqué de la croissance en volume des exportations pour l'ensemble du groupe (6% en 1985 et quelque ½% en 1986), tandis que l'accroissement en volume des importations s'est poursuivi au rythme soutenu de l'année précédente, soit 6%.

Au sein de ce groupe, toutefois, les développements enregistrés sur les marchés mondiaux et les différences d'orientation des politiques internes ont donné lieu à des résultats plutôt divergents en matière de paiements courants selon les pays. La *Norvège* a connu une détérioration massive de sa balance des paiements courants, l'excédent de \$2,9 milliards en 1985 ayant fait place à un déficit de \$4,5 milliards l'an dernier. La baisse des recettes d'exportations pétrolières liée à la réduction du prix du pétrole a été renforcée par l'augmentation

marquée (\$4 milliards) des importations nettes hors pétrole, due, à hauteur de 15%, à la progression en volume des achats à l'étranger sous l'effet d'une croissance exceptionnellement vive de la demande interne. Au *Danemark*, également, en raison des pressions relativement fortes de la demande, de la baisse de la compétitivité et de conditions défavorables sur les marchés d'exportation des produits agricoles, le solde commercial s'est détérioré en termes réels. Grâce cependant à l'amélioration de 4½% des termes de l'échange, le déficit commercial ne s'est que légèrement accentué en termes nominaux. Dans le même temps, l'accroissement des paiements au titre des revenus d'investissement nets et des transferts officiels a creusé le déficit des transactions invisibles, de sorte que le solde négatif des paiements courants s'est élargi à \$4,3 milliards en 1986, soit à près de 5½% du PNB. En *Australie*, le déficit des paiements courants a légèrement augmenté, pour atteindre \$9,2 milliards, soit 5½% du PNB. Les termes de l'échange se sont détériorés de 12%, ce qui reflète en partie la grande dépendance de l'Australie vis-à-vis des exportations de produits de base ainsi que la dépréciation du dollar australien. Le volume des exportations s'est développé de 5% l'an dernier, alors que la réduction de la demande interne, après deux années de croissance soutenue, a entraîné une contraction de 4% en volume des achats à l'étranger.

Trois pays du groupe ont enregistré une amélioration notable de leur balance des paiements courants en 1986. En *Espagne*, l'excédent s'est renforcé de \$1,6 milliard, sous l'effet essentiellement de l'augmentation sensible des recettes nettes au titre du tourisme. Le déficit commercial s'est fortement aggravé, l'amélioration considérable (18%) des termes de l'échange s'étant accompagnée d'une détérioration encore plus marquée du solde commercial en volume. Au *Portugal*, l'accroissement des revenus du tourisme et la régression du déficit commercial, induite par les termes de l'échange, ont contribué à la progression de \$0,9 milliard de l'excédent des paiements courants. En *Grèce*, où l'activité économique s'est affaiblie l'an dernier à la suite des mesures de stabilisation d'octobre 1985, le déficit commercial a fléchi de \$0,7 milliard, du seul fait de l'évolution favorable des échanges en termes réels. En outre, sous l'effet surtout du gonflement des recettes nettes tirées du tourisme, le solde positif des transactions invisibles s'est renforcé et le déficit des paiements courants a été ramené à \$1,8 milliard en 1986.

L'augmentation du déficit cumulé des paiements courants des pays industriels extérieurs au Groupe des Dix s'est accompagnée d'un accroissement des entrées nettes de capitaux, qui sont passées d'environ \$17 milliards en 1985 à \$24 milliards en 1986. La quasi-totalité de ces apports nets de l'étranger, l'an dernier, a apparemment été obtenue à partir de sources non bancaires; en effet, pour l'ensemble du groupe, les emprunts auprès des banques transmettant à la BRI des statistiques sur l'activité bancaire internationale (banques déclarantes de la BRI), en termes nets des variations des dépôts (les deux étant corrigés des fluctuations de change), n'ont représenté que \$1,2 milliard seulement du montant total des entrées nettes en 1986, contre \$4,5 milliards en 1985. Les réserves officielles non métalliques, évaluées aux taux de change de fin d'année, se sont renforcées de \$9 milliards en 1986, soit de \$2 milliards de plus qu'en 1985.

En *Europe de l'Est*, l'excédent global des paiements courants s'est contracté, selon les estimations, à moins de \$1 milliard, contre \$4 milliards et \$13 milliards

respectivement en 1985 et 1984. L'excédent commercial a fléchi de moitié, pour se chiffrer à \$4 milliards, sous l'effet principalement de la réduction des exportations nettes vers les pays industriels occidentaux. Cette détérioration des résultats commerciaux s'explique essentiellement par une perte considérable, évaluée à quelque 15%, au titre des termes de l'échange. Comme les produits énergétiques représentent à peu près la moitié du montant total des ventes à l'étranger, les prix à l'exportation en dollars ont fortement régressé, tandis que les prix moyens à l'importation en dollars se sont accrus, étant donné qu'une part substantielle des achats à l'étranger a émané de pays dont la monnaie s'est appréciée. Les exportations nettes de l'URSS vers des pays situés hors du Comecon se sont contractées de \$0,9 milliard en 1986, et, en Hongrie, le déficit des paiements courants en monnaie convertible s'est sensiblement élargi, passant de \$0,5 milliard en 1985 à \$1,4 milliard en 1986. La détérioration de la position des paiements courants du groupe s'est accompagnée en 1986 d'un accroissement de \$4,4 milliards des créances nettes des banques déclarantes de la BRI sur l'Europe de l'Est, constituées en quasi-totalité par de nouveaux prêts bruts. Les créances sur l'URSS se sont gonflées de \$4,1 milliards et les engagements envers l'URSS de \$0,8 milliard.

L'évolution extérieure dans les *pays en développement* a été influencée l'an dernier par plusieurs facteurs relativement interdépendants. D'abord et surtout, les mouvements très divergents des cours du pétrole, des produits de base non pétroliers et des produits manufacturés ont engendré des variations substantielles des termes de l'échange, dont l'incidence a toutefois fortement varié parmi les différents groupes de pays en développement. Deuxièmement, l'accroissement de la demande d'importations dans les pays industriels a conduit à une progression marquée du volume des exportations; cependant, comme ce renforcement de la demande s'est concentré essentiellement sur le pétrole et les produits manufacturés, l'incidence favorable de la progression des exportations en termes réels s'est aussi répartie de manière assez inégale entre les pays en développement. Troisièmement, les taux d'intérêt internationaux ont continué à fléchir en 1986, atténuant les pressions sur les comptes extérieurs, surtout dans les pays qui avaient contracté une grande partie de leur endettement étranger à taux variable. Quatrièmement, la croissance de la demande interne et de la production s'est accélérée dans un certain nombre de pays en développement; cette évolution a parfois été due au fait que ces pays ont tiré parti de la marge de manœuvre accrue procurée par la vigueur de l'expansion des exportations et par la baisse des prix à l'importation, ce qui leur a permis de bénéficier parallèlement d'une croissance économique rapide et d'une amélioration de leur position extérieure; dans d'autres, toutefois, la demande interne n'a été stimulée, dans un contexte extérieur moins favorable, qu'au prix d'une détérioration du solde des paiements courants. Enfin, la situation en matière de financement extérieur est demeurée très tendue pour la plupart des pays en développement, qui, très souvent, ont dû se contenter des concours fournis par les créanciers officiels et/ou ont été contraints de prélever sur leurs réserves officielles.

Le tableau ci-après montre que le doublement du déficit consolidé des paiements courants des pays en développement, passé de \$23 milliards en 1985 à \$49 milliards en 1986 — ce qui représente la première augmentation depuis 1982 — s'explique entièrement par la baisse de \$48 milliards de l'excédent des

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

Zones	Variations des balances des paiements courants		Facteurs de ces variations							
			balance commerciale pétrolière		balance commerciale hors pétrole		transactions invisibles (chiffres nets)		dont: intérêts sur la dette extérieure	
	1985	1986	1985	1986	1985	1986	1985	1986	1985	1986
	en milliards de dollars EU									
Ensemble des pays en développement . . . . .	6	-26	-14	-48	9	9	11	13	4	6
Pays exportateurs de pétrole . . . . .	8	-39	-19	-56	18	6	9	11	5	3
Pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient . . . . .	11	-22	-13	-35	16	8	8	5	1	1
Autres pays exportateurs de pétrole . . . . .	- 3	-17	- 6	-21	2	- 2	1	6	4	2
dont: . . . . .										
Mexique . . . . .	- 3	- 3	- 2	- 9	- 3	5	1	1	2	2
Pays non exportateurs de pétrole . . . . .	- 2	13	5	8	- 9	3	2	2	- 0	4
Pays d'Asie du Sud-Est . . . . .	4	14	1	5	4	5	- 1	4	- 0	1
Autres pays non exportateurs de pétrole . . . . .	- 6	- 1	4	3	-13	- 2	3	- 2	- 0	3
dont: . . . . .										
Brésil . . . . .	0	- 3	2	3	- 2	- 6	0	0	0	1
Argentine . . . . .	2	- 1	0	0	1	- 2	1	1	0	1

Remarque: un signe moins indique une détérioration des balances du commerce extérieur et des paiements courants et une augmentation des intérêts sur la dette extérieure.

Sources: FMI, Perspectives économiques mondiales, avril 1987, sources nationales et estimations propres.

échanges pétroliers. Ce résultat a été en partie compensé par les améliorations de \$9 milliards et \$13 milliards respectivement du solde commercial non pétrolier et du solde des transactions invisibles, ce dernier mouvement ayant été dû pour moitié environ à la diminution des paiements d'intérêts au titre de la dette extérieure.

La détérioration de la position extérieure des pays en développement s'explique largement par le renversement du solde des paiements courants des pays exportateurs de pétrole, un excédent de \$3 milliards en 1985 ayant fait place à un déficit de \$36 milliards. Le pouvoir d'achat des exportations de ces pays (autrement dit, la valeur de leurs exportations corrigée des valeurs unitaires à l'importation) a fléchi de 40%. Ils ont subi une perte de plus de 45% au titre des termes de l'échange, contrebalancée en partie seulement par l'accroissement de 9½% en volume de leurs exportations. Dans les pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient, où les comptes pétroliers représentent plus de 90% du montant total des recettes d'exportations, la dégradation des termes de l'échange (50%) a été particulièrement grave. Dans le même temps, toutefois, ces pays ont été apparemment en mesure de profiter largement de l'accroissement de la demande mondiale de pétrole, en renforçant de plus de 18% leurs exportations en termes réels. Néanmoins, comme le pouvoir d'achat de leurs exportations a quasiment diminué de moitié, le volume total de leurs importations a dû être réduit (pour la quatrième année consécutive) de près de 23%, pour se situer à pratiquement 50% au-dessous du niveau de 1982. En outre, les pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient ont encore abaissé leurs paiements nets au titre des transactions invisibles (-\$5 milliards en 1986). Dans le même temps, la

baisse des taux d'intérêt à l'échelle internationale et la diminution de leurs avoirs extérieurs nets ont entraîné un fléchissement de \$3 milliards de leurs revenus nets au titre des placements internationaux. Si la structure plus diversifiée des exportations des autres pays exportateurs de pétrole – dont les ventes à l'étranger de produits non pétroliers représentent grosso modo 30% de leurs exportations totales – leur a permis d'atténuer quelque peu l'incidence de la chute des prix du pétrole, il n'en demeure pas moins que la détérioration de leurs termes de l'échange s'est chiffrée à près de 40%. En outre, à l'inverse de leurs concurrents du Moyen-Orient, ces pays n'ont pas été en mesure d'accroître de manière substantielle le volume de leurs exportations en 1986: si leurs ventes de pétrole ont légèrement augmenté en termes réels, leurs exportations hors pétrole, constituées pour une part importante de produits de base, ont apparemment régressé. Par voie de conséquence, malgré la diminution de plus de 20% du volume de leurs importations, leur solde commercial hors pétrole ne s'est pas amélioré en 1986. En revanche, leurs paiements nets au titre des transactions invisibles se sont réduits au total de \$6 milliards, par suite notamment de la baisse de \$2 milliards de leurs versements d'intérêts sur la dette extérieure.

L'effondrement des prix pétroliers, conjugué à la baisse de 10% du volume des exportations de pétrole, ont accru, en particulier, les difficultés extérieures du Mexique. Les autorités ont dû recourir une nouvelle fois à des compressions en volume des achats à l'étranger, pour plus de 14%, et ce mouvement, ainsi que l'accroissement de 3½% du volume des ventes à l'étranger hors pétrole, explique principalement l'amélioration de \$4,6 milliards du solde commercial hors pétrole. En outre, grâce surtout à la réduction des paiements d'intérêts, le solde des transactions invisibles s'est redressé de \$1,4 milliard.

Dans de nombreux pays en développement non exportateurs de pétrole, la baisse des prix pétroliers a compensé l'augmentation des prix à l'importation des produits manufacturés et permis ainsi de limiter à quelque 1% la détérioration des termes de l'échange. Pour l'ensemble du groupe, la réduction du déficit global des paiements courants, revenu de \$26 milliards en 1985 à \$13 milliards en 1986, a été due pour les deux tiers environ à l'allégement de \$8 milliards de la facture pétrolière; de surcroît, grâce à l'évolution favorable du volume des échanges, le solde commercial non pétrolier s'est amélioré de \$3 milliards, alors qu'on a également enregistré une contraction du déficit des transactions invisibles, le montant total des paiements d'intérêts ayant fléchi de \$4 milliards.

La réduction du déficit des pays en développement non exportateurs de pétrole a été due entièrement à l'augmentation de \$14 milliards de l'excédent combiné des quatre pays d'Asie du Sud-Est, Hong Kong, Corée, Taïwan et Singapour. Leurs décaissements nets au titre des importations pétrolières se sont contractés de \$5 milliards, et leur excédent commercial non pétrolier a augmenté de \$5 milliards. Ces pays sont non seulement parvenus progressivement à se doter d'une base de production manufacturière très compétitive, mais, en 1986, ils ont en outre sensiblement accru leur avantage concurrentiel vis-à-vis des autres producteurs hors des Etats-Unis, le Japon essentiellement, puisque leurs monnaies sont demeurées liées au dollar. Ils ont ainsi été en mesure de renforcer de manière appréciable leur position sur les marchés des pays industriels. Taïwan, pour sa part, a renforcé de \$6,9 milliards en 1986 son excédent des paiements courants, passé ainsi à \$16,1 milliards, soit à 22% du PNB.

Si les pays d'Asie du Sud-Est ont pu facilement satisfaire l'accroissement de la demande interne sans compromettre leur situation de balance des paiements, l'expansion excessive de la demande interne au Brésil et en Argentine s'est, en revanche, rapidement fait sentir sur le solde commercial. Au Brésil, où les termes de l'échange ont enregistré une amélioration sensible (quelque 20%), sous l'effet notamment de la diminution de \$2,8 milliards de la facture pétrolière, le caractère expansionniste des politiques budgétaire et monétaire, ainsi que la hausse des salaires réels, a provoqué une augmentation de 29% environ des importations non pétrolières en termes réels et détourné un volume potentiel d'exportations vers le marché interne, ce qui s'est traduit par une contraction de \$6,4 milliards de l'excédent commercial non pétrolier. De même, en Argentine, pays dont la production de pétrole suffit à ses besoins, l'excédent commercial s'est amenuisé de \$2,4 milliards, par suite d'une progression de 8% environ de la demande interne.

Le financement du déficit combiné des paiements courants de l'ensemble des pays en développement en 1986 a fait apparaître deux caractéristiques essentielles (voir tableau de la page suivante). Tout d'abord, l'élargissement de ce déficit ne s'est pas accompagné d'une augmentation des entrées de capitaux mais s'est trouvé largement compensé par la diminution marquée des sorties de fonds, ce qui traduit à la fois un ralentissement dans l'accumulation des réserves officielles et un retournement notable des autres transactions sur actifs, les sorties substantielles de fonds non officiels en 1985 ayant fait place à une légère réduction des actifs en 1986. Deuxièmement, alors que le besoin de financement résiduel a légèrement diminué en 1986, la composition des flux de financement s'est sensiblement modifiée. Les emprunts de fonds à long terme auprès de créanciers officiels se sont notablement accrus (+ \$11 milliards, pour se chiffrer à quelque \$30 milliards), et leur part dans le total des entrées de capitaux s'est ainsi élargie de 36% en 1985 à 59% en 1986; en revanche, les nouveaux financements obtenus de créanciers privés ont fléchi de \$11 milliards, pour ressortir à \$4 milliards seulement, et ont consisté en quasi-totalité en prêts non bancaires sous la forme surtout de crédits commerciaux à court terme. Les nouveaux prêts accordés à ces pays par les banques déclarantes de la BRI se sont pratiquement interrompus en 1986, la fourniture d'un faible montant (\$3 milliards), dans le cadre de montages financiers placés sous l'égide des autorités, ayant été compensée par les réductions des créances bancaires résultant de cessions d'actifs, de conversions de dettes en participations, d'annulations de créances et de faibles remboursements.

La physionomie du financement pour le groupe des pays en développement dissimule toutefois des différences sensibles entre les pays exportateurs et les pays non exportateurs de pétrole. Seuls les premiers ont eu recours à leurs réserves officielles, qui, après s'être accrues de \$7 milliards en 1985, ont financé plus de la moitié de leur déficit global des paiements courants en 1986. L'utilisation des réserves a été répartie de manière égale entre, d'une part, les exportateurs de pétrole du Moyen-Orient, qui, grâce aux positions nettes confortables qu'ils s'étaient constituées dans le passé en matière de placements à l'étranger, ont continué à bénéficier d'une position financière extérieure relativement favorable, et, d'autre part, les autres pays exportateurs de pétrole, qui, pour beaucoup, doivent supporter de lourdes charges au titre de leur endettement

Pays en développement: financement du déficit des paiements courants, 1984-86  
(estimations)

Postes	Ensemble des pays en développement			Pays exportateurs de pétrole			Pays non exportateurs de pétrole		
	1984	1985	1986	1984	1985	1986	1984	1985	1986
en milliards de dollars EU									
Balance des paiements courants . . . . .	-29	-23	-49	- 5	3	-36	-24	-26	-13
Variations des avoirs extérieurs (= accroissement) . . . . .	-33	-30	- 2	- 4	-15	20	-29	-15	-22
Réserves officielles . . . . .	-13	-16	- 4	0	- 7	19	-13	- 9	-23
Autres actifs . . . . .	-20	-14	2	- 4	- 8	1	-16	- 6	1
Besoin de financement résiduel . . . . .	62	53	51	9	12	16	53	41	35
Emprunts auprès de créanciers officiels (long terme) . . . . .	32	19	30	6	7	11	26	12	19
Emprunts auprès de créanciers privés . . . . .	15	15	4	0	- 1	- 1	15	16	5
Banques déclarantes de la BRI . . . . .	8	11	- 0	- 1	1	- 1	9	10	1
Divers . . . . .	7	4	4	1	- 2	0	6	6	4
Autres entrées (chiffres nets) . . . . .	15	19	17	3	6	6	12	13	11
dont:									
Crédit FMI . . . . .	4	1	- 1	1	- 0	1	3	1	- 2
Investissement direct . . . . .	13	13	12	4	4	4	9	9	8

Sources: FMI, Perspectives économiques mondiales, avril 1987, et BRI, Evolution des marchés bancaires et financiers internationaux, avril 1987.

extérieur. En outre, alors que les exportateurs de pétrole du Moyen-Orient ont été en mesure de couvrir leur besoin de financement résiduel en 1986 au moyen d'emprunts octroyés par des créanciers privés (quelque \$3 milliards) et auprès de sources officielles (\$2 milliards), les autres pays exportateurs de pétrole ont dû se contenter de fonds fournis par des créanciers officiels et ont même effectué \$4 milliards de remboursements nets à des créanciers privés.

Dans les pays non exportateurs de pétrole, en revanche, l'amélioration de la position des paiements courants en 1986 est allée de pair avec une augmentation de \$23 milliards des actifs de réserve et le retour, pour un faible montant, d'avoirs à l'étranger autres que les actifs de réserve. Ce renforcement des réserves a été dû pour plus de la totalité à Taïwan, dont les avoirs officiels de change ont doublé en 1986, pour se chiffrer à \$46,3 milliards. La persistance d'une situation financière extérieure relativement précaire dans de nombreux pays en développement non exportateurs de pétrole est clairement apparue dans la couverture du besoin de financement résiduel. Les principaux fournisseurs de fonds ont été, en effet, des créanciers officiels, qui ont accordé \$19 milliards de ressources à long terme, alors que les créanciers privés ont réduit à \$5 milliards leurs nouveaux prêts, ce qui représente moins d'un tiers du chiffre de 1985.

L'endettement extérieur de l'ensemble des pays en développement s'est accru, selon les estimations, de \$77 milliards en dollars courants, pour s'inscrire à \$936 milliards à la fin de 1986; ce montant s'est réparti, à hauteur de 68%, entre les pays non exportateurs de pétrole et, à concurrence de 25%, les pays exportateurs de pétrole hors du Moyen-Orient. Cette augmentation de l'endettement a été due, pour moitié environ, à de nouveaux emprunts, et le reliquat s'explique par la hausse de la valeur en dollars de la dette libellée en d'autres monnaies. Elle a porté presque exclusivement sur l'endettement à long terme, dont la part dans le montant total de la dette a ainsi avoisiné 85% à la

fin de l'an dernier, contre quelque 75% en 1982. Cet allongement de l'échéance moyenne de la dette extérieure a été dû, comme au cours des années précédentes, à des accords de rééchelonnement mais également, et de plus en plus, à l'octroi de nouveaux financements par les créanciers officiels sous la forme uniquement de prêts à long terme. Si la structure plus favorable de l'échéancier de la dette a généralement atténué les pressions en matière de refinancement, il n'en demeure pas moins que la conjonction d'une hausse très sensible de la valeur en dollars courants de l'encours de la dette et de la contraction marquée des recettes d'exportations en termes nominaux s'est traduite par une détérioration substantielle des ratios d'endettement en 1986. Pour l'ensemble des pays en développement, les ratios de l'endettement total par rapport au PNB et aux exportations de biens et services sont passés de 36% et 147% respectivement en 1985 à 39% et 172% en 1986; la détérioration des indicateurs d'endettement a été particulièrement prononcée pour les pays exportateurs de pétrole hors du Moyen-Orient, dont les ratios sont montés en flèche, de 45% et 198% en 1985 à 58% et 289% l'an dernier.

### **Ecart statistique de la balance mondiale des paiements courants**

La balance mondiale des paiements courants, autrement dit la somme des balances des paiements courants de tous les pays, qui devrait théoriquement présenter un solde nul, fait apparaître de larges écarts négatifs depuis 1980, qui s'élèvent au total à \$520 milliards pour la période de sept ans 1980-86. L'écart statistique a atteint un niveau record en 1982, puis a diminué considérablement au cours des deux années suivantes, surtout parce que la baisse des taux d'intérêt après 1984 a généralement réduit l'écart statistique des comptes des revenus de placements.

Comme l'existence de tels écarts fausse l'analyse de l'évolution des balances des paiements et pourrait déclencher des réactions inappropriées au niveau de la politique économique, le Conseil d'administration du FMI a décidé, en 1984, d'instituer un groupe de travail, chargé d'étudier les principales sources de l'écart statistique et de recommander des procédures visant à améliorer les méthodes statistiques utilisées. Ce groupe de travail, qui a soumis son rapport définitif au Conseil d'administration au début de 1987, est parvenu aux conclusions suivantes.

L'écart statistique a essentiellement pour origine le compte des services. Cela étant, la balance commerciale mondiale présente également des écarts substantiels, surtout parce que les exportations sont généralement enregistrées plus tôt que les importations correspondantes. L'écart statistique de la balance commerciale a varié de manière sensible, sans avoir contribué pour autant à l'élargissement à long terme de l'écart global des paiements courants. En ce qui concerne le compte des services, on peut en attribuer la responsabilité essentielle à trois types d'opérations. Tout d'abord, c'est au poste des revenus de placements que l'on a observé l'accroissement le plus sensible de cet écart. Comme les crédits et les débits au titre de ces revenus sont habituellement déterminés sur la base des encours de créances et d'engagements extérieurs, l'écart enregistré sur ce compte est dû principalement au fait que les pays ne sont pas en mesure d'identifier totalement les portefeuilles d'actifs étrangers de

leurs résidents, de sorte que, pour l'ensemble du monde, le stock des actifs étrangers notifiés est très inférieur à celui des engagements extérieurs notifiés. L'incidence exercée sur les revenus du capital par cette « sous-notification » des créances extérieures a été fortement amplifiée par l'augmentation des taux d'intérêt entre 1980 et 1984. Deuxièmement, le solde des opérations de fret maritime révèle un écart notable, qui a toutefois moins augmenté que celui des revenus de placements. Alors que les paiements effectués aux transporteurs opérant à l'étranger au titre des frais d'acheminement des importations sont en général notifiés intégralement, seule une partie relativement faible des recettes correspondantes figure dans les comptes des pays possédant d'importants intérêts maritimes. Troisièmement, on constate un écart important, mais stable, dans les transferts officiels, les débits notifiés par les pays donateurs dépassant sensiblement les crédits déclarés par les pays bénéficiaires.

S'il est possible d'identifier les origines de l'écart statistique dans les principales catégories de transactions sur services, il est en revanche extrêmement difficile, dans l'état actuel des choses, d'effectuer une ventilation de tous ces écarts par pays ou groupe de pays. Le groupe de travail est, certes, parvenu à redistribuer l'écart des revenus de placements entre les divers pays, mais il n'a pu fournir qu'une estimation approximative sur la répartition des autres écarts au titre des services en fonction des principaux groupes de pays. Cette ventilation géographique montre que l'écart statistique de la balance mondiale des paiements courants n'est pas concentré sur un petit nombre de pays, mais se répartit plutôt de manière uniforme sur l'ensemble du globe, les trois cinquièmes environ portant sur les pays industriels et le reste sur les pays en développement. Toutefois, pour que ces estimations soient confirmées dans les statistiques transmises sur les balances des paiements, il conviendrait de revoir les méthodes de collecte de données et les procédures d'estimation utilisées par chaque pays et de les améliorer en tenant compte d'une série de recommandations formulées par le groupe de travail.

## IV. ÉVOLUTION SUR LES MARCHÉS NATIONAUX DES CAPITAUX

### Faits saillants

L'an passé, les marchés des capitaux ont connu plusieurs développements apparemment paradoxaux: vives hausses des cours des actions sur la plupart des grandes places boursières, malgré l'essoufflement de la croissance de la production réelle; poursuite de l'afflux de capitaux étrangers aux Etats-Unis, en dépit de la dépréciation continue du dollar EU; fléchissement assez général des taux d'intérêt nominaux, revenus parfois à leurs plus bas niveaux depuis dix ans, alors que les taux réels sont demeurés assez hauts; persistance d'une forte demande de crédit située près de ses niveaux records de 1985, malgré des taux réels relativement élevés, contribuant à accroître de manière préoccupante l'endettement des agents non financiers résidents de plusieurs pays.

L'abondance des flux de capitaux entre les pays et la libéralisation financière ont favorisé l'intégration internationale de plus en plus étroite des marchés financiers nationaux. Les mouvements parallèles des taux d'intérêt et, à un degré moindre, des cours des actions entre les divers pays se sont fortement amplifiés ces dernières années. Il est possible que l'intégration internationale et la libéralisation des marchés des capitaux réduisent la capacité de tel ou tel pays d'agir de manière indépendante dans le domaine de la politique monétaire. Il peut également en résulter une modification de l'incidence des politiques monétaires sur les divers secteurs et une propagation plus rapide des perturbations affectant l'économie réelle et la sphère financière. La conjonction d'une dépréciation de la monnaie et d'une forte hausse des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis en avril 1987 fait clairement apparaître la sensibilité des marchés des capitaux aux facteurs internationaux.

Les conséquences et les causes du gonflement récent de l'endettement des agents économiques ne sont pas les mêmes pour le secteur privé et le secteur public. En ce qui concerne le secteur privé, l'aspect préoccupant pour les autorités est surtout le fait que l'augmentation des ratios endettement/revenu puisse entraîner une hausse des taux de défaillances. Les craintes suscitées par l'alourdissement de la dette du secteur public ont plusieurs origines: hausses éventuelles des taux d'intérêt et/ou des taux de change et, partant, «éviction» de la dépense privée; accroissement de la charge fiscale future pour assurer le remboursement des intérêts et du principal, et nécessité pour certains pays d'emprunter à l'étranger afin de compenser l'insuffisance de l'épargne privée. Si les facteurs fondamentaux de l'expansion de la dette publique sont principalement les politiques et situations macro-économiques, la croissance de l'endettement du secteur privé peut être liée également à la fiscalité et au processus de libéralisation financière permettant un accès plus facile au crédit.

Le processus de libéralisation rapide des marchés des capitaux s'est poursuivi en 1986. Bien que la déréglementation de la Bourse londonienne («Big Bang») ait probablement constitué le développement le plus notable, les autorités françaises et canadiennes ont, elles aussi, annoncé d'importantes réformes

de leur marché financier. La mobiliérisation des prêts («securitisation») et les mécanismes de couverture des portefeuilles ont connu une vive expansion aux Etats-Unis. En France, au Japon et au Royaume-Uni, certaines réglementations concernant les banques et autres établissements collectant des dépôts ont été assouplies.

L'incidence exercée sur la croissance de l'endettement privé ne constitue qu'un des aspects préoccupants du rythme rapide de la libéralisation et de l'innovation dans le domaine financier. De nombreux observateurs estiment que les avantages procurés par les mutations financières récentes sont au moins en partie annihilés par les coûts effectifs ou potentiels qui en découlent. Si le côté positif de la libéralisation tient en général au meilleur fonctionnement des mécanismes du marché, les coûts montrent bien que l'exercice de la libre concurrence ne se traduit pas toujours nécessairement par un résultat «optimal». Les coûts effectifs et potentiels de la libéralisation sont autant d'arguments avancés par ceux qui jugent nécessaire de revoir la réglementation des marchés des capitaux et d'étendre, ou même de renforcer, les dispositions en vigueur dans certains domaines. Bien que des progrès sensibles aient été réalisés sur le plan du contrôle bancaire, tant au niveau national qu'à l'échelle internationale, certains estiment qu'un effort semblable paraît s'imposer dans le domaine de la réglementation des marchés des titres et qu'il conviendrait également de réexaminer les distinctions juridiques traditionnelles entre les diverses institutions financières.

### Taux d'intérêt

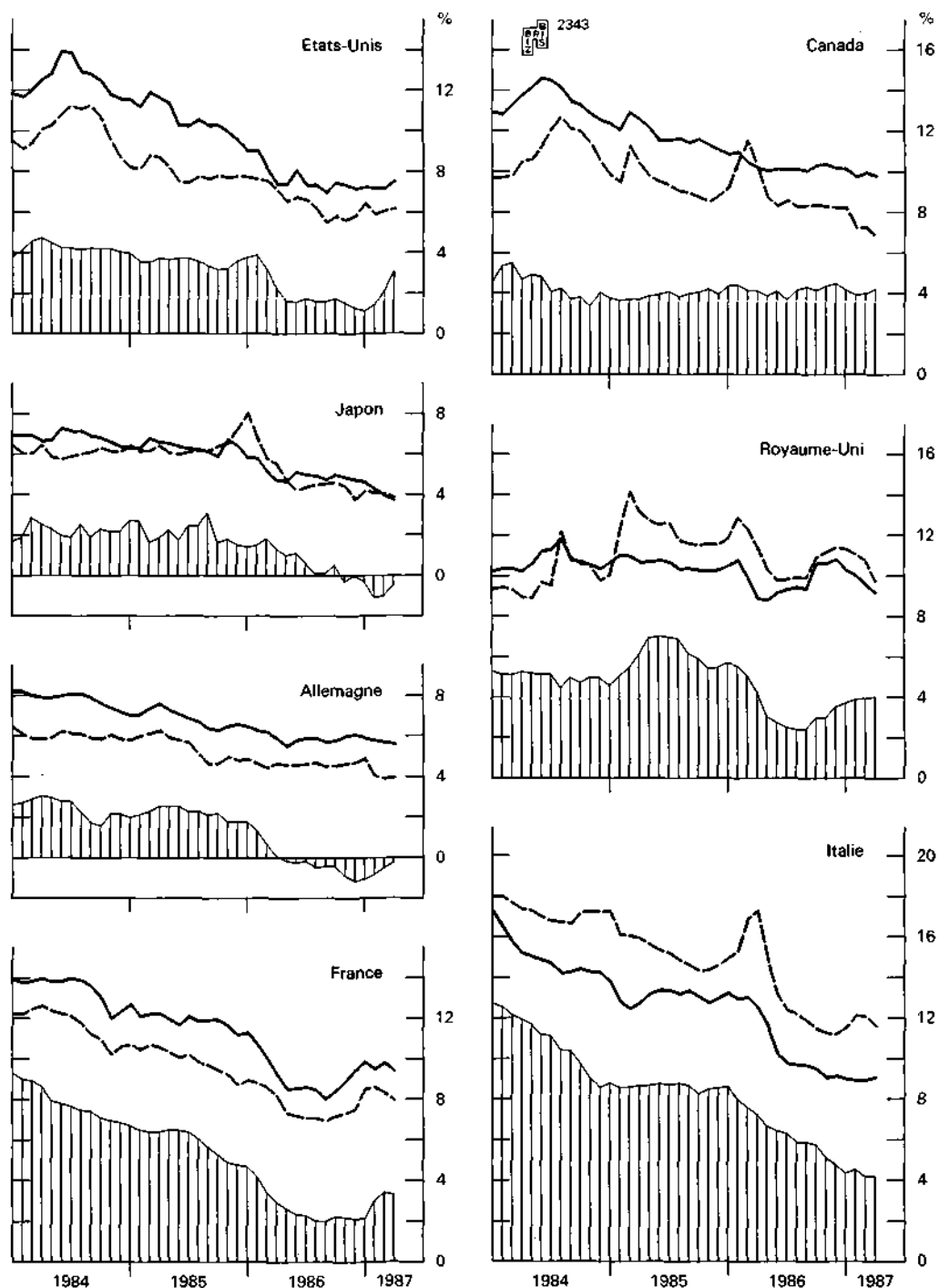
Les taux d'intérêt ont nettement fléchi en 1986 dans les grands pays industriels. Durant les quatre premiers mois de l'année, on a observé une tendance à un aplatissement des courbes de rendements. Elles se sont toutefois redressées ensuite, sous l'effet essentiellement de la détente persistante des taux à court terme, les taux à long terme n'ayant que peu diminué. Le loyer de l'argent a davantage baissé aux Etats-Unis en 1986 que dans la plupart des autres pays industriels, de sorte que les écarts de taux d'intérêt nominaux favorables aux titres libellés en dollars se sont considérablement rétrécis, voire inversés. Cette situation s'est modifiée au début de 1987, en raison de la vive ascension des taux à long terme aux Etats-Unis.

L'évolution des taux d'intérêt a été déterminée par plusieurs facteurs, parmi lesquels l'effondrement des prix pétroliers au premier trimestre de 1986 a été le plus spectaculaire et le plus largement ressenti; cette chute a entraîné, semble-t-il, une révision à la baisse des anticipations inflationnistes à long terme des investisseurs, illustrée par le fléchissement des taux des obligations de longue durée et l'aplatissement des courbes positives des rendements aux Etats-Unis, en France et en Allemagne. Deuxièmement, l'activité est demeurée intense sur la plupart des marchés du crédit en 1986 et le *niveau* élevé des emprunts peut expliquer pourquoi les taux à long terme, en particulier aux Etats-Unis, n'ont pas suivi le mouvement de baisse des taux à court terme qui s'est produit ultérieurement. Troisièmement, l'orientation de la politique monétaire paraît avoir été assouplie en 1986 dans un certain nombre de pays, surtout durant la dernière partie de l'année, par crainte que la croissance de la production

# Taux d'intérêt nominaux et inflation, 1984-87\*

Chiffres mensuels.

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



\* 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.

ne soit inférieure aux prévisions. Les taux de change ont été le quatrième facteur ayant eu une incidence sur les taux d'intérêt, notamment à la fin de l'an dernier et en 1987. Aux Etats-Unis, les taux d'intérêt ont paru particulièrement sensibles aux préoccupations suscitées par le taux de change, les cours des obligations ayant chuté en avril 1987 du fait de l'incertitude des investisseurs entourant le comportement du dollar et l'évolution future de l'inflation.

Corrélations entre les variations des taux des obligations d'Etat à long terme

Pays	Etats-Unis	Japon	Allemagne fédérale	France	Royaume-Uni	Italie	Canada	Belgique	Pays-Bas	Suède	Suisse
de février 1975 à décembre 1979											
Etats-Unis . . . . .	1	0,24	0,27	-0,01	0,19	0,09	0,59	0,32	0,23	-0,02	0,18
Japon . . . . .		1	0,52	0,06	0,08	0,16	0,12	0,33	0,22	-0,02	0,31
Allemagne fédérale . . . . .			1	0,01	0,20	0,07	0,10	0,34	0,40	-0,09	0,33
France . . . . .				1	0,18	0,02	-0,08	0,03	0,08	0,06	-0,05
Royaume-Uni . . . . .					1	0,24	0,14	0,21	-0,15	0,10	0,30
Italie . . . . .						1	0,12	0,21	-0,13	0,36	-0,15
Canada . . . . .							1	0,19	0,16	0,11	0,10
Belgique . . . . .								1	0,05	-0,08	0,17
Pays-Bas . . . . .									1	-0,17	0,11
Suède . . . . .										1	-0,08
Suisse . . . . .											1
de janvier 1980 à décembre 1986											
Etats-Unis . . . . .	1	0,50	0,56	0,37	0,42	0,03	0,72	0,39	0,57	0,18	0,56
Japon . . . . .		1	0,45	0,31	0,27	-0,08	0,34	0,11	0,46	0,28	0,36
Allemagne fédérale . . . . .			1	0,46	0,18	0,15	0,36	0,38	0,71	0,29	0,55
France . . . . .				1	0,20	0,28	0,21	0,46	0,47	0,35	0,26
Royaume-Uni . . . . .					1	0,09	0,41	0,17	0,13	0,01	0,34
Italie . . . . .						1	0,10	0,20	0,06	0,05	0,02
Canada . . . . .							1	0,30	0,36	0,12	0,43
Belgique . . . . .								1	0,34	0,27	0,28
Pays-Bas . . . . .									1	0,39	0,60
Suède . . . . .										1	0,16
Suisse . . . . .											1

Les mouvements des taux d'intérêt ont été étroitement liés d'un pays à l'autre l'an dernier. Le tableau ci-dessus montre que la corrélation entre les variations des taux d'intérêt des obligations d'Etat à long terme s'est sensiblement accrue dans les divers pays entre la fin des années soixante-dix et les années quatre-vingt. Ce phénomène est particulièrement marqué pour le Japon et la France, ce qui peut être en rapport avec la libéralisation des marchés des capitaux dans ces deux pays.

Cette convergence d'évolution traduit dans une certaine mesure les bons résultats obtenus pendant les années quatre-vingt dans la lutte contre l'inflation. Il convient toutefois d'ajouter que l'existence d'une relation plus étroite entre les variations des taux d'intérêt sur les marchés internes peut être due au volume élevé des opérations externes sur obligations. Une cohérence plus marquée dans les mouvements des taux d'intérêt à long terme peut signifier que, dans nombre

de pays, les autorités monétaires et financières ont été moins à même d'agir de façon indépendante, puisqu'elle implique une diminution de l'influence de la banque centrale sur les taux d'intérêt à moyen et à long terme, ainsi qu'une plus grande sensibilité des taux internes à l'évolution des taux à l'étranger. Pour les pays plus petits, il est possible que ces corrélations plus marquées reflètent une coordination explicite des politiques, dans le cadre d'une stabilisation officielle de leur taux de change vis-à-vis d'un important partenaire commercial. Dans le cas des grands pays, cependant, cette identité de comportement des taux à long terme est vraisemblablement due davantage à l'intégration accrue des marchés obligataires.

Malgré les réductions des taux d'intérêt nominaux constatées en 1986, l'écart entre taux d'intérêt et inflation est demeuré très élevé, en particulier en Europe et au Japon. Le fléchissement des taux des obligations d'Etat à long terme a été nettement inférieur au ralentissement sur douze mois de la hausse des prix à la consommation dans toutes les grandes économies industrielles, à l'exception du Canada. Cette évolution ne paraît pas tellement surprenante, étant donné que les rendements réels escomptés des titres à long terme sont fortement influencés par les anticipations, non observables, de l'inflation et que l'on considère généralement que les taux actuels de la hausse des prix à la consommation minimisent ces anticipations. Par contre, l'évaluation des taux d'intérêt réels à court terme pose moins de problèmes, car l'inflation à court terme est plus facile à prévoir. Parmi les pays figurant dans le tableau suivant, seuls les Etats-Unis et la France ont enregistré des rendements effectifs réels des instruments à court terme nettement moins élevés en 1986 qu'au cours de l'année précédente. Au Japon et en Allemagne, ces rendements se sont même accrus en 1986 par rapport à leurs niveaux antérieurs et par comparaison avec les Etats-Unis.

Taux d'intérêt effectifs réels à court terme\*

Années	Etats-Unis	Japon	Allemagne fédérale	France	Royaume-Uni	Italie	Canada
1981 . . . . .	6,62	4,48	6,28	1,96	3,18	3,87	7,26
1982 . . . . .	7,03	4,76	4,90	5,64	7,39	3,85	6,72
1983 . . . . .	4,20	4,22	2,92	3,91	5,06	6,14	4,38
1984 . . . . .	5,99	4,34	3,68	5,41	4,54	6,96	7,54
1985 . . . . .	4,42	5,04	4,72	6,45	7,36	6,45	5,39
1986 . . . . .	3,75	5,83	5,12	4,50	7,04	7,69	5,18

\* Différence entre la moyenne mensuelle du taux à trois mois du marché monétaire et la variation (en rythme annuel et en %) de la hausse des prix à la consommation au cours des trois mois suivants.

La persistance d'écarts sensibles, par référence au passé, entre les taux d'intérêt nominaux et les taux d'inflation effectifs tempère quelque peu l'impression généralement euphorique donnée par les marchés des capitaux en 1986. Des rendements réels d'importance notable sur des instruments à court terme peuvent affecter défavorablement la production, en encourageant l'acquisition d'actifs financiers facilement mobilisables au détriment des dépenses de consommation courante des ménages et de la constitution de stocks par les entreprises. En fait, les rendements réels élevés procurés par les actifs financiers constituent peut-être une autre explication à l'incapacité, mentionnée au

Chapitre II, dans laquelle se sont trouvés l'an dernier les secteurs privés des pays du Groupe des Dix, de répercuter intégralement leurs gains de revenus réels sur leurs dépenses.

Au début de 1987, les écarts de taux d'intérêt nominaux en faveur des obligations libellées en dollars se sont sensiblement élargis, après s'être réduits pendant quelque temps. Par rapport aux obligations d'Etat de la plupart des autres pays, les rendements des obligations du Trésor américain ont fléchi de 150 à 300 points de base au cours de la période de deux ans se terminant en janvier 1987. Cette baisse des rendements relatifs n'a pas endigué les flux de capitaux vers les Etats-Unis, bien que les investisseurs privés aient apparemment acquis davantage d'actions que de titres à revenu fixe. Il est possible que le rétrécissement des écarts ait reflété l'idée généralement admise sur le marché que la dépréciation du dollar touchait à son terme. En ce cas, la poursuite de la chute de la monnaie américaine au début de 1987 a contredit cette attente, et les écarts de taux se sont de nouveau accrus, pour retrouver à peu près leurs niveaux de 1985.

Ecarts de taux d'intérêt: différences entre les rendements des obligations du Trésor américain et d'autres obligations d'Etat comparables\*

Période	Japon	Allemagne fédérale	France	Royaume-Uni	Italie	Canada
Janvier 1985	4,89	4,28	- 0,95	0,15	- 1,47	- 0,21
Juillet 1985	4,32	3,60	- 1,30	0,23	- 2,93	- 0,34
Janvier 1986	3,27	2,89	- 1,71	- 1,71	- 3,78	- 1,41
Juillet 1986	2,39	1,40	- 1,16	- 2,08	- 2,44	- 2,02
Janvier 1987	2,93	1,28	- 2,36	- 2,86	- 1,89	- 1,76
Avril 1987	4,79	2,52	- 1,30	- 0,71	- 1,26	- 1,60

\* Pour l'Allemagne et l'Italie, moyennes mensuelles; pour les autres pays, chiffres de fin de mois.

### Les marchés boursiers

La baisse des taux d'intérêt nominaux en 1986 s'est accompagnée d'une envolée des cours des actions dans la plupart des grands pays industriels. Les indices ont atteint de nouveaux sommets durant l'année sur la quasi-totalité des grandes places boursières et ce, dans de nombreux cas, pour la troisième ou quatrième année consécutive. Les graphiques de la page 78 montrent que la valeur des actions a plus que doublé par rapport aux niveaux minimaux observés durant l'été 1982. De fortes hausses ont continué à se produire au début de 1987 sur de nombreux marchés boursiers, où de nouveaux records ont été établis.

L'un des traits caractéristiques de l'essor récent des marchés boursiers a été la convergence d'évolution des indices. Il est possible que ces variations de cours traduisent dans une certaine mesure des développements macro-économiques semblables, tels que la baisse parallèle des taux d'intérêt. Il convient de noter, en outre, que les marchés boursiers des différents pays deviennent de plus en plus intégrés. Cette intégration n'a pas atteint le même degré que sur les marchés obligataires — pour les actions, le volume des émissions externes est nettement moins élevé que pour les obligations — malgré le bond considérable de l'offre d'actions internationales en 1986.

Certains observateurs se sont montrés préoccupés par le fait que des excès de caractère spéculatif aient pu alimenter la phase la plus récente du boom des actions. Sur de nombreuses grandes places boursières, les coefficients de capitalisation des résultats avaient atteint, au printemps de 1987, des niveaux élevés par référence au passé, et l'instabilité des cours s'est accrue. En outre, l'évolution des prix sur les marchés des valeurs à revenu variable ne semble pas avoir été conforme à celle de l'économie «réelle»; il apparaît plutôt que les cours des actions ont progressé au fur et à mesure que les perspectives de croissance de la production se réduisaient. Au Japon et aux États-Unis, en particulier, les Bourses ont enregistré de nouveaux records de hausse tout au long du premier trimestre de 1987, malgré des signes de ralentissement de la croissance.

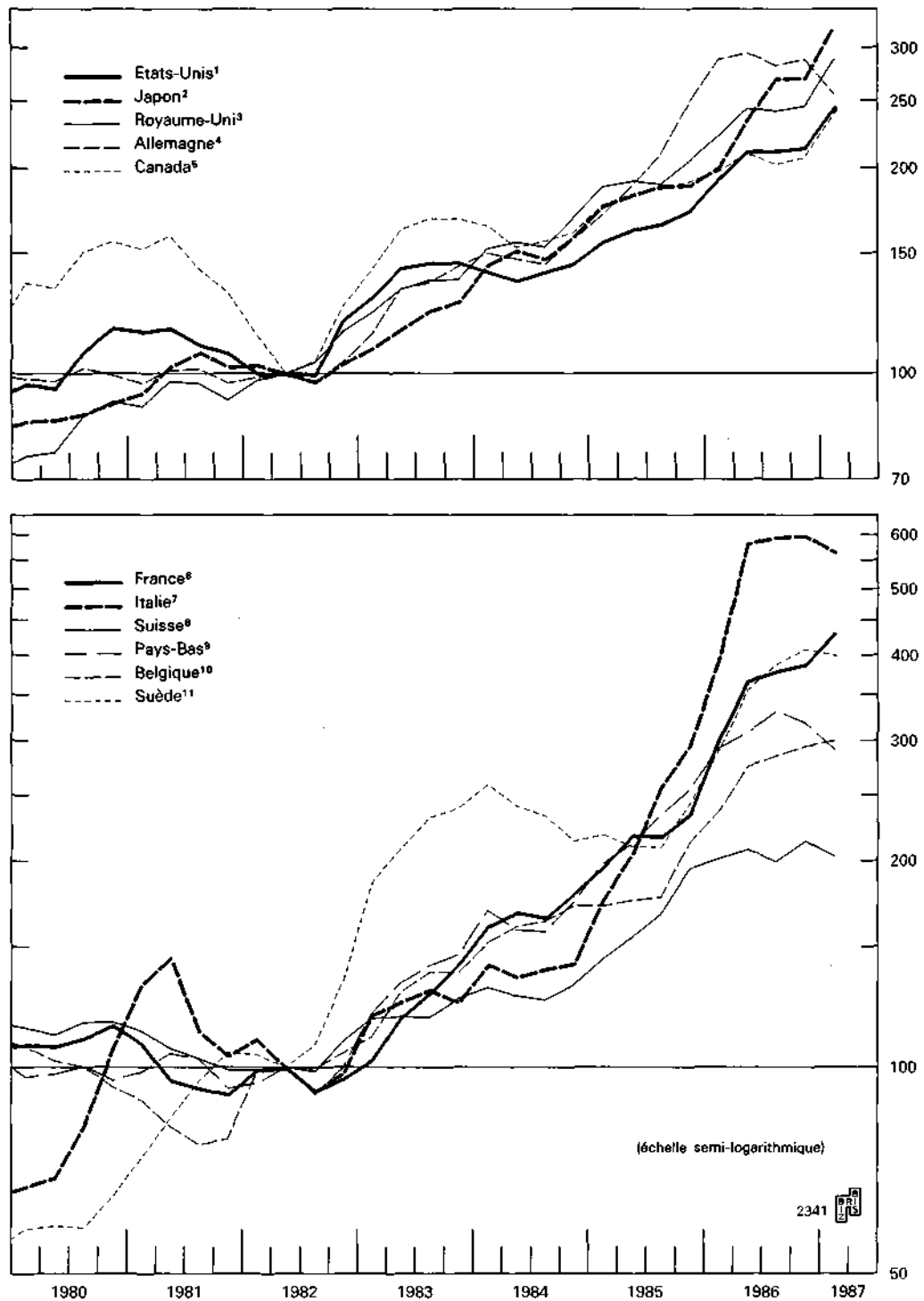
Le rôle de la spéculation dans la montée des cours peut apparaître dans la vive expansion de la liquidité constatée sur les marchés internationaux des capitaux, étant donné que la faiblesse des taux d'intérêt nominaux a accru l'attrait relatif des placements en actions. Au cours des derniers mois, les préoccupations suscitées par les taux de change et l'évolution cyclique des taux d'intérêt aux États-Unis ont stimulé la demande d'actions, en particulier de la part des investisseurs japonais. Cela étant, les bénéfices des entreprises ont augmenté d'une fois et demie à deux fois depuis 1982 dans la plupart des pays industriels et, si la croissance économique n'est pas spécialement vigoureuse, la récession n'apparaît pas non plus évidente. En outre, les succès continuels remportés dans la lutte contre l'inflation peuvent jouer en faveur des prix des valeurs à revenu variable. L'expérience des années soixante-dix semble montrer que l'inflation exerce une incidence néfaste sur les bénéfices des entreprises et sur les cours des actions.

Dans certains pays, le dynamisme des marchés boursiers peut également s'expliquer par les dispositions adoptées par les autorités pour stimuler l'investissement sous forme d'actions. En France, la «loi Monory» de 1978 a assorti l'acquisition d'actions d'avantages fiscaux; des mesures d'incitation comparables ont été prises ultérieurement en Suède, en Belgique et au Royaume-Uni. De même, l'un des principaux objectifs des programmes récents de privatisation mis en œuvre en France et au Royaume-Uni est d'encourager la détention d'actions par les ménages et d'élargir la base de ce type d'investissement. En Italie, la loi autorise depuis 1983 les fonds de placement en valeurs mobilières.

Le comportement récent des marchés boursiers peut avoir des répercussions à la fois sur les évolutions et les politiques économiques. La hausse des cours réels des actions entraîne une revalorisation des actifs des entreprises, ce qui donne à penser que le prix des nouveaux biens d'équipement a baissé de manière sensible par rapport au capital installé. Une telle modification des prix relatifs devrait stimuler l'investissement. Inversement, dans la mesure où la valeur des actions traduit une activité de caractère spéculatif plutôt que la capacité bénéficiaire des entreprises, des risques sont certainement encourus. Les cours des actions ont une forte influence sur le patrimoine du secteur privé dans certains pays et peuvent permettre de compenser à la fois le poids de l'endettement des entreprises et celui des ménages. Une section ultérieure de ce chapitre est consacrée à l'accroissement de ces charges et aux préoccupations qui en résultent. Un retournement marqué dans l'évolution des cours des actions

# Cours des actions sur les marchés boursiers des pays du Groupe des Dix, 1980-87

Deuxième trimestre 1982 = 100.



<sup>1</sup> Indice «Standard and Poor» des actions de sociétés. <sup>2</sup> Indice général de Tokyo. <sup>3</sup> Indice «Financial Times» des actions ordinaires. <sup>4</sup> Indice général «Frankfurter Allgemeine Zeitung». <sup>5</sup> Indice composite de Toronto. <sup>6</sup> Indice général de l'INSEE des actions françaises à la Bourse de Paris. <sup>7</sup> Indice général italien. <sup>8</sup> Indice général suisse. <sup>9</sup> Indice des actions nationales d'Amsterdam. <sup>10</sup> Indice général de Bruxelles et d'Anvers. <sup>11</sup> Indice général de Stockholm.

contribuerait à amplifier ces préoccupations, par suite de l'augmentation des ratios endettement/fonds propres des entreprises et de l'érosion du patrimoine financier net des ménages.

### Tendances des flux de financement

*Soldes financiers des agents économiques.* L'an dernier, les flux financiers ont été influencés, dans chacun des grands pays industriels et au sein du groupe, par plusieurs facteurs interdépendants. Le premier a été la nécessité d'assurer le financement des appels à l'emprunt massifs et soutenus du secteur public aux Etats-Unis et du secteur des ménages dans un certain nombre de pays. Deuxièmement, les modifications des cours des actions, des taux de change et des taux d'intérêt ont affecté les décisions des investisseurs ainsi que des emprunteurs concernant le choix des marchés et des instruments. Enfin, les diverses innovations et les changements d'ordre réglementaire ont stimulé l'évolution survenue sur les marchés et réagi à cette mutation, comme le montre la section finale de ce chapitre. L'incidence de tous ces facteurs peut être illustrée par l'analyse des soldes financiers nets des principaux secteurs économiques des grands pays, ainsi que par la collecte brute de fonds sur les marchés du crédit.

En 1986, la physionomie des flux de capitaux internationaux a encore été semblable à celle qui s'est manifestée au milieu des années quatre-vingt, caractérisée par l'absorption nette par les Etats-Unis de l'épargne produite en Europe occidentale et au Japon. Cette continuité n'a pas surpris les observateurs, car les déséquilibres entre ces pays étaient devenus trop importants pour pouvoir être inversés rapidement sans provoquer de profonds bouleversements. Alors qu'on s'attendait à ce que les effets de la courbe en J amplifient quelque peu les déséquilibres existants, certaines anticipations ont été déjouées par le fait que cette aggravation a été plus forte que prévu en présence d'une dépréciation sensible du dollar, dont on avait escompté un effet de rééquilibrage.

Plusieurs facteurs paraissent avoir joué un rôle dans ce processus. Les politiques budgétaires n'ont pas contribué à restaurer l'équilibre, puisque les déficits du secteur public n'ont guère varié, l'an dernier, au Japon, en Allemagne et aux Etats-Unis. Il est possible que ces résultats reflètent en partie les difficultés d'ordre politique et économique rencontrées par les autorités pour modifier rapidement l'orientation de la politique budgétaire. Deuxièmement, la capacité de financement du secteur des ménages s'est accrue en 1986 au Japon et en Allemagne, alors qu'elle a diminué aux Etats-Unis en termes de PNB, pour tomber à son plus bas niveau depuis 1963. Comme mentionné au Chapitre II, il se peut que cette évolution soit due à des propensions différentes à convertir en dépenses l'amélioration des termes de l'échange enregistrée durant l'année. Enfin, aux effets néfastes de la courbe en J sur les soldes commerciaux nominaux est venue s'ajouter l'incidence d'une contrepartie financière de cette courbe. En effet, il a fallu moins de deutsche marks et de yens en 1986 pour financer des entrées de capitaux aux Etats-Unis correspondant à 3,4% du PNB qu'en 1985 pour alimenter un déficit représentant 2,9% du PNB. La demande de crédit adressée aux Etats-Unis en 1986 a donc moins pesé sur les épargnants au Japon et en Allemagne.

Soldes financiers des agents économiques\*

Pays et rubriques	1980-84	1985	1986
	en % du PNB		
<b>Etats-Unis</b>			
Secteur public . . . . .	- 3,7	~ 5,0	- 4,8
Non-résidents . . . . .	0,5	2,9	3,4
Sociétés non financières . . . . .	- 0,9	0,0	0,1
Ménages . . . . .	4,2	2,9	2,0
<b>Japon</b>			
Secteur public . . . . .	- 6,7	- 4,1	- 4,2
Non-résidents . . . . .	- 0,9	- 3,6	- 4,2
Sociétés non financières . . . . .	- 3,1	- 2,4	- 1,3
Ménages . . . . .	9,8	9,5	10,3
<b>Allemagne fédérale</b>			
Secteur public . . . . .	- 2,8	- 1,1	- 1,2
Non-résidents . . . . .	0,2	- 2,0	- 3,8
Sociétés non financières . . . . .	- 2,2	- 2,0	- 0,8
Ménages . . . . .	3,6	4,1	5,0
<b>France</b>			
Secteur public . . . . .	- 2,1	- 2,9	- 2,9
Non-résidents . . . . .	1,7	0,8	0,6
Sociétés non financières . . . . .	- 4,2	- 2,1	- 1,5
Ménages . . . . .	3,9	2,9	3,5
<b>Royaume-Uni</b>			
Secteur public . . . . .	- 3,6	- 2,9	- 2,8
Non-résidents . . . . .	- 1,3	- 0,8	0,3
Sociétés non financières . . . . .	1,3	1,6	0,8
Ménages . . . . .	4,7	3,2	2,4
<b>Italie</b>			
Secteur public . . . . .	-10,5	-13,6	-12,5
Non-résidents . . . . .	1,2	0,9	- 0,7
Sociétés non financières . . . . .	- 5,0	- 4,9	- 3,3
Ménages . . . . .	13,0	14,5	13,8
<b>Canada</b>			
Secteur public . . . . .	- 6,9	- 8,1	~ 6,4
Non-résidents . . . . .	- 0,2	0,1	1,8
Sociétés non financières . . . . .	- 2,7	- 0,8	- 1,8
Ménages . . . . .	8,4	7,6	5,3
<b>Belgique</b>			
Secteur public . . . . .	-13,9	-11,6	-11,2
Non-résidents . . . . .	2,9	- 0,2	~ 2,1
Sociétés . . . . .	2,1	4,1	5,4
Ménages . . . . .	8,9	7,7	7,9
<b>Pays-Bas</b>			
Secteur public . . . . .	- 5,6	- 5,1	- 6,7
Non-résidents . . . . .	- 1,4	- 3,5	~ 2,1
Entreprises et ménages . . . . .	- 0,8	1,7	- 1,4

\* Pour le Japon, le Royaume-Uni, l'Italie et le Canada, le secteur public comprend les entreprises publiques. Pour l'Allemagne, le solde financier du secteur du logement est inclus dans le secteur des ménages.

Sources: données nationales sur les flux financiers.

Des progrès, certes lents, sont néanmoins en cours dans la voie du rétablissement de l'équilibre interne et externe. Aux Etats-Unis, la politique budgétaire, sous l'impulsion de la loi Gramm-Rudman-Hollings, devrait permettre d'obtenir une diminution substantielle du déficit budgétaire en 1987 et de nouvelles réductions au cours des années suivantes. En Allemagne et au Japon, il paraît peu probable que la compression du déficit budgétaire se poursuivra, compte tenu des prévisions laissant entrevoir une croissance relativement faible de la

production. On s'attend en outre, sauf nouvelle dépréciation importante du dollar, à un recul en termes nominaux du déficit commercial des Etats-Unis.

*Les marchés financiers.* En 1986, le volume des fonds collectés par les agents non financiers a légèrement fléchi en termes de PNB dans la plupart des pays, tout en demeurant élevé dans plusieurs cas par comparaison avec les années antérieures. Les principaux facteurs ayant contribué à empêcher une accélération de la demande de fonds ont été, semble-t-il, l'action déterminée mise en œuvre par les autorités pour freiner l'accroissement des déficits du secteur public et la faiblesse de l'investissement. C'est au Canada, aux Etats-Unis et au Royaume-Uni que les emprunts du secteur public ont le plus régressé. Au Japon et au Royaume-Uni, le produit des privatisations a permis aux autorités de moins recourir à l'emprunt. La demande de crédit du secteur des ménages est demeurée soutenue l'an dernier dans de nombreux pays, la confiance des consommateurs ayant été confortée par la chute des prix pétroliers. Les prix des logements ont continué de s'accroître rapidement au Royaume-Uni et au Japon, stimulant ainsi la demande de crédit hypothécaire. En France et en Suède, les contraintes d'ordre réglementaire pesant sur les emprunts des ménages ont été assouplies.

#### Financement des agents non financiers résidents

Pays	Années	Secteur collecteur de fonds <sup>1</sup>							Total
		Secteur des entreprises				Secteur des ménages		Secteur public	
		Actions <sup>2</sup>	Obligations	Prêts <sup>3</sup>	Total	Crédit au logement	Divers		
en % du PNB/PIB									
Etats-Unis . . . . .	1980-84	- 0,2	1,2	3,9	4,9	2,9	1,7	5,0	14,5
	1985	- 2,0	2,4	3,7	4,0	3,8	3,6	8,3	19,7
	1986	- 1,9	2,4	3,8	4,3	4,8	2,2	6,5	17,8
Japon . . . . .	1980-84	0,7	0,5	7,0	8,2	1,6	2,1	9,2	21,1
	1985	0,5	1,0	7,7	9,2	0,9	1,7	6,3	18,1
	1986	0,4	1,3	8,0	9,7	1,2	1,8	5,8	18,5
Allemagne fédérale . .	1980-84	0,3	0,1	5,1	5,5	3,4	0,6	3,8	13,4
	1985	0,4	0,3	3,9	4,6	2,1	0,7	2,4	9,7
	1986	0,6	0,4	2,0	3,0	1,5	0,5	2,3	7,3
France . . . . .	1980-84	1,6	0,7	5,8	8,1	3,9		4,7	16,7
	1985	2,2	0,8	3,8	6,8	4,0		4,5	15,3
	1986	3,0	0,8	3,5	7,3	3,2		3,7	14,2
Royaume-Uni . . . . .	1980-84	0,5	0,2	2,2	2,9	4,4	1,6	4,3	13,2
	1985	1,0	0,5	2,2	3,7	5,3	2,0	3,3	14,3
	1986	1,4	0,6	1,6	3,6	6,2	1,6	2,4	13,8
Italie . . . . .	1980-84	1,5	0,3	6,4	8,2	0,8		12,3	21,3
	1985	1,2	0,2	5,6	7,0	1,1		14,9	23,0
	1986	1,3	0,6	4,7	6,6	1,3		12,4	20,3
Canada . . . . .	1980-84	1,6	0,8	2,8	5,3	2,2	1,6	8,5	17,5
	1985	2,3	0,4	2,0	4,7	2,9	2,2	9,2	19,0
	1986	2,6	0,9	1,4	4,9	4,5	2,4	7,0	18,8

<sup>1</sup> 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. <sup>2</sup> Pour l'Italie, émissions nettes moins achats d'actions par le secteur des entreprises, plus variations des dotations en capital sur ressources publiques. <sup>3</sup> Comprend les effets négociables sur le marché monétaire et les emprunts à l'étranger.

Sources: données nationales sur les flux financiers.

Devant la forte demande d'actions et le coût réel élevé du financement par voie d'emprunt, les entreprises ont eu davantage recours aux émissions de valeurs à revenu variable. L'an dernier, les retraits d'actions ont été moindres qu'en 1985 aux Etats-Unis et, dans la plupart des autres pays figurant dans le tableau, la part des actions dans le montant brut de fonds collectés s'est accrue. L'augmentation des nouvelles émissions d'actions a été particulièrement nette en France, en Allemagne et au Royaume-Uni. De surcroît, on a constaté l'an dernier une intensification des émissions de titres liés aux actions. Aux Etats-Unis, l'activité d'émission d'obligations convertibles a atteint un rythme record en 1986, tandis qu'au Japon les entreprises ont très souvent assorti leurs émissions d'obligations étrangères de droits de souscription d'actions. Dans la plupart des pays, les entreprises ont moins fait appel l'an dernier au financement sous forme d'emprunts, en raison certainement de l'évolution cyclique des taux d'intérêt et du cours des actions, mais peut-être aussi du fait de l'expansion de la mobiliérisation et de la libéralisation des marchés financiers.

Le développement des émissions d'actions sur les marchés boursiers d'Europe continentale paraît constituer un changement fondamental dans les méthodes de financement, ainsi qu'une réaction aux variations des taux d'intérêt et des cours des actions. En Allemagne, en France et en Italie, la capitalisation boursière, exprimée en proportion du PNB, et le volume des nouvelles émissions de valeurs à revenu variable ont triplé en 1986 par rapport aux très faibles niveaux du début des années quatre-vingt. Cette évolution traduit notamment les efforts des autorités, mentionnés précédemment, pour encourager le financement sous forme d'actions et la participation. Ces résultats peuvent être aussi dus au fait que, dans ces pays, les actions jouent traditionnellement un rôle relativement plus important dans le financement des entreprises.

En 1986, la composante internationale des marchés boursiers nationaux s'est également accrue de manière substantielle, ce qui, ajouté aux modifications d'ordre réglementaire et aux changements survenus sur les marchés durant l'année, peut laisser supposer une plus grande intégration des marchés boursiers. L'an dernier, les non-résidents ont acheté pour environ \$17 milliards d'actions aux Etats-Unis, soit plus de trois fois le volume de l'année précédente, tandis que les investisseurs japonais se sont procuré un montant net de \$7 milliards d'actions étrangères en 1986, contre \$1 milliard en 1985. Les nouvelles émissions d'euro-actions, quasiment inexistantes jusqu'en 1985, ont dépassé \$7 milliards en 1986. Il se peut que les possibilités d'investissement international sous forme d'actions soient à présent accrues du fait des modifications d'ordre réglementaire, telles que le relèvement des limites de détention d'avoirs étrangers imposées aux caisses de retraite et aux compagnies d'assurance-vie au Japon, au Canada et en Suisse.

L'activité sur les marchés obligataires en 1986 a également été marquée par l'importance croissante des opérations externes. Evalué aux taux de change de 1985, le volume net global des émissions sur les marchés obligataires nationaux des pays du Groupe des Dix s'est accru de quelque 5% l'an dernier, alors que, toujours à taux de change constants, les émissions nettes d'obligations étrangères et d'euro-obligations se sont élevées d'environ 15%. Les transactions externes sur obligations ont été stimulées par l'assouplissement du contrôle des changes

dans certains pays et par l'apparition de marchés plus vastes et plus profonds pour les contrats à terme en devises, les options et les swaps. C'est ainsi que la proportion des nouvelles émissions d'obligations internationales assorties de swaps à l'émission a progressé au cours de chacune des quatre dernières années, pour s'établir à 16% en 1986 (25% pour l'endettement en d'autres monnaies que le dollar). Cette évolution tendancielle des émissions, conjuguée à la libéralisation financière qui a ouvert les marchés nationaux des capitaux aux influences extérieures, a probablement contribué à la convergence, notée précédemment, des variations des taux d'intérêt.

Les facteurs internationaux ont joué un rôle important sur les marchés obligataires de nombreux pays. Ainsi, les émissions d'obligations étrangères ont représenté en 1986 près de 50% des émissions nettes de titres des sociétés non financières japonaises. Cette évolution peut s'expliquer par les contraintes d'ordre réglementaire, telles que l'obligation de nantissement, auxquelles sont soumises les émissions d'obligations au Japon. Certaines de ces contraintes ont été récemment assouplies, pour inciter notamment les entreprises à intensifier leurs émissions d'obligations nationales. La Suisse représente le cas inverse, et en constitue dans une certaine mesure la contrepartie, puisque quelque 70% des obligations y ont été émises par des emprunteurs étrangers. Le montant brut des émissions obligataires s'est accru de 10% en Suisse en 1986, malgré la diminution des émissions d'emprunteurs suisses.

Un aspect particulièrement marquant de l'accroissement de la participation internationale sur les marchés nationaux des capitaux est l'incidence exercée par les attitudes et les préférences des investisseurs étrangers sur les marchés internes. En Allemagne, par exemple, les souscripteurs étrangers se sont montrés particulièrement friands d'obligations à long terme du gouvernement allemand, en raison des perspectives d'évolution favorables du taux de change et de l'abolition, en 1984, de la retenue à la source sur le revenu des obligations détenues par des non-résidents. En conséquence, les autorités allemandes ont substitué des obligations aux instruments à plus court terme, tels que les «Schuldscheine» (billets à ordre). La part des obligations dans la dette publique s'est accrue de 26% en 1983 à 37% en 1986, alors que celle des «Schuldscheine» est tombée de 71% à 61%. L'intérêt manifesté par les non-résidents a contribué à élargir et à approfondir le marché des fonds d'Etat en Allemagne et a permis au gouvernement allemand de limiter le coût du service de sa dette tout en allongeant la durée de son endettement. En outre, les emprunteurs et prêteurs étrangers ont donné à l'Allemagne la possibilité d'enregistrer, l'an dernier, un décalage d'échéances entre emprunts et prêts. Les non-résidents ont acquis l'essentiel des obligations d'Etat et les trois quarts environ de l'ensemble des obligations émises en Allemagne l'an dernier, d'où une *importation* nette de DM 37 milliards de capitaux à long terme. Les placements des épargnants allemands ont été effectués en quasi-totalité sous forme d'actifs à court terme, certainement à cause de l'attrait exercé par les niveaux élevés des rendements réels à court terme.

Aux Etats-Unis, les investisseurs japonais ont été les principaux intervenants sur les marchés des obligations du Trésor américain, en souscrivant une partie substantielle des titres à long terme émis dans le cadre d'adjudications, et ont ainsi joué un rôle important dans la détermination des prix des obligations

fédérales américaines. La chute des cours de ces obligations, à la suite de la faiblesse prononcée du dollar en mars et avril 1987, a montré l'incidence que pouvaient avoir sur ce marché les préférences des investisseurs étrangers.

*Plus-values boursières et épargne des ménages.* Les plus-values réalisées sur les marchés boursiers en 1986 ont entraîné un accroissement notable de la richesse nette du secteur des ménages. Le tableau suivant montre, pour quatre pays, l'ampleur de cette contribution par rapport au taux d'épargne des ménages. Les plus-values peuvent se substituer à l'épargne provenant du revenu courant, que ce soit au moment même, parce qu'on escompte ou anticipe des gains en capital, ou ultérieurement, étant donné qu'elles augmentent le patrimoine des ménages par rapport au revenu. Si l'on compare les taux d'épargne indiqués dans le tableau aux taux des plus-values, on constate qu'une certaine substitution s'est effectivement produite. La réalisation de gains en capital supérieurs à la moyenne aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, ces dernières années, s'est accompagnée d'une baisse des taux d'épargne.

Ménages: taux d'épargne et plus-values boursières<sup>1</sup>

Pays et postes	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986 <sup>2</sup>	1979-86		Pour mémoire: composition du portefeuille des ménages <sup>3</sup> en 1985			
	en % du revenu disponible des ménages										actions	obli- gations	investis- sement institutionnel	
<b>Etats-Unis</b>														
Taux d'épargne	6,8	7,1	7,5	6,8	5,4	6,3	5,1	3,9	6,1	14,6	18	10	19	
Plus-values . . .	9,8	15,9	-1,1	6,5	7,4	2,8	13,2	13,1	8,5					
<b>Japon</b>														
Taux d'épargne	16,8	16,4	17,0	15,3	15,0	14,7	14,7	15,8	15,7	18,5	12	8	17	
Plus-values . . .	0,5	0,8	1,1	0,6	4,4	3,3	1,6	10,6	2,8					
<b>Allemagne fédérale</b>														
Taux d'épargne	13,8	14,1	14,7	13,8	12,5	12,9	12,7	13,2	13,5	14,2	6	15	17	
Plus-values . . .	-0,5	0,0	-0,3	0,3	1,1	0,4	3,2	1,3	0,7					
<b>Royaume-Uni</b>														
Taux d'épargne	13,1	15,0	13,5	12,9	11,6	12,1	11,4	11,0	12,6	17,2	11	4	43	
Plus-values . . .	2,7	6,0	0,8	4,8	6,2	6,1	3,9	6,1	4,6					

<sup>1</sup> Données provenant des Comptes Nationaux. Les plus-values ne comprennent que les gains réalisés sur les actions détenues directement, à l'exclusion des portefeuilles constitués par l'intermédiaire de caisses de retraite ou de compagnies d'assurance-vie (investissement institutionnel). <sup>2</sup> Estimations pour le taux d'épargne au Japon et les plus-values pour tous les pays. <sup>3</sup> En proportion des actifs financiers bruts.

Ces données éclairent d'un jour différent la question du faible niveau de l'épargne des ménages aux Etats-Unis. Si l'on ajoute les gains réalisés sur les actions et les flux d'épargne, on obtient un taux d'accumulation d'actifs des ménages aux Etats-Unis plus proche de celui des ménages dans les autres pays. En outre, malgré la faiblesse des taux d'épargne aux Etats-Unis, les gains réalisés sur les marchés boursiers ont entraîné un accroissement du ratio patrimoine financier net/revenu des ménages, qui a retrouvé son niveau de la fin des années soixante.

## Croissance de l'endettement des agents économiques

Comme le montre le tableau ci-après, plusieurs des grandes économies ont enregistré ces dernières années un accroissement des ratios endettement/revenu des entreprises, des ménages ou du secteur public. Cette situation a souvent constitué, à son tour, un sujet de préoccupation pour les autorités monétaires et les autres observateurs du système financier. Les raisons de cette inquiétude sont différentes selon qu'il s'agit de l'endettement privé ou de la dette publique. Pour le secteur public, elles concernent essentiellement le danger d'une «éviction» de la dépense privée ainsi que la probabilité de plus en plus grande d'un relèvement de la fiscalité pour assurer le remboursement des intérêts et du capital. Pour le secteur privé, la principale préoccupation tient au fait que l'augmentation des ratios endettement/revenu risque d'accroître les cas de défaillances.

Ratios endettement brut/PNB des agents non financiers résidents<sup>1</sup>

Pays	Années	Secteur public	Secteur des entreprises	Secteur des ménages
		en %		
Etats-Unis . . . . .	1975	42	37	50
	1985	52	42	61
	1986	56	45	65
Japon . . . . .	1975	39	94	33
	1985	90	102	46
	1986 <sup>2</sup>	91	102	47
Allemagne fédérale . . . . .	1975	25	63	42
	1985	41	72	56
	1986	41	71	55
Royaume-Uni . . . . .	1975	63	46	33
	1985	60	46	51
	1986 <sup>2</sup>	58	48	55
Canada . . . . .	1975	53	65	52
	1985	83	64	50
	1986	84	64	54

<sup>1</sup> Bilans nationaux. Pour le Canada, les chiffres sur l'endettement consolidé du secteur public sont des estimations.

<sup>2</sup> Troisième trimestre.

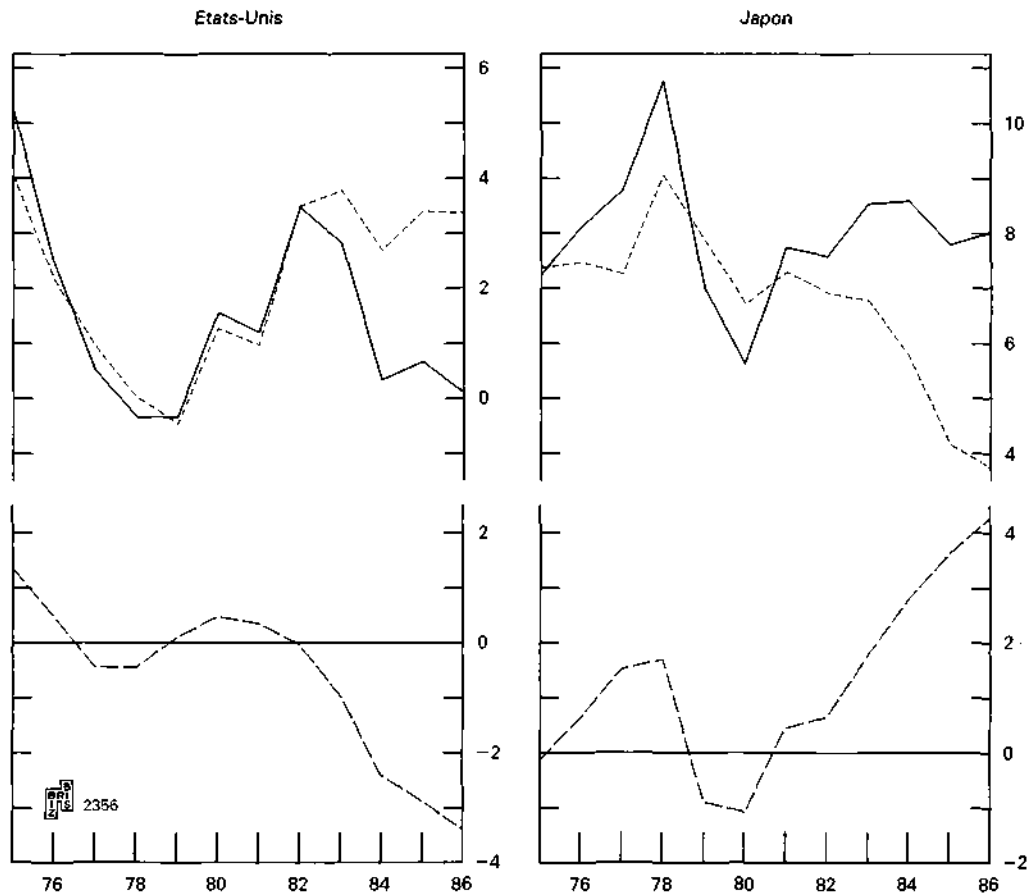
*Dette publique: politiques et perspectives.* Ces dernières années, les déficits budgétaires structurels ont entraîné un gonflement rapide de l'encours de la dette publique, exprimé en proportion du PNB (voir graphique page 89), dans un certain nombre de pays comprenant non seulement les Etats-Unis, mais aussi l'Italie, l'Irlande, la Belgique et le Canada. D'autres, comme le Japon, auront à faire face à des problèmes dus à la conjonction de systèmes de sécurité sociale sans capitalisation et d'une augmentation de l'âge moyen de la population. En raison de ces modifications des conditions démographiques et en l'absence de sévères relèvements de la fiscalité ou de réductions des prestations sociales, ces pays risquent de se trouver aux prises avec un accroissement sensible de leur endettement public au cours des prochaines décennies, lors de l'apparition d'un déficit de la sécurité sociale.

Cette situation a conduit à examiner tout spécialement les conséquences probables de l'accroissement de la dette publique pour l'économie. Les opinions diffèrent considérablement à cet égard: pour certains, le financement de la dette publique par voie d'emprunts équivaut, quant à ses effets, au financement par la fiscalité; pour d'autres, qui partagent un point de vue largement répandu, le financement par l'emprunt a des incidences expansionnistes plus profondes sur la demande globale que le financement par la fiscalité, tout au moins en cas de sous-emploi des capacités de production. Ces incidences sont neutralisées dans la mesure où l'expansion de la demande de monnaie n'est pas satisfaite par les autorités, ce qui entraîne alors une hausse des taux d'intérêt et une contraction de l'investissement – c'est-à-dire un effet d'«éviction». Cet effet peut également résulter d'un afflux de fonds de l'étranger avec, comme conséquence, une appréciation du taux de change et une éviction des exportations ainsi que des produits exposés à la concurrence étrangère.

Besoins de financement des secteurs privé et public et solde extérieur  
des Etats-Unis et du Japon, 1975-86

En % du PNB.

— Solde épargne/investissement  
- - - - - Besoin de financement du secteur public  
- - - - - Solde extérieur



En ce qui concerne les Etats-Unis, le graphique montre que les déficits budgétaires ont provoqué un accroissement de la demande intérieure et une diminution de l'épargne interne globale. Après un vif développement au début de la reprise de l'activité économique, l'investissement a toutefois fléchi plus récemment en termes de PNB, tandis que les emprunts à l'étranger se sont intensifiés. Cette évolution s'est accompagnée de taux d'intérêt réels élevés et, jusqu'au début de 1985, d'une appréciation du taux de change. Cette constatation tend à infirmer l'autre point de vue selon lequel, dans le secteur privé, les agents économiques sont «ultra-rationnels» et prennent en compte l'alourdissement de la fiscalité résultant de l'émission d'obligations d'Etat, en épargnant davantage en prévision de cette charge supplémentaire. En fait, le taux d'épargne brut du secteur privé a fléchi depuis 1984 aux Etats-Unis, tandis que le déficit fédéral américain a continué de se creuser, ce qui a accru de manière spectaculaire la dépendance de ce pays vis-à-vis des épargnants étrangers pour le financement des secteurs privé et public.

Les préoccupations suscitées par l'endettement public ne concernent pas uniquement le problème de l'éviction; elles sont liées également, si l'on considère de nouveau l'exemple des Etats-Unis, à l'augmentation rapide de la charge d'intérêts de la dette par rapport aux dépenses publiques. En raison du niveau élevé des emprunts à l'étranger, auprès du Japon notamment, ces obligations doivent être acquittées en grande partie à l'étranger, même si le paiement s'effectue en dollars. Le financement, par des non-résidents, de la consommation courante publique et privée et l'ampleur du déficit des paiements courants se sont traduits par une réduction du patrimoine national des Etats-Unis vis-à-vis de leurs partenaires commerciaux. En outre, la nécessité pour les autorités de prendre des mesures destinées à réduire le déficit budgétaire structurel peut constituer une entrave à l'utilisation de la politique budgétaire comme instrument de stabilisation conjoncturelle.

Les répercussions de l'accroissement de la dette publique peuvent être quelque peu différentes dans le cas d'un petit pays. Il est en effet probable que, dans ce cas, une augmentation du besoin de financement de l'Etat n'exercera pas de pressions à la hausse sur sa monnaie par le biais des entrées de capitaux, mais qu'elle se traduira par une dépréciation du cours de change. Les problèmes les plus sérieux sont souvent dus à l'alourdissement de la charge de la dette, surtout lorsque celle-ci est libellée en monnaie étrangère. En effet, dans certains pays, tels que l'Italie, la Belgique et l'Irlande, si les taux d'intérêt viennent à dépasser le taux de croissance de la demande nominale, les obligations du service de la dette risquent de s'accroître plus rapidement que les recettes fiscales, contraignant ainsi les autorités à procéder à des émissions d'emprunts de plus en plus importantes.

Devant les problèmes posés par l'endettement public ces dernières années, les autorités ont généralement cherché à comprimer les dépenses de l'Etat plutôt qu'à alourdir la fiscalité. Le Japon et plusieurs pays européens sont ainsi parvenus à réduire le besoin de financement du secteur public par rapport aux niveaux élevés enregistrés au début des années quatre-vingt (voir tableau page 38). Dans certains pays, la croissance économique elle-même a également joué dans ce sens, par le biais d'une augmentation des recettes fiscales et d'une contraction des dépenses liées à l'évolution conjoncturelle, telles que les allocations de chômage. Aux Etats-Unis, une certaine compression des dépenses

publiques est opérée actuellement, grâce aux réductions consécutives à l'entrée en vigueur de la loi Gramm-Rudman-Hollings et – jusqu'en avril 1987 – à la baisse des taux d'intérêt nominaux. Les recettes fiscales tendent, elles aussi, à s'accroître. En ce qui concerne la charge future des paiements au titre des pensions, le Royaume-Uni essaie de limiter sérieusement les avantages procurés par le système national de retraites liées aux salaires, tandis qu'en France et en Belgique une législation a été adoptée pour encourager l'expansion des régimes de retraite privés.

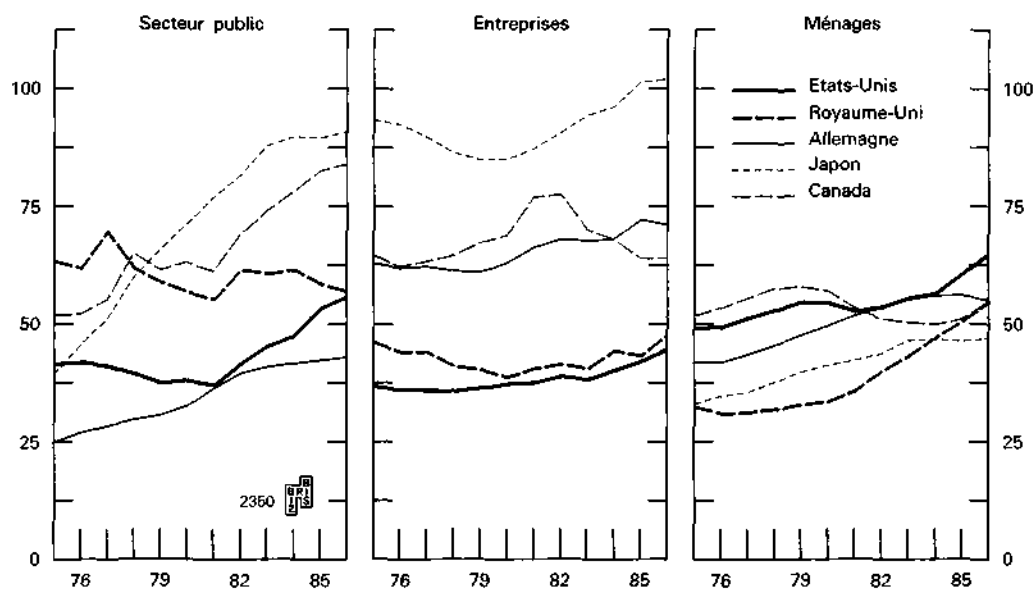
*L'accroissement de l'endettement privé: un sujet de préoccupation?* Le graphique du haut de la page 89 montre qu'au cours des dernières années l'endettement du secteur des entreprises et/ou des ménages a fortement augmenté en proportion du revenu dans un certain nombre de grands pays. Aux États-Unis, cette détérioration a concerné les deux secteurs alors qu'au Royaume-Uni elle n'a touché que les ménages. Dans de nombreux pays européens ainsi qu'au Japon, les entreprises sont lourdement endettées par rapport à leurs fonds propres. Une telle situation risque fort de poser des problèmes si d'autres facteurs ayant une incidence sur le bilan, tels que le revenu, les actifs ou les taux d'intérêt, deviennent défavorables, par exemple en période de récession. Les ratios endettement/revenu constituent un indicateur de ces problèmes potentiels, comme le montre la comparaison entre l'élévation de ces ratios et l'évolution des indices des taux de défaillances représentée dans le graphique du bas de la page suivante. Certes, l'augmentation des ratios globaux endettement/revenu peut parfois donner une idée exagérée du risque de défaillance. Ainsi, les dettes sur cartes de crédit, dans la mesure où ces dernières sont utilisées comme moyen de paiement et où les comptes sont apurés chaque mois, ne représentent pas nécessairement une forme d'endettement onéreuse. Il en est de même pour l'augmentation de l'endettement due à des changements démographiques (dans le cas, par exemple, où un nombre accru de jeunes financent des achats de logements au moyen de crédits hypothécaires). L'accroissement récent de la valeur des actifs peut également déjouer ces risques si cette revalorisation est durable. Il convient toutefois de souligner que la *composition* des actifs diffère souvent de celle de l'endettement et que la possibilité d'une détérioration générale des bilans n'est donc pas à exclure.

L'une des principales causes de l'accroissement de l'endettement privé a été l'interaction des facteurs économiques fondamentaux, de l'inflation et de la fiscalité dans la plupart des pays, avec la libéralisation financière, ce qui a conduit à une atténuation du rationnement du crédit par l'action d'éléments autres que les prix. Il est possible que des développements survenus sur les marchés des capitaux, tels que le recours accru aux instruments à taux variable et l'expansion des marchés secondaires, aient également contribué à favoriser l'augmentation rapide de l'endettement privé.

Dans la plupart des pays, la *fiscalité* encourage le financement par l'emprunt en autorisant la déduction des paiements d'intérêts. À l'exception de la récente réforme fiscale aux États-Unis, le code des impôts n'a généralement pas été modifié à cet égard dans les autres pays, ces dernières années; par conséquent, le régime fiscal ne saurait constituer la seule explication de l'augmentation du rythme d'octroi des prêts. Il se peut toutefois que l'interaction de la

# Ratios endettement brut/PNB des agents économiques, 1975-86

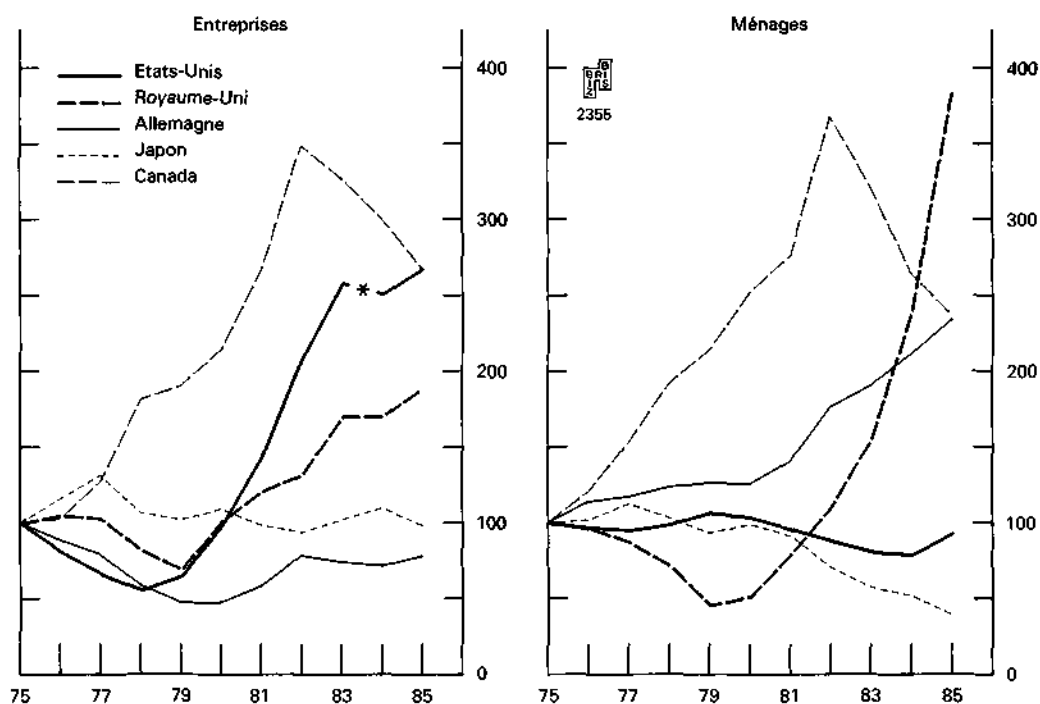
En %.



Sources: Bilans nationaux.

## Taux de défaillances, 1975-85

Indices: 1975 = 100.



\* Rupture dans les séries.

Remarque: données et définitions nationales. Entreprises: taux de cessations de paiements. Ménages: pour les Etats-Unis, taux de cessations de paiements hors entreprises; pour le Royaume-Uni, proportion d'hypothèques faisant annuellement l'objet de saisies; pour l'Allemagne, cessations de paiements des ménages; pour le Japon, suspensions des opérations effectuées avec les banques; pour le Canada, cessations de paiements hors entreprises/particuliers.

fiscalité et de l'inflation au cours des années antérieures ait renforcé l'incitation à s'endetter, étant donné qu'en période de hausse des prix une déduction fiscale est accordée au titre de la part d'intérêts qui constitue en pratique un remboursement de capital. Indépendamment du code des impôts, on peut logiquement penser que l'inflation a, elle aussi, stimulé l'emprunt pendant les années soixante-dix, essentiellement parce que les taux d'intérêt réels après impôt étaient peu élevés et, dans certains cas, négatifs. De la même manière, l'inflation se traduit souvent également par une baisse du ratio endettement/revenu, encourageant ainsi le secteur privé à s'endetter davantage. Malgré le recul actuel de la hausse des prix, il est possible que les comportements adoptés par les emprunteurs à l'égard de l'endettement durant la période inflationniste n'aient pas varié.

La croissance rapide de l'endettement peut également résulter d'autres développements survenus sur les marchés des capitaux. Le plus important a peut-être été la réduction du *rationnement quantitatif du crédit* par le secteur financier ou, d'une manière plus générale, l'augmentation de l'offre sur le marché libre du crédit. Les *changements d'ordre réglementaire* sont directement à l'origine de cette évolution. Aux Etats-Unis, par exemple, la suppression de la réglementation sur les taux d'intérêt créditeurs au début des années quatre-vingt a favorisé la concurrence au niveau des ressources, alors qu'au Royaume-Uni la levée des contrôles quantitatifs sur l'accroissement des bilans des banques en 1980 a permis à ces dernières d'avoir accès à de nouveaux marchés du crédit, organisés jusque-là sous forme de cartels. En France et en Suède, l'encadrement du crédit bancaire a été aboli en 1986.

Certaines innovations financières peuvent aussi avoir atténué le rationnement du crédit et favorisé l'accroissement de l'endettement. Le développement de techniques de protection, telles que les *instruments à taux variable*, a réduit, pour un intermédiaire, le risque de transformation de taux d'intérêt entre les dettes à court terme et les créances à long terme. Les instruments de cette nature peuvent également stimuler la demande de crédit, étant donné qu'ils comportent des risques moindres pour l'emprunteur si les taux d'intérêt baissent par suite du recul de l'inflation. En revanche, en cas de hausse des taux d'intérêt, la liquidité des emprunteurs à taux variable se trouve plus sérieusement affectée que celle des emprunteurs à taux fixe. Les *marchés secondaires* permettent aux bailleurs de fonds d'octroyer davantage de crédits que le montant de leurs réserves et fonds propres ne les y autoriserait s'ils devaient à la fois accorder des prêts et conserver les créances correspondantes, car ils peuvent transmettre ces dernières sous une forme mobiliérisée à d'autres détenteurs finals, tels que les compagnies d'assurance-vie ou les caisses de retraite. Les marchés secondaires facilitent également la gestion des risques inhérents aux portefeuilles de créances et de dettes des institutions financières et peuvent réduire l'incitation à suivre les prêts s'appuyant sur l'émission de titres, si les prêteurs cherchent simplement à diminuer leurs risques par des opérations de diversification. D'autres *techniques nouvelles* (swaps, obligations déclassées [«junk bonds»], garanties de tiers) ont ouvert aux emprunteurs l'accès à de nouveaux marchés et peuvent avoir rendu les prêteurs moins attentifs aux risques encourus. D'une manière plus générale, la poursuite du développement des marchés a offert aux emprunteurs de nouvelles sources de fonds qui leur permettent, le cas échéant, de se soustraire au rationnement du crédit imposé par les banques.

On admet généralement que, si l'utilisation de techniques telles que l'endettement à taux variable s'est traduite par un transfert sur les emprunteurs des risques encourus par les prêteurs, il est pratiquement aussi certain que ces techniques ne diminuent pas les risques liés à l'évolution conjoncturelle, à la hausse des taux d'intérêt et à d'autres évolutions macro-économiques. Certains risques, en effet, ne se prêtent pas à une diversification. Les emprunteurs ont été néanmoins disposés à s'endetter davantage, en raison des conditions favorables, telles que la baisse des taux d'intérêt, qui prévalaient ces dernières années. La réduction des risques apparemment perçue par les prêteurs peut s'avérer illusoire, étant donné que les emprunteurs — qui sont dans certains cas assez démunis face aux risques — peuvent ne pas être en mesure d'honorer leurs dettes si les circonstances deviennent défavorables.

Le passé récent fournit plusieurs exemples de risques consécutifs à une augmentation de l'endettement, même dans les pays développés. Ainsi, au Canada, le gonflement de la dette du secteur privé à la fin des années soixante-dix et au début des années quatre-vingt, essentiellement pour assurer le financement de prises de contrôle et d'acquisitions de biens immobiliers, s'est traduit par l'apparition de bilans déséquilibrés. Cette situation a donné lieu, à son tour, à une récession plus sévère qu'ailleurs au début des années quatre-vingt, occasionnant de nombreuses situations d'insolvabilité, au niveau tant des entreprises que des ménages.

L'accroissement de la dette privée peut poser un dilemme aux responsables de la politique économique en ce qui concerne le choix de l'attitude appropriée. Tout d'abord, ils doivent déterminer si cette évolution constitue un problème micro-économique potentiel, nécessitant notamment un contrôle du risque plus strict de la part des institutions de prêt ainsi qu'une modification de la fiscalité, ou s'il s'agit d'une question macro-économique exigeant un ajustement de la politique budgétaire ou monétaire. L'expérience a montré qu'une détérioration généralisée des bilans, suffisamment grave pour entraîner des défauts de paiement, est le plus souvent une *conséquence* d'une situation macro-économique défavorable. Le choix, par les autorités, de la réaction adéquate est donc lié au fait de savoir si ces défaillances auront pour effet d'aggraver une situation macro-économique déjà relativement mauvaise. Il n'est pas facile d'évaluer a priori, et même difficile de mesurer après coup, l'ampleur des effets en retour que pourra exercer le risque de défaillance sur le système financier et l'économie réelle. Il est toutefois possible de donner une idée de cette incidence potentielle en se référant aux problèmes énergétiques et agricoles régionaux de l'Amérique du Nord. Ces problèmes, apparus dans le cadre d'une récession de caractère local liée au processus de désinflation et à la modification des prix relatifs des actifs réels et financiers, ont eu rapidement de sérieuses incidences sur la solvabilité des banques, la prospérité des régions concernées et même sur les niveaux de l'activité nationale, en particulier les dépenses d'investissement des entreprises.

L'une des difficultés rencontrées par les autorités de certains pays résulte de la conjonction d'un alourdissement de la dette et d'une accentuation des fluctuations des taux d'intérêt. Ce problème peut se poser lorsque les bailleurs de fonds ou les emprunteurs ne tiennent pas suffisamment compte de cette instabilité pour adapter leurs activités de couverture des risques de taux d'intérêt et

leurs fonds propres au niveau de leur endettement. Il en résulte que les erreurs de jugement des débiteurs et des créanciers peuvent jouer un rôle fondamental et constituer une contrainte supplémentaire pour la politique macro-économique.

L'importance du système fiscal dans l'incitation à émettre des emprunts a été soulignée précédemment. Les modifications du régime fiscal de l'endettement peuvent donc avoir une incidence sensible en atténuant des tendances au financement par l'endettement. Ainsi, en réduisant la fiscalité directe des entreprises et en abolissant la déductibilité fiscale des paiements d'intérêts au titre des crédits à la consommation, la récente réforme fiscale opérée aux Etats-Unis incite les entreprises à se financer par émission d'actions plutôt que par l'endettement et les ménages à privilégier les emprunts hypothécaires au détriment du crédit à la consommation.

### **Evolution récente en matière de libéralisation financière, analyse des avantages et des coûts et réactions sur le plan de la réglementation**

La section précédente a montré que l'accroissement des ratios endettement/revenu du secteur privé est parfois lié à la libéralisation des marchés bancaires et financiers. Toutefois, l'alourdissement de la dette n'est qu'une des conséquences de la libéralisation. La présente section passe en revue les développements intervenus récemment sur le plan de la libéralisation financière et procède ensuite à une estimation des principaux avantages et coûts qui y sont liés. Cet examen permet enfin d'analyser les réactions actuelles et futures des autorités face à cette situation.

*Evolution récente sur les marchés des capitaux: libéralisation et innovation.* Les principaux développements enregistrés l'an dernier sur les marchés des capitaux ont été liés à la libéralisation des *marchés financiers*, en particulier la déréglementation de la Bourse de Londres («Big Bang»). La cause immédiate de cette mutation a été la menace de poursuites à l'encontre de la Bourse dans le cadre de la législation britannique antitrust («The Restrictive Practices Act»). Cette menace n'a été écartée qu'au moyen d'un accord de suppression des commissions minimales, mesure qui impliquait l'abolition simultanée de la distinction entre courtiers et contrepartistes ainsi que des restrictions limitant les conditions d'accès au marché. Il convient de préciser toutefois que les causes fondamentales ont été la levée du contrôle des changes en 1979 et l'ouverture qui en est résultée du marché financier interne à la concurrence internationale, ainsi que la déréglementation antérieure (en 1975) du marché de New York. Il était à craindre, si rien n'était fait, que la Bourse de Londres ne se trouve dans l'incapacité de faire face à la concurrence des institutions étrangères, ce qui risquait de transférer une partie de l'activité vers l'extérieur.

Ces changements ont attiré sur le marché un volume considérable de capitaux de banques britanniques et étrangères pour l'achat de charges de courtiers en valeurs mobilières et de contrepartistes. Dans le même temps, des améliorations sensibles étaient apportées aux systèmes de soutien technologique du marché boursier, avec notamment des procédures de négociation et de règlement adaptées à l'exercice d'une double activité (simultanément de courtier et de contrepartiste), ainsi que des systèmes de notification des cours et de surveillance destinés à

garantir l'efficacité du marché et à assurer la protection des investisseurs. Ce «Big Bang» a été complété par la fusion des deux marchés londoniens des titres nationaux et internationaux, mesure qui devrait permettre à cette place financière de consolider sa position dominante sur des marchés internationaux, en ce qui concerne notamment les euro-obligations et les euro-actions. L'introduction du nouveau système s'est accompagnée d'une réorganisation de la surveillance des marchés financiers à partir d'organismes autorégulateurs placés sous la tutelle d'une Commission des titres et placements (Securities and Investment Board), chargée de suivre le déroulement des transactions et de surveiller les aspects prudeniels de toute l'activité d'investissement. Sur les marchés tournés vers les entreprises, la réglementation porte essentiellement sur le contrôle prudentiel des preneurs de risques. Sur les marchés des opérations avec les particuliers, une importance égale sera, en outre, accordée à la protection des investisseurs. Sur tous les marchés, l'une des préoccupations essentielles a été d'éviter des conflits d'intérêts à l'intérieur des entreprises par l'établissement de séparations nettes entre les domaines fonctionnels de responsabilité.

Les résultats du «Big Bang» se font sentir dans plusieurs domaines: forte augmentation du volume d'opérations effectuées sur les actions britanniques et européennes, diminution des marges et des coûts de transaction — en particulier pour les grandes institutions, qui traitent souvent directement avec les contrepartistes sur une base nette de toute commission — et réduction des bénéfices des opérateurs sur valeurs mobilières. Il convient de noter également que l'élimination de capacités excédentaires s'est d'ores et déjà amorcée. L'évolution enregistrée a été identique à de nombreux égards à celle qui a suivi la déréglementation antérieure du marché de New York.

En France et au Canada, les autorités envisagent également de déréglementer le marché financier, en vue d'accroître la capitalisation du marché des titres grâce à la participation d'entreprises étrangères et d'institutions financières nationales. D'ici 1988 au Canada et 1990 en France, les institutions nationales et étrangères seraient autorisées à détenir la totalité des fonds propres d'une société d'investissement nationale. En France, les agents de change perdraient en 1992 le monopole des transactions sur actions, mais pourraient diversifier leurs activités vers d'autres marchés des capitaux et s'établir comme banques d'affaires. La réforme française vise à accroître la capacité des agents de change de prendre d'importantes positions sur titres et d'améliorer la liquidité du marché parisien; au Canada, on espère que l'augmentation de la capitalisation permettra aux entreprises de lutter efficacement contre la concurrence non seulement sur les marchés internationaux, mais aussi sur le plan interne pour des transactions telles que des achats fermes (c'est-à-dire, l'acquisition de la totalité d'une émission par une banque d'affaires, qui en effectue ensuite le placement auprès d'investisseurs). La principale raison de ces changements a été la menace représentée par la concurrence extérieure pour l'intermédiation interne. On a estimé qu'en France, par exemple, 15% des opérations sur actions françaises étaient traitées à Londres. Pour les sociétés de courtage canadiennes, le danger venait de l'utilisation accrue de financements étrangers par les sociétés non financières canadiennes et par la tendance à contourner le marché interne réglementé au profit du marché «exempté», sur lequel les non-résidents étaient déjà autorisés à opérer. Ces réformes s'attachent donc davantage, en matière de réglementation

du marché, à promouvoir la libre concurrence et à améliorer l'efficacité du marché qu'à défendre la répartition des parts de capital et à maintenir le clivage au sein du système financier.

Des modifications analogues d'ordre réglementaire ont été effectuées ailleurs. Au Danemark, la réforme des marchés financiers a permis aux banques et aux compagnies d'assurances d'acquérir ou d'établir des firmes de courtage en valeurs mobilières. En Italie, les banques seront autorisées à créer des filiales spécialisées dans les opérations sur titres négociables, ce qui implique, comme au Royaume-Uni, en France et au Canada, l'élimination des barrières traditionnelles entre l'activité bancaire commerciale et les marchés des valeurs mobilières. En Allemagne, les banques peuvent désormais émettre des certificats de dépôt négociables, et un certain nombre de mesures ont été prises pour rationaliser l'organisation des marchés boursiers régionaux (au nombre de huit). Au Royaume-Uni, il a été procédé pour la première fois à une émission de papier commercial, mais il convient de noter que l'expansion de ce marché a été plutôt lente. Des marchés identiques ont également été instaurés aux Pays-Bas et en France (billets de trésorerie) et, dans ce dernier pays, des bons du Trésor négociables remplacent les instruments traditionnels non négociables. En outre, l'assouplissement du contrôle des changes en France devrait se traduire par un recours accru aux emprunts à l'étranger de la part des entreprises.

Au Japon, les montants unitaires minimaux des certificats du marché monétaire (CMM) et des certificats de dépôt (CD) ont été abaissés, et l'éventail des échéances des CMM a été élargi. Les autorités ont également commencé à émettre auprès du secteur privé des bons du Trésor pouvant être utilisés comme instruments de placement du marché monétaire. La réglementation concernant les émissions d'obligations non garanties est en cours d'assouplissement. Les investisseurs institutionnels ont été autorisés à détenir une part plus importante de leurs avoirs à l'étranger, ce qui devrait accroître le rôle du Japon sur les marchés mondiaux des valeurs mobilières. Les projets d'extension du marché n'ont cependant pas toujours été couronnés de succès; ainsi, le marché japonais des acceptations bancaires n'est pas parvenu à se développer après sa déréglementation, en partie à cause de l'imposition d'un droit de timbre.

Les marchés des capitaux ont fait preuve d'une grande ingéniosité dans l'élaboration d'instruments nouveaux, indépendamment des mesures de libéralisation prises par les autorités. Cette constatation vaut pour les Etats-Unis, en particulier, où la mobiliérisation des prêts et l'utilisation par les investisseurs institutionnels de mécanismes de couverture des portefeuilles fondés sur des instruments financiers à terme et des options ont connu un rapide développement l'an dernier.

La mobiliérisation a remporté un vif succès aux Etats-Unis, car elle permet aux banques d'obtenir des financements à des coûts moins élevés, en raison du déclassement de leurs propres titres par les agences d'évaluation financière. On peut également la considérer comme une réaction à l'imposition, par les responsables du contrôle bancaire, de normes plus rigoureuses en matière de fonds propres. La profondeur des marchés de titres négociables aux Etats-Unis constitue également un facteur important. Ailleurs, l'absence d'un ou de

plusieurs de ces facteurs sur les marchés internes — en particulier, un manque de profondeur des marchés de titres — a ralenti le processus de mobiliérisation; sur les marchés internationaux, en revanche, ce phénomène a connu un essor considérable.

Aux Etats-Unis, on a enregistré, l'an dernier, une rapide expansion des émissions d'obligations hypothécaires garanties (CMO), qui sont des titres de dette du secteur privé dont les rendements proviennent d'un groupe de créances hypothécaires portées au bilan de l'émetteur de ces obligations. Le montant des émissions de CMO a atteint \$ 48 milliards en 1986. Les nouvelles émissions de titres classiques garanties par des prêts hypothécaires pour le compte d'agences du gouvernement fédéral ont été également très élevées (\$ 257 milliards). Le «certificat de participation multifamilial» (émis par l'organisme FHLMC) a constitué dans ce domaine une innovation importante qui limite le risque de non-remboursement. On s'attend que la réforme de la fiscalité entraîne un développement rapide des instruments d'investissement hypothécaire immobilier (REMIC), dont les coupons proviennent également d'un groupe d'hypothèques, soumis à l'impôt non pas au niveau du groupe, mais au stade de l'investisseur final. D'autres crédits au secteur des ménages, tels que prêts sur cartes de crédit et financements de véhicules automobiles, ont également été mobiliérisés et cédés à des sociétés d'investissement. Des techniques identiques sont en cours d'adoption dans d'autres pays, à un rythme moins rapide toutefois. Une émission de titres s'appuyant sur des hypothèques a été effectuée pour la première fois au Royaume-Uni, tandis que les cessions de titres de cette nature sont également en augmentation au Japon (sans l'avantage du regroupement) et en France. Des titres hypothécaires semblables aux obligations américaines GNMA sont introduits actuellement au Canada. Au Danemark et en Allemagne, des systèmes de mobiliérisation d'hypothèques fonctionnent déjà depuis longtemps.

L'origine des techniques de couverture des portefeuilles et des opérations programmées remonte à plusieurs années, mais leur adoption s'est faite à un rythme particulièrement rapide l'an dernier. La couverture des portefeuilles consiste essentiellement à vendre des contrats à terme ou des options à partir d'un indice d'actions (ou d'obligations), de manière à limiter le risque de dévalorisation du portefeuille de titres résultant de modifications des prix du marché. L'expression «opérations programmées», qui implique en fait la vente ou l'achat d'un bloc de titres, s'applique en particulier à l'arbitrage entre titres et contrats à terme sur indices boursiers, qui permet de réaliser des bénéfices chaque fois que la différence de prix est supérieure aux coûts de gestion des titres. On reproche à ces techniques, qui entraînent l'achat ou la vente de titres ou de contrats à terme pour une modification déterminée des prix du marché, d'accroître l'instabilité du marché. Pour les institutions concernées, elles comportent l'avantage d'améliorer les rendements moyens, compte tenu de la faiblesse des coûts de transaction et de la profondeur des marchés à terme d'instruments financiers et d'options existant aux Etats-Unis. Dans les autres pays, l'absence de l'un de ces éléments ou des deux à la fois explique qu'elles n'aient pas connu un développement parallèle; il convient de noter toutefois qu'au Royaume-Uni, en France, au Canada et au Japon, les opérateurs du marché pourront peut-être bientôt les utiliser de manière plus intense.

L'an passé, d'importantes mesures de libéralisation ont également été prises dans le domaine de l'*activité bancaire traditionnelle*. En France, les autorités ont renoncé au contrôle du crédit bancaire en tant qu'instrument de la politique macro-économique, alors que se développaient parallèlement de nouvelles sources de financement pour les entreprises, telles que les marchés des obligations et des billets de trésorerie. La proportion des crédits assortis de taux d'intérêt bonifiés fait l'objet d'une limitation, mais les taux de nombreuses catégories de dépôts demeurent réglementés. Au Japon, toutes les banques sont à présent autorisées à diversifier leurs portefeuilles d'actifs extérieurs, tandis que le système d'épargne postale peut acquérir des montants limités de titres nationaux et étrangers. Cette dernière mesure, ainsi que la libéralisation des certificats du marché monétaire et des certificats de dépôt notée précédemment, élimine certains obstacles qui s'opposaient à la suppression de la réglementation encore en vigueur sur les taux créditeurs au Japon, ce qui pourrait entraîner une diminution des marges de l'activité bancaire. Au Royaume-Uni, les sociétés de crédit hypothécaire peuvent, pour la première fois, accorder des prêts non garantis, décision liée à l'intense concurrence avec les banques sur le marché hypothécaire. Comme noté précédemment, la déréglementation de la Bourse de Londres a autorisé les banques à acquérir des charges de courtiers en valeurs mobilières et de contrepartistes, ce qui leur permet ainsi d'offrir la gamme complète des services caractéristiques d'une banque «universelle».

Même aux Etats-Unis et au Japon, où la loi établit une distinction entre les opérations bancaires commerciales et les transactions sur valeurs mobilières, les banques et les maisons de titres ont commencé récemment à empiéter sur leurs domaines d'activité respectifs. Les banques étrangères ont été autorisées à créer ou à acquérir des filiales spécialisées dans les opérations sur titres aux Etats-Unis et au Japon, et les banques américaines et japonaises possèdent également à présent de telles filiales dans leurs pays réciproques. Dans les deux pays, les banques d'investissement proposent depuis plusieurs années des instruments du marché monétaire ou des produits liés aux obligations assortis de la plupart des caractéristiques des dépôts bancaires. Aux Etats-Unis, certaines banques ont reçu l'autorisation de prendre ferme des titres dans certaines limites. Au Japon, devant la nécessité de développer le marché secondaire des titres de la dette publique pour faire face au renouvellement de l'endettement arrivant à échéance, les autorités ont habilité les banques, en 1984, à effectuer sur le marché secondaire des opérations sur fonds d'Etat d'une échéance maximale de deux ans. Dans ce même pays, les maisons de titres peuvent désormais diversifier leurs activités vers certains domaines bancaires; c'est ainsi qu'elles ont, depuis 1983, la possibilité d'accorder des prêts aux particuliers contre la garantie de fonds d'Etat et d'intervenir dans une certaine mesure sur les marchés monétaires; en 1984, elles ont reçu l'autorisation de réaliser des ventes de papier commercial étranger et de certificats de dépôt sur le marché interne.

Aux Etats-Unis, les sociétés non financières ont mis à profit l'échappatoire de l'offre de services limités ou des «établissements non bancaires à vocation bancaire» pour établir des filiales proposant des services soit de prêt, soit de dépôt. (Une loi est actuellement en instance devant le Sénat américain pour interdire à l'avenir la création de telles institutions.) Certaines entreprises également possèdent leurs propres banques d'investissement. En Italie, les sociétés

non financières ont été autorisées à acquérir des participations dans des banques, sous réserve de certaines restrictions. Au Canada, les entreprises non financières peuvent à présent détenir le capital de sociétés de fiducie, de sociétés de prêt et de compagnies d'assurances, bien que la nouvelle réglementation impose aux grandes sociétés de réduire leurs parts à 65% d'ici 1991.

*Libéralisation des marchés financiers: avantages et coûts.* Le processus de libéralisation financière observé ces dernières années, et dont on vient d'examiner l'évolution au cours de l'an passé, comporte divers avantages et coûts potentiels; les uns et les autres sont difficiles à chiffrer de manière précise. D'un autre côté, si, en termes qualitatifs, les avantages attendus sont évidents, les coûts paraissent généralement incertains. Ces coûts et avantages sont analysés ci-après. Comme les coûts de la libéralisation financière relèvent davantage d'hypothèses et de probabilités que les avantages perçus, la part la plus importante de cette analyse leur est consacrée. Cependant, la place accordée à ces deux aspects ne préjuge pas nécessairement de leur importance relative.

Les principaux *avantages* procurés par les développements récents sur les marchés financiers résultent de l'amélioration du fonctionnement des mécanismes du marché. L'intensification de la concurrence s'est traduite par un abaissement du coût du financement pour les emprunteurs et une amélioration des rendements pour les bailleurs de fonds du fait de la compression des marges d'intermédiation — autant de facteurs qui devraient contribuer à une affectation plus efficace des ressources disponibles. La libéralisation a également entraîné une diminution des coûts de transaction pour les agents non financiers et facilité l'accès de nombreux emprunteurs au financement à long terme, devenu plus intéressant. Lorsque les banques sont autorisées à intervenir sur les marchés financiers, elles peuvent diversifier davantage leurs sources de revenus et rendre ainsi leurs bénéfices plus stables. Dans la mesure où la libéralisation a créé des marchés plus profonds, avec des contrepartistes dotés d'une solide surface financière et une tarification homogène, la liquidité offerte aux détenteurs d'actifs peut s'en trouver accrue. Cette liquidité, conjuguée à la diversité des instruments disponibles, permet plus facilement d'adapter un portefeuille d'actifs ou de dettes à des besoins de financement spécifiques. Les nouveaux instruments rendent possibles la séparation, la couverture et la diffusion des divers types de risques, qui peuvent être transférés à ceux qui sont le mieux en mesure de les assumer. Pour les autorités, des marchés financiers libéralisés constituent une source de fonds fiable et moins onéreuse pour l'émission d'obligations et la privatisation sur une vaste échelle d'industries nationalisées. L'existence d'un marché national de titres possédant une bonne capacité concurrentielle peut fournir des possibilités d'emploi et des recettes fiscales. Enfin, d'aucuns prétendent que la libéralisation améliore l'efficacité de l'affectation des ressources existantes en sanctionnant plus sévèrement les erreurs de gestion par des rachats d'entreprises.

Les avantages de la déréglementation dans le domaine bancaire, tout comme sur le marché financier, ont revêtu la forme d'un abaissement du coût des prêts pour les emprunteurs et d'une augmentation des rendements pour les épargnants, grâce à la compression des marges. Cette évolution s'est souvent accompagnée d'une implantation nouvelle dans le secteur concerné de la part

d'autres institutions nationales ou de banques étrangères. Ces implantations, conjuguées à la libéralisation des portefeuilles d'avoirs et des sources de financement des banques, ont eu tendance également à entraîner une réduction du rationnement quantitatif du crédit. Comme noté précédemment, il s'agit peut-être là d'une des causes essentielles de l'augmentation des crédits au secteur privé observée dans certains pays ces dernières années. La libéralisation des avoirs des banques devrait également permettre une plus grande diversification des sources de revenus et stabiliser ainsi les bénéfices.

Selon un point de vue assez largement répandu, la libéralisation des marchés financiers et de l'activité bancaire s'est également traduite par des *coûts* à la fois effectifs et potentiels. La plupart des mesures de libéralisation, des techniques et des facilités financières nouvelles mises en œuvre récemment dans ce domaine n'ont pas encore subi l'épreuve des cycles économiques ou de taux d'intérêt, de sorte que leurs coûts potentiels sont difficiles à évaluer. C'est aux Etats-Unis et au Royaume-Uni que les préoccupations les plus vives ont été exprimées à cet égard. Certaines de ces inquiétudes sont toutefois partagées par les autorités de surveillance au Japon et en Europe continentale.

Une objection émise sur les marchés financiers est que des techniques comme les opérations programmées et la couverture des portefeuilles ont accru l'instabilité des prix du marché. C'est ce qui s'est produit dans le passé pour les marchés boursiers américains lors du renouvellement des contrats à terme («the witching hour»). On espère cependant que la modification des dates de renouvellement permettra d'éliminer ce problème spécifique. D'une manière générale, il reste à prouver que ces techniques ont eu une incidence mesurable sur les tendances à plus long terme des cours des titres. Il est possible que le marché réagisse à présent plus rapidement aux informations. Une préoccupation plus générale concernant l'utilisation des contrats à terme et options, dans le cas de dettes à taux variable notamment, tient au fait que, si ces instruments redistribuent les risques, ils n'offrent cependant aucune possibilité de couverture pour le système dans son ensemble. Si les intermédiaires financiers négligent cet aspect, ils s'exposent à des risques injustifiés.

La libéralisation du marché financier peut exercer sur le système bancaire des effets néfastes résultant, du côté du passif, de la désintermédiation des ressources traditionnelles des banques et, du côté de l'actif, de la mobiliérisation et de la tendance accrue des emprunteurs de haute qualité à rechercher des financements transitant par le marché. Pour les investisseurs, également, les prêts mobiliérisés et les autres instruments nouveaux peuvent comporter des risques. Il est possible que les marchés de ces instruments s'avèrent relativement étroits, soit parce que peu d'entre eux ont fait l'objet d'émissions, soit parce qu'ils constituent des substituts sensiblement différents des produits plus traditionnels, soit encore parce que le marché ne dépend que d'un petit nombre de sociétés de placement en valeurs mobilières ayant introduit le produit et agissant en tant que contrepartistes. En ce cas, la liquidité d'un instrument peut n'être qu'apparente — la faillite de la banque assurant le placement ou le désir de certains détenteurs d'actifs de céder leur portefeuille pouvant empêcher tout fonctionnement du marché. Il se peut que des phénomènes de cette nature soient à l'origine de l'échec, en 1986, du marché des notes à taux variable sans échéance.

Pour certains, la libéralisation peut encore s'avérer plus coûteuse, en termes de stabilité des marchés financiers, dans les cas suivants: institutions relativement nouvelles et inexpérimentées opérant sur le marché, coûts financiers élevés, faibles ressources en capital et bénéfices en baisse en raison de la concurrence accrue pour les parts de marché. Le risque systémique sur les marchés financiers provient des dangers que comporte la matérialisation, sur une grande échelle, du risque lié au cours des titres et au crédit, en relation notamment avec les fonctions de prise ferme et de contrepartiste sur les marchés financiers. Ainsi, la faillite d'un contrepartiste important pourra être lourde de conséquences, non seulement pour le marché où survient la défaillance, mais aussi «par contagion» pour les autres marchés sur lesquels cet établissement opère, de même que pour des filiales, d'autres entreprises ou des institutions associées. Des préoccupations identiques pour la stabilité systémique ont été exprimées au sujet des systèmes électroniques de paiements interbancaires de gros montants mis au point récemment. Il est à craindre que la défaillance d'un participant ou même un incident électronique n'entraîne de graves perturbations.

Outre le fait d'augmenter les risques systémiques potentiels, le phénomène de concentration peut engendrer d'autres coûts sur les plans de l'équité et de l'efficacité. Des conflits d'intérêts peuvent surgir dans la mesure où la libéralisation des marchés financiers a entraîné un effacement de certaines distinctions traditionnelles, comme celles qui existent entre l'activité bancaire et les transactions sur titres et entre les fonctions de courtier et de contrepartiste. De nombreuses institutions ont mis en place des systèmes de cloisonnement rigoureux et nommé des responsables chargés de veiller à la conformité des opérations pour tenter de limiter les abus.

La libéralisation des marchés financiers peut même avoir exercé des effets dommageables sur l'économie réelle. Pour certains observateurs, elle a conduit les entreprises industrielles à raccourcir l'horizon temporel de leurs programmes d'investissements en capital fixe, car elle facilite les prises de contrôle et affaiblit les liens entre une entreprise débitrice et sa banque. L'accès plus facile au crédit constitue une cause essentielle de la vague récente de fusions – et, comme on l'a noté, la libéralisation des marchés financiers peut avoir favorisé cette mobilisation de capitaux empruntés. Il est également possible que les rachats d'entreprises soient facilités si le marché boursier est plus liquide. Toutefois, l'institutionnalisation des marchés financiers peut aussi revêtir un caractère important. Il est peut-être plus aisé de convaincre de la nécessité d'une fusion un petit nombre de grands investisseurs institutionnels, qui se trouvent eux-mêmes dans l'obligation de réaliser des rendements élevés, qu'un grand nombre de petits investisseurs. Un facteur essentiel des problèmes d'endettement est le fait que les entreprises dépendent moins désormais de banques «maison» pour leurs financements, mais davantage de consortiums bancaires et des marchés financiers. Si les banques «maison» sont prêtes à examiner l'évolution d'une entreprise dans une perspective à long terme, il est moins probable qu'il en sera ainsi si l'entreprise traite avec un consortium ou se procure elle-même son financement sur le marché des titres.

L'affaiblissement des distinctions entre l'activité bancaire et les opérations sur les marchés financiers ressort clairement de l'analyse précédente des coûts

potentiels de la libéralisation des marchés financiers, dans laquelle un grand nombre des questions soulevées se réfèrent aux banques. Toutefois, les modifications survenues récemment dans l'activité bancaire traditionnelle comportent également des coûts, qui peuvent être particulièrement élevés durant la phase de transition, où l'on passera d'un système bancaire protégé à un système extrêmement concurrentiel, avec un rétrécissement des marges.

De nombreuses banques détiennent encore en portefeuille une forte proportion de prêts internationaux ou nationaux improductifs, en raison de la crise de l'endettement ou d'une concentration excessive de prêts régionaux ou liés à l'énergie. Malgré le renforcement considérable des provisions, il est possible que la réduction générale des marges due à la libéralisation augmente la vulnérabilité des banques ainsi touchées, et ce d'autant plus qu'une partie de leurs meilleurs clients se seront peut-être tournés vers les marchés financiers.

*La réaction sur le plan de la réglementation.* On admet généralement qu'en raison des coûts potentiels et effectifs de la libéralisation financière, ainsi que de l'intégration internationale des marchés des capitaux, une révision de la réglementation de ces marchés s'impose; il convient notamment d'examiner les domaines dans lesquels les dispositions en vigueur devraient être renforcées ou étendues et ceux pour lesquels une poursuite de la déréglementation apparaît justifiée. L'attitude actuelle des autorités de nombreux pays à l'égard de la réglementation pourrait globalement se résumer ainsi: «développer la surveillance, renforcer la coordination internationale dans ce domaine et réexaminer l'utilité des dispositions en vigueur».

Le problème du risque systémique sur les *marchés financiers* peut exiger, par exemple, un contrôle plus strict des fonds propres et de la liquidité des contrepartistes, que cette fonction s'exerce ou non dans le cadre d'un conglomérat bancaire, tandis que le développement des conglomérats peut nécessiter en outre une coordination entre les responsables du contrôle de l'activité bancaire et des marchés des capitaux. De plus, la possibilité d'effectuer des opérations vingt-quatre heures sur vingt-quatre à l'échelle internationale pourrait faciliter le transfert de risques à différents moments de la journée vers d'autres centres où les exigences en matière de contrôle prudentiel sont moins rigoureuses; d'où la nécessité d'une coopération et d'une coordination internationales de la surveillance. Dans la plupart des pays, cependant, la surveillance des marchés des valeurs mobilières n'est pas du ressort de la banque centrale et elle est généralement axée davantage sur la protection des investisseurs que sur les problèmes systémiques. La conclusion d'un accord international sur la surveillance des marchés de titres demeure une perspective assez éloignée.

Des progrès plus sensibles ont été accomplis sur le plan de la coordination internationale du *contrôle bancaire*. Au début de 1987, le Royaume-Uni et les Etats-Unis ont diffusé, aux fins de commentaires, des propositions concertées visant à mesurer le niveau des fonds propres des banques britanniques et américaines à partir d'une base commune. Il est prévu, en outre, de demander aux banques de ces deux pays d'observer des normes de fonds propres au-delà d'un ratio minimum commun. Dans le système de mesure proposé, les différentes catégories d'actifs du bilan ou hors bilan sont pondérées selon le risque encouru. Aux Etats-Unis, où les banques étaient auparavant tenues d'observer

des ratios de fonds propres déterminés à partir du total des actifs inscrits au bilan, la nouvelle mesure vise à éliminer certains effets pervers des précédentes normes de fonds propres, qui avaient tendance à inciter les banques à réduire leurs portefeuilles d'actifs liquides à faible risque et à accroître leurs engagements hors bilan. D'une manière plus générale, cet accord bilatéral est important en ce sens que, compte tenu de l'intégration plus étroite des marchés bancaires à l'échelle internationale, il reflète les efforts entrepris par les autorités de contrôle bancaire pour faire converger les normes nationales de surveillance.

Le contrôle n'est certes pas le seul domaine de la réglementation bancaire où des changements sont nécessaires pour faire face à l'évolution enregistrée sur les marchés des capitaux. Aux Etats-Unis, d'autres modifications d'ordre réglementaire ont été effectuées, comportant notamment l'assouplissement des restrictions sur l'activité bancaire entre Etats, afin de permettre à des institutions saines de prendre le contrôle d'établissements en difficulté. De surcroît, il est proposé d'affecter de nouvelles ressources et de relever les primes d'assurances en faveur de l'organisme fédéral d'assurance des associations d'épargne et de prêt (Federal Savings and Loan Insurance Corporation). L'ampleur des pertes subies par cette institution, dont le rôle est de soutenir l'activité d'épargne aux Etats-Unis (banques d'épargne et de prêts et caisses d'épargne mutuelle), donne une idée des difficultés rencontrées dans ce domaine.

Enfin, l'atténuation des distinctions entre l'activité exercée par les banques commerciales et celle des sociétés de placement en valeurs mobilières pose de sérieux problèmes aux autorités de surveillance des Etats-Unis et du Japon, qui maintenaient auparavant une séparation institutionnelle nette entre ces deux domaines. La suppression de cette délimitation peut, en particulier, aggraver les problèmes de contagion, le risque systémique et les conflits d'intérêts. Dans la mesure où les banques commerciales effectuent des transactions sur titres, les autorités peuvent se trouver amenées à mettre en place des facilités jouant le rôle d'un «filet de sécurité» pour les opérateurs du marché des valeurs mobilières. De plus, la participation d'entreprises commerciales à l'activité bancaire rend la surveillance nécessaire et suscite des préoccupations analogues en ce qui concerne un soutien implicite du type «filet de sécurité», tout en ayant des conséquences qui peuvent s'avérer graves pour le processus de décision dans le domaine du crédit bancaire.

D'un autre côté, la séparation traditionnelle entre activité bancaire commerciale et opérations sur titres n'est généralement pas considérée comme satisfaisante. Les normes de fonds propres sont souvent plus rigoureuses pour les banques que pour les maisons de titres, ce qui rend la concurrence difficile dans les domaines où les fonctions se chevauchent. Ce problème revêt une acuité de plus en plus grande, en raison de l'importance accrue des revenus de commissions pour les bénéfices des banques, de l'expansion de la mobiliérisation, de la contraction de la demande de crédit et de la dégradation de la qualité de nombreux prêts existants. Cette division restreint également les possibilités de diversification des sources de bénéfices de la part des banques. Ces questions suscitent des réactions différentes aux Etats-Unis et au Japon.

Au Japon, les banques cherchent à abolir les limites qui restreignent encore l'activité sur titres à l'étranger et à obtenir l'autorisation, pour leurs

filiales à l'étranger, d'effectuer des transactions sur titres au Japon, ainsi que la permission de prendre ferme des obligations de sociétés nationales. Les maisons de titres voudraient pouvoir proposer des services de gestion de trésorerie et participer à la gestion des caisses de retraite. Actuellement, le ministère des Finances s'oppose à toute modification de grande envergure dans la séparation des domaines de compétence.

Aux Etats-Unis, les banques revendiquent une extension du droit de prendre ferme du papier commercial, des titres garantis par des prêts hypothécaires et des obligations municipales. Bien que les autorités ne soient pas encore disposées à satisfaire toutes ces demandes, elles commencent à adopter une attitude relativement souple à l'égard de la division prescrite par la loi Glass-Steagall entre activité bancaire commerciale et opérations sur valeurs mobilières — approche illustrée notamment par la récente décision d'autoriser la prise ferme de certaines quantités de titres par quelques banques — mais elles demeurent plus fortement opposées à l'accès au secteur financier d'entreprises non financières. Des propositions beaucoup plus radicales formulées aux Etats-Unis cherchent essentiellement à éliminer les barrières juridiques séparant les institutions financières, en laissant à chaque entreprise la liberté de choisir ses domaines d'activité. Il conviendrait, pour ce faire, d'instaurer de nouvelles structures de surveillance fondées sur la fonction du marché. En revanche, l'échappatoire des établissements non bancaires à vocation bancaire serait supprimée. On estime qu'un tel dispositif renforcerait la concurrence tout en préservant les avantages de la surveillance du système.

## V. MARCHÉS INTERNATIONAUX DES CAPITAUX

### Faits saillants

L'activité sur les marchés internationaux des capitaux a établi un nouveau record en 1986. Les avoirs extérieurs des banques se sont accrus de plus de \$650 milliards à taux de change courants, ce qui est de loin la plus forte augmentation annuelle jamais enregistrée. Les nouvelles émissions d'obligations internationales se sont élevées à \$220 milliards, le triple de leur montant d'il y a trois ans. Toutefois, ces chiffres ont été considérablement gonflés par de vastes opérations de refinancement, de larges chevauchements entre le secteur bancaire et les marchés de titres, d'importantes duplications d'écritures résultant de l'expansion marquée des opérations interbancaires et des effets de variations de change dus à la dépréciation du dollar. Même après élimination de ces influences, le montant net des nouveaux financements acheminés par les marchés internationaux l'année dernière s'est inscrit, selon les estimations, à \$240 milliards, ce qui constitue un record absolu.

Un certain nombre de facteurs permettent d'expliquer cette forte progression de l'activité de financement à l'échelle internationale, à une époque où la croissance économique dans les pays industrialisés s'est généralement ralentie: l'accentuation des déséquilibres des balances des paiements courants entre ces pays; le mouvement de baisse des taux d'intérêt ainsi que la vigueur de l'expansion monétaire et l'abondance de la liquidité sur les marchés nationaux; la persistance de l'incidence des mesures adoptées auparavant en matière de déréglementation; et la poursuite de la tendance à la globalisation des marchés nationaux des capitaux, une part de plus en plus grande des flux de crédits intérieurs passant par les circuits internationaux.

Autre facteur important: l'expansion rapide du rôle des banques nippones, qui ont exercé une influence prépondérante dans le développement sans précédent de l'activité interbancaire. En outre, l'ouverture du marché extraterritorial (offshore) japonais, en décembre 1986, a enrichi la scène financière internationale d'un nouvel élément.

La gamme des nouveaux instruments financiers ne s'est guère élargie l'année dernière, mais les innovations déjà existantes ont continué d'influer sensiblement sur l'évolution de l'activité des marchés internationaux des capitaux. La tendance à la mobiliérisation («securitisation») s'est renforcée et le recours à la technique des swaps ainsi qu'aux opérations à terme et aux options s'est nettement intensifié. La technique du swap, en particulier, s'est révélée être l'un des moteurs des émissions de titres à long terme et a généralement accru l'interpénétration des marchés nationaux et internationaux.

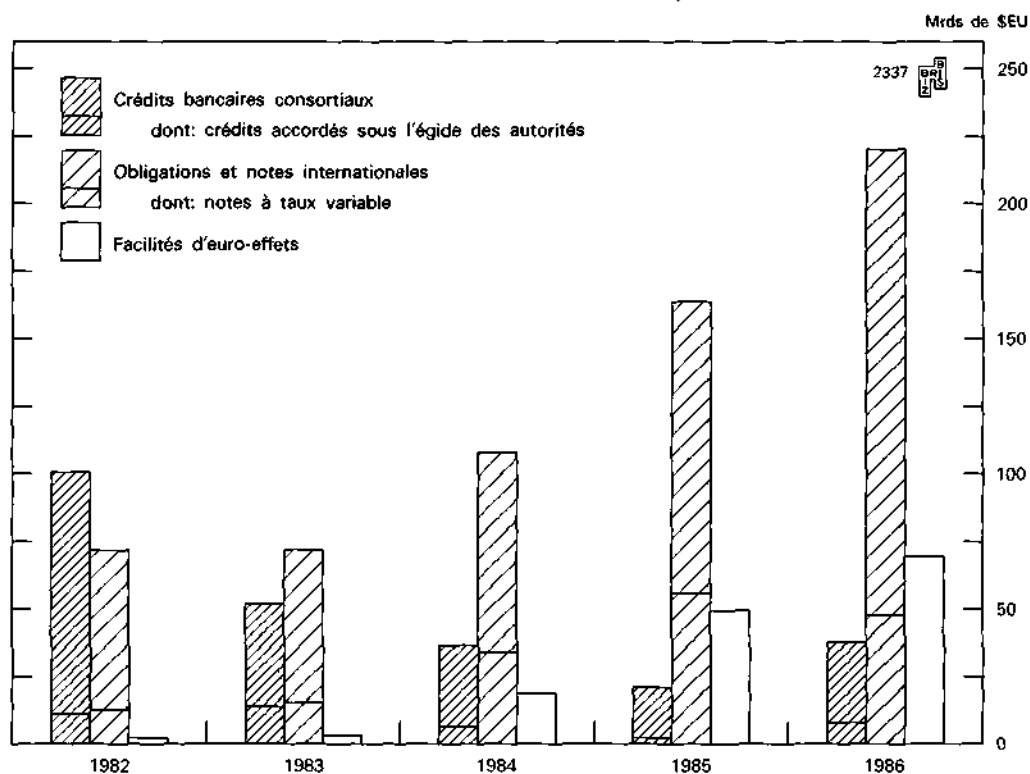
L'évolution de la situation sur les marchés internationaux des capitaux l'année dernière a été notamment caractérisée par la forte concentration de l'activité dans les pays industrialisés eux-mêmes, tandis que des groupes importants de pays en développement se sont encore vu interdire l'accès aux marchés, en raison de la médiocrité de leur cote de crédit.

La situation de l'endettement international ne s'est pas améliorée en 1986. La conjugaison d'une nette diminution des prix de leurs exportations et d'une mauvaise gestion, chez certains, a sensiblement détérioré le ratio endettement/exportations des pays lourdement endettés. De plus, des signes de lassitude grandissante se sont manifestés auprès de quelques banques créancières et pays débiteurs. Toutefois, la conclusion récente d'accords globaux, en matière de crédit et de politique économique, avec trois des principaux pays débiteurs, le Mexique, l'Argentine et les Philippines, devrait constituer un exemple encourageant, confirmant que l'approche du cas par cas est fondamentalement bonne et constructive.

### Vue d'ensemble

Bien que la croissance économique dans les pays industrialisés se soit ralentie l'année dernière, l'activité sur les marchés internationaux des capitaux a encore vivement progressé. Dans le compartiment du court terme, le marché interbancaire international a connu de loin la plus forte expansion jamais enregistrée. Le rôle du secteur bancaire international en tant que collecteur de dépôts et source de crédit pour les entités non bancaires s'est, lui aussi, sensiblement accru; même le marché des crédits bancaires consortiaux a montré des signes de reprise, après la forte contraction des années précédentes. Le volume des nouvelles facilités négociées pour l'émission de divers types d'effets à court

Tendances des marchés internationaux des capitaux, 1982-86\*



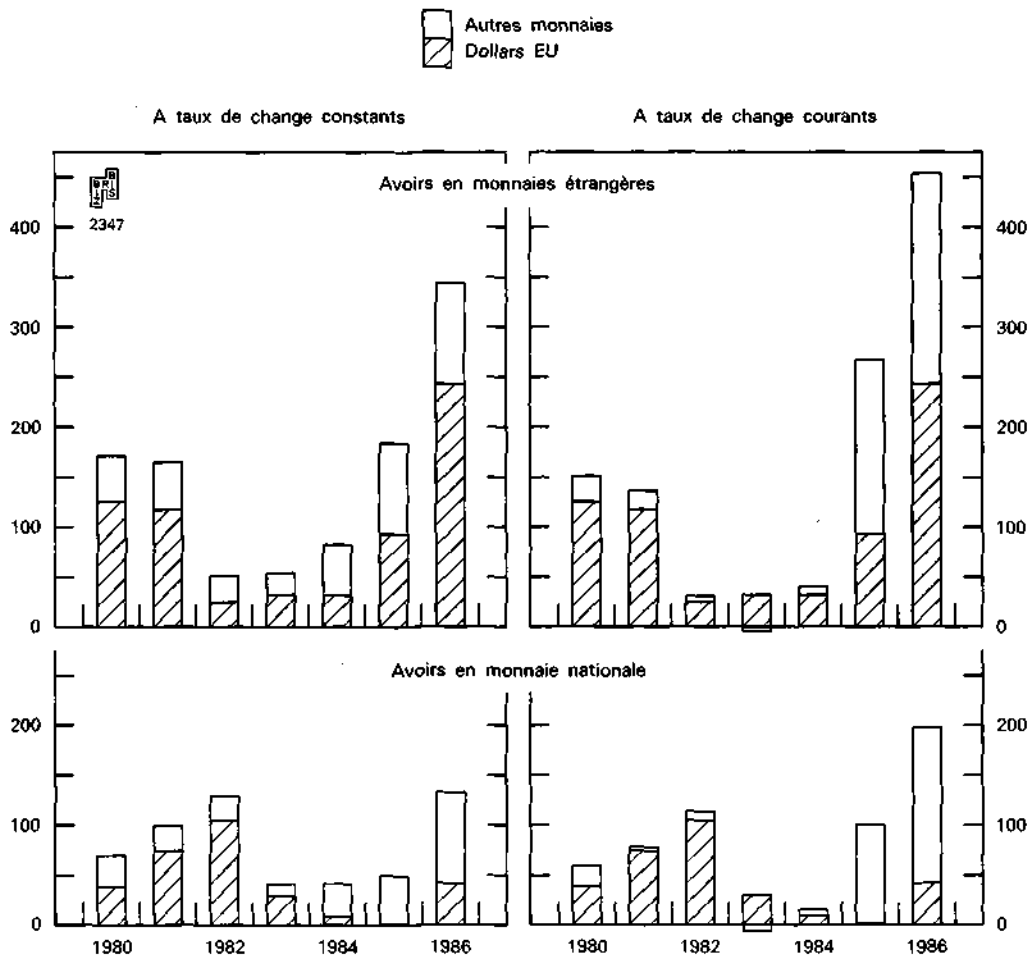
\* Chiffres établis à partir de données de la Banque d'Angleterre, enregistrées selon la date d'annonce.

terme et, également depuis peu, à moyen terme, s'est une fois de plus nettement renforcé; en ce qui concerne le long terme, l'activité d'émission sur les marchés internationaux de titres a atteint de nouveaux sommets.

Plusieurs éléments peuvent illustrer le contraste existant entre le ralentissement de la croissance dans le secteur réel de l'économie et la vive expansion des marchés internationaux des capitaux. L'un des plus importants est sans aucun doute l'accentuation des déséquilibres des paiements internationaux et le rôle des banques et des marchés de titres à l'échelle internationale dans le financement d'une partie de ces déséquilibres. Le déficit de la balance des paiements courants des Etats-Unis a continué de se creuser l'année dernière, et les excédents japonais et allemand ont enregistré une nouvelle progression. En outre, d'amples mouvements de capitaux se sont produits dans des directions opposées. Par exemple, les placements extérieurs nets à long terme des résidents japonais, qui se sont élevés à \$132 milliards, ont largement dépassé l'excédent de

Variations des avoirs extérieurs des banques déclarantes de la BRI à taux de change constants et courants, 1980-86

Chiffres annuels, en milliards de dollars EU.



la balance des paiements courants du pays, ce qui signifie que le secteur bancaire japonais est devenu un important emprunteur net de nouveaux fonds sur les marchés internationaux, pour financer essentiellement les acquisitions de valeurs étrangères des résidents. En Allemagne, par contre, l'excédent de la balance des paiements courants s'est accompagné d'entrées nettes substantielles de capitaux à long terme. Le solde positif considérable de la balance de base qui en est résulté a eu sa contrepartie dans les exportations massives de capitaux à court terme par l'intermédiaire du secteur bancaire allemand et dans la forte accumulation de dépôts du secteur non bancaire allemand sur l'euromarché.

L'ampleur même des flux internationaux de capitaux l'année dernière révèle l'existence d'un autre facteur important expliquant la croissance rapide et ininterrompue de l'activité sur les marchés internationaux des capitaux, à savoir l'internationalisation progressive des marchés nationaux des capitaux. En raison de leur profondeur et de leur efficacité accrues, ou d'avantages en matière de réglementation et de fiscalité, une part croissante des flux de crédits entre épargnants et investisseurs d'un même pays passe directement ou indirectement par les marchés internationaux. Les emprunteurs japonais, pour ne citer qu'un exemple, ont été de gros émetteurs sur les marchés euro-obligataires l'an passé, alors que leurs obligations ont été souscrites en grande partie par des établissements bancaires ou d'autres investisseurs japonais.

L'essor de l'activité financière internationale en 1986, en particulier sur les marchés de titres, s'explique également par la persistance de la tendance à la baisse des taux d'intérêt et des autres coûts du crédit. Cette baisse a fortement incité les emprunteurs à rembourser leurs dettes avant échéance et à les refinancer à des conditions beaucoup plus favorables. En outre, et pour les mêmes raisons, les emprunteurs ont été amenés à mettre sur pied de nouvelles facilités, par exemple sur le marché de l'europapier commercial, même lorsqu'ils n'avaient pas un besoin immédiat de ces fonds. Aussi le niveau particulièrement élevé de l'activité brute en 1986 donne-t-il une idée exagérée du volume effectif des nouveaux financements nets.

Un autre facteur important de la surestimation, dans les statistiques, du volume effectif des nouveaux crédits concerne la poursuite de la tendance à la mobiliérisation et le rôle de plus en plus grand joué par les banques sur les marchés de titres en tant qu'émetteurs et détenteurs de ces valeurs. Afin d'améliorer la structure de leur bilan, les banques ont de nouveau emprunté massivement sur les marchés obligataires internationaux, en grande partie par voie d'émissions de notes à taux variable sans échéance. En outre, dans le compartiment du court terme des marchés de titres, elles ont recouru aux facilités d'euro-effets pour mettre en place des programmes d'émission de certificats de dépôt et autres instruments à court terme. Du côté de l'actif de leur bilan, les banques, devant la demande de crédit assez faible de leur clientèle industrielle de premier rang, ont continué d'acquérir de très grandes quantités de titres, ce qui a encore accru la part des créances négociables dans leurs portefeuilles. Enfin, les normes qu'elles sont tenues de respecter en matière de financement et de couverture, en leur qualité de courtiers, d'arbitragistes et de contrepartistes sur les marchés de titres, ont largement contribué à la forte expansion du marché interbancaire l'année dernière.

Un type un peu spécial d'effet expansionniste, qui a touché en particulier le secteur bancaire international, a été la vive dépréciation du dollar EU, monnaie dans laquelle s'effectue la majeure partie de l'activité financière internationale. Pour les banques réalisant un important volume d'opérations en dollars, mais dont les fonds propres sont libellés dans l'une des monnaies fortes comme le yen, la diminution de la valeur en monnaie nationale de leurs créances en dollars s'est traduite par une amélioration de leur ratio de fonds propres et leur a donc donné la possibilité d'étendre leurs activités internationales. Les banques dont les politiques sont fortement orientées vers la croissance, mais qui ne disposent pas d'un nombre suffisant d'emprunteurs offrant les garanties requises, ont ainsi souvent été amenées à développer des activités interbancaires, telles que les transactions sur taux d'intérêt et autres opérations d'arbitrage.

**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 <sup>1</sup>						Stocks à fin 1986
	1981	1982	1983	1984	1985	1986	
	en milliards de dollars EU						
Montant total des prêts internationaux des banques déclarantes <sup>2</sup> . . . . .	264,8	180,5	105,7	124,1	233,5	476,6	3.221,1
moins: duplications d'écritures résultant des dépôts successifs entre banques déclarantes . . . . .	99,8	85,5	20,7	34,1	128,5	316,6	1.451,1
A = Prêts bancaires internationaux (chiffres nets) <sup>3</sup> . . . . .	165,0	95,0	85,0	90,0	105,0	160,0	1.770,0
Emissions d'euro-obligations et d'obligations étrangères . . . . .	44,0	71,7	72,0	107,9	163,7	220,3	.
moins: amortissements et rachats . . . . .	12,0	13,2	14,0	24,9	38,7	64,3	.
B = Financements sous forme d'obligations internationales (chiffres nets) . . . . .	32,0	58,5	58,0	83,0	125,0	156,0	700,0
C (A + B) = Montant total des financements sous forme de prêts bancaires et d'obligations . . . . .	197,0	153,5	143,0	173,0	230,0	316,0	2.470,0
moins: duplications d'écritures <sup>4</sup> . . . . .	7,0	8,5	13,0	28,0	55,0	76,0	190,0
D = Montant total net des financements sous forme de prêts bancaires et d'obligations	190,0	145,0	130,0	145,0	175,0	240,0	2.280,0

<sup>1</sup> Les crédits bancaires en devises autres que le dollar sont convertis en dollars à taux de change constants en fin de trimestre, les obligations non libellées en dollars le sont aux taux en vigueur à la date de l'annonce. <sup>2</sup> 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 extraterritoriales 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 extraterritoriaux à Bahreïn et toutes les banques extraterritoriales opérant aux Antilles néerlandaises. <sup>3</sup> 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 prêter à l'étranger; une déduction est toutefois opérée pour tenir compte des fonds de roulement et autres postes semblables. <sup>4</sup> 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.

Enfin, l'activité interbancaire a été stimulée par l'ouverture du marché extraterritorial du Japon vers la fin de l'année dernière. Le transfert d'opérations en cours par l'intermédiaire de ces nouvelles facilités ainsi que les possibilités qu'elles offrent en matière d'arbitrage et de financement ont eu tendance à gonfler les mouvements interbancaires et les bilans des banques japonaises. Toutefois, une grande partie de ce qui est déclaré comme opérations interbancaires externes dans les statistiques bancaires internationales correspond à des transactions entre les différents établissements d'une même banque (voir tableau page 120), qui peuvent s'accroître considérablement sans entraîner pour autant une nette augmentation des prêts finals.

Etant donné la nature de certains de ces effets expansionnistes, il n'est guère surprenant que la différence entre l'activité financière internationale brute et le montant effectif des nouveaux prêts internationaux nets ait été exceptionnellement grande l'année dernière. Comme on peut le voir sur le tableau de la page 107, le volume cumulé des opérations externes dans le secteur bancaire international et les marchés de titres à long terme s'est élevé à près de \$ 700 milliards. Toutefois, si l'on tient compte des duplications d'écritures dues aux opérations interbancaires, aux chevauchements entre le secteur bancaire et les marchés de titres et aux opérations de refinancement, le total des nouveaux crédits a été plus près de \$ 240 milliards; ce montant, encore impressionnant, correspond toutefois davantage à l'évolution tendancielle du secteur réel de l'économie mondiale. De plus, ce chiffre corrigé du crédit total n'a pas constitué uniquement un «accroissement», mais correspond, pour une part, à un substitut de prêts internes et figure déjà, pour une autre, dans les agrégats du crédit intérieur.

Pour ce qui est des aspects plus structurels de l'activité bancaire internationale, l'année dernière a été caractérisée par la persistance d'un clivage du marché. Les emprunteurs appartenant aux pays débiteurs en difficulté n'ont pas pu regagner l'accès spontané aux marchés internationaux des capitaux, tandis que, presque partout ailleurs, les emprunteurs de première catégorie ont continué de bénéficier de conditions très favorables. Parallèlement, certains pays en développement non exportateurs de pétrole, en particulier ceux du bassin du Pacifique, ont vu leurs besoins d'emprunt nettement diminuer, ou les ont contenus, pour des raisons de politique économique, étant donné que leurs balances des paiements se sont nettement améliorées sous l'effet de la chute du prix du pétrole et que leur compétitivité s'est renforcée grâce à la vive hausse du yen. Enfin, les pays exportateurs de pétrole ont compensé la baisse de leurs revenus, imputable au fléchissement des prix du pétrole, en réduisant leurs dépôts sur le marché bancaire international au lieu de recourir à l'emprunt. Pour toutes ces raisons, l'activité de prêt sur les marchés internationaux des capitaux a été presque entièrement le fait, en 1986, des pays développés, et en particulier des emprunteurs de la zone déclarante elle-même. Sous cet angle, ces marchés ont été, malgré la globalisation, moins «globaux» que les années précédentes.

Autre trait dominant: le rôle croissant des banques et sociétés de placement en valeurs mobilières japonaises. Comme l'indique le tableau de la page 119, les banques nippones, c'est-à-dire maisons mères et établissements situés dans d'autres pays de la zone déclarante, sont devenues, au cours des deux

dernières années, le groupe national de loin le plus important sur le marché bancaire international. Après élimination des effets des variations de change, il apparaît que, l'an dernier, les banques japonaises ont été à l'origine de la majeure partie des nouveaux prêts bancaires internationaux directs aux entités non bancaires et de près des trois quarts de l'expansion du marché interbancaire; on peut donc les considérer comme principalement responsables de la vive croissance de l'activité bancaire internationale l'année dernière. De même, les sociétés de placement nippones — grâce notamment à la prolifération de leurs établissements dans le monde — se sont octroyé une part croissante de l'activité des marchés financiers internationaux. Deux raisons essentielles expliquent la position dominante des institutions financières japonaises: l'excédent considérable de l'épargne interne qui cherche à se placer à l'étranger et, parallèlement, le recours massif des entreprises japonaises aux marchés internationaux des capitaux pour se procurer des crédits. Du fait de leurs liens privilégiés avec les investisseurs et emprunteurs du pays, les institutions financières japonaises bénéficient certainement d'un avantage naturel qui les rend plus compétitives lorsqu'elles agissent en tant qu'intermédiaires entre le Japon et le reste du monde.

Les nouvelles mesures de déréglementation financière n'ont pas joué, pendant la période sous revue, un rôle aussi important que les années précédentes. Les principaux changements en matière de réglementation ont été les mesures de libéralisation mises en œuvre dans plusieurs pays dans le domaine de l'émission de papier commercial, mais leur incidence s'est surtout fait sentir sur les marchés internes. De même, le «Big Bang» à Londres a touché essentiellement l'organisation et le fonctionnement des marchés nationaux de titres et non les marchés obligataires internationaux. Au Japon, en revanche, où la déréglementation s'opère par étapes, les mesures adoptées en 1986 n'ont pas eu l'ampleur de celles des années antérieures, mais les changements précédents ont continué à produire des effets notables.

L'an dernier, l'un des traits caractéristiques de la plupart des secteurs du marché a été le nombre plus réduit des nouveaux instruments financiers; il a été moins fait appel, en particulier, à des produits financiers assortis de caractéristiques nouvelles en matière de taux d'intérêt ou de taux de change. En revanche, le volume des opérations sur instruments financiers à terme, options et swaps de devises et de taux d'intérêt a enregistré une nouvelle progression. L'expansion du marché des swaps a été particulièrement vive et a contribué à la croissance d'autres secteurs. Ce recours à un large éventail d'instruments de couverture a encore atténué les frontières entre marchés nationaux et internationaux, et entre les compartiments des différentes devises. Par voie de conséquence, les formes spécifiques d'emprunt et de placement dans les différents secteurs du marché ont été de plus en plus dissociées de la nature des risques encourus et principalement déterminées par des considérations générales de coût et de rendement.

La concurrence entre les institutions financières a constitué un facteur important d'intensification de l'activité internationale; elle a entraîné un rétrécissement des marges d'intermédiation et des modifications notables des parts de marché et a donné lieu à des évolutions contrastées pendant la période sous revue.

D'une part, certains instruments élaborés au cours des dernières années se sont généralisés et s'échangent maintenant sur une base standardisée. Cela a assuré profondeur et liquidité à certains des nouveaux marchés et a permis la création d'une gamme souple d'instruments financiers adaptés aux besoins spécifiques des emprunteurs. A cet égard, on peut dire que plusieurs des nouveaux marchés ont renforcé l'efficacité du système financier.

Cependant, des variations brusques de l'opinion du marché ont donné naissance à des périodes d'instabilité prononcée dans certains secteurs. En particulier, en 1986 et au début de 1987, plusieurs événements ont mis en évidence divers risques inhérents au récent processus d'innovation et de déréglementation dans un environnement extrêmement concurrentiel. Ainsi, des groupes de souscripteurs auraient accumulé en portefeuille des montants importants d'obligations nouvellement émises qu'ils ne parvenaient pas à placer par suite d'une brusque modification des anticipations de taux d'intérêt et de change. Plus important, toutefois, est l'exemple fourni par l'évolution «en dents de scie» du marché des notes à taux variables (NTV), en particulier les notes sans échéance. Depuis leur première apparition en 1984, l'émission des notes sans échéance a atteint au total \$18 milliards, dont \$7,4 milliards en 1986. A la fin de l'automne 1986, l'opinion s'est soudainement retournée contre ce marché, les opérateurs ayant pris conscience que, dans de nombreux cas, ces émissions étaient sérieusement sous-évaluées par rapport aux risques encourus. En décembre, il était devenu pratiquement impossible de placer des NTV sans échéance auprès d'investisseurs finals, et les cotations ont fortement chuté. Bien que certains contrepartistes aient essayé d'atténuer les difficultés, ils ne sont pas parvenus à renverser l'opinion du marché, de sorte que, au début de 1987, les problèmes ont commencé à rejaillir sur le secteur des NTV dans son ensemble.

Cet épisode met en relief la précarité de la liquidité de marchés des capitaux relativement nouveaux et non réglementés, où aucune autorité centrale ne garantit que les opérateurs respectent effectivement leur engagement implicite de soutenir un marché secondaire. Il soulève, en outre, des questions plus vastes sur l'aptitude du système financier à résister à des chocs importants, tels qu'une augmentation soudaine et généralisée des taux d'intérêt, et sur la nature de la surveillance et de la réglementation qui s'imposent dans une période où les modifications structurelles et les innovations se succèdent à un rythme rapide.

### **Le secteur bancaire international**

*Evolution des agrégats globaux.* Après une nette reprise en 1985, la croissance de l'activité bancaire internationale s'est encore accélérée l'année dernière. En dollars courants, les avoirs extérieurs bruts des banques déclarantes de la BRI ont considérablement augmenté (+\$651,8 milliards, soit de 25%). Les effets de valorisation résultant des fluctuations des taux de change qui ont accru la valeur en dollars des positions libellées en d'autres monnaies ont été très amples; cependant, même si l'on exclut ces effets, on constate que l'expansion des avoirs extérieurs des banques déclarantes s'est intensifiée de \$233,5 milliards à \$476,6 milliards entre 1985 et 1986, soit la plus forte augmentation jamais enregistrée. En outre, la progression des créances locales des banques en devises

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

Postes	Avoirs					Engagements				
	Flux corrigés de l'évolution des taux de change				Stocks à fin 1986	Flux corrigés de l'évolution des taux de change				Stocks à fin 1986
	1981	1984	1985	1986		1981	1984	1985	1986	
	en milliards de dollars EU									
Positions externes sur:										
1 banques au sein de la zone déclarante . . . . .	160,8	94,1	182,4	428,6	2.063,4	159,3	108,9	197,4	431,0	2.231,1
2 entités non bancaires au sein de la zone déclarante . . . . .	31,6	16,9	23,1	29,8	419,6	50,6	12,0	23,3	57,3	426,8
3 pays extérieurs à la zone déclarante . . . . .	65,7	13,1	23,8	9,1	668,4	16,6	28,8	19,3	- 7,0	410,1
4 non attribué . . . . .	6,7	-	4,2	9,1	69,7	11,2	0,3	2,5	28,6	111,5
Total des positions externes	264,8	124,1	233,5	476,6	3.221,1	237,7	150,0	242,5	509,9	3.179,5
dont: en monnaies étrangères et Ecus . . . . .	165,0	82,7	184,2	344,1	2.331,4	189,1	92,0	173,6	395,1	2.466,2
Positions internes en monnaies étrangères:										
5 interbancaires <sup>1</sup> . . . . .	51,2	14,3	52,5	126,8	566,0	48,4	15,1	65,1	95,8	531,6
6 sur entités non bancaires <sup>2</sup> . . . . .	19,4	13,2	12,3	20,9	185,7	6,3	6,7	7,1	17,4	90,6
Total des positions internes	70,6	27,5	64,8	147,7	751,7	53,7	20,8	72,2	113,2	622,2
Montant total des positions en monnaies étrangères . . . . .	235,6	110,2	249,0	491,8	3.083,1	242,8	112,8	245,8	508,3	3.088,4

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 Bahreïn 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.

<sup>1</sup> Pour les banques situées en Europe, au Canada et au Japon uniquement. Dans le cas des banques au Japon, ces chiffres comprennent aussi les positions vis-à-vis des entités non bancaires. <sup>2</sup> Pour les banques situées en Europe et au Canada uniquement.

étrangères a plus que doublé, puisqu'elle est passée de \$64,8 milliards à \$147,7 milliards.

L'expansion très vive de l'activité bancaire internationale a découlé en grande partie du gonflement des opérations interbancaires au sein de la zone déclarante, qui a représenté pas moins de 90% de l'augmentation des avoirs extérieurs des banques déclarantes. Comme on l'a déjà expliqué, ce dynamisme inhabituel du marché interbancaire peut être imputé à plusieurs facteurs: plus grande participation des banques aux marchés de titres, anticipations et opérations d'arbitrage en matière de taux d'intérêt, rôle croissant des banques japonaises ayant traditionnellement une part élevée de créances interbancaires et ouverture du marché extraterritorial du Japon.

*Origines et emplois des fonds bancaires internationaux.* L'augmentation exceptionnellement rapide des agrégats bancaires internationaux l'année dernière s'est accompagnée d'une reprise considérable de la croissance tendancielle des crédits. Après déduction des duplications d'écritures résultant des dépôts successifs

de fonds entre banques déclarantes, on peut estimer que le montant total des prêts dans le secteur bancaire international s'est accru de \$160 milliards l'an passé, soit une progression une fois et demie plus forte qu'en 1985. En outre, plus encore qu'en 1985, l'expansion a été presque intégralement circonscrite à la zone déclarante, les nouvelles créances sur les pays de cette zone représentant environ 90% des emplois finals des nouveaux fonds (voir tableau ci-dessous).

Origines et emplois des fonds bancaires internationaux (estimations)

	Flux corrigés de l'évolution des taux de change						Stocks à fin 1986
	1981	1982	1983	1984	1985	1986	
	en milliards de dollars EU						
Emplois							
Zone déclarante . . . . .	92	42	52	77	77	142	1.032
Hors zone . . . . .	66	39	28	13	24	9	668
Non attribué . . . . .	7	14	5	-	4	9	70
Total . . . . .	165	95	85	90	105	160	1.770
Origines							
Zone déclarante . . . . .	137	93	81	61	83	138	1.248
Hors zone . . . . .	17	-12	1	29	19	- 7	410
Non attribué . . . . .	11	14	3	-	3	29	112
Total . . . . .	165	95	85	90	105	160	1.770
Montant net							
Zone déclarante . . . . .	-45	-51	-29	16	- 6	4	-216
Hors zone . . . . .	49	51	27	-16	5	16	258
Non attribué . . . . .	- 4	-	2	-	1	-20	- 42

Le dynamisme de l'activité de prêt au sein de la zone a résulté en grande partie de l'absorption par les banques déclarantes elles-mêmes de fonds internationaux destinés à des prêts internes (plus de \$90 milliards), mais les crédits directs à la clientèle non bancaire ont, eux aussi, enregistré une forte augmentation (+\$51 milliards, soit 9%). La part du Japon, du Royaume-Uni et des Etats-Unis dans les emprunts de la zone déclarante a été supérieure à 75%. Les banques aux Etats-Unis semblent avoir utilisé environ \$24 milliards de ressources externes pour des opérations internes, tandis que les entités non bancaires américaines ont emprunté directement \$16 milliards auprès des banques déclarantes à l'étranger. Au Japon, les banques ont importé quelque \$35 milliards de fonds en devises étrangères, qui ont servi principalement à des prêts locaux nets en ces monnaies et ont sans doute financé une grande partie des acquisitions de titres étrangers par les résidents. Par ailleurs, le recours direct du secteur non bancaire japonais à l'emprunt auprès de banques à l'étranger s'est élevé à \$4,3 milliards. Au Royaume-Uni, le secteur non bancaire s'est procuré \$17,4 milliards sur l'euromarché ou auprès de banques à l'étranger, une part considérable de ces emprunts ayant été effectuée par des maisons de titres sous contrôle étranger.

D'autres grands emprunteurs du secteur non bancaire, tant sous forme de fonds externes que de devises étrangères sur le marché local, ont été les résidents des Pays-Bas (\$4,9 milliards), qui semblent avoir ainsi financé une partie substantielle de leurs achats de titres étrangers, et les entités non bancaires suisses (\$3,5 milliards). En revanche, les emprunteurs espagnols, allemands et français ont réduit le montant de leurs engagements auprès des banques déclarantes de \$4,8 milliards, \$4 milliards et \$2,3 milliards respectivement.

Du côté origines du marché, les nouveaux fonds identifiés en provenance de la zone déclarante se sont élevés au total à \$138 milliards, soit \$55 milliards de plus que l'année précédente. Cette accélération s'explique en grande partie par les nouveaux dépôts identifiés d'entités non bancaires, qui ont plus que doublé, passant de \$30 milliards en 1985 à \$75 milliards. Malgré le phénomène de mobiliérisation, il s'est agi là de la plus forte augmentation annuelle jamais enregistrée. En outre, on peut estimer à \$5 milliards environ le montant des fonds acheminés sur les marchés par l'intermédiaire des comptes fiduciaires de banques situées en Suisse et l'on peut imputer une part notable de l'accroissement de \$29 milliards du poste «Non attribué» à l'émission par les banques déclarantes de titres négociables, dont l'essentiel a, selon toute probabilité, été acquis par des résidents de la zone déclarante. Les fonds émanant de la zone déclarante ont été apportés pour près de \$60 milliards par les banques elles-mêmes. Les banques situées en Allemagne et au Japon ont été de gros exportateurs nets de fonds libellés en monnaie nationale (\$24 milliards et \$15 milliards respectivement). Un montant substantiel de nouveaux fonds internationaux (\$12,6 milliards) a également été fourni par l'intermédiaire des banques se trouvant dans les centres extraterritoriaux déclarants.

En ce qui concerne l'offre de dépôts non bancaires au sein de la zone déclarante, les résidents allemands ont été, pour la première fois, les plus gros fournisseurs de nouveaux fonds au marché des euromonnaies. Ils ont accru leurs nouveaux dépôts (à peine \$2 milliards en 1985 et \$17 milliards en 1986), doublant ainsi quasiment l'encours de leurs avoirs sur l'euromarché. Cette évolution semble s'expliquer principalement par le net gonflement de la liquidité du secteur non bancaire allemand et le plus grand attrait des taux servis sur les dépôts en eurodeutsche marks. Grâce aux retraits de dépôts officiels sur le marché de l'eurodeutsche mark, à la forte demande de fonds en eurodeutsche marks pour le financement d'achats d'obligations en deutsche marks et à l'abaissement des coefficients de réserves obligatoires en Allemagne applicables également aux fonds importés de l'euromarché, les banques allemandes ont été en mesure d'offrir aux clients de première catégorie des taux créditeurs plus favorables sur le marché de l'eurodeutsche mark que sur le plan interne.

Les résidents américains, qui sont traditionnellement les plus gros fournisseurs de fonds du secteur non bancaire à l'euromarché, ont renforcé de \$14,1 milliards, soit de 8%, l'encours de leurs dépôts auprès des banques déclarantes. En outre, les dépôts des résidents non bancaires au Royaume-Uni ont enregistré une forte expansion (\$13,8 milliards), qui a revêtu pour l'essentiel la forme de dépôts en devises étrangères auprès de banques situées au Royaume-Uni. L'augmentation des avoirs, de la part du secteur non bancaire dans les autres pays déclarants et dans les centres extraterritoriaux, s'est également vivement accélérée. Les plus fortes progressions ont été enregistrées par les résidents des pays du Benelux (\$9 milliards), des Bermudes (\$2,7 milliards), du Panama (\$2,2 milliards) et du Canada (\$2,1 milliards).

*Evolution des opérations des banques déclarantes avec les pays extérieurs à leur zone.*  
Entre 1985 et 1986, les nouveaux prêts aux pays extérieurs à la zone déclarante ont accusé une chute brutale, tombant de \$24 milliards à \$9 milliards, leur niveau le plus bas depuis la fin des années soixante. Comme ces pays ont

prélevé \$7 milliards sur leurs dépôts auprès des banques déclarantes, ils ont été au total utilisateurs nets de fonds, à hauteur de \$16 milliards, l'année dernière. Ces chiffres globaux masquent des différences importantes entre les divers pays et sous-groupes, qui résultent de divergences en matière de balances des paiements et d'accès aux marchés internationaux des capitaux. On notera à cet égard la persistance du clivage entre emprunteurs jouissant d'une bonne cote de crédit et pays en proie à des problèmes de financement extérieur. Par ailleurs, les créances des banques déclarantes sur les pays débiteurs en difficulté ont été de plus en plus affectées par des facteurs non liés aux flux effectifs de fonds. Les plus importants d'entre eux, dont on peut estimer approximativement l'incidence globale entre environ \$3 milliards et \$4 milliards, ont été les conversions

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

Positions des banques déclarantes sur les groupes de pays suivants:	Flux à taux de change constants en fin de trimestre							Stocks à fin 1986
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	
	en milliards de dollars EU							
<b>Pays de l'OPEP<sup>2</sup></b>								
Créances	7,0	4,2	8,2	9,8	- 1,9	0,2	- 0,2	116,4
Engagements	41,9	3,2	-18,2	-13,0	2,1	7,6	-22,1	143,8
Position nette <sup>3</sup>	-34,9	1,0	26,4	22,8	- 4,0	- 7,4	21,9	-27,4
<i>Pour mémoire:</i>								
Réserves de change <sup>4</sup>	14,2	- 8,8	- 7,5	- 8,3	- 3,4	6,4	-14,0	47,1
Balances des paiements courants	107,0	53,5	- 8,5	-20,5	- 6,5	5,0	-30,5	
<b>PVD non membres de l'OPEP</b>								
Créances	38,9	39,9	19,8	12,6	9,8	11,1	0,1	365,1
Engagements	4,0	9,5	4,6	10,4	19,3	5,7	11,4	195,3
Position nette <sup>3</sup>	34,9	30,4	15,2	2,2	- 9,5	5,4	-11,3	169,8
<i>Pour mémoire:</i>								
Réserves de change <sup>4</sup>	- 1,8	- 0,1	- 2,5	8,5	17,5	4,5	23,9	113,3
Balances des paiements courants	-57,5	-83,5	-68,0	-50,0	-23,0	-26,0	-15,5	
<b>Autres pays développés</b>								
Créances	15,4	16,8	16,0	7,2	6,3	6,8	4,8	113,8
Engagements	5,7	3,8	- 0,1	1,3	3,1	3,2	3,8	41,6
Position nette <sup>3</sup>	9,7	13,0	16,1	5,9	2,2	3,6	1,0	72,2
<i>Pour mémoire:</i>								
Réserves de change <sup>4</sup>	1,2	- 1,6	1,8	2,4	- 1,0	- 1,2	7,5	20,6
Balances des paiements courants	-15,2	-22,8	-21,3	-12,4	-15,4	-11,0	- 8,8	
<b>Europe de l'Est</b>								
Créances	6,8	4,8	- 4,6	- 1,1	- 0,1	5,7	4,4	73,1
Engagements	0,9	0,1	2,0	2,7	4,3	2,8	- 0,1	29,4
Position nette <sup>3</sup>	5,9	4,7	- 6,6	- 3,8	- 4,4	2,9	4,5	43,7

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.

<sup>1</sup> 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 extraterritoriales 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 extraterritoriaux à Bahreïn et toutes les banques extraterritoriales 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. <sup>2</sup> Comprend, en outre, Bahreïn (jusqu'à fin 1983), Brunei, Oman et Trinité-et-Tobago. <sup>3</sup> Un signe moins (-) correspond à des dépôts nets. <sup>4</sup> Aux taux de change courants.

de dettes en participations ou en exigibilités internes, les cessions de créances à des entités autres que les banques déclarantes et les transferts de créances à des organismes d'assurance du crédit à l'exportation (voir page 136).

Les nouveaux prêts aux pays en développement non membres de l'OPEP, qui s'étaient redressés au cours de 1985, se sont quasiment interrompus l'année dernière, mais en même temps ces pays ont renforcé de \$11,4 milliards l'encours de leurs avoirs bancaires. Ce résultat a été, toutefois, très influencé par Taïwan, dont les énormes gains de réserves officielles ont été pour une large part redéposés auprès des banques déclarantes. Si l'on exclut Taïwan, la diminution des avoirs et engagements des banques déclarantes vis-à-vis des pays en développement non membres de l'OPEP ressort à \$3,8 milliards et \$2,9 milliards respectivement. Contrairement à Taïwan, d'autres pays d'Asie ont soit réduit leurs dettes bancaires, soit accru très modérément leurs emprunts. La Chine et l'Inde ont obtenu chacune \$0,8 milliard de nouveaux crédits, tandis que la Corée du Sud, dont la balance des paiements a enregistré une nette amélioration, a remboursé \$2,3 milliards, tout en prélevant parallèlement \$1,7 milliard sur ses dépôts. La Chine a, elle aussi, abaissé ses dépôts, de \$0,7 milliard, et est ainsi devenue le principal utilisateur net de nouveaux fonds (\$1,5 milliard) octroyés par les banques déclarantes à ce groupe; en 1985, cependant, ses emprunts nets avaient atteint \$10,2 milliards.

**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 1986
	1979	1980	1981	1982	1983	1984*	1985	1986	
	en milliards de dollars EU								
<b>Avoirs</b>									
Amérique latine	23,2	27,4	30,5	12,1	8,3	5,3	1,7	- 1,6	221,8
Moyen-Orient . .	1,2	2,1	2,3	1,7	0,3	- 0,4	0,2	- 0,6	16,9
Afrique . . . . .	2,7	2,0	2,0	1,7	0,6	0,1	0,9	- 0,4	22,8
Asie . . . . .	8,2	7,4	5,1	4,3	3,4	4,8	8,3	2,7	103,6
<b>Total . . . . .</b>	<b>35,3</b>	<b>38,9</b>	<b>39,9</b>	<b>19,8</b>	<b>12,6</b>	<b>9,8</b>	<b>11,1</b>	<b>0,1</b>	<b>365,1</b>
<b>Engagements</b>									
Amérique latine	4,9	- 0,9	4,7	- 1,9	5,8	10,1	0,4	0,4	70,8
Moyen-Orient . .	1,7	2,7	1,5	1,8	- 0,9	- 1,6	1,5	- 0,5	22,7
Afrique . . . . .	1,8	0,7	0,5	- 0,8	0,2	1,0	1,4	- 0,2	12,6
Asie . . . . .	3,9	1,5	2,8	5,5	5,3	9,8	2,4	11,7	89,2
<b>Total . . . . .</b>	<b>12,3</b>	<b>4,0</b>	<b>9,5</b>	<b>4,6</b>	<b>10,4</b>	<b>19,3</b>	<b>5,7</b>	<b>11,4</b>	<b>195,3</b>

\* 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 Bahreïn et aux Antilles néerlandaises ainsi que de l'ensemble des banques sises aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Hong Kong et à Singapour.

En Amérique latine, le seul gros emprunteur de fonds a été l'Argentine, qui a opéré un nouveau prélèvement (\$1,6 milliard) sur le montage financier mis sur pied avec les banques en 1985. Les créances des banques sur les autres pays d'Amérique latine ont diminué ou sont restées quasiment stables. Les créances sur le Mexique, en particulier, ont fléchi de \$1,5 milliard. En même temps, les dépôts de ce pays auprès des banques déclarantes, qui s'étaient

contractés de \$1,5 milliard pendant les neuf premiers mois de l'année, ont enregistré un gonflement de \$1,9 milliard au quatrième trimestre à la suite d'un rapatriement massif de capitaux évadés. La réduction de \$0,7 milliard des avoirs des banques sur le Chili a résulté essentiellement de conversions de dettes en participations. Le Brésil a abaissé de \$1,3 milliard ses dépôts auprès des banques déclarantes et n'a pas emprunté de nouveaux fonds. Les créances des banques déclarantes sur la Colombie, seul grand pays d'Amérique latine à ne pas avoir effectué de rééchelonnement de dettes, sont restées inchangées, malgré la mise à disposition d'un prêt de \$1 milliard signé en décembre 1985 avec ses banques créancières, alors que ses dépôts se sont renforcés de \$0,7 milliard.

Le groupe des pays de l'OPEP a fait face en 1986 à la réduction de ses avoirs de change due à la chute des prix du pétrole, non pas en effectuant de nouveaux emprunts, mais en prélevant \$22,1 milliards sur ses dépôts auprès des banques déclarantes. A la fin de l'année, les créances nettes cumulées de ces pays envers les banques déclarantes ne s'élevaient qu'à \$27,4 milliards, contre \$48,7 milliards douze mois auparavant et \$96,7 milliards, leur niveau maximum, en mars 1981. A l'exception des Emirats Arabes Unis et du Nigeria, qui ont renforcé leurs dépôts de \$1,1 milliard et \$0,4 milliard respectivement, les prélèvements ont été assez généralisés; ils se sont révélés particulièrement importants pour l'Arabie Saoudite (-\$7,8 milliards), le Venezuela (-\$4,9 milliards), l'Iran (-\$3 milliards), le Koweït (-\$2,9 milliards), l'Indonésie (-\$2 milliards) et l'Algérie (-\$1,7 milliard). Du côté des emprunts, en revanche, il y a eu de très grandes divergences entre les différents pays. Les créances des banques déclarantes ont diminué de \$1,4 milliard et de \$0,8 milliard respectivement à l'égard du Venezuela et du Koweït, mais elles se sont accrues de \$1,5 milliard envers l'Algérie et de \$1,3 milliard à l'égard de l'Irak.

Les créances sur les pays d'Europe de l'Est, qui avaient augmenté de \$5,7 milliards en 1985, ont encore progressé de \$4,4 milliards. L'essentiel de cette expansion du crédit a été le fait de l'Union Soviétique (\$4,1 milliards), dont les revenus en monnaies convertibles se sont nettement amenuisés en raison de la chute du prix du pétrole. Les créances déclarées sur la Pologne ont diminué de \$0,8 milliard, ce qui s'explique sans doute en grande partie par des transferts de créances aux organismes officiels d'assurance du crédit à l'exportation et par des annulations pures et simples de créances. La République démocratique allemande et la Bulgarie, dont les nouveaux emprunts se sont élevés à \$0,6 milliard et \$0,5 milliard respectivement, ont figuré au nombre des autres grands emprunteurs de ce groupe.

Les pays développés hors de la zone déclarante ont emprunté \$4,8 milliards tout en renforçant de \$3,8 milliards leurs dépôts auprès des banques déclarantes. Les plus gros emprunteurs de ce groupe ont été l'Australie, la Nouvelle-Zélande et la Turquie, qui ont reçu \$6,8 milliards, \$2,5 milliards et \$1,4 milliard respectivement, mais ces trois pays ont aussi sensiblement accru leurs dépôts. La progression des créances des banques déclarantes sur l'Australie et la Nouvelle-Zélande a résulté en grande partie d'achats de titres émis par des emprunteurs de ces pays. Des réductions importantes de l'encours des crédits bancaires ont été enregistrées pour l'Afrique du Sud (-\$1,9 milliard), le Portugal (-\$1,8 milliard), la Grèce (-\$1,3 milliard) et la Yougoslavie (-\$0,9 milliard).

*Evolution dans les divers centres.* En ce qui concerne le rôle des divers centres, le trait marquant a été, une fois de plus, l'importance croissante du Japon en tant que place financière. Les avoirs extérieurs des banques sises au Japon ont connu l'année dernière un essor de \$127,4 milliards, soit de 58%. Comme les engagements externes ont enregistré une augmentation encore plus forte, la position créditrice extérieure nette des banques au Japon, qui s'était élevée à \$15,3 milliards à la fin de 1985, a été éliminée. Bien que l'activité ait été très vive tout au long de l'année, sous l'effet de trois ans de libéralisation progressive mais ininterrompue, l'expansion est intervenue pour près de moitié au dernier trimestre, à la suite de l'ouverture du marché extraterritorial du Japon, début décembre. A la fin de 1986, les créances externes comptabilisées dans les unités extraterritoriales nouvellement établies ont atteint \$88,7 milliards, soit 26% du montant total des créances extérieures des banques au Japon. A la fin de mars 1987, elles avaient encore progressé et s'établissaient à \$116,1 milliards.

Certaines similitudes existent entre le marché extraterritorial du Japon et les facilités bancaires internationales (IBF) aux Etats-Unis. En effet, ces centres

**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 1986	
	Avoirs				Engagements				Avoirs	Engagements
	1981	1984	1985	1986	1981	1984	1985	1986		
	en milliards de dollars EU									
Royaume-Uni . . . . .	79,5	23,1	30,7	86,7	78,7	35,6	45,7	97,4	714,5	758,9
France . . . . .	9,1	8,2	7,4	9,4	14,9	6,6	4,7	12,2	188,0	181,2
Allemagne fédérale . . . . .	7,4	7,4	19,4	38,8	1,5	5,5	6,4	11,0	158,3	99,4
Luxembourg . . . . .	6,2	7,3	9,6	15,2	4,1	5,8	9,5	16,6	141,1	130,5
Belgique . . . . .	8,8	10,8	16,1	22,6	9,8	12,4	16,9	23,6	124,6	142,9
Suisse . . . . .	5,1	2,2	9,1	10,3	2,8	1,0	8,1	9,6	95,6	61,4
Pays-Bas . . . . .	7,4	3,9	5,2	5,9	4,6	1,7	4,2	9,7	88,1	83,3
Italie . . . . .	6,4	2,9	8,7	3,8	4,4	6,6	5,7	8,5	58,1	79,9
Autriche . . . . .	2,4	1,9	5,2	6,0	1,8	3,8	5,6	6,8	45,7	49,1
Espagne . . . . .		1,3	1,7	2,9		0,6	- 1,3	4,4	23,7	23,8
Danemark . . . . .	0,7	1,2	4,1	- 1,2	0,6	1,4	4,8	- 0,9	11,5	12,0
Suède . . . . .	0,1	-	1,6	1,2	1,9	- 0,3	3,0	3,4	10,8	23,6
Autres pays européens déclarants <sup>1</sup> . . . . .	0,8	2,2	1,3	3,5	0,9	3,6	4,8	7,4	16,8	37,9
<b>Total des pays européens déclarants . . . . .</b>	<b>133,9</b>	<b>72,4</b>	<b>120,1</b>	<b>205,1</b>	<b>126,0</b>	<b>84,3</b>	<b>118,1</b>	<b>209,7</b>	<b>1.676,8</b>	<b>1.683,9</b>
IBF aux Etats-Unis . . . . .	63,4	17,1	11,8	29,5	48,3	19,4	16,2	44,2	234,3	240,3
Autres banques aux Etats-Unis . . . . .	12,3	- 2,5	- 8,8	18,3	-10,0	12,6	22,1	27,4	234,4	201,0
<b>Ensemble des banques aux Etats-Unis . . . . .</b>	<b>75,7</b>	<b>14,6</b>	<b>3,0</b>	<b>47,8</b>	<b>38,3</b>	<b>32,0</b>	<b>38,3</b>	<b>71,6</b>	<b>468,7</b>	<b>441,3</b>
Japon . . . . .	20,7	21,9	53,4	127,4	21,8	23,8	41,4	148,1	345,3	346,0
dont:										
<i>marché extraterritorial</i> . . . . .				88,7				88,0	88,7	88,0
Canada . . . . .	2,7	1,8	2,0	6,7	18,0	1,2	2,4	3,5	53,0	69,7
Autres pays déclarants <sup>2</sup> . . . . .	31,8	13,4	55,0	89,6	33,6	8,7	42,3	77,0	677,3	638,6
<b>Total . . . . .</b>	<b>264,8</b>	<b>124,1</b>	<b>233,5</b>	<b>476,6</b>	<b>237,7</b>	<b>150,0</b>	<b>242,5</b>	<b>509,9</b>	<b>3.221,1</b>	<b>3.179,5</b>

<sup>1</sup> Comprend l'Irlande et, à partir de 1984, également la Finlande et la Norvège. <sup>2</sup> 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 extraterritoriaux à Bahreïn et toutes les banques extraterritoriales opérant aux Antilles néerlandaises.

extraterritoriaux, hors de l'activité bancaire nationale, sont soumis à une réglementation monétaire moins stricte et bénéficient d'un statut fiscal privilégié; au Japon, cet avantage se limite cependant à l'exonération de la retenue à la source sur les arrérages des valeurs à revenu fixe en faveur des non-résidents. Le marché extraterritorial du Japon a pour autre caractéristique importante d'avoir élargi l'accès des banques japonaises plus petites aux opérations financières internationales.

Si, aux Etats-Unis, les succursales et établissements des banques étrangères sont à l'origine d'une grande partie de l'activité des IBF, le marché extraterritorial du Japon semble avoir surtout été utilisé jusqu'à présent par les banques japonaises. On peut expliquer ce contraste par la plus grande importance des banques étrangères aux Etats-Unis et par le fait que le marché extraterritorial japonais offre comparativement moins d'avantages aux institutions financières étrangères.

L'ouverture du marché extraterritorial du Japon s'est traduite immédiatement par l'expansion des opérations avec les succursales des banques nippones à l'étranger, notamment celles des marchés extraterritoriaux d'Asie. Les positions externes entre établissements des banques japonaises dans le monde se sont accrues, selon les estimations, d'environ \$80 milliards au quatrième trimestre de 1986. Cette progression apparaît surtout dans les créances externes des banques situées dans d'autres centres extraterritoriaux, en particulier Hong Kong et Singapour, qui se sont renforcées du montant record de \$44,3 milliards.

Le secteur bancaire américain a continué de contribuer au financement du déficit de la balance des paiements courants de ce pays, l'année dernière. Les créances externes des banques aux Etats-Unis, qui n'avaient quasiment pas augmenté en 1985, se sont accrues de \$47,8 milliards, mais les engagements ont enregistré une progression encore plus forte. Aussi la position créditrice extérieure nette des banques s'est-elle encore contractée, de \$23,8 milliards, pour s'établir à \$27,4 milliards, ce qui représente un fléchissement de plus de \$100 milliards par rapport à son niveau maximum de mars 1983. Autre développement caractéristique de l'activité des banques sises aux Etats-Unis: l'accroissement marqué des prêts en devises aux non-résidents, qui se sont renforcés de \$5,8 milliards, soit de 30%, l'année dernière.

La croissance des créances extérieures des banques dans les pays européens déclarants s'est, elle aussi, fortement accélérée entre 1985 et 1986 (de \$120 milliards à \$205 milliards), 10% environ de la progression en 1986 ayant revêtu la forme d'achats de titres internationaux. Les banques au Royaume-Uni ont représenté, à elles seules, \$86,7 milliards, soit 42%, de cette expansion. Les banques japonaises situées à Londres, où elles constituent le plus grand groupe national, ont contribué pour plus de \$70 milliards à cet accroissement. Les banques nippones semblent aussi être en grande partie à l'origine de l'augmentation de \$22,6 milliards des avoirs extérieurs des banques en Belgique. Cependant, contrairement à l'observation faite pour Londres, l'essentiel de ce mouvement n'a pas porté sur le dollar, mais surtout sur le franc suisse et l'Ecu.

Après les banques du Royaume-Uni, ce sont celles qui opèrent en Allemagne qui ont enregistré la plus forte expansion de leurs avoirs externes, soit \$38,8 milliards, en monnaie nationale essentiellement. Alors que dans tous

les autres pays européens déclarants, à l'exception de la Suisse, les banques ont été importateurs nets de fonds de l'étranger, les banques allemandes ont renforcé de \$27,8 milliards, l'année dernière, leur position créditrice extérieure nette.

*Structure par nationalité de l'activité bancaire internationale.* Considérée sous l'angle de la nationalité des maisons mères des banques déclarantes, l'évolution de l'activité bancaire internationale en 1986 a été quelque peu inégale. Près de 57% de l'augmentation de \$725,8 milliards (en dollars courants) du total des créances bancaires internationales – soit créances extérieures plus créances locales en monnaies étrangères – a été le fait des banques japonaises, dont la part dans l'activité totale a progressé de 26% à presque 33%. Les raisons de la vive expansion des banques japonaises ont déjà été présentées au début de ce chapitre; il convient cependant de noter que près de 42% de l'augmentation des avoirs internationaux des banques japonaises a représenté des créances sur des établissements du même groupe. Si l'on exclut ces positions intrabancaires, on constate que le taux de croissance de l'activité bancaire internationale des établissements japonais (47%) n'a pas été très différent de celui des banques allemandes et suisses (aux alentours de 40% dans chaque cas), mais que, s'agissant des banques d'Allemagne et de Suisse, les effets de change sont toutefois à l'origine d'une part beaucoup plus grande des accroissements observés.

Avoirs bancaires internationaux selon le pays d'origine des banques\*

Pays d'origine de la banque	Décembre 1984		Décembre 1985		Décembre 1986	
	en milliards de dollars EU	part (en %) dans le total des avoirs	en milliards de dollars EU	part (en %) dans le total des avoirs	en milliards de dollars EU	part (en %) dans le total des avoirs
France . . . . .	200,7	8,9	233,7	8,7	276,1	8,1
Allemagne fédérale . . . . .	143,2	6,4	191,2	7,1	270,0	7,9
Italie . . . . .	90,6	4,0	113,2	4,2	145,1	4,3
Japon . . . . .	517,9	23,0	706,7	26,4	1.117,7	32,8
Suisse . . . . .	82,9	3,7	109,2	4,1	152,0	4,5
Royaume-Uni . . . . .	168,9	7,5	192,2	7,2	211,7	6,2
Etats-Unis . . . . .	594,5	26,4	589,5	22,0	598,3	17,6
Divers . . . . .	450,7	20,1	544,8	20,3	635,4	18,6
Total . . . . .	2.249,4	100,0	2.680,5	100,0	3.406,3	100,0

\* Ce tableau présente les avoirs internationaux, c'est-à-dire les avoirs externes en toutes monnaies plus les avoirs en devises étrangères à l'égard des résidents locaux, des établissements bancaires situés dans les dix-sept pays suivants: Allemagne, Autriche, Belgique, Luxembourg, Canada, Danemark, Espagne, Etats-Unis (avoirs externes en monnaie nationale uniquement), Finlande (à partir de fin 1985), France, Irlande, Italie, Japon, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède et Suisse. Les avoirs internationaux des banques américaines comprennent également les avoirs externes déclarés par les succursales des banques américaines aux Bahamas, aux îles Caïmans, au Panama, à Hong Kong et à Singapour. Les avoirs internationaux indiqués dans ce tableau sont classés selon le pays d'origine des banques déclarantes.

Dans les autres pays, l'expansion a été plus modérée. Les banques américaines, qui ont continué à réexaminer leur rôle international, ont augmenté leurs avoirs internationaux de tout juste 2%, et leur part de marché s'est à nouveau réduite, pour revenir à 17,6%, soit guère plus de la moitié de celle des banques japonaises, alors qu'il y a deux ans, à la fin de 1984, elle leur était encore supérieure. Les créances bancaires internationales des banques françaises et britanniques se sont développées de 18% et 10% respectivement.

**Différentes catégories d'avoirs et d'engagements bancaires internationaux selon le pays d'origine des banques**

Pays d'origine de la banque	Variations au cours de 1986				Stocks à fin 1986			
	Etablis- sements du même groupe	Autres banques	Entités non bancaires <sup>1</sup>	Titres <sup>2</sup>	Etablis- sements du même groupe	Autres banques	Entités non bancaires <sup>1</sup>	Titres <sup>2</sup>
en milliards de dollars EU								
France								
Avoirs	4,3	25,1	12,7	0,3	33,7	155,6	86,4	0,4
Engagements	7,5	31,9	4,9	1,1	42,0	171,7	47,1	3,1
Allemagne fédérale								
Avoirs	4,4	63,7	10,6	0,1	17,8	172,1	79,7	0,4
Engagements	7,2	14,0	24,6	0,2	27,9	100,1	72,9	2,7
Italie								
Avoirs	1,7	19,7	10,4	0,1	5,2	103,3	36,3	0,3
Engagements	2,0	29,7	1,7	2,3	7,6	125,0	12,4	5,6
Japon								
Avoirs	171,3	142,4	97,4	- 0,1	363,3	444,6	307,8	2,0
Engagements	203,5	154,1	23,2	17,0	399,6	512,0	113,3	45,6
Suisse								
Avoirs	6,9	26,0	9,2	0,7	23,0	80,9	40,5	7,6
Engagements	15,7	15,1	5,3	- 2,2	55,5	31,7	37,9	7,9
Royaume-Uni								
Avoirs	4,1	9,8	5,9	- 0,3	29,1	101,6	79,2	1,8
Engagements	6,0	6,2	8,7	2,8	31,3	88,6	77,3	29,0
Etats-Unis								
Avoirs	4,7	7,0	- 2,7	- 0,2	252,8	179,9	163,0	2,6
Engagements	3,7	7,6	10,9	- 2,6	222,2	120,2	196,7	32,8
Divers								
Avoirs	16,1	44,8	28,9	0,8	85,0	303,7	242,2	4,5
Engagements	14,2	59,6	26,4	3,3	74,7	353,2	210,2	18,7
Total								
Avoirs	213,5	338,5	172,4	1,4	809,9	1.541,7	1.035,1	19,6
Engagements	259,8	318,2	105,7	21,9	860,8	1.502,5	767,8	145,4

<sup>1</sup> Comprend les avoirs et engagements envers les institutions monétaires officielles.

<sup>2</sup> Comprend les certificats de dépôt.

On constate également des différences sensibles dans la composition de l'expansion des avoirs et engagements internationaux des différents groupes bancaires nationaux. A elles seules, les banques japonaises représentent \$97,4 milliards, soit 56%, du total des prêts finals aux entités non bancaires. Ce financement a été couvert par des emprunts nets sur le marché interbancaire, des émissions de titres, des ressources collectées par des établissements du même groupe hors des centres déclarants et par des emprunts sur les marchés nationaux. Les emplois et ressources des banques italiennes et françaises font apparaître des caractéristiques passablement similaires. Les banques allemandes, en revanche, ont reçu d'importants montants du secteur non bancaire et ont fourni des quantités substantielles de fonds au marché interbancaire. Avec les banques canadiennes, les banques américaines, qui ont continué à recevoir directement des dépôts non bancaires pour des montants relativement élevés, ont été les seuls groupes nationaux à réduire leurs crédits au secteur non bancaire.

*Composition par monnaie de l'activité bancaire internationale et croissance du marché de l'Ecu.* Alors qu'au cours des années précédentes la part relative du dollar avait eu tendance à décroître, ce sont les activités en dollars qui expliquent

principalement l'expansion sensible des agrégats bancaires internationaux l'an dernier. Le total des prêts externes en dollars des banques sises dans les pays industriels déclarants a considérablement augmenté (+\$227,2 milliards), soit plus de quatre fois la progression de 1985 (voir tableau ci-dessous). Cette croissance s'est concentrée pour près de 60% sur les banques situées au Japon et au Royaume-Uni.

En dehors du compartiment du dollar, la plus forte accélération a encore été enregistrée dans le secteur du yen, qui a progressé de \$66,2 milliards, soit de 42%, et a représenté plus de 40% du total de l'accroissement des avoirs non libellés en dollars. Ce développement a été dû aux prêts extérieurs en yens d'établissements situés au Japon, alors que les actifs en euro-yens ont connu une progression de même ampleur qu'en 1985. Les créances en eurodeutsche marks n'ont pas augmenté, bien que les prêts en deutsche marks originaires d'Allemagne se soient vivement intensifiés. En revanche, les avoirs en eurosterling (+\$8,7 milliards) et en eurolires (+\$4 milliards) ont bénéficié d'une expansion relativement forte, due en grande partie aux emprunts effectués par les résidents du Royaume-Uni et d'Italie respectivement.

Répartition par monnaie des positions extérieures des banques déclarantes<sup>1</sup>

Monnaies		Flux corrigés de l'évolution des taux de change								Stocks à fin 1986	
		Avoirs				Engagements				Avoirs	Engagements
		1981	1984	1985	1986	1981	1984	1985	1986		
		en milliards de dollars EU									
Dollar EU	A	88,0	22,0	52,9	185,2	116,5	40,0	41,3	207,6	1.045,3	1.161,9
	B	74,4	8,8	1,4	42,0	38,4	27,9	33,5	60,9	443,6	411,8
Autres monnaies	A	45,2	34,7	64,1	62,9	39,0	32,7	78,2	106,6	560,4	621,8
	B	25,4	32,4	46,4	90,0	10,2	30,2	34,8	53,2	441,4	299,0
<i>dont:</i> <sup>2</sup>											
deutsche mark	A	15,8	10,6	13,5	—	10,2	16,4	16,0	28,8	208,8	236,0
	B	4,8	4,2	15,5	26,4	0,2	2,9	3,0	2,3	116,4	61,6
franc suisse	A	11,2	2,9	15,3	7,9	15,8	2,7	18,9	17,6	111,6	133,5
	B	2,6	1,6	2,8	3,3	2,4	1,0	2,4	1,4	49,2	15,9
yen	A	6,6	6,4	21,0	21,4	5,8	1,8	19,4	21,9	85,2	81,6
	B	5,2	11,9	22,1	44,8	1,7	11,3	17,9	29,9	137,9	91,5
livre sterling	A	3,7	5,0	4,8	8,7	0,3	4,7	7,1	10,1	32,6	38,2
	B	5,0	6,7	2,3	8,9	4,8	8,3	5,6	9,3	49,8	61,0
Ecus			12,8	13,7	6,9		10,5	12,4	4,6	53,1	46,4

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

<sup>1</sup> Positions des banques dans les pays industriels déclarants uniquement.

<sup>2</sup> A l'exclusion des positions des banques aux Etats-Unis.

Après plusieurs années de croissance rapide, l'activité bancaire en Ecus s'est nettement ralentie en 1986. La croissance des avoirs libellés en Ecus, y compris les créances sur les résidents, a chuté de \$16,6 milliards en 1985 à \$7 milliards (voir tableau page 122), soit de près de 45% à 10% environ. Comme les engagements en Ecus ont enregistré parallèlement une augmentation encore plus lente, le financement de l'activité en Ecus par les banques elles-mêmes par constitution d'Ecus à partir des monnaies composantes s'est accru de \$3 milliards, pour atteindre au total \$10,1 milliards.

Ce ralentissement de la croissance du marché de l'Ecu l'an dernier peut avoir deux explications. Tout d'abord, les incertitudes au sujet des taux de change relatifs à certaines monnaies du panier ont amoindri l'utilité de l'Ecu à des fins de couverture. En second lieu, l'écart d'intérêt positif entre l'Ecu et les dépôts en eurodeutsche marks s'est réduit. En conséquence, les dépôts en Ecus d'entités non bancaires de la CEE se sont contractés de \$0,8 milliard l'an dernier, après s'être élevés de \$2,6 milliards en 1985. Ce retournement a été presque entièrement le fait des résidents des pays du Benelux, qui avaient constitué le plus important groupe d'investisseurs au cours des années antérieures. En revanche, les nouveaux prêts finals aux entités non bancaires se sont poursuivis au même rythme qu'en 1985 (\$2 milliards), et les crédits aux non-résidents de la CEE se sont accrus de près de 100%.

*Marché des prêts consortiaux.* Après avoir touché en 1985 son plus bas niveau depuis dix ans, l'activité du marché des prêts consortiaux a montré quelques signes de reprise, le total des nouveaux crédits internationaux annoncés s'étant redressé de \$21,1 milliards à \$37,8 milliards en 1986 (voir tableau page 124). Sur ce dernier chiffre, toutefois, \$8 milliards ont représenté des facilités à moyen terme mises sur pied pour certains pays débiteurs en difficulté, tandis qu'en 1985 les crédits non spontanés de cette nature n'avaient atteint que \$2,3 milliards. A l'exception des pays de l'Europe de l'Est, le recours accru aux prêts consortiaux a concerné tous les groupes de pays, mais on note une accélération particulièrement sensible dans les pays déclarants eux-mêmes (de \$7,1 milliards en 1985 à \$14,7 milliards). Les facilités les plus importantes ont été montées en faveur d'emprunteurs aux Etats-Unis (\$3,8 milliards), en France

Structure du marché bancaire de l'Ecu

	Avoirs				Engagements			
	Flux <sup>1</sup>			Stocks à fin 1986	Flux <sup>1</sup>			Stocks à fin 1986
	1984	1985	1986		1984	1985	1986	
	en milliards de dollars EU							
Positions sur entités non bancaires:								
internes . . . . .	2,6	- 0,7	0,1	6,5	0,6	1,7	- 0,4	3,4
externes au sein de la CEE . . . . .	1,2	1,2	0,6	6,1	0,3	0,9	- 0,4	1,9
externes auprès de résidents hors CEE . . . . .	0,4	0,9	1,0	2,1	-	0,4	-	0,5
non attribué <sup>2</sup> . . . . .	0,6	0,6	0,3	2,2	0,2	0,3	-	0,9
Ensemble des positions sur entités non bancaires . . . . .	4,8	2,0	2,0	16,9	1,1	3,3	- 0,8	6,7
Positions sur banques:								
internes . . . . .	3,8	3,6	-	13,1	3,4	3,7	- 0,2	12,9
externes au sein de la CEE . . . . .	8,3	7,6	0,8	31,0	8,3	7,6	1,8	32,6
externes auprès de résidents hors CEE . . . . .	0,9	2,0	3,3	7,4	0,9	2,6	2,8	8,0
non attribué <sup>2</sup> . . . . .	1,4	1,4	0,9	4,3	0,8	0,6	0,4	2,4
Ensemble des positions interbancaires . . . . .	14,4	14,6	5,0	55,8	13,4	14,5	4,8	55,9
Total . . . . .	19,2	16,6	7,0	72,7	14,5	17,8	4,0	62,6

<sup>1</sup> A taux de change constants en fin de trimestre.

<sup>2</sup> Comprend les institutions internationales autres que la BRI.

(\$3,2 milliards) et en Italie (\$2,1 milliards). Les nouvelles facilités obtenues par les pays en développement (y compris les membres de l'OPEP) ont progressé de \$5,6 milliards à \$8,4 milliards (compte non tenu des montages financiers sous l'égide des autorités), les principaux bénéficiaires ayant été la Corée du Sud (\$1,3 milliard), l'Inde (\$1 milliard), l'Algérie et la Chine (\$0,9 milliard dans chaque cas).

Au cours du premier trimestre de 1987, notamment en raison des difficultés apparues sur le marché des NTV, les crédits consortiaux nouvellement annoncés ont encore connu une vive expansion, portant leur total à \$17,3 milliards, ce qui correspond à un volume annuel de près de \$70 milliards, le plus fort depuis 1982. Cette expansion s'est une nouvelle fois largement concentrée sur les pays déclarants, dont les chiffres ont été gonflés par l'annonce d'une facilité de crédit de \$5 milliards en faveur de British Petroleum.

### **Les marchés internationaux de titres**

*Le secteur à court terme.* Le marché des euro-effets a maintenu sa vive croissance en 1986, mais en se rapprochant davantage d'un marché international du papier commercial et en délaissant les dispositifs antérieurs par lesquels des groupes de banques garantissaient la mise à disposition des fonds si les circonstances devenaient défavorables. Le volume des nouvelles facilités d'euro-effets organisées s'est élevé de 40%, pour s'inscrire à \$69,5 milliards; à la fin de 1986, plus de 350 facilités avaient été mises sur pied. Le montant cumulé des effets émis dans le cadre de ces facilités semble avoir seulement totalisé \$35 milliards environ en fin d'année, mais il apparaîtrait que le taux d'utilisation est en hausse. Les facilités sans lien direct avec des garanties bancaires d'obtention de fonds ont représenté près de 80% des nouvelles opérations, sous forme essentiellement de facilités d'europapier commercial. En outre, un nombre croissant de facilités ont été mises sur pied sans limitation du montant autorisé à l'émission.

Bien que cette tendance à favoriser des montages de type papier commercial ait constitué en partie une réaction à l'imposition de normes de fonds propres sur les engagements hors bilan, des considérations de coût d'ordre plus général ont également joué un rôle. Outre l'exemption de garanties bancaires, nombre de nouvelles facilités ont en effet repris à leur compte les conditions plus souples en matière d'échéance, de tarification, de placement et de règlement qui caractérisent les marchés américains du papier commercial.

Tout en s'accroissant, le marché des euro-effets a renforcé ses liens avec les marchés internes et s'est ouvert à des monnaies autres que le dollar. Les facilités à composantes multiples, qui permettent aux emprunteurs de se procurer des ressources sous diverses formes, tant sur les marchés internes que sur l'euro-marché et dans plusieurs devises, ont représenté, l'an dernier, une proportion notable des nouveaux dispositifs. Qui plus est, l'intégration des secteurs nationaux et internationaux s'est effectuée sous la forme d'un rétrécissement de l'écart de coûts. Ce que l'on sait du marché du dollar américain donne à penser que, si les taux d'intérêt afférents à l'europapier sont supérieurs à ceux des émissions sur le marché interne américain pour des emprunteurs comparables, cet écart est compensé par des commissions de courtage plus faibles. Le développement connexe de nouveaux marchés nationaux du papier commercial a

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

Emprunteurs Types d'instruments	Etats-Unis	Autres pays industriels déclarants <sup>1</sup>	Autres pays développés	Europe de l'Est	Pays en développement (OPEP comprise)	Divers <sup>2</sup>	Total
	en milliards de dollars EU						
<b>Emissions d'obligations internationales</b>							
1981	7,2	24,1	1,6	-	3,2	7,9	44,0
1982	15,3	37,6	4,0	-	3,1	11,6	71,6
1983	7,9	43,8	3,6	-	1,8	14,9	72,0
1984	24,8	60,8	6,1	0,1	2,7	13,4	107,9
1985	40,2	87,2	9,5	0,4	6,2	20,2	163,7
1986	40,7	140,7	15,6	0,6	2,9	19,8	220,3
1987 1er trimestre	9,4	38,7	4,0	0,3	0,4	6,9	59,7
<b>Facilités d'euro-effets<sup>3</sup></b>							
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	3,0	9,6	4,8	0,1	0,6	0,7	18,8
1985	16,6	20,8	9,8	0,1	1,0	1,2	49,5
1986	18,3	37,4	11,0	0,1	1,0	1,7	69,5
1987 1er trimestre	2,7	10,1	2,9	-	0,1	0,2	16,0
<b>Ensemble des marchés de titres</b>							
1981	7,2	24,1	2,1	-	3,7	7,9	45,0
1982	15,7	38,4	4,4	-	3,6	11,8	73,9
1983	8,3	45,4	4,6	0,1	2,0	14,9	75,3
1984	27,8	70,4	10,9	0,2	3,3	14,1	126,7
1985	56,8	108,0	19,3	0,5	7,2	21,4	213,2
1986	59,0	178,1	26,6	0,7	3,9	21,5	289,8
1987 1er trimestre	12,1	48,8	6,9	0,3	0,5	7,1	75,7
<b>Crédits bancaires consortiaux<sup>4</sup></b>							
1981	8,3 <sup>5</sup>	30,8	6,0	1,1	48,0	2,3	96,5 <sup>5</sup>
1982	7,0	23,0	12,5	0,8	53,5	2,6	99,4 <sup>5</sup>
1983	3,4	13,7	5,6	0,7	26,7	1,7	51,8 <sup>5</sup>
1984	3,6	8,6	4,3	2,5	17,1	0,5	36,6 <sup>5</sup>
1985	2,1	5,0	2,3	3,7	7,9	0,1	21,1 <sup>5</sup>
1986	3,8	10,9	3,6	2,0	16,4	1,1	37,8 <sup>5</sup>
1987 1er trimestre	2,4	10,3	1,3	0,8	1,9	0,6	17,3

<sup>1</sup> Pays contribuant aux statistiques de la BRI sur l'activité bancaire internationale. <sup>2</sup> Centres extraterritoriaux, institutions internationales plus montants non attribués. <sup>3</sup> 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 cautionnées ou sans garanties/opérations sur Europaper commercial (ECP). <sup>4</sup> A l'exclusion des prêts existants nouvellement négociés où seules les marges appliquées sont modifiées. <sup>5</sup> 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. <sup>6</sup> Comprend les montants suivants de prêts bancaires non spontanés: \$11,2 milliards en 1982, \$13,7 milliards en 1983, \$6,5 milliards en 1984, \$2,3 milliards en 1985 et \$8 milliards en 1986.

Source: Banque d'Angleterre.

constitué également une caractéristique importante. Depuis la fin de 1985, de tels marchés ont été instaurés au Royaume-Uni, aux Pays-Bas et en France. Au Royaume-Uni, l'ouverture du marché au printemps de 1986 a été suivie d'un flot ininterrompu d'émissions, mais la croissance de l'activité a été freinée par la réglementation en vigueur. Compte non tenu des opérations sur papier commercial non plafonnées, un total de \$2 milliards de nouvelles facilités a été lancé, l'an dernier, pour un montant effectivement émis de moins de \$1 milliard à la fin de 1986. Après une vive progression au premier semestre de 1986, les nouvelles émissions de billets de trésorerie se sont ralenties en France, avoisinant \$4 milliards en fin d'année.

En ce qui concerne les instruments utilisés, la principale innovation de 1986 concerne le développement des facilités d'euro-effets à moyen terme. A l'instar du papier commercial, les euro-effets à moyen terme sont des notes non garanties émises en continu, mais dotées d'échéances plus longues allant de neuf mois à dix ans. Ces instruments, qui opèrent la jonction des secteurs à court et à long terme des marchés, offrent davantage de souplesse aux emprunteurs en ce qui concerne la structure des échéances, le volume et le calendrier des émissions. Aux Etats-Unis, les opérations sur effets à moyen terme sont autorisées depuis quelque temps pour les sociétés financières les mieux cotées, mais elles ne représentent pas plus de 10 à 15% du total du marché interne du papier commercial. Leur développement a cependant été stimulé, ces dernières années, par l'apparition d'un marché secondaire et par la flexibilité offerte par les procédures d'enregistrement simplifiées qui permettent aux émetteurs de solliciter à tout moment les marchés américains de titres dès lors qu'ils ont satisfait aux exigences d'enregistrement (au lieu de procéder à une émission unique à une date prédéterminée). Sur l'euromarché, \$3,7 milliards de facilités à moyen terme ont été ainsi organisées en 1986.

Malgré l'accroissement du nombre des facilités d'euro-effets, le marché reste essentiellement limité aux signatures de premier ordre et aux emprunteurs des pays développés. Toutefois, du fait des ressemblances de plus en plus grandes avec le papier commercial, un nombre croissant d'entreprises, qui ne se financent pas habituellement sur l'euromarché, ont mis sur pied des facilités d'euro-effets en soutien de leurs opérations internes sur papier commercial. Les firmes américaines et leurs sociétés financières affiliées sont demeurées, l'an dernier, les emprunteurs les plus importants, avec \$18,3 milliards. La caractéristique la plus remarquable a cependant été la vive expansion des emprunts des entités japonaises, qui sont passés de \$0,5 milliard en 1985 à \$10,4 milliards. Cette accélération a eu lieu essentiellement au premier semestre et s'explique en grande partie par la volonté des banques japonaises d'élargir la base des souscripteurs de leurs émissions de certificats de dépôt. Les autres principaux utilisateurs de ces facilités ont été l'Australie (\$6,9 milliards), la France (\$4,5 milliards) et la Suède (\$4,4 milliards).

Le volume des nouvelles facilités organisées a atteint son plus haut niveau (\$20,4 milliards) au deuxième trimestre de 1986 et s'est contracté depuis lors, pour être ramené à \$16 milliards au premier trimestre de 1987.

*Le secteur à long terme.* Après deux années consécutives de forte croissance, l'activité du marché des obligations internationales a atteint un nouveau record. Le total des émissions est monté en flèche, s'inscrivant à \$220 milliards, ce qui représente une progression de 35% par rapport à 1985. Toutefois, cette expansion s'est accompagnée d'une vive progression des remboursements à l'échéance et par anticipation, le principal remboursé s'étant ainsi chiffré à \$64 milliards environ, soit deux tiers de plus qu'en 1985. En conséquence, le volume net des émissions d'obligations a augmenté de «seulement» 25%, pour s'établir à \$156 milliards.

L'an dernier, divers facteurs ont influencé le volume, le calendrier, la tarification et le libellé du numéraire des nouvelles émissions. Tout d'abord, les parts relatives des obligations à taux fixe et à taux variable ont été largement

Caractéristiques structurelles des marchés obligataires internationaux<sup>1</sup>

Postes	1983	1984	1985	année	1986				1987
					1er tri-mestre	2ème tri-mestre	3ème tri-mestre	4ème tri-mestre	
					en milliards de dollars EU				
Total des émissions . . . . .	72,0	107,9	163,7	220,3	55,4	55,7	60,1	49,1	59,7
par catégorie d'émission:									
émissions à taux fixe . . . . .	56,7	73,9	107,8	172,5	47,0	46,4	39,3	39,8	57,0
notes à taux variable . . . . .	15,3	34,0	55,9	47,8	8,4	9,3	20,8	9,3	2,7
dont:									
émissions apparentées à des actions <sup>2</sup> . . . . .	9,9	11,9	11,6	27,1	5,3	6,9	7,6	7,3	7,8
par monnaie d'émission:									
dollar EU:									
euro-émissions . . . . .	35,8	67,1	95,1	114,8	25,9	29,6	33,7	25,6	18,2
émissions étrangères . . . . .	3,4	1,3	3,5	5,7	2,2	-	0,7	2,8	1,2
franc suisse . . . . .	14,0	13,1	15,0	23,3	6,3	4,9	6,1	6,0	6,2
deutsche mark . . . . .	6,4	7,0	11,3	16,2	4,4	5,1	3,9	2,8	6,6
Ecu <sup>3</sup> . . . . .	1,7	2,9	7,3	6,8	1,6	2,8	0,8	1,6	3,7
yen:									
euro-émissions . . . . .	0,3	1,2	6,8	18,6	5,1	3,0	5,8	4,7	8,6
émissions étrangères . . . . .	3,7	4,7	5,4	4,0	2,5	0,6	0,4	0,5	0,5
livre sterling:									
euro-émissions . . . . .	2,0	4,1	5,6	10,5	3,1	3,9	3,0	0,5	5,3
émissions étrangères . . . . .	0,9	1,4	1,0	0,4	0,2	0,2	-	-	-
divers . . . . .	3,8	5,1	12,7	20,0	4,1	5,6	5,7	4,6	9,4

<sup>1</sup> Obligations à taux fixe et notes à taux variable (NTV). <sup>2</sup> Obligations convertibles et obligations avec droit de souscription d'actions (warrant). <sup>3</sup> A l'exclusion des obligations émises sur le marché interne des emprunteurs.

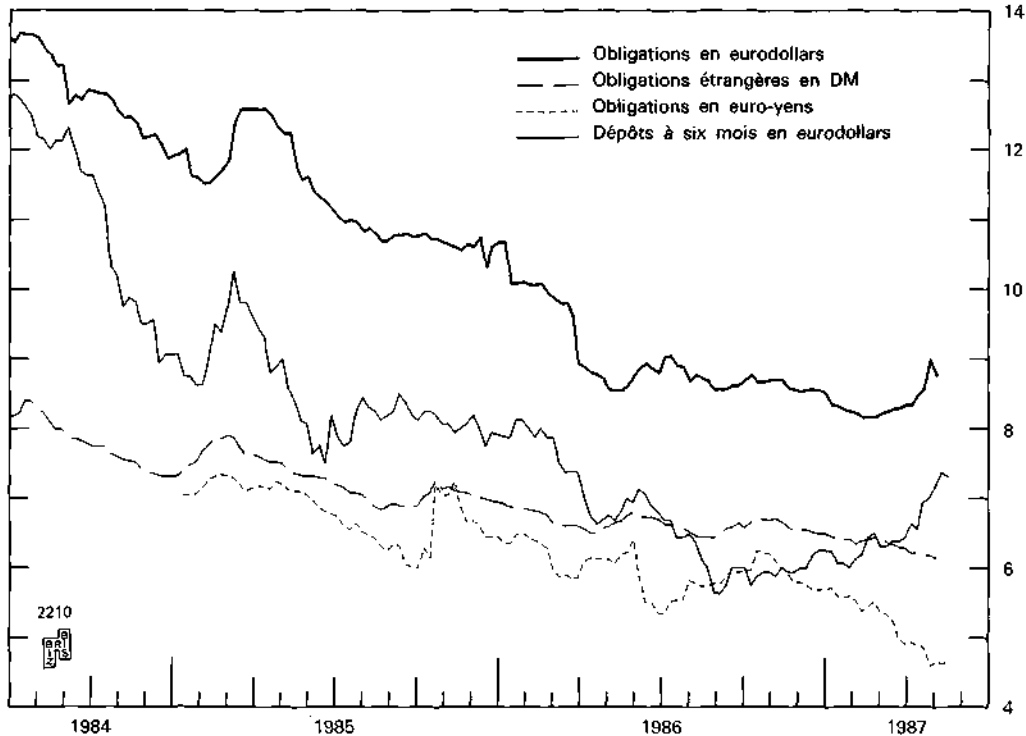
Source: Banque d'Angleterre.

déterminées par la baisse des taux d'intérêt et par les anticipations concernant leurs mouvements ultérieurs. Au premier semestre de 1986, alors que les taux d'intérêt du dollar ont fortement chuté (revenant de 10% à 8% ou même moins), le secteur à taux fixe a été le plus animé, puisque les emprunteurs cherchaient à s'engager sur la base de taux d'intérêt inférieurs, et les obligations à taux fixe ont représenté jusqu'à 84% du total, contre 66% en 1985. En outre, l'évolution favorable des taux d'intérêt et des autres conditions offertes aux emprunteurs a encouragé l'application de clauses de remboursement anticipé et donné lieu à un gros volume d'opérations de refinancement. Comme les perspectives d'évolution des taux d'intérêt sont devenues plus incertaines vers la fin de l'été et que la baisse s'est trouvée temporairement inversée, les émissions de notes à taux variable ont bénéficié d'un regain de faveur et ont représenté 35% du total des nouvelles émissions obligataires au troisième trimestre. Sur le marché des NTV, l'activité a également été stimulée par les émissions, par les banques, de NTV sans échéance, considérées comme fonds propres dans certains pays aux fins du contrôle bancaire. En fin d'année, cependant, les difficultés spécifiques à ce secteur se sont étendues à l'ensemble du marché des NTV dont les émissions se sont pratiquement interrompues (voir page 110).

En deuxième lieu, un volume notable d'émissions d'obligations internationales a été associé, en 1986, à des swaps de taux d'intérêt et de devises, qui

Rendements de certaines obligations internationales et taux des dépôts en eurodollars,  
1984-87

Chiffres du mercredi, en %.



permettent aux emprunteurs de collecter des fonds sur les marchés où ils bénéficient d'un avantage comparatif. Bien qu'on ne dispose d'aucun chiffre sur le volume de swaps à l'échelle internationale, une estimation, fondée exclusivement sur l'activité des banques américaines et des banques étrangères opérant aux Etats-Unis, donne à penser que, à la fin de 1986, l'encours de tels contrats atteignait \$480 milliards, soit une progression de 120% par rapport à l'année antérieure. On évalue également à quelque 20% les nouvelles émissions d'obligations internationales ayant fait l'objet de swaps de devises ou de taux d'intérêt l'an dernier, tandis que, pour certaines monnaies moins importantes, l'activité semble avoir presque entièrement résulté de swaps. Ainsi, 70% au moins des nouvelles émissions libellées en dollars australien et néo-zélandais ont donné lieu à des échanges contre d'autres devises de la part des emprunteurs dans le cadre de swaps. L'intensification des opérations dans plusieurs monnaies d'Europe, tels le franc français, le florin néerlandais et la couronne danoise, paraît aussi avoir été liée dans une large mesure à des opérations de swap. Par ailleurs, près de 50% des nouvelles obligations émises en yens ont fait l'objet de swaps, afin de contourner la réglementation interne du Japon, notamment les restrictions sur les emprunts à long terme. Outre l'accélération des swaps sur emprunts, l'évolution a été caractérisée par le développement des swaps sur actifs, montages qui aboutissent à fabriquer artificiellement des titres à taux fixe ou variable à partir d'émissions existantes.

L'activité d'émission, l'an dernier, a encore été influencée par un troisième facteur: l'essor généralisé des marchés boursiers et les anticipations des emprunteurs et des investisseurs sur l'évolution future des cours des actions. Cet élément a contribué à la fois à la vive expansion des émissions d'obligations apparentées aux actions et à la croissance du nouveau marché des euro-actions. Les émissions de titres convertibles et d'obligations à droit de souscription d'actions ont plus que doublé, passant de \$11,6 milliards en 1985 à \$27,1 milliards. A elles seules, les sociétés japonaises ont représenté plus de la moitié du total de 1986, car ces instruments leur permettent de tourner les réglementations internes, coûteuses et pesantes, appliquées aux émissions traditionnelles d'actions. L'exercice des options attachées à ces titres est d'ailleurs à l'origine de près des trois quarts du montant total de capital social collecté en 1986 au Japon.

En plus de la prolifération d'obligations apparentées aux actions, d'autres développements ont marqué les marchés boursiers internationaux. Les euro-actions sont généralement émises en dehors des marchés nationaux par l'intermédiaire de consortiums et sont placées de la même manière que les euro-obligations; ce sont des valeurs au porteur qui échappent aux réglementations internes en matière de cotations en Bourse. Les nouveaux placements réalisés sur le marché des euro-actions en 1986 ont atteint \$7,5 milliards, soit près du quadruple de l'année précédente. La majeure partie de ces émissions ont été lancées par des groupes multinationaux jouissant d'une excellente cote internationale, mais quelques émissions importantes ont également été organisées en liaison avec la privatisation d'entreprises du secteur public.

Bien qu'en 1986 la part des émissions obligataires internationales libellées en dollars ait été ramenée à 55% du total des émissions (évalué en dollars courants), contre 60% en 1985, il est difficile de déterminer la signification de ce fléchissement. Les variations marquées du taux de change du dollar EU par rapport aux autres grandes monnaies ont fortement majoré la valeur des émissions non libellées en dollars. En outre, les émissions d'obligations assorties de swaps ont eu tendance à estomper la distinction entre les activités des différents secteurs des monnaies de libellé. Néanmoins, il est frappant de constater dans ce domaine la vive expansion (85%) des émissions en yens, qui ont atteint \$22,6 milliards, soit pratiquement le niveau des émissions en francs suisses, lesquelles se sont fortement accrues, elles aussi, l'an dernier (55%), pour ressortir à \$23,3 milliards; il est à noter que les émetteurs japonais ont joué un rôle important dans les deux cas.

La prépondérance des emprunteurs des pays développés sur les marchés obligataires internationaux s'est encore accentuée l'an dernier, puisque leur part de marché est passée à 89%, contre 84% en 1985. Les entités américaines ont continué d'être les plus gros emprunteurs de fonds (\$41 milliards), mais leur contribution au total des nouvelles émissions s'est quelque peu réduite par rapport à l'année précédente, ce qui traduit une certaine hésitation, de la part des investisseurs étrangers, à l'égard des sociétés américaines dont la cote de crédit avait été altérée par un surendettement antérieur, lié en partie à des achats d'entreprises.

Les entités japonaises, qui se situent au deuxième rang des emprunteurs, ont fortement intensifié leurs émissions d'obligations internationales (de

\$20,3 milliards à \$31,7 milliards). L'appel au crédit des entités britanniques s'est accru de plus d'un tiers, atteignant \$19,5 milliards: le gouvernement a obtenu \$4 milliards en une seule émission afin de renforcer sa position de réserve internationale; les banques ont collecté \$2,5 milliards de fonds propres dans le cadre d'émissions de NTV sans échéance; enfin, quelques sociétés britanniques se sont tournées, pour leurs émissions en livres, vers les marchés internationaux, et ont ainsi contribué à la vive expansion du secteur de l'eurosterling l'an dernier. Les autres pays développés, eux aussi, ont nettement intensifié leur recours au marché des obligations internationales, porté ainsi à \$105,1 milliards (soit une hausse de près de 70%), encore que leurs opérations de refinancement aient représenté une proportion notable de ce montant. Les principaux emprunteurs

**Groupes d'emprunteurs sur les marchés obligataires internationaux**

Pays ou zone d'origine des emprunteurs	Années	Total	dont					Divers
			Dollars EU	Francs suisses	Yens	Deutsche marks	Ecus	
Etats-Unis . . . . .	1983	7,9	6,1	1,3	~	0,3	-	0,2
	1984	24,8	21,4	1,1	0,7	0,8	0,1	0,7
	1985	40,2	30,3	2,6	3,3	1,1	0,8	2,1
	1986	40,7	28,7	4,3	4,4	0,8	0,7	1,8
	1987/T1	9,4	6,2	0,5	0,5	0,3	0,1	1,8
Japon . . . . .	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	20,3	11,3	5,8	0,8	0,8	0,7	0,9
	1986	31,7	19,2	7,9	2,5	0,7	0,5	0,9
	1987/T1	8,9	4,1	2,4	1,3	0,5	0,3	0,3
Autres pays développés . . . . .	1983	36,1	21,1	4,3	2,0	3,3	0,9	4,5
	1984	51,1	32,6	4,3	2,4	3,4	1,6	6,8
	1985	76,4	44,2	4,5	4,3	6,1	4,4	12,9
	1986	124,6	64,4	8,8	11,3	11,1	4,2	24,8
	1987/T1	33,8	7,7	2,7	5,9	4,2	2,2	11,1
Pays en développement (OPEP comprise) . . . . .	1983	1,8	1,3	0,1	0,3	-	-	0,1
	1984	2,7	1,6	0,2	0,7	-	-	0,2
	1985	6,2	4,0	0,1	1,2	0,7	-	0,2
	1986	2,9	1,1	0,1	1,4	0,2	-	0,1
	1987/T1	0,4	~	0,1	0,2	0,1	-	-
Divers (Europe de l'Est comprise) . . . . .	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	2,3	1,7	0,1	0,1	0,3	-	0,1
	1987/T1	0,9	0,3	0,2	0,2	0,1	-	0,1
Institutions internationales . . . . .	1983	14,7	6,6	1,7	1,7	2,2	0,7	1,8
	1984	13,2	3,5	1,8	1,9	2,3	1,1	2,6
	1985	18,7	7,4	1,9	2,5	2,5	1,3	3,1
	1986	18,1	5,4	2,1	2,9	3,1	1,4	3,2
	1987/T1	6,3	1,1	0,3	1,0	1,4	1,1	1,4
Total . . . . .	1983	72,0	39,2	14,0	4,0	6,4	1,7	6,7
	1984	107,9	68,4	13,1	5,9	7,0	2,9	10,6
	1985	163,7	98,6	15,0	12,2	11,3	7,3	19,3
	1986	220,3	120,5	23,3	22,6	16,2	6,8	30,9
	1987/T1	59,7	19,4	6,2	9,1	6,6	3,7	14,7

Source: Banque d'Angleterre.

ont été le Canada (\$17,4 milliards), la France (\$13 milliards), l'Allemagne (\$10,7 milliards), l'Australie (\$10,1 milliards) et le Danemark (\$9,2 milliards). Les pays en développement, y compris les membres de l'OPEP, ont réduit de \$6,2 milliards en 1985 à \$2,9 milliards leur appel, déjà modeste, aux marchés obligataires internationaux, mais ont bénéficié en 1986 d'un montant de \$8,2 milliards de fonds collectés par les institutions internationales d'aide au développement.

Au premier trimestre de 1987, les émissions d'obligations internationales, qui s'étaient quelque peu ralenties durant les trois mois précédents, ont presque retrouvé leur sommet de \$60 milliards du troisième trimestre de 1986. On a toutefois constaté une profonde modification de la structure du marché. Les émissions de NTV se sont pratiquement interrompues, les problèmes persistants dans le secteur des notes sans échéance s'étant étendus à la totalité du marché des NTV. Les émissions d'obligations à taux fixe, en revanche, sont passées d'un montant juste inférieur à \$40 milliards pendant les deux trimestres précédents au niveau record de \$57 milliards, malgré les incertitudes croissantes au sujet de l'évolution des taux d'intérêt associées au redressement progressif des rendements des obligations américaines à long terme. Réflétant le climat sur les marchés des changes, le regain de faveur pour les notes à taux fixe s'est accompagné d'une contraction marquée (32,5%, contre 58% au quatrième trimestre de 1986) de la part de marché représentée par le secteur du dollar, les émissions non libellées en dollars enregistrant un record absolu. Les émissions en yens japonais ont atteint un nouveau maximum, avec \$9,1 milliards, dépassant ainsi les émissions en francs suisses, de sorte que le secteur du yen a pris la seconde place du marché. Pourtant, l'activité d'émission a connu sa plus forte croissance dans certains compartiments moins importants: deutsche mark (de \$2,8 milliards au quatrième trimestre de 1986 à \$6,6 milliards), livre sterling (de \$0,5 milliard à \$5,3 milliards) et «Divers» (de \$4,6 milliards à \$9,4 milliards) — rubrique qui comprend les dollars australien et néo-zélandais ainsi que le franc français (voir tableau page 126). Une vigoureuse reprise, de \$1,6 milliard au quatrième trimestre de 1986 à \$3,7 milliards, a en outre touché le secteur de l'Ecu, pour lequel le réaligement de janvier 1987 au sein du SME a contribué à dissiper certaines incertitudes antérieures relatives aux taux de change. Le premier trimestre a également été caractérisé par la persistance d'un niveau élevé d'émissions d'obligations apparentées aux actions (\$7,8 milliards), ce qui traduit l'essor des cours des actions.

### **La situation de l'endettement**

Les événements de 1986 donnent à penser que beaucoup de temps et d'efforts seront encore nécessaires pour trouver une solution durable au problème de l'endettement international. Le déficit global des paiements courants des quatorze principaux pays débiteurs du Tiers Monde concernés par l'initiative Baker (les quinze pays du plan Baker moins la Yougoslavie), qui avait presque été résorbé en 1984-85, a recommencé à se creuser. Le ratio endettement/exportations de ces pays, qui avait encore augmenté en 1985, s'est de nouveau fortement détérioré, passant de 300% environ à 370%. Même le ratio paiements d'intérêts/recettes d'exportations s'est accru l'an dernier, malgré la baisse des

taux d'intérêt du dollar. Ce résultat décevant s'explique avant tout par la chute de \$20 milliards des recettes d'exportations, qui n'ont plus représenté que les trois quarts environ du maximum atteint en 1980-81. En revanche, si l'on ne tient pas compte des effets de valorisation dus aux mouvements des taux de change, on constate que l'endettement extérieur n'a guère enregistré d'augmentation l'an dernier.

L'expérience de ces grands pays lourdement endettés auprès des banques a également été partagée, sous des formes analogues, par de nombreux petits pays en difficulté, qui ont pour l'essentiel contracté leur dette auprès de créanciers officiels à l'étranger. A l'inverse, quelques pays récemment industrialisés, du bassin du Pacifique surtout, caractérisés par un ratio de service de la dette relativement faible et des politiques résolument axées sur la croissance et les mécanismes du marché, sont parvenus à accroître fortement leurs exportations l'an dernier.

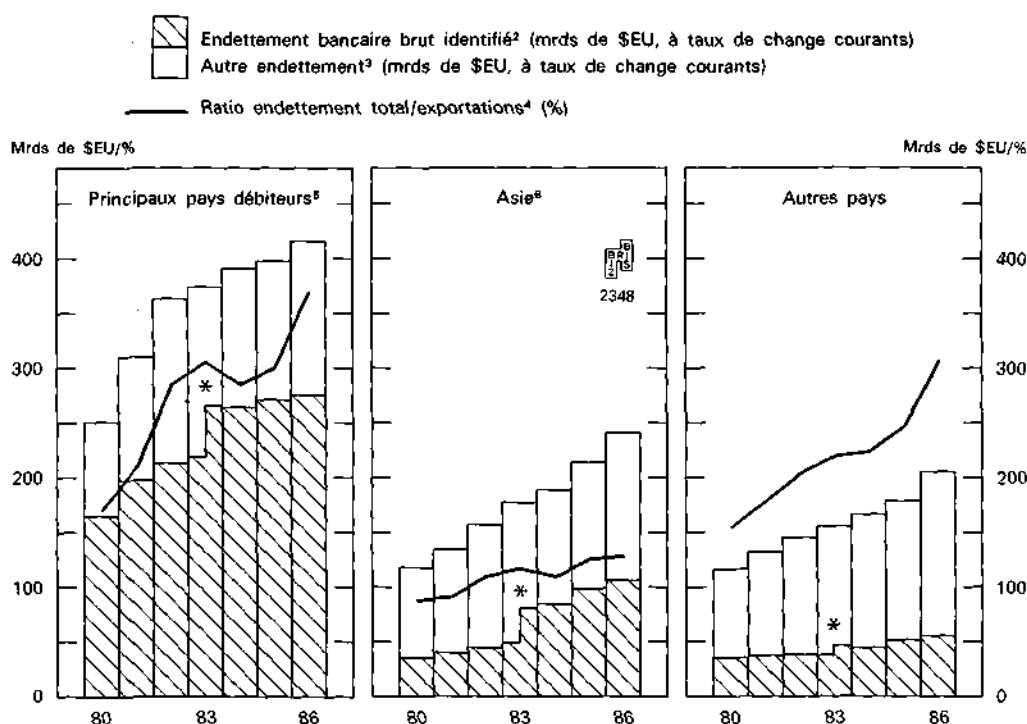
La détérioration de la situation des pays surendettés en 1986 a été due à la conjonction de plusieurs facteurs externes et internes. Au niveau externe, le principal facteur a été la faiblesse générale des cours des matières premières, qui a entraîné une dégradation de 17% des termes de l'échange de ces économies (voir graphique page 133). La chute des prix du pétrole, en particulier, a gravement affecté certains pays de ce groupe, notamment le Mexique, même si d'autres, tel le Brésil, ont tiré profit de la réduction de leur facture pétrolière. Globalement, cependant, le groupe de pays auquel s'adresse le plan Baker est un gros exportateur net de pétrole, et son excédent cumulé des échanges pétroliers a diminué de \$18 milliards l'an dernier, soit d'un montant plus important que la détérioration de l'ensemble des paiements courants du groupe.

Sur le plan interne, la dégradation de la balance des paiements de certains pays surendettés s'explique par une mauvaise gestion économique. L'application de politiques engendrant une élévation excessive des revenus réels a donné lieu à une croissance beaucoup trop forte de la consommation interne; ce qui a entraîné une recrudescence de l'inflation et une diminution des exportations. Le volume global des exportations des quatorze pays lourdement endettés s'est contracté de 5% l'an dernier.

Après les pertes enregistrées de 1981 à 1984, un redressement du niveau de vie doit, certes, être accueilli avec satisfaction; mais, pour réaliser le mode de croissance requis et résoudre, par là, leurs problèmes d'endettement, ces pays devraient asseoir leur croissance sur une progression des investissements et des exportations. Alors que plusieurs pays débiteurs ont fourni de très gros efforts en matière d'ajustement structurel, peu d'éléments permettent de penser que les investissements ont d'ores et déjà commencé à prendre une plus grande importance par rapport aux faibles niveaux où ils étaient tombés à la suite de la crise de l'endettement. La responsabilité en incombe partiellement au lourd fardeau du service de la dette et à la faiblesse de la demande pour les produits d'exportation de ces pays; il semble néanmoins que les possibilités d'amélioration des politiques sont loin d'être épuisées.

En dépit de l'aggravation récente de la situation des paiements extérieurs dans un grand nombre de pays en développement, il convient de ne pas oublier que le problème de l'endettement a connu certaines évolutions favorables.

Evolution de l'endettement international dans certains groupes de pays en développement, 1980-86<sup>1</sup>



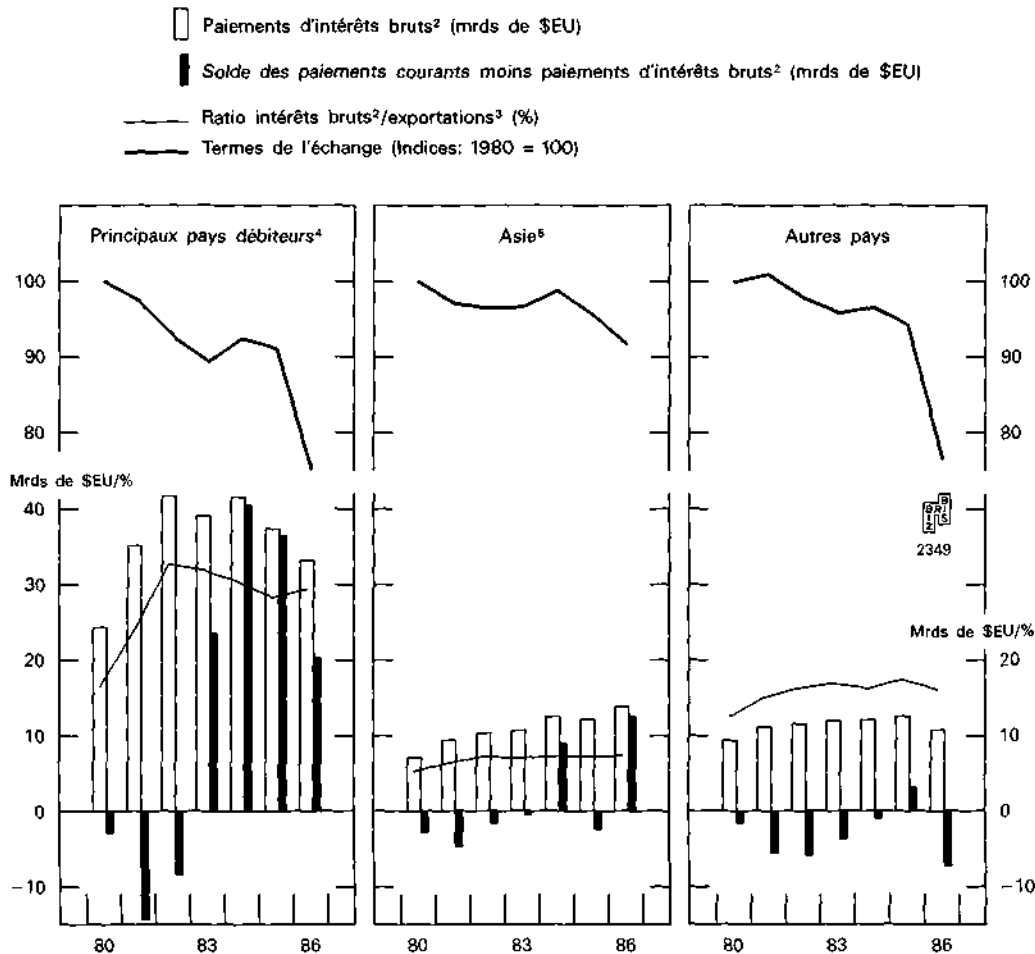
\* Rupture dans les séries due à l'élargissement de la couverture des statistiques de la BRI sur l'activité bancaire internationale.

<sup>1</sup> A l'exclusion des pays de l'OPEP du Moyen-Orient et des centres extraterritoriaux. <sup>2</sup> Vis-à-vis des banques situées dans les pays déclarants de la BRI. <sup>3</sup> Estimations établies à partir de sources FMI. <sup>4</sup> Exportations de biens et services. <sup>5</sup> Pays couverts par l'initiative Baker, à l'exception de la Yougoslavie. <sup>6</sup> A l'exclusion des Philippines.

La standardisation des procédures de rééchelonnement des dettes et le maintien des sources de financement par les créanciers officiels et privés, dans le cadre de programmes d'ajustement étroitement surveillés, ont demandé des concessions substantielles de la part des bailleurs de fonds. Les récentes opérations de rééchelonnement ont comprimé notablement la marge de rémunération au-dessus du LIBOR. L'approche cas par cas tient compte des besoins et des conditions spécifiques de chaque pays et cherche à stimuler sa croissance à long terme. La Banque mondiale a fortement intensifié ses prêts aux fins d'ajustement structurel, pour lesquels les décaissements ont presque doublé entre 1983 et 1986, passant de \$1,7 milliard à \$3 milliards. En outre, des progrès notables ont été accomplis pour la mise en place de l'Agence multilatérale de garantie des investissements, qui aura pour tâche de promouvoir l'investissement direct dans les pays en développement en offrant à la fois une garantie des risques non commerciaux et une assistance technique.

En deuxième lieu, il s'est produit une chute très sensible des taux d'intérêt appliqués aux engagements en dollars (l'essentiel de l'endettement est libellé dans cette monnaie); le LIBOR à six mois, qui est le taux de référence pour les crédits consortiaux en eurodollars, a été ramené d'une moyenne annuelle de

Facteurs agissant sur les besoins d'emprunt de certains groupes de pays en développement.  
1980-86<sup>1</sup>



<sup>1</sup> A l'exclusion des pays de l'OPEP du Moyen-Orient et des centres extraterritoriaux. <sup>2</sup> Estimations établies à partir de sources FMI. <sup>3</sup> Exportations de biens et services. <sup>4</sup> Pays couverts par l'initiative Baker, à l'exception de la Yougoslavie. <sup>5</sup> A l'exclusion des Philippines.

16,7% en 1981 à 8,6% en 1985 et à 6,9% en 1986. Cette baisse ininterrompue des taux a réduit de plus de \$4 milliards en 1986 la charge du service de la dette.

Troisièmement, la dépréciation marquée du dollar au cours des deux dernières années n'a pas seulement contribué à abaisser la valeur réelle de l'endettement, libellé dans une grande mesure en dollars; en effet, dans les pays en développement dont le taux de change est lié à celui du dollar, elle a également renforcé la compétitivité de leur économie par rapport aux pays industriels autres que les Etats-Unis. En outre, un resserrement du crédit et l'application de politiques plus réalistes en matière de taux d'intérêt et de taux de change ont permis de ralentir la fuite des capitaux l'an dernier, ce qui démontre que, même dans les pays débiteurs en difficulté, des politiques raisonnables peuvent exercer une influence favorable sur les flux de capitaux.

Enfin, malgré un environnement international de plus en plus concurrentiel et difficile, les banques créancières ont été à même d'améliorer leur capacité d'absorption des pertes, principalement en constituant des provisions et en augmentant leurs fonds propres. On peut estimer qu'entre 1982 et 1985, grâce à ces mesures, les principales banques internationales des pays du Groupe des Dix ont réduit de plus d'un quart en moyenne, et jusqu'à 50% dans certains cas, leur engagement moyen, mesuré en pourcentage du total de leurs fonds propres. En 1986, les banques ont continué de renforcer leurs bilans, et, en mai 1987, la première banque américaine annonçait qu'elle transférerait \$3 milliards supplémentaires à ses provisions pour créances douteuses, pour couvrir 25% de son engagement sur les pays en développement surendettés.

Une caractéristique essentielle de l'évolution en 1986 a été, une nouvelle fois, la grande diversité de la situation et des réactions des divers pays. L'analyse des événements survenus au Brésil et au Mexique, les deux pays en développement les plus fortement endettés, montre combien les effets des chocs exogènes peuvent être différents et avec quelle rapidité les stratégies politiques peuvent être inversées. Pendant les premières années de la crise d'endettement, le Brésil avait mis en œuvre un programme d'ajustement assez rigoureux qui lui avait permis d'obtenir des excédents commerciaux substantiels et croissants, d'empêcher un déclin trop marqué de l'importance relative des investissements dans l'économie et d'abaisser un taux d'inflation obstinément élevé depuis des années. En 1985, toutefois, le Brésil a adopté une stratégie plus expansionniste, qui a entraîné une vive accélération non seulement de la croissance économique mais aussi de l'inflation. Cette situation a conduit, en mars 1986, au lancement du plan Cruzado, destiné, avec l'aide d'un gel temporaire des prix, à assurer simultanément la stabilité des prix et une forte croissance économique. Malgré le soutien apporté par la diminution de la facture pétrolière et par la fermeté des prix du café, cette politique n'a pas produit les résultats escomptés, surtout parce qu'elle s'est accompagnée d'une augmentation excessive des revenus réels. Il s'en est suivi un essor de la demande de consommation, qui, en comprimant les exportations, a entraîné une contraction de l'excédent commercial, d'importantes pertes d'avoirs de change et, au plan interne, une recrudescence de l'inflation. En février 1987, le Brésil a imposé de manière unilatérale un moratoire sur le paiement d'intérêts concernant \$68 milliards de dettes à moyen et à long terme envers les banques étrangères. Il a, en outre, gelé \$15 milliards de dettes commerciales et interbancaires à court terme, non seulement des banques sises au Brésil, mais aussi des établissements à l'étranger de banques brésiliennes. Fin avril, cependant, le gouvernement brésilien a annoncé un important changement d'orientation de sa politique, en réduisant de moitié l'objectif de croissance économique pour 1987, fixé auparavant à 7%, et en promettant un nouveau programme d'austérité visant à maîtriser l'inflation, stimuler les exportations et favoriser la coopération avec les créanciers étrangers du Brésil. Par ailleurs, on note à certains signes que, après deux ans ou presque d'interruption, le pays semble disposé à reprendre le dialogue avec le FMI.

Le Mexique, où la baisse des prix du pétrole a aggravé les effets du tremblement de terre et des dérapages antérieurs de la politique, s'est fixé l'an dernier un programme crédible d'ajustement, tandis qu'un nouveau montage financier était mis en place sous l'égide du FMI et de la Banque mondiale. Bien que

le pays ait durci en conséquence les politiques qu'il avait adoptées au second semestre de 1985 afin de réduire la surchauffe de l'économie, la détérioration de ses comptes extérieurs s'est poursuivie. En raison de la chute de \$14,8 milliards à \$6,3 milliards des recettes pétrolières, la contraction de 4% du PIB n'a pas empêché l'excédent commercial de s'amenuiser, de \$8,5 milliards en 1985 à \$4,6 milliards, en dépit de fortes réductions des importations et d'une vive expansion des exportations non pétrolières. Toutefois, l'application de politiques de crédit rigoureuses a finalement permis de provoquer un rapatriement des capitaux évadés. Après s'être réduits de \$1,6 milliard au cours des neuf premiers mois de 1986, les avoirs de change du Mexique se sont élevés de \$2,4 milliards au dernier trimestre.

Au terme de négociations prolongées avec les banques créancières, une convention a été finalement signée, en mars 1987, pour la fourniture de \$7,7 milliards de nouveaux fonds. Il s'agit de la dernière partie d'un accord opérant un nouveau rééchelonnement de la dette extérieure du Mexique, pour plus de la moitié de son montant, et portant sur l'octroi de \$14 milliards de nouvelles ressources par des créanciers officiels et privés. Les conditions afférentes aux crédits des banques commerciales sont très favorables, avec une marge de  $\frac{1}{16}$  de point au-dessus du LIBOR. L'accord contient également une nouveauté: l'engagement des prêteurs de fournir de nouveaux fonds en cas de détérioration des conditions extérieures affectant le Mexique. On voit là les premiers fruits de la nouvelle stratégie proposée par le Secrétaire américain au Trésor lors de l'Assemblée conjointe du FMI et de la Banque mondiale en septembre 1985, qui consistait à résoudre le problème de l'endettement par le développement de la croissance, l'étalement des remboursements dans le temps et l'injection de nouveaux capitaux selon des procédures concertées, sous une surveillance accrue de la Banque mondiale.

Au début de 1987, l'Argentine a conclu avec le groupe consultatif représentant ses banques créancières un accord prévoyant l'apport de \$2 milliards de nouveaux fonds et la restructuration d'environ \$30 milliards de dettes des secteurs public et privé. Cet accord institue en outre, en cas de retrait des banques créancières, une conversion de la dette en obligations, limitées à un maximum de \$5 millions par banque. Le nouveau prêt est consenti avec une marge de  $\frac{1}{16}$  de point au-dessus du LIBOR et avec une échéance de douze ans. Comme le Mexique, l'Argentine a perçu les avantages que présente l'acceptation d'une surveillance continue de la part du FMI et de la Banque mondiale. Le plan Austral mis en œuvre au milieu de 1985 a effectivement permis de réduire l'inflation dans un premier temps. En 1986, avec l'assouplissement des restrictions économiques et une reprise de la progression des salaires réels, la croissance de l'économie a atteint 5,6%, mais l'excédent commercial s'est réduit de moitié et l'inflation s'est accélérée. C'est dans ce contexte qu'a été annoncé en février 1987 un nouveau programme qui restaurait le gel des prix et des salaires, dévaluait la monnaie et ajustait certains prix du secteur public. Il reste cependant beaucoup à faire pour résoudre les problèmes structurels de l'économie, comme par exemple réduire l'importance du secteur public, améliorer le système fiscal, revitaliser l'investissement et éliminer les freins à l'exportation.

Seul débiteur en difficulté d'Asie, les Philippines sont un autre exemple de grand pays ayant conclu un accord de rééchelonnement avec les banques au début

de 1987. Bien que cet accord ne prévoie aucun apport de nouveaux fonds, il a pourtant allégé le fardeau de la dette existante en abaissant à 7/8 de point la marge au-dessus du LIBOR, en accordant un différé d'amortissement de sept ans et demi sur une partie de la dette et en étalant les remboursements sur une période totale de dix-sept ans. En outre, il sera procédé à l'émission de bons négociables libellés en monnaie étrangère qui pourront être convertis en pesos en vue de l'acquisition d'actions. La conjoncture s'est stabilisée aux Philippines, et après deux années de contraction prononcée de l'activité, la croissance économique a recommencé à s'accroître l'an dernier. La balance des paiements courants s'est améliorée et le pays a pu augmenter notablement ses réserves. Contrairement à l'évolution en Amérique latine, où l'inflation s'est accélérée, aucun obstacle important n'a entravé les efforts entrepris pour stabiliser les prix.

Dans la plupart des cas, les accords prévoyant de nouveaux crédits et le rééchelonnement de la dette sur des échéances plus longues et avec des marges plus faibles n'ont pu se faire qu'à l'issue de négociations longues et parfois difficiles, et la ratification par toutes les parties a souvent été différée. En outre, aucun nouveau prêt spontané n'a été effectivement consenti l'an dernier aux principaux pays surendettés et, pour la première fois, les créances globales des banques sur ces pays ont même diminué. Durant les années antérieures, ces pays avaient pu continuer à bénéficier de modestes entrées de nouveaux crédits provenant du système bancaire international, grâce aux ressources octroyées dans le cadre des accords de rééchelonnement conclus sous l'égide des autorités.

La réduction, en 1986, des créances bancaires sur les principaux pays débiteurs en difficulté s'explique pour l'essentiel par les conversions d'endettement externe en actions ou en dette interne. On estime que les opérations de conversion réalisées pour ces pays surendettés se sont élevées au total à quelque \$4 milliards, dont près de \$2 milliards l'an dernier. Il n'en résulte pas nécessairement une amélioration correspondante de la position extérieure des pays débiteurs, étant donné qu'une partie des apports reçus sous forme d'investissements directs aurait également pu s'effectuer en l'absence de ces conversions, et à des conditions peut-être plus favorables pour le pays débiteur. Si le Brésil, le Chili et le Mexique sont les principaux pays en difficulté à avoir ainsi converti des montants substantiels de leurs dettes, des procédures viennent, en outre, d'être instituées à cet effet, ou sont en cours d'élaboration, en Argentine, en Equateur, au Nigeria, aux Philippines et au Venezuela.

Les échanges d'actifs ou cessions fermes de titres de dette des pays en développement réalisés dans les pays industriels, pour un montant se situant entre \$5 milliards et \$8 milliards en 1986 selon les estimations, ont également pour effet de diminuer l'engagement des banques lorsque la contrepartie est une entité non bancaire. Cependant, même dans les cas où les créances sur les pays en développement sont acquises par une autre banque, cela peut aboutir à une moindre concentration des risques. Les transferts de créances à des organismes d'assurance du crédit à l'exportation ou autres organes similaires du secteur public ont également permis de réduire les risques encourus par les banques.

S'il est de plus en plus difficile d'obtenir la participation des banques à de nouveaux montages financiers, même dans le cadre de programmes rationnels d'ajustement, c'est en partie à cause des différences entre les situations et les

stratégies des divers groupes de banques. La plupart des banques largement engagées en proportion de leurs fonds propres, et qui ont des établissements ou d'autres intérêts dans les pays débiteurs, adoptent généralement une vue à très long terme et sont davantage disposées à fournir de nouvelles ressources. Pour les banques dont l'engagement est de moyenne importance et qui ont déjà constitué d'amples provisions en regard de leurs créances sur les pays surendettés, il peut être plus facile de justifier devant les actionnaires le choix d'une capitalisation des paiements d'intérêts plutôt que l'octroi de nouveaux crédits, qu'il faudra peut-être déclasser dès qu'ils auront été accordés. Enfin, les banques plus petites dont l'engagement est moindre et qui n'ambitionnent guère d'élargir leurs activités internationales peuvent être tentées de refuser totalement de participer au financement des pays en développement, même au prix de quelques pertes immédiates.

En raison de cette diversité des intérêts en cause, c'est une approche pragmatique tenant compte des situations différentes des banques qui devrait obtenir les meilleurs résultats. Le recours récent à l'émission d'obligations en cas de retrait ainsi qu'aux conversions de dette témoigne d'une évolution dans ce sens. Si les montants concernés paraissent faibles par rapport à l'encours total de la dette, ces nouvelles techniques peuvent toutefois contribuer utilement à l'accélération des négociations sur l'endettement en offrant des options différentes à des banques créancières dont les situations sont, elles aussi, très différentes.

Il n'est guère surprenant, dans le contexte de 1986, que la stratégie de l'endettement ait suscité quelques signes de lassitude de la part des débiteurs comme des créanciers. Il n'en demeure pas moins que le plan Baker a donné corps à des principes qui demeurent valides. Les pays débiteurs ne peuvent pas résoudre leurs problèmes actuels, ni rétablir leur solvabilité externe — nécessaire pour attirer à nouveau des ressources réelles en provenance des pays industrialisés — autrement qu'en adoptant des politiques qui leur permettent d'orienter leur économie vers une croissance diversifiée et axée sur les exportations. Pour y parvenir, il leur reste beaucoup à faire en termes d'ajustement structurel et d'amélioration de l'utilisation des ressources. Ces mesures, même si leur adoption est dictée par des considérations externes, n'entraîneraient pas, pour la plupart, de véritable conflit d'intérêts avec les préoccupations internes, mais favoriseraient au contraire la croissance du pays et sa prospérité. Susciter une croissance propulsée par les exportations n'est pas une tâche impossible; la preuve en a été fournie, ces dernières années, par un certain nombre de pays d'Asie, et même par quelques pays d'Amérique latine, qui sont parvenus à accroître leurs ventes à l'étranger de produits manufacturés. Il s'agit essentiellement d'une question de temps.

Pour permettre aux pays débiteurs de faire face aux déficits des paiements courants correspondant à de telles politiques d'ajustement structurel, et aux importations qui seront nécessaires à ce titre pour soutenir l'investissement interne, des financements extérieurs devront être trouvés auprès de sources tant officielles que privées. Une partie de ces ressources, comme l'envisageait le plan Baker, devrait prendre la forme d'emprunts à long terme directement liés à des programmes d'investissements internes. Mais il faut également que ces pays encouragent davantage les entrées de capitaux à risque, de façon à limiter toute

nouvelle augmentation de leur endettement externe. Il conviendrait, en outre, qu'ils mettent en œuvre des politiques plus réalistes tournées vers la croissance et les mécanismes du marché pour favoriser le rapatriement des capitaux évadés.

Dans le même temps, pour assurer le succès du plan Baker, les pays industriels doivent apporter une contribution indispensable, non seulement en fournissant de nouvelles ressources et en assurant un environnement conjoncturel favorable, mais en encourageant l'ajustement structurel de leur propre économie. Une croissance fondée sur les exportations n'a de sens et ne pourra être durablement réalisée dans les pays débiteurs que si les pays industrialisés acceptent d'intensifier leurs importations de produits industriels et agricoles en provenance de ces pays. Compte tenu du niveau élevé du chômage et de la puissance des intérêts agricoles, des difficultés risquent de surgir, notamment en période de faible croissance et dans les pays dont l'économie souffre d'un manque de dynamisme généralisé. Le problème de l'endettement international ne pourra cependant être résolu par recours aux mécanismes du marché que si l'ajustement structurel effectué par les pays débiteurs pour obtenir une croissance induite par les exportations s'accompagne d'un ajustement correspondant des structures économiques dans les pays industriels.

## VI. POLITIQUE MONÉTAIRE ET CONTRAINTES EXTÉRIEURES

### Faits saillants

L'an dernier, la politique monétaire suivie par les pays industrialisés est devenue plus complexe à divers égards. Dans un contexte de mutation rapide de l'environnement économique et financier, le choix des priorités est devenu plus difficile et les contraintes extérieures se sont intensifiées. Les rythmes d'expansion se sont accélérés, en partie sous l'effet de la diminution des taux d'intérêt. Il est devenu de plus en plus malaisé d'interpréter certains agrégats-clés. Dans divers pays, les agrégats ont dépassé les objectifs que les autorités avaient fixés dans le cadre de stratégies à moyen terme de contrôle de l'inflation en vigueur depuis quelques années.

Dans de nombreux pays, la masse monétaire s'accroît plus vite que le PNB depuis plusieurs années; en 1986, cependant, le ralentissement de la vitesse-revenu a été plus prononcé et plus général. L'innovation financière a certes été un des facteurs qui a influencé cette relation, mais, de façon encore plus générale, du fait de la baisse des taux d'intérêt, la tendance au ralentissement de la croissance des encaisses liquides peu rémunératrices s'est trouvée infléchie. On pourrait prétendre que, dans la mesure où cette baisse est liée au recul de l'inflation, la politique monétaire a été à même de satisfaire de façon appropriée la demande accrue d'encaisses. Dans certains pays, les entrées de capitaux ont joué un rôle prépondérant. On ne peut cependant pas expliquer de façon satisfaisante la totalité de la croissance de la masse monétaire. Son interprétation est sujette à des incertitudes de plus en plus grandes mais, en l'absence d'indications de fortes pressions inflationnistes tendanciellles sur les marchés des biens et de l'emploi, les autorités monétaires des principaux pays ont fait face à la situation en axant davantage leur politique de taux d'intérêt à court terme sur la stimulation de la croissance économique et la limitation des mouvements des taux de change.

A court terme, la dépréciation considérable du dollar a eu tendance à transférer l'essentiel du risque d'inflation des autres pays vers les Etats-Unis, où le comportement des prix et des salaires est resté modéré. Cependant, dans de nombreux pays, la revalorisation des actifs financiers semble signaler depuis quelque temps un excès de liquidités alarmant. Bien que l'inflation ait été atténuée, les taux d'intérêt à long terme dans la plupart des grandes économies paraissent remarquablement fermes depuis le printemps de l'an dernier; aux Etats-Unis, ils ont même très fortement progressé ces derniers mois.

Désormais, les faits ont apporté la preuve éclatante de la nécessité, y compris pour les plus grands pays, de prendre en compte le taux de change dans la formulation de leur politique monétaire. Pour obtenir une plus grande stabilité des principales relations de change, il sera peut-être nécessaire de coordonner les politiques monétaires au plan international, ne serait-ce que de façon informelle. Toutefois, les tensions s'exerçant sur les taux de change des devises-clés

reflètent souvent des déséquilibres en matière de budget ou de balance des paiements, des modifications des prix relatifs de l'énergie et des matières premières, ou encore d'autres perturbations. Les tentatives visant à s'opposer à de telles pressions au moyen uniquement d'ajustements de taux d'intérêt pourraient mettre en péril la stabilité de la monnaie et des prix dans les principaux pays. Or, la stabilité des prix reste indispensable pour que l'économie mondiale réalise des performances satisfaisantes à plus long terme.

Nombreux sont les pays européens qui admettent depuis longtemps les contraintes extérieures pesant sur la politique monétaire et les ont même mises à profit pour contrôler la hausse des prix, en stabilisant les relations entre la monnaie nationale et les devises des pays à faible taux d'inflation. Pourtant, même dans ces conditions, les contraintes extérieures semblent s'être renforcées récemment et risquent de s'aggraver à mesure que prennent effet les programmes de libéralisation des opérations avec l'étranger. Grâce à un accroissement de la convergence des politiques économiques, le SME a constitué une zone de stabilité considérable des taux de change face aux fortes fluctuations du dollar, ces dernières années. Toutefois, les réalignements plus fréquents l'an dernier, et l'ampleur croissante des mouvements de capitaux qui y sont liés, pourraient laisser présager des difficultés de fonctionnement pour le système. Etant donné les niveaux élevés des taux d'intérêt à long terme dans certains pays membres du SME, ainsi que dans des pays qui ont adopté des objectifs moins explicites de taux de change, les marchés semblent craindre que la mise en œuvre des politiques d'alignement sur une monnaie forte soit moins rigoureuse à l'avenir. En affinant les instruments de leur politique monétaire, certaines banques centrales européennes ont essayé d'adapter les réserves obligatoires pour que les taux d'intérêt créditeurs et débiteurs des banques soient mieux protégés des réactions des taux du marché monétaire aux facteurs extérieurs.

Au cours des dernières années, la maîtrise de l'inflation a principalement reposé sur la politique monétaire, même si la baisse du prix des produits pétroliers a notablement contribué au recul de l'inflation en 1986. Cependant, la politique monétaire se voit confier maintenant une double tâche: soutenir l'activité économique et concourir à stabiliser les principaux rapports de change. La politique monétaire ne pourra pas toujours servir en même temps ces deux objectifs, qui peuvent parfois se révéler contradictoires. En outre, dans les pays où l'ampleur excessive des déficits des finances publiques a entravé la mise en œuvre d'une politique budgétaire discrétionnaire, des efforts supplémentaires restent nécessaires pour réduire ces déficits. Dans d'autres pays, le ralentissement de l'activité économique a suscité des velléités de relance budgétaire, mais il faudra du temps avant que ces ajustements ne produisent leurs effets. Par nature, la politique budgétaire est rigide à brève échéance; en demandant donc à la politique monétaire de stabiliser simultanément les marchés des changes et les fluctuations à court terme de la production, tout en assurant la maîtrise de l'inflation, on risque très fortement de la solliciter au-delà de ses possibilités.

### **La politique monétaire fondée sur des objectifs quantitatifs**

*Objectifs monétaires et résultats obtenus en 1986.* Dans les conditions d'instabilité qui ont dominé l'an dernier la scène nationale et internationale, des tensions de

plus en plus vives ont affecté les stratégies monétaires à moyen terme mises en place depuis plusieurs années dans les pays industrialisés. Bien que la relation à long terme entre taux de croissance monétaire et taux d'inflation soit démontrée, il n'a jamais été facile de mettre en pratique une politique d'objectifs monétaires. On a déjà constaté, dans la plupart des pays, des difficultés pour interpréter l'évolution de certains agrégats et la nécessité de prendre en compte d'autres indicateurs à court terme pour la conduite de la politique monétaire. Pourtant, les stratégies de contrôle des agrégats ont fini par prouver leur efficacité en contribuant à modérer les anticipations inflationnistes et en restaurant la stabilité globale des prix. Depuis le début des années quatre-vingt, la plupart des pays se sont efforcés d'abaisser progressivement chaque année les objectifs de croissance monétaire qu'ils rendent publics; mais les objectifs fixés pour l'an dernier, et surtout la place qui leur a été faite dans la mise en œuvre de la politique monétaire, révèlent une tendance à adopter une plus grande souplesse. Les rythmes d'expansion monétaire se sont accélérés de façon quasi générale, et, dans certains pays, le comportement des agrégats retenus pour ces objectifs a subi des distorsions plus importantes.

Aux Etats-Unis, la croissance de  $M_1$  s'est brièvement ralentie au début de 1986 lorsque la reprise économique a donné des signes d'essoufflement; la Réserve fédérale a cependant généralement fourni les réserves demandées par les banques, assorties de taux à court terme soit en baisse, soit stables. La croissance de  $M_1$  s'est accélérée par la suite, pour atteindre 15,2% sur l'année (contre 12,0% en 1985). La progression de  $M_2$  et  $M_3$  s'est également amplifiée, se maintenant tout juste à l'intérieur des fourchettes-objectifs pour 1986. L'endettement intérieur total des agents non financiers a continué de s'accroître beaucoup plus vite que le PNB nominal.

Au Japon, là aussi dans un contexte de baisse des taux d'intérêt à court terme,  $M_2 + CD$  a poursuivi sa croissance, en 1986, à un rythme supérieur à la tendance à moyen terme. En Allemagne, où le niveau des taux d'intérêt à court terme du marché s'est peu modifié en 1986, la croissance de la monnaie de banque centrale a excédé la fourchette-objectif en début d'année, apparemment sous l'effet de perturbations temporaires dans la demande de «billets et monnaies». L'agrégat est revenu en mai-juin vers le sommet de la fourchette, mais a enregistré une forte croissance par la suite et, pour la première fois depuis 1978, l'objectif pour l'ensemble de l'année a été dépassé.

En France,  $M_3$  a dépassé la limite supérieure de sa fourchette-objectif au premier semestre de 1986, mais sa progression s'est ralentie ultérieurement. Au Royaume-Uni,  $M_3$  sterling s'est brusquement porté au-dessus de sa fourchette peu après sa publication, en mars 1986, et a ensuite poursuivi une expansion irrégulière à des rythmes très élevés. La croissance de  $M_0$  s'est également accélérée après l'été et s'est établie dans la moitié supérieure de la fourchette en fin d'année. En Italie, où l'augmentation des crédits au secteur autre que l'Etat a excédé l'objectif de l'année, la croissance de  $M_2$ , quoique tempérée par l'innovation financière, s'est approchée de la limite supérieure de l'objectif. Aux Pays-Bas, les concours nets du système bancaire ont continué de se développer au rythme qui suscitait déjà des préoccupations l'an dernier. En Suisse, en revanche, l'expansion de l'agrégat de référence a été modeste et conforme à l'objectif pour 1986.

Agrégats monétaires et du crédit: objectifs et taux de croissance

Pays	Agrégat monétaire ou du crédit <sup>1</sup>	Objectif <sup>2</sup> pour			Croissance monétaire ou du crédit				
					Année de réalisation <sup>4</sup>		Variation sur quatre trimestres, sur la base de moyennes trimestrielles premier trimestre		
		1985 <sup>3</sup>	1986 <sup>3</sup>	1987 <sup>3</sup>	1985	1986	1985	1986	1987
		en % <sup>5</sup>							
Etats-Unis . . . . .	M <sub>1</sub>	3-8	3-8	-	13,1	15,3	6,5	11,6	16,4
	M <sub>2</sub>	6-9	6-9	5½-8½	8,8	8,9	9,2	7,0	9,2
	M <sub>3</sub>	6-9½	6-9	5½-8½	7,7	8,8	10,6	7,1	8,5
	EITANF	9-12	8-11	8-11	13,4	13,1	13,8	14,0	12,2
Japon . . . . .	M <sub>2</sub> +CD	8	8-9	9	9,0	8,3	7,9	9,0	8,8
Allemagne fédérale . . . . .	MBC	3-5	3½-5½	3-6	4,5	7,7	4,9	5,2	7,7
France . . . . .	M <sub>2</sub>	4-6	-	4-6	6,5	-	9,1	7,4	2,5
	M <sub>3</sub>	-	3-5	3-5	-	4,6	9,6	6,2	4,6
Royaume-Uni . . . . .	M0	3-7	2-6	2-6	4,2 <sup>6</sup>	5,4 <sup>6</sup>	5,4	3,7	4,5
	EM <sub>3</sub>	5-9	11-15	-	13,6 <sup>6</sup>	19,2 <sup>6</sup>	10,0	15,0	19,0
Italie . . . . .	CSP	12	7	7	13,0	11,4	15,5	11,1	13,5
	M <sub>2</sub>	10	7-11	6-9	11,4	9,6	14,0	9,5	9,7
Suisse . . . . .	MCA	3	2	2	2,2	2,0	2,4	1,4	3,2
Pays-Bas . . . . .	M <sub>2</sub> l	-	5½-6	11-12 <sup>7</sup>	8,3	9,6	3,4	12,0	8,4 <sup>8</sup>

<sup>1</sup> EITANF = endettement intérieur total des agents non financiers; MBC = monnaie de banque centrale; M0 = base monétaire large; CSP = crédit au secteur autre que l'Etat; MCA = base monétaire ajustée; M<sub>2</sub>l = contribution du système bancaire à la création de M<sub>2</sub> (accroissement des crédits bancaires au secteur privé et des crédits bancaires à long terme aux collectivités publiques, moins augmentation des exibilités à long terme des banques). <sup>2</sup> Pour EITANF aux Etats-Unis, fourchette de surveillance seulement; pour M<sub>2</sub>+CD au Japon, projection uniquement. <sup>3</sup> Périodes comprises entre le dernier trimestre d'une année et le dernier trimestre de l'année suivante pour les Etats-Unis (sauf pour M<sub>1</sub> en 1985), le Japon (1985-86), l'Allemagne et la France (1986-87); décembre à décembre pour l'Italie et les Pays-Bas. Périodes établies sur la base des moyennes de novembre-janvier pour la France (1985). 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 M<sub>1</sub> 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, les objectifs de M<sub>3</sub> sterling pour 1985 et 1986 ont été suspendus en octobre 1985 et octobre 1986 respectivement. Pour le Japon, est indiquée pour 1987 la projection d'un deuxième trimestre à l'autre. En France, en Italie et au Royaume-Uni, la définition ou la mesure des agrégats a été modifiée en 1986. <sup>4</sup> Calculées sur la même base que l'objectif. <sup>5</sup> En rythmes annuels. <sup>6</sup> Sur douze mois, de décembre à décembre. <sup>7</sup> Objectif pour une période de vingt-quatre mois jusqu'à décembre 1987. <sup>8</sup> Deux premiers mois.

Sources: données nationales.

Dans l'ensemble, peu d'efforts ont été consentis pour s'opposer au dépassement des objectifs monétaires fixés pour 1986. En fait, le débat public exceptionnellement ouvert, lancé à l'initiative des Etats-Unis sur les politiques monétaires d'autres grands pays, a porté sur la rapidité avec laquelle il fallait abaisser les taux d'intérêt. La question de savoir s'il ne convenait pas plutôt de les relever n'a jamais été sérieusement abordée. Ainsi, on peut considérer que le rapide essor des agrégats monétaires en 1986 est dû à trois facteurs: l'incidence de la baisse des taux d'intérêt sur la demande de monnaie, la tendance croissante à rémunérer — dans certains pays — les composantes de l'agrégat étroit et les réactions délibérées des politiques monétaires aux évolutions tant internes qu'externes.

Avant d'examiner les conséquences de l'évolution monétaire constatée l'an dernier, il serait utile de la replacer dans la perspective de l'expérience acquise sur plusieurs années en matière de fixation d'objectifs monétaires. Le graphique de la page 144 indique, selon des critères grosso modo comparables, les

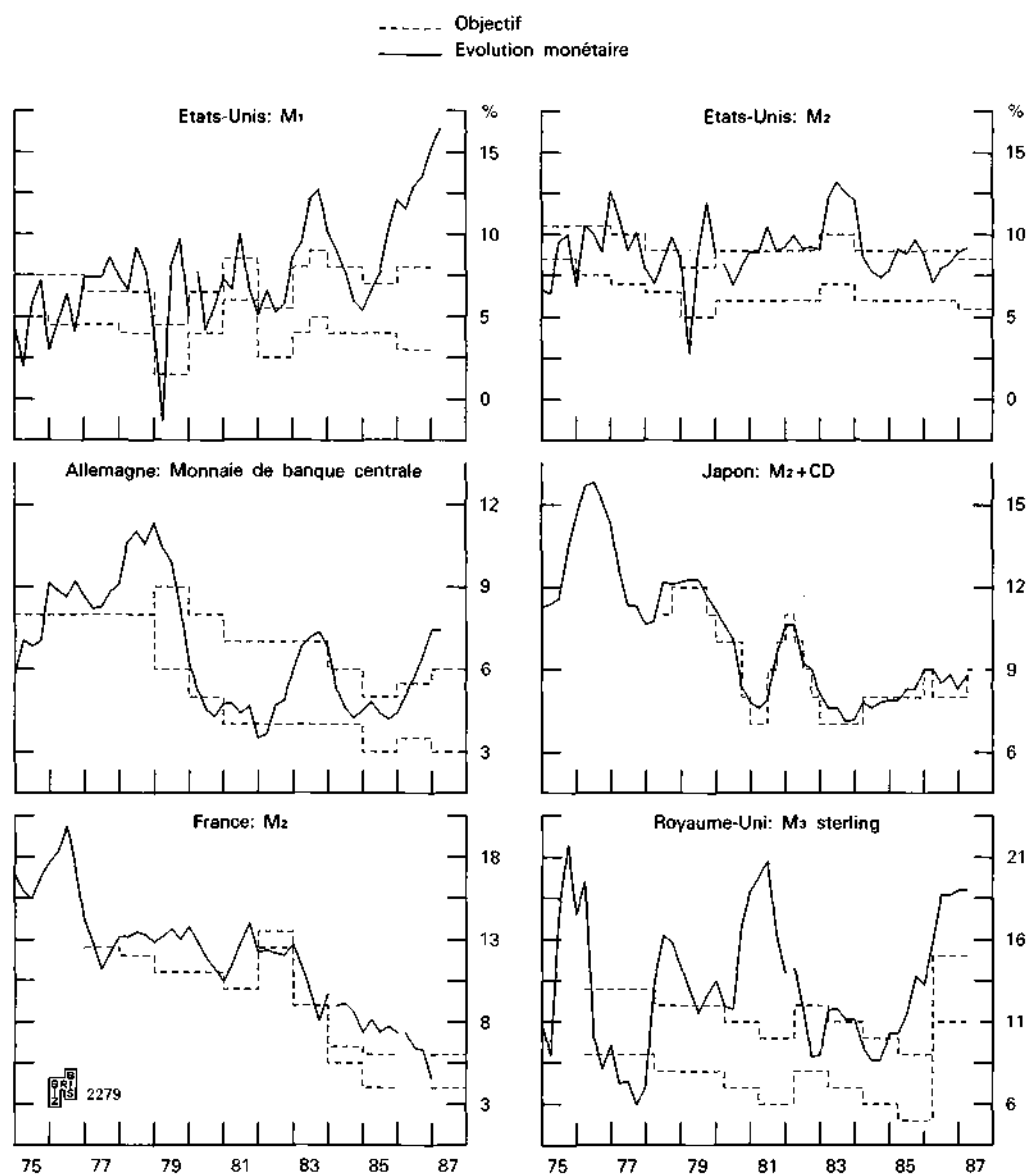
variations sur quatre trimestres des agrégats de référence par rapport aux objectifs, même si ces derniers n'ont pas, en général, été formulés en ces termes précis. Il apparaît clairement que l'accélération de l'expansion monétaire notée en 1985-86, quoique exceptionnelle, n'est pas sans précédent. Le graphique fait penser, en outre, que les difficultés de réalisation des objectifs ont grandement varié d'un pays à l'autre.

L'extrême irrégularité des mouvements de  $M_1$  aux Etats-Unis et sa propension à s'élever largement au-delà de l'objectif tracé, au cours des dernières années, forment un contraste saisissant avec l'évolution régulière de  $M_2 + CD$  au Japon et de la monnaie de banque centrale en Allemagne. En outre, à l'inverse de  $M_1$  aux Etats-Unis, les rythmes de croissance de ces deux agrégats larges ont eu tendance, jusqu'à une date récente, à se ralentir progressivement avec le recul de l'inflation, de sorte qu'il a été possible de leur fixer des objectifs de plus en plus bas. Certes, le rythme de l'innovation financière a été modeste en Allemagne, et la Banque du Japon publie plutôt des projections à court terme que des objectifs proprement dits; toutefois, l'expérience enregistrée en dehors des Etats-Unis donne à penser qu'il peut être difficile de se fixer pour objectif un agrégat monétaire étroit, quel que puisse être, en principe, l'attrait d'un concept d'encaisses de transaction. L'évolution récente, relativement stable, de  $M_2$  aux Etats-Unis permet de croire que l'utilisation de cet agrégat comme guide de la politique monétaire aboutirait à une stratégie en matière d'objectifs plus comparable à celle des autres grands pays.

Toutefois, les agrégats larges peuvent également devenir moins aptes à servir d'objectifs en raison des conséquences de l'innovation financière. En France, il a été possible de ralentir peu à peu le rythme global de croissance de l'agrégat bancaire au sens large utilisé comme agrégat de référence jusqu'en 1985, bien qu'il n'ait pas été facile, à l'évidence, d'atteindre chaque année l'objectif assigné. La déréglementation des marchés des capitaux et la libéralisation du contrôle des changes ont rendu plus difficiles les prévisions d'évolution monétaire, ce qui a obligé à tenir compte d'augmentations de la vitesse-revenu du nouvel agrégat  $M_3$ . Au Royaume-Uni,  $M_3$  sterling présentait plusieurs avantages comme objectif, de par ses liens avec l'évolution des financements budgétaires, l'accroissement des concours bancaires au secteur privé et les facteurs extérieurs. Son comportement est cependant devenu de plus en plus malaisé à prévoir, notamment sous l'effet de la modification de l'attitude des établissements financiers à l'égard de la concurrence, après la levée, en 1980, des restrictions directes imposées sur l'expansion des ressources rémunérées des banques. L'accélération des mutations financières dans les années récentes a contraint à accepter une forte progression de la masse monétaire au sens large, quelle qu'en soit la méthode de mesure. La prévision et le contrôle, de même que l'interprétation de l'évolution des agrégats larges, sont également devenus plus difficiles au Royaume-Uni. Aussi peut-on mieux comprendre, dans ce contexte, comment les divers pays ont réagi, face à l'évolution monétaire, lorsqu'ils ont réexaminé, à la fin de l'an dernier, leurs procédures de fixation d'objectifs.

Aux Etats-Unis où, en vertu de la loi Humphrey-Hawkins, la Réserve fédérale est tenue de publier des objectifs de masse monétaire, le Président du Comité de l'open market a informé le Congrès en février 1987 qu'il serait nécessaire, au vu du comportement récent de  $M_1$ , de fixer une fourchette-objectif si

# Agrégats monétaires: objectifs et évolution, 1975-87\*



\* Variations sur quatre trimestres, sur la base des moyennes trimestrielles. Les évolutions représentées concernant les agrégats utilisés pour la période de référence; les ruptures constatées pour les Etats-Unis, la France et le Royaume-Uni reflètent des modifications sensibles de la définition ou de la couverture des agrégats retenus comme objectifs.

large qu'elle ne serait guère utile à l'information des opérateurs. La Réserve fédérale a décidé, par conséquent, de procéder à une simple surveillance de l'agrégat M<sub>1</sub> en tenant compte d'autres données, tout en se réservant la possibilité de fixer ultérieurement une fourchette-objectif proprement dite. Conscient des liens existant de longue date entre croissance monétaire et inflation, le Comité de l'open market a fondé son approche pour 1987 sur la ferme conviction que l'expansion de la monnaie devrait être freinée. Il a ainsi confirmé les fourchettes de M<sub>2</sub> et M<sub>3</sub>, légèrement inférieures à celles de l'an passé, dans

l'espoir que l'évolution effective serait beaucoup plus proche du milieu de la fourchette. En l'absence de mouvements de baisse des taux d'intérêt aussi brutaux que ceux qui ont été constatés au cours des dernières années, on ne s'attendait guère à une décélération de la vitesse-revenu de ces agrégats.

Au Japon, les projections officielles concernant  $M_2 + CD$  pour les premier et deuxième trimestres de 1987 sont demeurées supérieures à la croissance tendancielle à moyen terme (8% environ). Attirant l'attention sur le risque de voir les transactions spéculatives tant sur des actifs financiers que sur des biens réels entraîner une perte de confiance du public dans la stabilité des prix, la Banque du Japon a signalé qu'il était important, pour les établissements financiers, de conserver une attitude prudente en matière de crédit, notamment de prêts pour les achats de terrains.

En Allemagne, la Bundesbank a fixé pour 1987 un objectif, assis sur le même point médian qu'en 1986, en rapport avec l'augmentation moyenne à long terme du potentiel de production et avec un taux d'inflation tendanciel supérieur à l'élévation prévue des prix à la consommation. La fourchette a été élargie, eu égard aux grandes incertitudes liées à la conjoncture nationale et internationale, afin d'offrir une plus grande souplesse dans la conduite de la politique monétaire pendant l'année.

La politique monétaire en France en 1987 sera davantage guidée par  $M_2$ , qui comprend les dépôts et placements à vue (non rémunérés ou assortis de taux d'intérêt plafonnés), et reflète ainsi les variations de la demande d'encaisses de transaction. L'agrégat  $M_2$  est également le moins susceptible d'être affecté par les reports d'une forme de placement vers une autre, lesquels sont pris en compte par la fixation d'une fourchette assez basse de  $M_3$ . Comme en France, l'objectif de croissance de  $M_2$  en 1987 est étroitement lié en Italie aux perspectives de progression du PIB, mais il implique une expansion de l'agrégat plus lente qu'en 1986. La Banque d'Italie a indiqué qu'il subsistait une marge d'incertitude quant aux conséquences des mutations financières futures sur la demande de crédit au secteur autre que l'Etat. Une croissance monétaire supérieure ou inférieure de 2 points à la nouvelle norme est donc considérée comme acceptable.

Au Royaume-Uni, le Gouverneur de la Banque d'Angleterre a annoncé en octobre 1986 que les autorités envisageaient de renoncer aux objectifs monétaires assignés aux agrégats larges. En mars 1987, lors de la présentation du projet de loi de finances devant le Parlement, le gouvernement a réaffirmé sa stratégie financière à moyen terme de retour à la stabilité des prix; mais il la formule maintenant principalement en termes de normes de croissance du PNB nominal, qu'il abaisse progressivement;  $M_0$  est le seul agrégat monétaire pour lequel un nouvel objectif ait été annoncé. En mai, la Banque d'Angleterre a annoncé la création d'un nouvel agrégat,  $M_4$ , qui comprend les exigibilités des banques et des sociétés de crédit hypothécaire, et a laissé entrevoir un changement d'appellation des agrégats existants de  $M_3$  sterling en  $M_3$ , de  $M_3$  en  $M_{3c}$  et de  $LSP_2$  en  $M_5$ . Aux Pays-Bas, le ralentissement de la croissance du taux de liquidité (rapport de  $M_2$  au revenu national net) en 1986 pourrait être entièrement dû à une augmentation des sorties de capitaux privés. La Banque des Pays-Bas a reconduit, pour une période de vingt-quatre mois se terminant en

décembre 1987, son accord avec les banques visant à une réduction de leur contribution nette à la création monétaire d'origine intérieure. En Suisse, l'objectif n'a pas été modifié et assigne à la monnaie centrale ajustée un rythme de progression jugé compatible avec le but des autorités, qui consiste à empêcher l'inflation à plus long terme.

En résumé, devant la montée des incertitudes, ces pays ont réaffirmé clairement les stratégies fondées sur des agrégats, tout en assouplissant les normes à plusieurs égards. L'écart le plus sensible avec la pratique antérieure a été observé aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, où les objectifs assignés aux agrégats sur lesquels reposait initialement la stratégie des autorités ont été abandonnés, après avoir peu à peu perdu de leur importance ces derniers temps. Au Canada, on le sait, il y a plusieurs années que les objectifs monétaires ont été abolis. Dans certains grands pays, on continue néanmoins de croire que l'engagement des autorités à maîtriser la croissance monétaire à moyen terme fournit le principal point d'ancrage du contrôle de la hausse des prix et des anticipations inflationnistes à plus long terme.

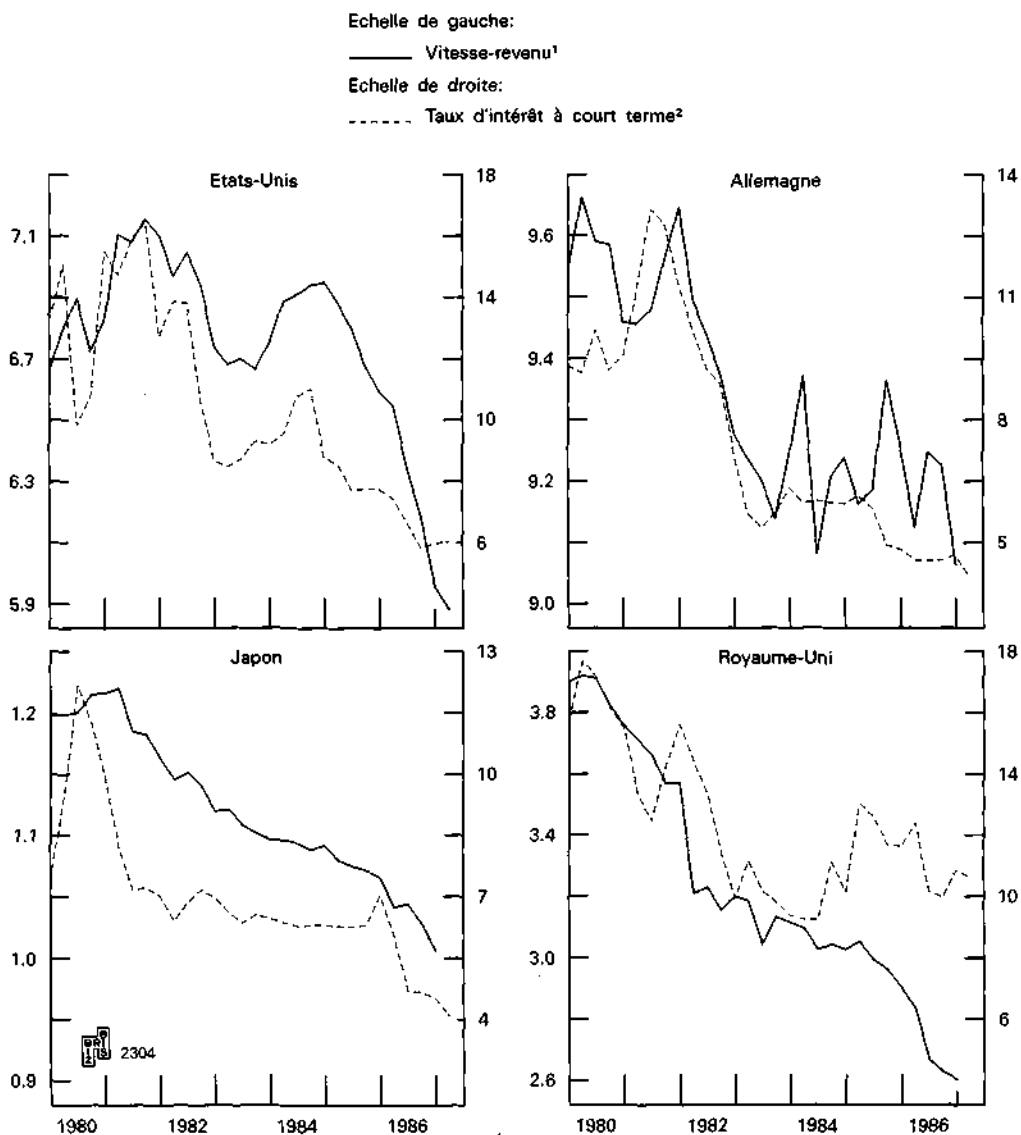
*Evolution de la vitesse-revenu et rôle des taux d'intérêt.* Dans un environnement caractérisé par de faibles taux d'inflation et une amélioration modérée de l'activité économique, l'expansion des masses monétaires, l'an dernier, a été particulièrement ample par comparaison avec celle du PNB nominal. Sur une courte période, il se peut que les modifications de la relation entre masse monétaire et PNB nominal indiquent les délais de réaction variables des développements monétaires sur l'économie. Dans plusieurs pays, toutefois, la vitesse de circulation de la masse monétaire est en baisse depuis plusieurs années. La variation de la vitesse-revenu peut traduire une tendance plus ou moins grande, sous l'effet des mouvements de taux d'intérêt, à un ralentissement de la croissance des encaisses liquides peu rémunérées ou des modifications de la fonction de demande d'encaisses liquides, dues à l'innovation financière ou à de nouvelles préférences en termes de devises. Certaines de ces modifications de la demande de monnaie peuvent se révéler temporaires, d'autres durables. La difficulté de distinguer les unes des autres dans une fonction «demande de monnaie» autrefois stable constitue un problème majeur de la politique monétaire.

Comme le montre le graphique de la page 147, la vitesse-revenu des agrégats monétaires-clés a connu un évident ralentissement durant plusieurs années aux Etats-Unis, au Japon, en Allemagne et au Royaume-Uni. Le graphique donne également à penser qu'à des degrés divers la baisse des taux d'intérêt à partir des maximums de 1980-81 a joué un rôle à cet égard, bien que, à l'évidence, d'autres facteurs soient aussi intervenus dans chaque pays.

Aux Etats-Unis, des transferts entre les composantes de  $M_1$  et, en particulier, l'augmentation des dépôts rémunérés après la levée de la réglementation limitant les taux d'intérêt créditeurs ont modifié la vitesse de circulation tendancielle de  $M_1$  et amplifié la sensibilité de la demande d'encaisses de  $M_1$  aux variations des taux d'intérêt du marché. En 1985 et en 1986, des modifications d'écarts de taux d'intérêt ont largement réduit l'incitation à ne pas détenir des encaisses rémunérées de  $M_1$  et contribué à la forte progression de cet agrégat. Les banques et institutions d'épargne ont été exceptionnellement lentes à réviser

en baisse la rémunération, désormais libre, des comptes NOW (negotiable order of withdrawal – ordre négociable de retrait), face au recul des rendements des titres du Trésor. En conséquence, les soldes créditeurs des dépôts rémunérés pouvant être utilisés pour des règlements par chèques se sont élevés de 30% en 1986, bénéficiant du transfert de fonds provenant d'autres types de placements, comme les dépôts à terme. Les dépôts à vue non rémunérés se sont également accrus rapidement, en raison de la baisse de leur coût d'opportunité et des relèvements connexes du niveau des soldes compensatoires dont les banques imposent le maintien à leurs clients, notamment pour couvrir le coût des services offerts.

Vitesse-revenu de la masse monétaire et taux d'intérêt à court terme, 1980-87



<sup>1</sup> Agrégats représentatifs de la masse monétaire: pour les Etats-Unis,  $M_1$ ; pour l'Allemagne, monnaie de banque centrale; pour le Japon,  $M_2 + CD$ ; pour le Royaume-Uni,  $M_3$  sterling. <sup>2</sup> Instruments à trois mois représentatifs.

Les opinions divergent quant à savoir dans quelle mesure les baisses de taux d'intérêt expliquent la chute sans précédent de la vitesse de circulation de  $M_1$  l'an dernier. En tout état de cause, il faudra peut-être des années pour comprendre totalement l'évolution de  $M_1$  dans un environnement déréglementé. Comme on a déjà pu l'observer, les banques pourraient être encore plus lentes, par exemple, à ajuster leurs taux d'intérêt créditeurs à l'augmentation des taux du marché qu'elles n'ont été à les réduire, et cet ajustement pourrait ne pas être linéaire. Une bonne partie des transferts constatés l'an dernier, et précédemment évoqués, dans la composition des encaisses liquides détenues par le public se sont produits au sein de  $M_3$ ; toutefois, avec le fléchissement concomitant des achats de titres du Trésor par le secteur non bancaire,  $M_3$  a crû à un rythme exceptionnellenent rapide par rapport à la liquidité totale. En conséquence, le ralentissement de la vitesse de circulation de  $M_2$  et  $M_3$ , manifeste depuis 1981, s'est aussi amplifié l'année dernière, mais l'évolution de ces agrégats a été plus conforme à ce qui aurait pu être escompté sur la base de l'évolution antérieure de la fonction «demande de monnaie».

Dans d'autres pays, d'amples transferts se sont également produits, ces dernières années, au sein des portefeuilles d'actifs financiers détenus dans le public, sous l'effet de la baisse des taux d'intérêt du marché et de l'innovation financière. Ces transferts, qui ont été plus ou moins faciles à prévoir selon les pays,

Composantes de l'augmentation de la masse monétaire au sens large et de la liquidité totale<sup>1</sup>

Pays et périodes	Billets et monnaies	Dépôts à vue	Autres composantes de $M_1$ <sup>2</sup>	Dépôts à terme	Comptes d'épargne	Titres négociables <sup>3</sup>	Augmentation de $M_3$ en % de la variation de la liquidité
	augmentation en % de la variation de la masse monétaire au sens large						
<b>Etats-Unis</b>							
1971-85 moyenne	5	6	6	30	28	25	86
1976 <sup>4</sup>	5	8	1	38	45	3	94
1980 <sup>5</sup>	6	3	6	51	3	32	88
1986	5	13	19	- 10	53	20	94
<b>Allemagne fédérale</b>							
1971-85 moyenne	10	22	.	26	42	.	-
1978 <sup>4</sup>	13	32	.	21	33	.	-
1981 <sup>5</sup>	1	- 6	.	108	- 3	.	-
1986	13	25	.	15	48	.	86
<b>France</b>							
1971-85 moyenne	5	36	.	19	38	3	87
1978 <sup>4</sup>	6	31	.	18	45	0	89
1981 <sup>5</sup>	7	38	.	5	49	0	97
1986	5	40	.	19	16	19	59
<b>Royaume-Uni</b>							
1971-85 moyenne	12	21	22	44	.	2	59
1977 <sup>4</sup>	26	65	21	- 11	.	- 1	44
1979 <sup>5</sup>	12	21	5	69	.	- 6	51
1986	3	16	38	35	.	9	61

<sup>1</sup> Masse monétaire au sens large:  $M_3$  (pour le Royaume-Uni,  $M_3$  sterling); liquidité totale: pour les Etats-Unis et la France, L; pour l'Allemagne, agrégat  $M_3$  élargi; pour le Royaume-Uni, LSP<sub>2</sub>. <sup>2</sup> Composante rémunérée de  $M_1$ . <sup>3</sup> Pour les Etats-Unis, dépôts importants à terme, pensions d'un jour à l'autre, pensions à terme et eurodollars, titres du marché monétaire sous forme de fonds communs de placement détenus par les investisseurs institutionnels; pour la France et le Royaume-Uni, certificats de dépôt. <sup>4</sup> Année du plus bas niveau des taux d'intérêt à court terme de la période 1976-78. <sup>5</sup> Année du plus haut niveau des taux d'intérêt à court terme de la période 1979-81.

Sources: données nationales.

ont constitué des facteurs caractéristiques (aux Etats-Unis, par exemple) du ralentissement de la vitesse de circulation des agrégats larges et de la croissance disproportionnée de leurs composantes relativement liquides.

En Allemagne, la diminution, en partie prévisible, de la vitesse de circulation de la monnaie de banque centrale et de  $M_3$  a été due à la réduction des taux d'intérêt depuis 1982. On a également observé, sous l'effet des conditions de rémunération, un transfert entre composantes de  $M_3$ , au détriment des dépôts à terme, qui sont assortis de taux d'intérêt relativement flexibles, et au bénéfice des dépôts à vue et comptes d'épargne. Bien que les taux d'intérêt du marché monétaire aient assez peu varié l'an dernier, l'effet différé de baisses antérieures explique en partie que la part des dépôts à vue dans l'expansion de  $M_3$  au cours de l'année ait été supérieure à la moyenne. La vive croissance de la composante «billets et monnaies» en 1986, en revanche, indique probablement une augmentation des montants détenus par des non-résidents en liaison avec une spéculation sur les cours de change. Au Japon, où la décélération de la vitesse de  $M_2 + CD$  observée ces dernières années reflète en partie un accroissement tendanciel de la composante épargne, la baisse des taux d'intérêt sur les dépôts à terme et comptes d'épargne contribue à expliquer la place relativement importante des dépôts à vue dans l'expansion de l'agrégat, l'an dernier.

Les mutations du système financier semblent avoir joué un rôle de premier plan dans le ralentissement de la vitesse de circulation de  $M_3$  sterling, ces dernières années, au Royaume-Uni. Une concurrence acharnée a opposé les banques et les sociétés de crédit hypothécaire désireuses d'accroître leurs activités de crédit et de dépôt. Des mesures fiscales ont influencé l'intérêt des sociétés non financières à emprunter auprès des banques et à accumuler des dépôts, et ont entraîné un accroissement des dépôts détenus par les institutions financières non bancaires. L'an dernier, la demande de monnaie a également subi des distorsions imputables à la réforme du marché boursier, aux fusions d'entreprises et à la privatisation de sociétés sous contrôle de l'Etat. On est frappé par le développement rapide de la part prise par les nouvelles catégories de dépôts à vue rémunérés dans l'expansion de  $M_3$  sterling.

Dans plusieurs pays, les transformations des structures financières ont également conduit à une progression rapide des placements relativement liquides qui ne sont pas compris dans les agrégats monétaires conventionnels. Du fait de l'agrément de nouvelles formes d'instruments négociables, telles que les billets de trésorerie et les bons du Trésor négociables, la liquidité totale a augmenté plus vite que la masse monétaire au sens large, l'an dernier, au Japon comme en France. En Italie, le développement des fonds de placement et des services de gestion de portefeuille a concouru à limiter la croissance de  $M_2$ . En Allemagne, l'agrégat  $M_3$  élargi a enregistré une expansion relativement rapide qui traduit, à la différence de  $M_3$  dans sa définition classique, une forte progression des dépôts en deutsche marks constitués à l'étranger par les résidents et une contraction de leurs portefeuilles de titres à court terme, assujettis aux réserves obligatoires depuis mai 1986.

Lorsque la décélération de la vitesse de circulation de la masse monétaire peut être attribuée avec certitude à la baisse des taux d'intérêt ou à l'innovation

financière, on peut raisonnablement admettre qu'elle reflète une amplification de la demande des actifs concernés plutôt qu'un déséquilibre monétaire. Etant donné que le repli des taux d'intérêt depuis 1981 s'est effectué dans un contexte de recul des taux d'inflation, il a paru approprié que les autorités permettent une certaine accélération de l'expansion monétaire.

On ne peut cependant expliquer de façon convaincante la totalité de l'expansion des agrégats monétaires par des modifications de la demande de monnaie, d'autant qu'une partie des encaisses monétaires volontairement conservées maintenant peut fort bien être affectée, en temps utile, au paiement de marchandises et de services. Un renchérissement des valeurs boursières, des terrains et d'autres actifs peut stimuler la dépense de diverses manières. Il est à craindre que, dans certains pays, le retournement des hausses spéculatives ne fragilise les positions financières, de sorte qu'il pourrait être plus difficile de relever les taux d'intérêt en cas de nécessité. Tout au long de l'année dernière, la politique monétaire a été guidée par l'évolution économique immédiate. Cependant, ce n'est normalement qu'après un long délai que l'expansion monétaire fait pleinement sentir ses effets sur le mécanisme de formation des prix sur le marché des marchandises et celui du travail. Jusqu'à maintenant, la chute des prix pétroliers et les développements sur les marchés d'autres produits de base ont permis de contenir l'inflation. Les contraintes qui pèsent sur l'offre peuvent s'accroître pendant la période d'ajustement des paiements courants. En raison de l'innovation financière, de la décélération de la vitesse de circulation (sous l'effet des taux d'intérêt) et des mouvements de change, il est peut-être devenu plus malaisé de comprendre le lien entre expansion monétaire et hausse des prix. Il peut être utile, néanmoins, de maintenir la politique monétaire dans le cadre de considérations à plus long terme et ce, même dans un contexte défavorable. Si les stratégies fondées sur les objectifs devaient perdre de leur crédibilité, on pourrait assister à la disparition des protections qu'elles offrent contre toute amorce de redressement des anticipations inflationnistes.

*Croissance de la monnaie et du crédit et flux internationaux de capitaux.* Les tensions sur le marché du crédit et les perturbations d'origine externe contribuent souvent à rendre compte des aspects de l'évolution monétaire que ne parviennent pas à expliquer les facteurs traditionnels de la demande de monnaie. Le processus de création monétaire, l'an dernier, a connu des développements inhabituels qui peuvent être mieux perçus lorsqu'on examine l'évolution du stock de monnaie en relation avec les composantes et les contreparties du système monétaire.

Dans de nombreux pays, la demande de financement bancaire de la part du secteur privé s'est contractée au cours des dernières années et a encore fléchi en 1986. Avec le recul de l'inflation et le niveau relativement bas des investissements, les entreprises ont amélioré leur capacité d'autofinancement. Elles ont développé, en outre, leurs ressources externes sous forme d'émissions de titres. Aux États-Unis, la demande de prêts bancaires a été assez faible l'an dernier, mais les banques ont élargi leurs portefeuilles de titres (principalement émissions des agences fédérales). Au Royaume-Uni, cependant, l'essor des concours des banques aux ménages et au secteur financier a formé la principale contrepartie de la forte progression de  $M_3$  sterling. En Italie, le plafonnement

**Contreparties de la variation de la masse monétaire au sens large**

Rubriques et pays	1971-80		1981-86		1985	1986
	moyenne	maximum	moyenne	maximum		
	de décembre à décembre, en points de pourcentage					
<b>Part de la variation de la masse monétaire au sens large représentée par une variation de:</b>						
<b>Avoirs de change nets<sup>1</sup></b>						
Allemagne fédérale . . . . .	2,0	6,2	1,9	5,7	3,3	5,7
Japon . . . . .	- 0,1	3,9	- 0,9	0,5	- 1,1	- 2,3
France . . . . .	-	-	0,0	2,8	2,4	2,8
Belgique . . . . .	- 0,7	4,9	- 7,2	- 4,2	- 5,5	- 4,2
Pays-Bas . . . . .	1,8	8,4	2,6	6,0	4,2	- 5,6
Italie . . . . .	0,0	3,8	- 0,2	0,9	- 1,7	- 0,5
Royaume-Uni . . . . .	- 0,1	9,4	- 2,4	- 0,2	- 2,4	- 2,0
<b>dont:</b>						
<b>Avoirs officiels de change nets<sup>2</sup></b>						
Allemagne fédérale . . . . .	1,9	7,0	0,0	0,6	0,1	0,6
Japon . . . . .	1,0	8,4	- 0,1	0,7	- 0,3	0,7
France . . . . .	0,6	3,6	0,4	2,1	1,4	2,1
Belgique . . . . .	0,9	4,9	- 1,0	3,5	- 0,4	0,3
Pays-Bas . . . . .	3,3	7,7	0,6	4,4	1,6	- 0,6
Italie . . . . .	0,4	3,4	- 0,1	2,2	- 2,7	0,7
Royaume-Uni . . . . .	2,4	24,2	- 0,5	2,3	1,6	2,3
<b>Crédits au secteur privé<sup>3</sup></b>						
Etats-Unis . . . . .	6,8	10,9	5,0	6,2	5,9	6,1
Allemagne fédérale . . . . .	14,9	23,6	9,6	11,1	8,9	7,5
Japon . . . . .	14,3	26,9	9,3	10,9	10,9	9,7
France . . . . .	10,0	12,5	11,3	14,4	10,0	8,0
Belgique . . . . .	7,6	9,8	3,0	5,0	2,7	5,0
Pays-Bas . . . . .	21,5	30,4	13,4	33,6	8,1	13,7
Italie . . . . .	8,3	10,5	5,9	7,8	6,8	5,3
Royaume-Uni . . . . .	13,7	29,2	18,6	24,2	19,0	24,2
<b>Crédits au secteur public<sup>4</sup></b>						
Etats-Unis . . . . .	1,0	3,5	1,2	2,5	1,1	1,2
Allemagne fédérale . . . . .	5,0	11,2	3,1	6,7	1,8	0,8
Japon . . . . .	3,2	6,5	1,2	3,0	- 0,2	1,3
France . . . . .	0,8	3,0	2,4	3,4	2,4	0,3
Belgique . . . . .	5,6	8,5	10,1	15,7	9,9	7,3
Pays-Bas . . . . .	2,4	6,3	6,6	15,4	4,5	3,8
Italie . . . . .	12,4	15,8	11,7	18,7	10,7	5,5
Royaume-Uni . . . . .	5,6	13,6	- 1,5	0,9	- 0,2	- 1,0
	de décembre à décembre, en %					
<b>Variation de la masse monétaire au sens large<sup>5</sup></b>						
Etats-Unis . . . . .	11,4	14,5	9,9	12,4	7,4	8,9
Allemagne fédérale . . . . .	9,6	14,3	5,7	7,1	5,0	6,7
Japon . . . . .	14,6	24,8	8,6	11,0	8,7	9,2
France . . . . .	14,8	19,3	9,0	11,5	5,8	4,3
Belgique . . . . .	10,6	16,1	7,0	10,5	5,2	10,5
Pays-Bas . . . . .	11,0	22,7	7,8	10,7	10,7	4,5
Italie . . . . .	19,7	23,6	12,2	18,0	11,1	9,4
Royaume-Uni . . . . .	15,1	27,4	12,6	19,3	13,6	19,3

<sup>1</sup> Pour le Royaume-Uni, y compris les opérations extérieures du secteur public. <sup>2</sup> Equivalent, en monnaie nationale, des interventions sur les marchés des changes. Pour l'Allemagne, y compris les swaps de devises de la Bundesbank conclus avec les banques résidentes; pour le Japon, variation du compte en monnaies étrangères du Trésor auprès de la Banque du Japon; pour la France, y compris l'effet des variations de change; pour l'Italie, contribution extérieure à la création de base monétaire. <sup>3</sup> Pour le Royaume-Uni, crédits en livres sterling. <sup>4</sup> Pour la France, uniquement créances sur le Trésor public. <sup>5</sup> Pour les Etats-Unis, l'Allemagne et la France, M<sub>2</sub>; pour le Japon, M<sub>2</sub>+CD; pour la Belgique, les Pays-Bas et l'Italie, M<sub>2</sub>; pour le Royaume-Uni, M<sub>3</sub> sterling.

Sources: données nationales.

des crédits, instauré à la fin de 1985 pour contribuer à endiguer l'explosion des concours bancaires lors de la crise du marché des changes, a été levé en juillet 1986; l'accélération des crédits bancaires qui s'est ensuivie est également la conséquence du financement de transactions boursières et d'une baisse des taux d'intérêt débiteurs des banques liée à celle des taux créditeurs. En Allemagne, tout comme en France durant une grande partie de l'année, la demande de crédits bancaires en 1986 a été partiellement comprimée du fait de la liquidité créée par l'excédent de la balance des paiements au titre des opérations des agents non bancaires. Aux Pays-Bas, en revanche, le fort gonflement des concours bancaires internes, l'an dernier, semble avoir été lié à des sorties nettes de capitaux émanant du secteur non bancaire pour un montant supérieur à l'excédent des transactions courantes.

Dans la plupart des pays européens et au Japon, la création monétaire ayant pour origine les concours au secteur public a fortement régressé ces dernières années, sous l'effet de l'assainissement budgétaire et du développement du financement obligataire. Toutefois, la caractéristique du financement public d'origine non monétaire, comme de l'accroissement des exigibilités à long terme des banques, est d'être sensible aux modifications des anticipations de taux d'intérêt sur le marché obligataire. Dans certains pays, tels l'Allemagne et les Pays-Bas, l'expansion de la masse monétaire, l'an dernier, a reflété en partie une croissance relativement faible des exigibilités non monétaires des banques (obligations, par exemple) et une nette intensification des crédits bancaires à long terme sous l'influence de taux d'intérêt à long terme plus bas.

La nature et le volume de la contribution des facteurs extérieurs à la création monétaire, dans certains pays l'an dernier, donnent une indication de l'interdépendance monétaire de plus en plus étroite sur le plan international. Cette contribution est ressortie à plus de 5 points en Allemagne en 1986, soit un chiffre comparable à celui de 1973, quand l'effondrement du système de parités fixes établi à Bretton Woods avait entraîné des interventions massives de la Bundesbank sur les marchés des changes. L'année dernière, à l'inverse, les achats officiels nets de devises, quoique volumineux à certaines périodes, n'ont représenté dans l'ensemble qu'un dixième environ de la contribution totale des contreparties extérieures. Le solde est imputable à une progression des avoirs de change nets des banques allemandes en présence d'un excédent important de balance des paiements au titre des opérations courantes et des mouvements de capitaux à long terme du secteur non bancaire. Bien que cette évolution puisse s'expliquer par de multiples facteurs, en particulier par la diminution de la demande de concours bancaires, il n'en est pas moins vrai que l'afflux de fonds étrangers imputable aux agents non bancaires a été à l'origine de la majeure partie de l'expansion de  $M_3$ , l'accroissement de ces entrées par rapport à 1985 étant supérieur à l'accélération de  $M_3$  entre ces deux années. On ne comprend pas toujours que de tels effets puissent se manifester en l'absence d'interventions officielles sur les marchés des changes. En France, on a enregistré en 1986 une progression des réserves officielles de change ainsi que des positions extérieures nettes des banques. Au Japon, en revanche, les facteurs extérieurs de l'évolution monétaire ont été fort différents, le développement relativement faible des réserves officielles de change ayant été amplement compensé par une détérioration de la position créditrice extérieure nette des banques.

La position monétaire extérieure des Etats-Unis est toujours principalement constituée de dettes du Trésor. Les achats de titres du gouvernement américain par les autorités monétaires étrangères, pour quelque \$35 milliards, ont représenté plus de 15% des besoins d'emprunt du Trésor l'an dernier et se sont encore amplifiés au début de 1987.

### **La politique monétaire face à des contraintes extérieures d'intensité variable: gestion des taux de change flottants**

En cherchant à soutenir la reprise économique aux Etats-Unis, la Réserve fédérale a été obligée, l'an dernier, de prendre en compte l'incidence potentielle d'une forte baisse du dollar sur la hausse des prix intérieurs. Au Japon et en Allemagne, les politiques de taux d'intérêt ont d'abord vu leur marge de manœuvre limitée par la nécessité d'empêcher une appréciation trop rapide du cours de change, puis ont dû être ajustées de façon à contrebalancer les conséquences sur l'économie des corrections déjà effectuées.

La conduite de la politique monétaire d'un pays est d'autant plus exposée aux contraintes extérieures que son mécanisme de formation des prix et des salaires est influencé par le taux de change et que les flux internationaux de capitaux réagissent aux écarts de rendements des actifs financiers attendus entre les divers pays. Elle est également affectée par le système de taux de change, bien que, manifestement, les taux de change flottants ne mettent pas les pays à l'abri des divers types de perturbations extérieures.

Les pays à économie relativement ouverte sont conscients depuis longtemps des relations étroites entre le taux de change et le niveau des prix qui limitent les avantages qu'ils peuvent espérer retirer, même à court terme, d'une dévalorisation du taux de change. En conséquence, la politique monétaire, dans de nombreux petits pays, est liée à des normes de change explicites, tandis que, dans la plupart des grands pays, la politique de masse monétaire a été adaptée, à des degrés divers, afin de prendre explicitement en compte les taux de change. Aux Etats-Unis, l'incidence des variations du taux de change du dollar sur les prix intérieurs était, jusqu'à une date assez récente, généralement jugée si faible que la politique monétaire pouvait la tenir en grande partie pour négligeable, même si, dans un contexte de valorisation du dollar au milieu des années quatre-vingt, la politique monétaire a été assouplie plus qu'elle ne l'aurait été dans d'autres circonstances. Les espoirs d'amélioration de la balance américaine des paiements courants reposent, certes, sur l'hypothèse que la dépréciation du dollar agira principalement sur la compétitivité de l'économie, mais on ne peut totalement exclure une incidence sur l'inflation aux Etats-Unis, comme le montre l'évolution au début de 1987.

La sensibilité des mouvements de capitaux aux écarts de taux d'intérêt s'est notablement accentuée au cours des années récentes, du fait de l'intégration croissante des marchés de capitaux dans le monde. A l'évidence, on avait déjà observé, au cours des années antérieures, d'amples mouvements internationaux de fonds à court terme, y compris dans le cas de pays exerçant un contrôle des changes, où ces mouvements s'effectuent notamment par le biais de modifications des conditions de règlement des échanges de marchandises. L'expérience des pays industrialisés — petits et grands — donne cependant à penser que la

possibilité de mener une politique discrétionnaire en matière de taux d'intérêt s'est réduite progressivement.

On attendait des taux de change flottants qu'ils assurent aux autorités la possibilité de contrôler la masse monétaire et la hausse des prix. Parfois, ils se sont accompagnés de différences de taux d'inflation et d'écarts de taux d'intérêt que semblait justifier l'ampleur variable des problèmes de hausse des prix dans les divers pays. Toutefois, des mouvements des taux de change flottants revêtant l'importance observée ces derniers temps, notamment sur le dollar, ont démontré de façon convaincante que les taux de change ne se limitent pas à s'ajuster passivement aux écarts d'inflation. La coexistence de marchés des actifs financiers, où les prix réagissent rapidement aux nouvelles conditions de l'offre et de la demande, et de marchés des biens, où les prix se modifient beaucoup plus lentement, signifie que les mouvements du loyer de l'argent dans les grands pays ont souvent comporté des variations des taux d'intérêt réels. Parfois, ces variations ont contribué à des fluctuations amples et brusques des taux de change. En fait, en raison de l'asymétrie des rythmes d'ajustement des prix sur les marchés des capitaux et sur ceux des biens, les modifications des taux de change flottants ont été essentiellement des modifications en termes réels ayant eu des conséquences majeures pour la stabilité de l'économie réelle.

*Dosage des politiques et évolution des taux de change.* La surréaction des taux de change par rapport à l'évolution des taux d'inflation a souvent traduit un manque de concordance des politiques mises en œuvre. Toutefois, cela ne signifie pas qu'on aurait pu les corriger de façon adéquate par de simples ajustements de politique monétaire. En fait, pendant la majeure partie de la période postérieure à 1973, la politique des taux d'intérêt à court terme a, dans l'ensemble, été reléguée au second plan par les trois plus grands pays, priorité étant accordée aux objectifs de masse monétaire. Pour autant que l'on puisse en juger, ce n'est pas dans une divergence des politiques monétaires que semble avoir résidé l'origine essentielle des variations en termes réels des taux de change du yen japonais ou du deutsche mark par rapport au dollar. Si l'on ne tient pas compte de l'évolution récente, la principale exception à cet égard semble être constituée par la période tumultueuse, commencée en 1978 avec une phase comparable de faiblesse du dollar, durant laquelle l'Allemagne et le Japon ont toléré une vive accélération de l'expansion monétaire. Les Etats-Unis avaient alors mis en œuvre une politique de resserrement monétaire, et le recours à un objectif assigné à l'évolution des réserves bancaires non empruntées, entre la fin de 1979 et la mi-1982, s'était accompagné d'une instabilité et parfois d'un renchérissement considérable des taux d'intérêt réels. Toujours dans la conjoncture du second choc pétrolier, les taux d'intérêt à court terme avaient dû être relevés de façon assez sensible au Japon en 1979 et en Allemagne en 1981.

A d'autres périodes, le phénomène de surréaction des taux de change paraît s'expliquer principalement par des divergences dans les politiques budgétaires. La priorité accordée, en Allemagne et au Japon, à la réduction de leurs amples déficits budgétaires a fortement contrasté avec la politique suivie à cet égard aux Etats-Unis depuis le début des années quatre-vingt. L'ampleur du déséquilibre budgétaire existant ou prévisible a exercé une influence majeure sur

la demande effective et les taux d'intérêt réels aux Etats-Unis, et ce bien que la vigueur de l'investissement privé et des facteurs de confiance aient également joué un rôle dans ce domaine. Dans un contexte où l'ajustement des prix s'effectuait lentement et où la politique monétaire se révélait «non accommodante», le caractère expansionniste de la politique budgétaire a fait partie intégrante du processus qui a conduit à la surévaluation du dollar.

Bien que certains grands pays aient adapté leur politique de taux d'intérêt pour s'opposer à une dépréciation rapide de leur monnaie lorsqu'elle semblait susceptible d'alimenter les pressions inflationnistes, la surévaluation du dollar et le déficit commercial américain n'en ont pas moins facilité la reprise économique à l'étranger. On peut difficilement soutenir que, pendant la période de fermeté du dollar, la politique monétaire des Etats-Unis aurait dû être assouplie lorsque la demande exerçait encore de fortes pressions, ou que la politique monétaire des autres pays aurait dû être resserrée afin de corriger la valeur du dollar sur les marchés des changes. Si l'on veut contrecarrer des distorsions de change relevant surtout d'autres aspects de la politique économique, comme un déséquilibre budgétaire, le recours à la politique monétaire n'est, à l'évidence, pas toujours l'instrument approprié.

Un assouplissement de la politique monétaire a accompagné le recul des pressions inflationnistes: d'abord aux Etats-Unis, où l'accroissement du solde négatif des paiements courants a peu à peu annulé les effets du déficit budgétaire sur la relance économique, puis l'an dernier au Japon et en Allemagne, où l'appréciation de la monnaie a commencé à affaiblir l'économie. A ce stade, le niveau des taux de change réels et les contraintes pesant sur les nouvelles orientations de politique budgétaire ont exigé une modification de la politique monétaire. Toutefois, par suite de la lenteur de la réduction aux Etats-Unis du déficit budgétaire et du déséquilibre des paiements courants, le fardeau de l'ajustement risque de peser encore plus lourdement sur la politique monétaire. La perspective d'un nouvel accroissement du volume des créances en dollars détenues à l'étranger pourrait mettre à l'épreuve la disposition des marchés des changes à attendre que se produise un ajustement en termes réels. Devant le gonflement de la dette publique et privée aux Etats-Unis (voir Chapitre IV), on serait en droit de se demander jusqu'à quel point la hausse des taux pourrait se poursuivre, dans le cas où il conviendrait, pour une raison ou une autre, de resserrer la politique monétaire.

*Variations des prix relatifs et normes de taux de change.* Il peut également être difficile de recourir exclusivement à la politique monétaire pour s'opposer aux pressions sur les taux de change découlant de modifications structurelles du comportement de l'épargne privée, de variations de la rentabilité des placements dans les divers pays ou de l'évolution des prix des produits pétroliers ou des produits de base par rapport aux prix à la production. On peut s'interroger sur le fait de savoir si de telles modifications des balances des paiements courants et des positions extérieures nettes des pays ont ou non exercé de sérieuses contraintes sur les politiques suivies dans les pays industrialisés; quoi qu'il en soit, le fait d'accepter des variations de taux de change réels peut faciliter le processus d'ajustement dans l'économie. Des considérations de cette nature ont influencé la politique monétaire du Royaume-Uni et du Canada, dont la

position de pays exportateurs nets de pétrole ou de matières premières diffère de celle de la plupart des autres pays industrialisés.

Au Royaume-Uni, où les agrégats monétaires ont été difficiles à interpréter, les normes de taux de change ont joué un rôle de plus en plus important dans la politique monétaire au cours de ces deux dernières années. Ces normes ont toutefois été ajustées pour tenir compte de l'incidence des fluctuations des prix pétroliers sur le taux d'inflation interne. Il semble que les normes de change implicites aient été adaptées de façon pragmatique depuis l'été 1986, afin de mettre davantage l'accent sur la réduction du déficit des paiements courants (consécutif à la baisse antérieure des prix du pétrole) et sur le soutien de la production intérieure. Ainsi, alors qu'au début de 1986 les autorités se sont opposées aux pressions à la baisse sur le taux de change par un relèvement des taux d'intérêt à court terme, elles ont toléré une dépréciation notable de la livre pendant l'été avant de l'endiguer par une majoration des taux d'intérêt. De cette façon, la compétitivité de l'industrie britannique a pu s'améliorer sensiblement. Un desserrement inattendu des contraintes portant sur le financement de l'Etat a contribué à faire monter le cours de la livre au début de 1987, et les taux d'intérêt à court terme ont régressé en mars 1987, lorsque le gouvernement a présenté sa loi de finances. Ils ont été de nouveau abaissés en avril et en mai, alors que les taux d'intérêt augmentaient aux Etats-Unis.

Au Canada, la souplesse de la politique monétaire durant ces dernières années a également permis une dépréciation du taux de change destinée à combattre les effets d'une ample détérioration des termes de l'échange sur la balance des opérations courantes. Cependant, la chute de la monnaie, qui semblait s'accroître, a été interrompue au début de 1986 au prix de vigoureuses interventions sur les marchés des changes et d'une augmentation de 4 points des taux du marché monétaire. Un renforcement ultérieur du dollar canadien a permis d'abaisser les taux d'intérêt à court terme au Canada, mais, jusqu'en mars 1987, l'écart de taux d'intérêt avec les Etats-Unis restait plus élevé que deux ans auparavant. La hausse des prix à la consommation commençait à s'accélérer, de sorte qu'il s'est révélé de plus en plus difficile d'empêcher que l'inflation ne soit intégrée au mécanisme de formation des salaires et des prix, en raison de l'ampleur variable des pressions du côté de la demande selon les régions du pays et de la nécessité de procéder à de larges modifications des prix relatifs.

Cette expérience du Royaume-Uni et du Canada montre qu'il est difficile de prendre en compte, dans la politique monétaire, des objectifs de balance des paiements courants et que les mesures visant à gérer une baisse du taux de change réel peuvent comporter des risques inflationnistes. De toute évidence, il peut devenir fort malaisé de préserver un climat de confiance sur les marchés des changes lorsque la politique monétaire ne peut être exprimée en termes d'objectifs clairs, soit de masse monétaire, soit de taux de change.

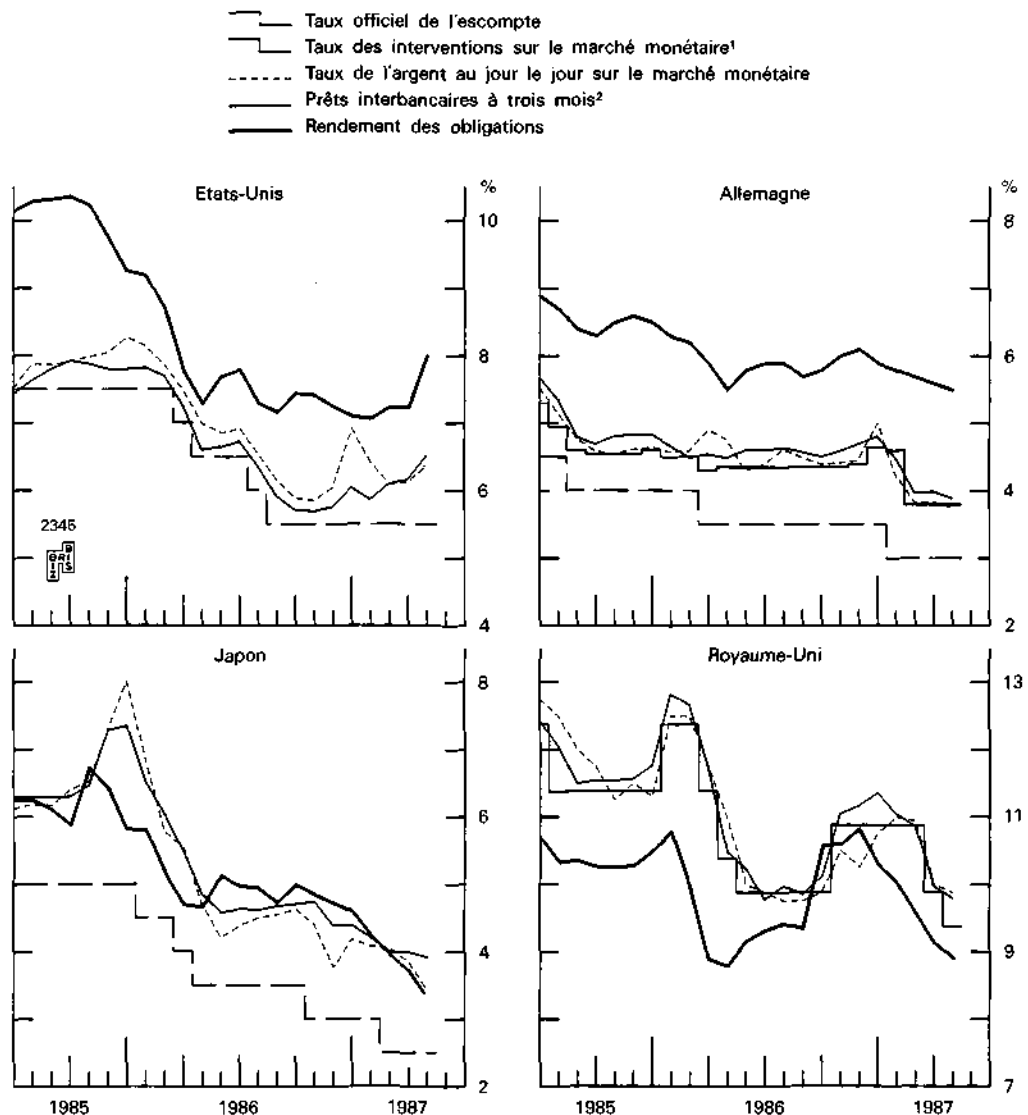
*Interaction et «coordination» des politiques monétaires.* En raison de l'internationalisation croissante des marchés des capitaux, les taux de change flottants ont été de plus en plus sensibles aux anticipations des agents économiques au sujet de l'incidence probable des taux de change à court et à long terme. Des mouvements de taux de change fréquents et brutaux se sont ainsi produits à l'annonce

d'informations relatives à une évolution effective ou potentielle dans le domaine politique ou économique.

Les anticipations prospectives peuvent être sans danger lorsque les agents économiques sont certains que les données économiques fondamentales demeurent appropriées. Par contre, en semblant vouloir prévoir l'avenir par extrapolation d'événements passés, les agents économiques ont parfois provoqué de graves déséquilibres des taux de change. Voilà une nouvelle illustration du fait que l'ajustement plus rapide des marchés des capitaux que des marchés des biens tend à créer un mouvement de change «exagéré» au regard de ce qu'on considère être habituellement les déterminants «fondamentaux» des taux de change. Des politiques de change explicites peuvent parfois concourir à la stabilisation de ces anticipations et à la modération d'une instabilité excessive sur les marchés des changes. En recourant aux interventions, les grands pays peuvent également stabiliser efficacement les anticipations pour de courtes périodes, en particulier dans le cadre d'actions concertées. Toutefois, l'expérience montre que de fortes pressions sur les marchés des changes ne peuvent être habituellement combattues que par l'ajustement d'autres politiques. Dans certains cas, tel celui de la politique budgétaire des Etats-Unis, cet ajustement est de toute évidence nécessaire dès maintenant.

Au cours des deux dernières années, une prise de conscience des contraintes auxquelles les pays doivent faire face a amené les autorités et les marchés à porter leur attention, comme jamais auparavant, sur l'interaction des politiques menées dans les divers pays. L'accord du Plaza, conclu en septembre 1985 par les pays du Groupe des Cinq, reconnaissait la nécessité d'une baisse ordonnée du dollar. Il témoignait du fait que le gouvernement américain, en particulier, se départait de l'orientation antérieure de sa politique, qui s'en remettait entièrement aux forces du marché pour la fixation des taux de change. Les divers pays continuaient néanmoins à avoir des conceptions différentes quant aux rapports de change convenables. Il est évident que les pays dont la monnaie se déprécie n'ont pas toujours à cet égard des préoccupations aussi fortes que ceux dont la monnaie se revalorise. Bien que la nécessité de certaines mesures d'accompagnement, sous forme de modifications des politiques monétaires et budgétaires, ait généralement été reconnue, la réduction du déficit du budget américain n'a connu que des résultats limités, et d'autres pays se sont montrés réticents à compromettre les progrès déjà accomplis sur la voie de l'équilibre budgétaire. Aux Etats-Unis, où la politique monétaire s'était de nouveau clairement orientée vers la gestion de la demande à court terme, le problème essentiel, estimait-on, était de savoir comment alléger un déficit des paiements courants pouvant devenir insoutenable, sans toutefois provoquer un ralentissement de l'économie nationale. En l'absence d'ajustement rapide de la balance commerciale, on en est venu à penser que les autres pays avaient le choix entre une nouvelle baisse de leurs taux d'intérêt à court terme et une poursuite de la dépréciation du dollar, avec le risque d'une surréaction de forte ampleur. La Réserve fédérale a perçu clairement les conséquences néfastes de ce mouvement sur la hausse des prix aux Etats-Unis. D'autres pays, quant à eux, étaient prêts à une correction de la surévaluation antérieure du dollar, sans croire pour autant que l'ajustement dans un pays à déficit s'opère nécessairement par les seuls taux de change.

Taux d'intérêt officiels et taux du marché, 1985-87



<sup>1</sup> Pour l'Allemagne, opérations sur titres de la Bundesbank dans le cadre d'accords de prise en pension; pour le Royaume-Uni, achats d'effets bancaires à court terme par la Banque d'Angleterre. <sup>2</sup> Pour les Etats-Unis, certificats de dépôt à trois mois.

Une certaine coordination internationale des politiques de taux d'intérêt s'est fait jour à travers la série de baisses synchronisées des taux officiels d'escompte aux Etats-Unis, au Japon et en Allemagne, en mars 1986, et dans les réductions ultérieures, en avril, aux Etats-Unis et au Japon. Par la suite, la Réserve fédérale a agi isolément en abaissant encore son taux d'escompte en deux étapes, en juillet et août, pour le ramener à 5,5% (contre 7,5% en janvier). La revalorisation rapide du taux de change effectif réel du yen a entraîné un ajustement économique difficile au Japon, et, en novembre, après l'annonce d'un accord avec les Etats-Unis sur une politique de coordination, le taux d'escompte de la Banque du Japon a encore été réduit. Au début de 1987, il est

également devenu évident que la croissance économique s'était brutalement ralentie en Allemagne sous l'effet d'un fléchissement des exportations. Le taux d'escompte de la Bundesbank, qui était fixé à 3,5% depuis mars 1986, a été abaissé à 3% en janvier 1987, après le réalignement au sein du SME. Celui de la Banque du Japon, qui avait atteint 5% au début de 1986, a été ramené au niveau exceptionnellement bas de 2,5% en février, peu de temps avant la réunion à Paris des principaux pays industrialisés.

L'accord du Louvre (voir Chapitre VII) a prévu des examens périodiques des objectifs intermédiaires et des résultats obtenus dans les divers pays, et a peut-être marqué un pas en avant décisif dans les discussions internationales sur ces aspects, même s'il est difficile d'évaluer l'interaction des objectifs monétaires intermédiaires et des politiques budgétaires au plan international. Pour ce qui concerne sa portée plus immédiate, l'accord du Louvre a également affirmé que l'évolution des taux de change après l'accord du Plaza avait amené les principales monnaies à des niveaux plus compatibles avec les données économiques fondamentales et reconnu que de nouvelles modifications importantes des relations de change pourraient nuire aux perspectives de croissance et d'ajustement dans les principaux pays. Il a en outre envisagé, étant donné les circonstances, que les pays concernés coopéreraient étroitement pour stabiliser les taux de change autour des niveaux en vigueur. Début mai, un accord conclu entre les Etats-Unis et le Japon a prévu un élargissement de l'écart entre leurs taux d'intérêt à court terme. Par la suite, les taux du marché monétaire ont augmenté aux Etats-Unis, tandis qu'ils baissaient au Japon et en Allemagne.

Promouvoir ainsi la coopération internationale traduit clairement un désir de rendre effectifs les engagements pris en matière de taux de change. C'est aussi, toutefois, la voie qui risque le plus de mettre à rude épreuve la volonté de coopération des divers pays, dans la mesure surtout où la stabilisation des taux de change exige l'adaptation des politiques monétaires, ce qui ne sera peut-être pas compatible avec des objectifs monétaires à plus long terme. Dans le passé, l'efficacité des dispositifs visant à orienter les politiques monétaires en fonction d'objectifs de taux de change a reposé sur le maintien d'une grande stabilité dans un pays dominant, qui constituait ainsi le point d'ancrage du système. Le présent accord ne comporte pas d'engagements de taux de change à long terme. L'ajustement à la dépréciation du dollar requiert du temps, et l'existence à l'avenir d'une plus grande stabilité des relations entre les principales monnaies constituerait un élément favorable. Il reste à voir quels seront les moyens d'y parvenir.

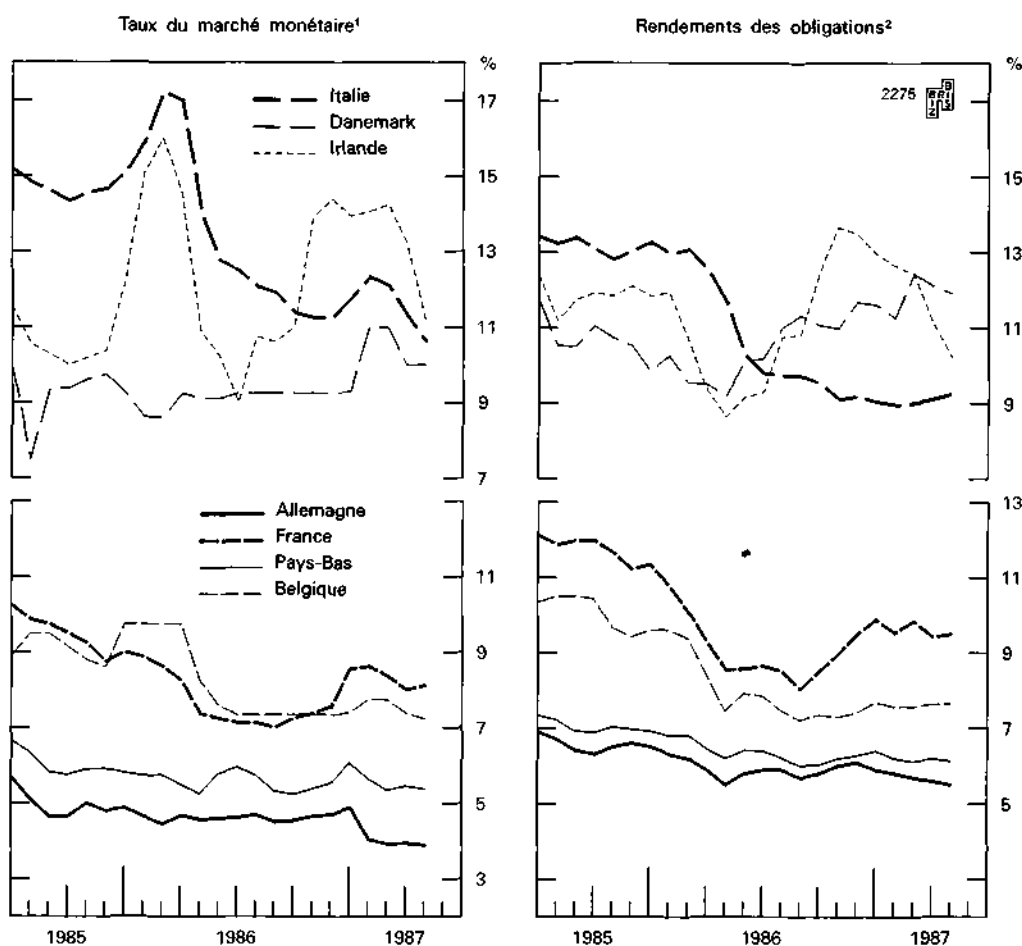
### **La politique monétaire axée explicitement sur des objectifs de taux de change**

Dans de nombreux pays, les objectifs explicites de taux de change bilatéraux ou effectifs demeurent la pierre angulaire de la politique monétaire. L'an dernier, ces politiques ont été plus délicates à mettre en œuvre du fait de la modification des relations de change des principales monnaies, mais les problèmes internes ont également joué un rôle à cet égard. Dans une très large mesure, les taux d'intérêt ont reflété les degrés variables de crédibilité que les

divers pays ont atteint dans la réalisation des objectifs de taux de change. Au vu de l'expérience des pays qui ont recours à divers types d'objectifs ou normes de taux de change pour la conduite de leur politique monétaire, on peut considérer comme non fondé l'espoir que, en se montrant plus disposé à accepter une dévalorisation de sa monnaie, un pays puisse renforcer notablement son indépendance en matière de taux d'intérêt.

*Politique monétaire dans les pays membres du SME.* Malgré la poursuite, l'an dernier, du resserrement des écarts d'inflation entre pays du SME, qui est intervenu dans le cadre d'une stabilité des relations de change intracommunautaires, les taux d'intérêt dans ces pays ont commencé à suivre des évolutions divergentes au second semestre de 1986. Par ailleurs, en dépit de la conviction générale selon laquelle l'attachement à des objectifs de taux de change demeurerait la stratégie la plus indiquée pour conserver la maîtrise des prix intérieurs, certaines

Taux d'intérêt à court et à long terme dans les pays membres du SME, 1985-87



<sup>1</sup> Taux représentatifs: pour l'Italie, dépôts interbancaires à vue; pour le Danemark, prêts au jour le jour; pour les autres pays, instruments à trois mois. <sup>2</sup> Taux représentatifs: pour l'Allemagne, la France, l'Italie et le Danemark, obligations du secteur public; pour les autres pays, fonds d'Etat.

autorités monétaires sont manifestement devenues de plus en plus réticentes à laisser les taux d'intérêt à court terme monter jusqu'aux niveaux nécessaires au soutien de la monnaie nationale sur les marchés des changes.

Au printemps de 1986, à la suite du premier réajustement général des parités officielles depuis près de trois ans, les taux d'intérêt du marché monétaire ont été substantiellement abaissés en Italie, en Irlande ainsi que, dans une moindre mesure, en France et en Belgique.

Aux Pays-Bas, les taux à court terme ont dû être relevés temporairement pour faire face à la faiblesse du florin, qui est resté au plancher de la bande du SME en compagnie du deutsche mark jusqu'au début de l'été. S'il était admis que la politique des taux d'intérêt à court terme devait être essentiellement axée sur l'objectif de taux de change, on s'attendait que la norme limitant la contribution des banques à la création monétaire d'origine interne conduise à accentuer la pente de la courbe des taux d'intérêt sous l'effet de l'accroissement par les banques de leurs ressources non monétaires, qui ne sont pas prises en compte dans la norme. Pourtant, en l'occurrence, l'écart de taux d'intérêt entre l'Allemagne et les Pays-Bas est demeuré plus étroit dans le compartiment à long terme du marché que dans le secteur à court terme.

En Belgique, la politique de taux d'intérêt a encore cherché à assurer un équilibre entre les deux objectifs de maintien de la confiance dans le franc belge et de réduction des coûts de financement pour le secteur privé et le Trésor. La solution de compromis qui en est résultée a laissé le franc belge proche du plancher de la bande du SME pendant la majeure partie de l'année. La marge de manœuvre de la politique de taux d'intérêt à court terme a toutefois été limitée par les sorties de capitaux à long terme induites par les baisses sensibles des taux à long terme intervenues en Belgique en début d'année par rapport aux rendements pratiqués à l'étranger.

En Irlande, les taux d'intérêt à court terme avaient été fortement relevés avant le réalignement d'avril 1986, afin de garantir une relation stable de la livre irlandaise avec les autres monnaies du SME de façon à continuer de favoriser la baisse du taux d'inflation interne assez élevé. Un problème a cependant surgi lorsque le recul prononcé de la livre sterling à l'égard des monnaies du SME, en juillet, a entraîné une revalorisation du taux de change effectif de la monnaie irlandaise. En la circonstance, la livre irlandaise a été réajustée en baisse vis-à-vis de toutes les monnaies du SME, début août, quelques mois seulement après le réalignement général du printemps. Cet ajustement non prévu a bien évidemment affecté les anticipations du marché: les taux d'intérêt à court et à long terme ont vivement progressé quand la livre sterling a recommencé à se déprécier, en automne, par rapport aux monnaies européennes.

Au Danemark, où des mesures budgétaires ont été prises l'an dernier pour modérer la forte accélération de la consommation privée, seuls des ajustements limités ont été apportés aux taux d'intérêt face au repli de la couronne danoise. L'absence décourageante de progrès sur la voie d'une réduction du déficit des paiements courants semble avoir amoindri la crédibilité de la politique de taux de change fixes, et, en conséquence, les taux d'intérêt à long terme se sont progressivement raffermis après le milieu de l'année.

Sous l'effet d'une nouvelle chute du dollar sur les marchés des changes et d'incertitudes politiques dans un certain nombre de pays d'Europe, les marchés ont de plus en plus misé, en fin d'année, sur un nouveau réalignement des parités au sein du SME. Ils semblent en outre avoir perçu des divergences d'opinion entre les pays quant au rôle à assigner aux agrégats monétaires dans un contexte de faible hausse des prix. Il est devenu manifeste que les dispositifs de contrôle des changes, mis en place dans le passé pour éviter la constitution de positions spéculatives, ne pouvaient plus être utilisés. En France, en particulier, les taux d'intérêt internes ont paru plus exposés qu'auparavant aux pressions des taux extérieurs. Dans de nombreux pays, les taux d'intérêt à court terme ont été relevés dans les premières semaines de janvier 1987, mais il a fallu recourir à des interventions massives sur les marchés pour maintenir les taux de change à l'intérieur des limites d'intervention.

En France, où les taux d'intérêt à court terme étaient demeurés élevés par rapport au rythme de l'inflation, ni la situation économique interne ni la nécessité de tenir l'objectif monétaire ne semblaient justifier un relèvement des taux d'intérêt en fin d'année. Pourtant, les rendements des obligations s'étaient inscrits en hausse progressive depuis septembre et, bien que les autorités aient laissé le franc glisser jusqu'au plancher de la bande du SME, les taux du marché monétaire ont finalement dû être relevés.

En Italie, à l'inverse, des hausses des taux d'intérêt à court terme ont paru justifiées, à la fin de 1986, pour permettre de limiter la croissance des crédits au secteur privé interne et l'expansion de la masse monétaire. L'Italie aussi a davantage tiré parti de la souplesse offerte par la bande de fluctuation du SME, et la stabilité des taux d'intérêt à long terme a été remarquable en décembre et en janvier.

En liaison avec le nouveau réalignement général de janvier 1987, les taux du marché monétaire ont été abaissés en Allemagne. Le retournement des mouvements de capitaux qui s'est ensuivi a été, dans un premier temps, moins marqué qu'après certains réajustements précédents, de sorte qu'en mars les taux d'intérêt à court terme en France et au Danemark restaient supérieurs à ceux de l'automne de 1986. En Italie, en revanche, des afflux de fonds ont momentanément orienté à la baisse les taux d'intérêt à court terme.

*Objectifs de taux de change effectif et conduite de la politique monétaire.* Ces dernières années, trois pays scandinaves ont fondé leur politique monétaire sur des objectifs de change exprimés en termes d'indice de taux de change effectif nominal. Au début des années soixante-dix, la Norvège et la Suède avaient participé à l'accord instituant le «serpent» monétaire avec plusieurs autres pays d'Europe occidentale, tandis que la Finlande avait assigné un objectif officiel à son indice de taux de change effectif. Du fait notamment qu'une politique de défense de la monnaie était jugée incompatible avec des considérations de politique interne, la Suède s'était retirée de l'accord en 1977 et avait opté pour un objectif en termes de taux de change effectif, imitée en cela par la Norvège en 1978.

La Norvège avait laissé sa monnaie s'apprécier de plus de 15% en termes effectifs entre 1973 et le début de 1977. L'incidence limitée de cette progression sur la hausse des prix intérieurs a affaibli la compétitivité des industries

«continentales», mais la balance des paiements a bénéficié de la progression des exportations de pétrole. La Finlande a cherché à éviter une perte de compétitivité par des dévalorisations périodiques de sa monnaie, de façon à tenir compte du rythme assez élevé de l'inflation interne. Entre la fin des années soixante-dix et le début des années quatre-vingt, des dévaluations ont été décidées dans les trois pays, la plus importante en Suède (en 1982). En dépit des programmes de stabilisation généralement mis en œuvre, il est clairement apparu dans chaque pays qu'une amélioration de la position concurrentielle pouvait très vite être grignotée par une poussée de l'inflation interne. Malgré l'encadrement du crédit et le contrôle des changes, la réglementation des taux d'intérêt a dû être assouplie, et les anticipations inflationnistes se sont traduites, en fin de compte, par des taux d'intérêt élevés à long terme. Dans les trois pays, les autorités ont finalement été contraintes de reconnaître la nécessité d'une politique de taux de change plus ferme.

La Suède a adopté une politique souple de taux d'intérêt, guidée par les «flux de devises», qui vise désormais à engendrer des mouvements de capitaux privés correspondant exactement aux déséquilibres des paiements courants. Après l'abolition de l'encadrement du crédit, fin 1985, et dans un contexte de décrue rapide des taux d'intérêt, la masse monétaire large s'est accrue de 11% en 1986 et les concours des établissements financiers de près de 25%. L'argent au jour le jour, qui s'inscrivait à 8½% en octobre 1986, après avoir culminé à 16% en 1985, est remonté momentanément à plus de 12% au début de 1987, tandis qu'en mars le rendement des obligations du Trésor, à plus de 11%, s'établissait à un niveau voisin de celui de l'année précédente.

En Norvège, les autorités ont cherché à s'opposer à l'ajustement en baisse du taux de change, après le recul des prix des produits pétroliers au début de 1986, par des interventions massives sur les marchés des changes et par un resserrement notable de la politique monétaire. Le taux marginal de la Banque de Norvège a brièvement atteint 50% pendant la première semaine de mai, juste avant la dévaluation de la couronne norvégienne. Un regain de tension sur le marché des changes en décembre a pu être neutralisé par un relèvement bien plus faible des taux du marché monétaire, mais, dans un environnement caractérisé par une forte demande de consommation, de vives hausses des salaires nominaux et une détérioration de la balance des opérations courantes, le taux au jour le jour de la Banque de Norvège s'est inscrit juste au-dessous de 14% en février 1987.

En Finlande, la politique d'abaissement progressif des taux d'intérêt à court terme, lesquels étaient ressortis à 17,5% au début de 1984, a été interrompue au printemps de 1986 après une dévalorisation peu importante de la monnaie, à l'intérieur des marges annoncées, qui a fait suite à la dévaluation de la couronne norvégienne. Afin de préserver les réserves officielles de change, la Banque de Finlande a relevé le taux des avances sur le marché monétaire jusqu'à 40% à un moment au cours de l'été. Des pressions externes moins intenses se sont exercées à la fin de 1986 et au début de 1987, mais, avec un retour de la confiance, le taux officiel au jour le jour a pu être ramené à 11½% en mars 1987, soit un point de plus qu'un an auparavant.

Il faudra sans aucun doute du temps pour que les objectifs de taux de change acquièrent de la crédibilité. Les taux d'inflation sont encore

comparativement élevés dans les trois pays. L'expérience montre également que même l'utilisation de la marge de manœuvre disponible dans le cadre des stratégies fondées sur les indices – par le biais d'une modification des pondérations notamment – peut parfois accroître les incertitudes sur les marchés des changes.

*Association d'objectifs quantitatifs et d'objectifs de taux de change.* Du fait de l'influence croissante des contraintes extérieures sur la politique de taux d'intérêt, on est amené à se demander dans quelle mesure il est possible, et utile, de s'assigner des objectifs en termes d'agrégats de la monnaie et du crédit dans les pays qui se sont explicitement dotés d'objectifs de taux de change. Dans le passé, les petits pays ont pu axer leur politique monétaire sur des objectifs de taux de change en raison de la stabilité relativement importante obtenue dans les grands pays, où la politique monétaire était guidée par d'autres objectifs intermédiaires, et notamment la masse monétaire. Toutefois, même dans les petites économies ouvertes, où la formation des prix et des salaires se ressent fortement des prix à l'importation et à l'exportation, et où les marchés financiers aussi sont assez ouverts, certaines normes monétaires quantitatives peuvent être utiles, en particulier lorsque l'évolution des finances publiques ne donne pas satisfaction. Aux Pays-Bas, dans les années récentes, le Trésor et la Nederlandsche Bank se sont accordés sur une limitation du financement monétaire de l'Etat. En Suède et en Belgique, on a enregistré d'amples déficits budgétaires, dans le passé, parallèlement à des déficits des paiements courants ou à des sorties de capitaux privés, ainsi qu'à des emprunts massifs en devises de l'Etat à l'étranger. En Suède, l'engagement pris par le gouvernement d'éviter les emprunts à l'étranger vient maintenant soutenir la politique monétaire. La Banque Nationale de Belgique s'est parfois servie de normes de réserves officielles de change pour déterminer le dosage approprié entre financements interne et externe des dépenses publiques en Belgique.

C'est surtout dans les plus grands pays où la politique monétaire s'appuie sur les taux de change que les objectifs assignés aux agrégats monétaires paraissent avoir une utilité pour influencer la formation des prix et des salaires. Dans la mesure où le marché interne des capitaux est déconnecté de celui des autres pays par un contrôle des changes, des objectifs de crédit peuvent contribuer à maintenir à moyen terme la politique monétaire sur sa trajectoire, même si un encadrement du crédit ou la constitution de réserves obligatoires spéciales peuvent être nécessaires pour parvenir à ces objectifs. En Italie, le plafonnement des crédits en monnaie nationale a également concouru dans le passé à attirer des capitaux étrangers; en France, les objectifs monétaires ont renforcé la crédibilité de l'objectif de taux de change. Dans ces deux pays, les contrôles portant sur les mouvements de capitaux avec l'étranger viennent d'être assouplis et il est prévu de les libéraliser davantage; on ne sait pas dans quelle mesure la possibilité, pour les autorités, de poursuivre simultanément un objectif monétaire interne et un objectif de taux de change s'en trouvera affectée. La norme monétaire en vigueur aux Pays-Bas (voir page 145) risque en principe d'être contournée par les entités non bancaires par le biais d'emprunts à l'étranger ou sur les marchés des titres à court terme auxquels elles ont accès; toutefois, les autorités considèrent que les marchés internes sont suffisamment protégés pour

que des restrictions monétaires quantitatives soient efficaces pendant un certain temps.

La Suisse présente l'exemple intéressant d'un petit pays qui a opté, en toute indépendance, pour un objectif d'agrégat monétaire. Cet objectif s'applique à des valeurs moyennes annuelles et tolère des déviations à court terme. En fait, compte tenu de leur expérience de «surréaction» du franc suisse, les autorités sont également très attentives au taux de change depuis plusieurs années. Cependant, le fait que le franc suisse a été la seule monnaie européenne à s'apprécier dans l'ensemble vis-à-vis du deutsche mark sur une longue période a permis aux taux d'intérêt suisses de demeurer inférieurs aux niveaux allemands.

*Politique monétaire et ouverture croissante des marchés des capitaux.* La libéralisation des mouvements de capitaux avec l'étranger, que les pays de la CEE se sont engagés à poursuivre, augmentera les contraintes extérieures qui s'exercent sur la politique monétaire dans les pays du SME. La prise de conscience de ce risque a suscité des appels en faveur d'un assouplissement et d'une meilleure coordination en matière de politique monétaire dans les pays membres. L'incidence de la libéralisation est d'autant plus difficile à prévoir que des ajustements de portefeuille pourraient se produire dans les pays où le contrôle des changes est longtemps resté en vigueur, et qu'il s'agit de deux des pays relativement importants. Jusqu'à maintenant, un seul pays important membre du mécanisme de change du SME, l'Allemagne, a instauré la liberté des mouvements internationaux de capitaux, et il est malaisé d'évaluer dans quelle mesure le fonctionnement du système en a été affecté.

Durant les négociations qui ont précédé le réaligement de janvier 1987 au sein du SME, les participants sont convenus d'étudier des modifications dans le fonctionnement du système. Une proposition visait à permettre de recourir au mécanisme de crédit à court terme mis en place lors de la création du SME pour le financement des interventions intramarginales, et ce afin que les autorités monétaires soient en mesure de contrecarrer plus vigoureusement et plus tôt les pressions spéculatives. On peut craindre qu'une telle mesure ne facilite d'amples mouvements de capitaux et ne complique, dans les divers pays, le contrôle des liquidités bancaires. Dans certains d'entre eux, notamment aux Pays-Bas, l'expérience a montré qu'on peut exercer un effet dissuasif sur la spéculation en luttant contre les pressions du marché par des ajustements rapides des taux d'intérêt à court terme, tout en évitant de recourir à une dépréciation de la monnaie. Certains pays pourraient également tirer davantage parti des marges actuelles de fluctuation du taux de change, afin d'exposer les spéculateurs à un double risque de change, à la hausse et à la baisse. On pourrait aussi bénéficier d'une plus grande souplesse par un élargissement des marges ou par l'adaptation de cours-pivots à un rythme plus fréquent et à des moments plus propices.

Un assouplissement sous l'une de ces formes serait principalement destiné à faire face au problème des réajustements de parités occasionnels, et dans une certaine mesure prévisibles, dont le moment est dicté par des considérations politiques et qui ont représenté une source majeure de perturbations pour le système. Quand les ajustements de taux de change ne sont pas réalisés avec célérité, il convient alors de mettre en balance les dérèglements monétaires induits

par des interventions massives sur les marchés des changes et les conséquences d'un ajustement des taux d'intérêt à court terme destiné à préserver le rapport de change existant. Ce choix détermine évidemment la répartition des charges entre les pays membres.

On a fait valoir que la perspective d'une plus grande libéralisation des mouvements des capitaux à l'intérieur de la CEE renforçait la nécessité de coordonner les politiques monétaires entre les pays membres du SME. En grande partie, le débat théorique part de l'hypothèse d'une zone de parités constamment fixes, ce qui n'est pas l'objet du présent accord de change. Bien qu'on ne puisse prévoir toutes les conséquences de la libéralisation des mouvements de capitaux, on peut cependant s'attendre à une augmentation de la sensibilité des flux de fonds aux anticipations de taux d'intérêt et de change. En pratique, il n'existe peut-être pas, à brève échéance, de solution de rechange viable aux méthodes implicites de coordination de la politique monétaire qui ont été progressivement mises au point. Certes, il peut être possible de s'opposer aux perturbations sur les marchés des changes par des ajustements plus souples des taux d'intérêt et par des procédures de consultation en la matière, mais ces dernières pourraient bien se limiter à faire apparaître des différences fondamentales d'appréciation entre les pays membres quant aux niveaux appropriés des taux d'intérêt. Il n'est pas certain que l'on puisse préserver la plus grande convergence des taux d'inflation obtenue ces dernières années; en outre, dans certains pays membres, des progrès restent à accomplir, particulièrement en matière d'assainissement des finances publiques.

En Suède, en Norvège et en Finlande, les contrôles appliqués aux mouvements internationaux de capitaux sont demeurés très étendus. Dans ces pays, on se propose actuellement de conserver certains instruments de contrôle des changes, notamment ceux qui visent à restreindre les opérations à court terme des non-résidents en monnaie nationale. Même dans ces conditions, il est admis que, au fur et à mesure du développement des marchés, de tels dispositifs perdront probablement de leur efficacité pour la préservation de l'autonomie de la politique monétaire.

### **Régulation du marché monétaire et contraintes externes**

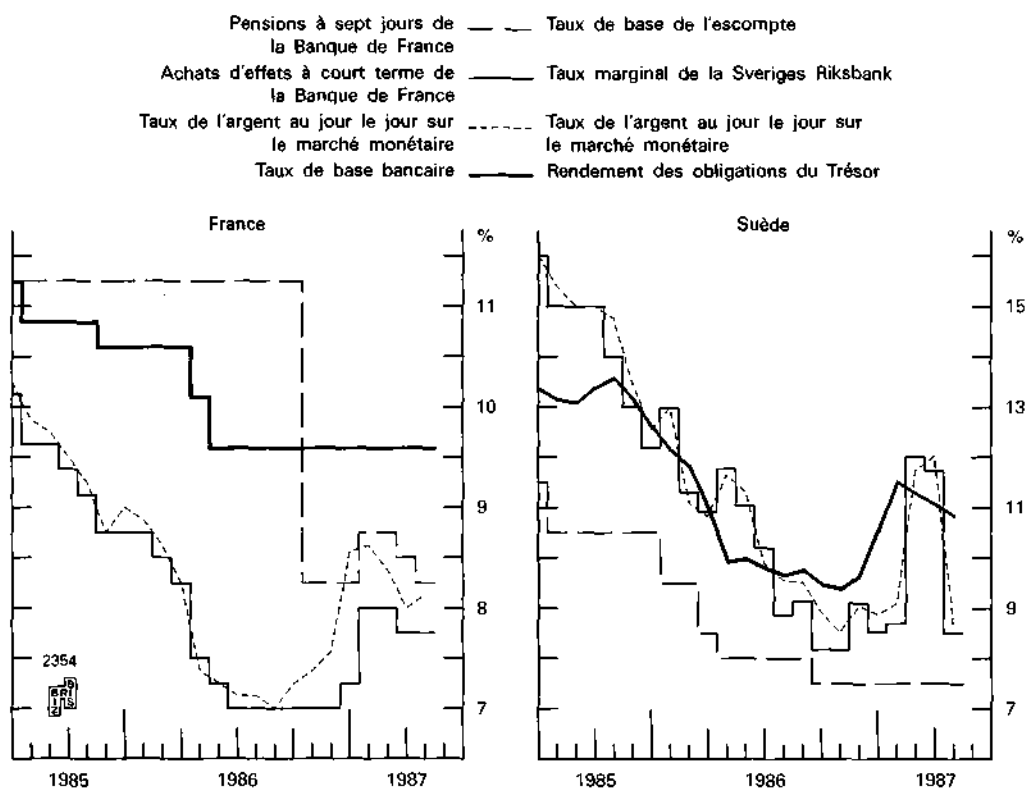
Ces dernières années, les instruments et les procédures mis en œuvre par les banques centrales pour atteindre leurs objectifs intermédiaires de masse monétaire ont été assouplis et ont agi davantage par le biais des mécanismes du marché. Dans de nombreux cas, les contrôles directs appliqués à l'octroi de crédits ou aux taux d'intérêt ont été levés, l'incidence sur les taux d'intérêt des interventions sur le marché monétaire a gagné en importance, et ces interventions elles-mêmes sont devenues plus flexibles. Simultanément, des efforts ont été consentis pour adapter la conception des instruments, comme les réserves obligatoires, de façon à protéger certains taux d'intérêt internes de l'influence des pressions externes. Ces deux évolutions ne sont pas sans lien. L'abolition des contrôles directs appliqués aux mouvements de capitaux avec l'étranger et l'intégration accrue des marchés de capitaux internes et étrangers n'ont pas seulement amoindri l'efficacité des instruments internes de contrôle direct, elles ont aussi réduit l'autonomie des pays en matière de taux d'intérêt.

*Modifications des instruments de politique monétaire.* Le Rapport annuel publié en 1986 a décrit les réformes qui, dans presque tous les pays industriels, ont renforcé le rôle des interventions sur le marché monétaire dans la mise en œuvre de la politique monétaire et accru la souplesse de ces opérations. De nouveaux changements importants ont été apportés en France, en Suède et en Finlande, tandis que, dans d'autres pays, les banques centrales ont continué d'affiner et d'adapter leurs instruments en vue de faire face à des contraintes externes de plus en plus pressantes.

En France, les contrôles quantitatifs de l'expansion des concours bancaires, en vigueur sous diverses formes depuis 1974, ont été supprimés au début de 1987. Ces restrictions n'avaient été conservées qu'à titre de filet de sécurité en 1986, et la croissance des crédits était nettement demeurée dans le cadre des normes. La réalisation des objectifs d'agrégats monétaires dépend maintenant de l'action des autorités sur les taux d'intérêt du marché monétaire et non plus de l'encadrement du crédit. En pratique, les autorités continueront d'agir principalement sur le marché interbancaire, bien que des cessions et achats fermes puissent être effectués sur les marchés des instruments négociables à court terme ou des obligations.

En décembre 1986, il a été mis fin au fixing matinal de l'argent au jour le jour, afin que ce taux puisse varier plus librement au cours de la journée et que soit ainsi facilité le développement des opérations à terme. Parallèlement, la

Taux d'intérêt en France et en Suède, 1985-87



Banque de France a élargi le cercle des opérateurs – auparavant, maisons de réescompte exclusivement – avec lesquels elle accepte de traiter, de façon à inclure les établissements de crédit.

Comme par le passé, la Banque de France assurera principalement l'approvisionnement en monnaie centrale par voie d'achat, dans le cadre d'appels d'offres périodiques, d'effets publics ou privés venant à échéance à l'intérieur d'une période déterminée. En fonction des montants et des taux proposés par les soumissionnaires, et compte tenu du montant de monnaie centrale qu'elle est disposée à fournir, la Banque de France retiendra un taux et l'appliquera à toutes les offres acceptées. La possibilité de passer à une procédure d'enchères dite «à la hollandaise» (où les offres sont acceptées au taux proposé) sera examinée ultérieurement. Le taux retenu doit normalement tendre à fixer une limite inférieure aux fluctuations du loyer de l'argent au jour le jour. La limite supérieure sera normalement déterminée par des pensions à sept jours, dont le dispositif a été réactivé et auxquelles les banques pourront recourir de leur propre initiative.

Dans le même temps, les autorités ont annoncé un abandon de la comptabilisation immédiate et un retour à la comptabilisation semi-différée des réserves obligatoires. La période de calcul a été réduite de trois à un mois et chevauchera pendant deux semaines la période de constitution des réserves lorsque le dispositif sera entièrement opérationnel. Les coefficients appliqués aux dépôts ont été relevés pour compenser l'incidence sur les liquidités bancaires de la suppression des pénalités pour dépassement de crédits.

En Suède, les nouveaux dispositifs du marché monétaire comprennent un barème progressif de rémunération des concours de la banque centrale aux établissements bancaires, dont les paliers sont déterminés pour chaque banque en fonction du rapport entre ses ressources empruntées et son capital. Cette modification a donné naissance, l'an dernier, à un marché interbancaire animé de l'argent au jour le jour, dont le taux d'intérêt peut être influencé de façon souple par les variations du besoin de refinancement du système bancaire que la banque centrale provoque au moyen d'opérations sur titres d'Etat à court terme. Le mécanisme d'arbitrage fait en sorte que le coût pour l'emprunteur marginal détermine le taux de l'argent au jour le jour.

En Finlande, grâce à l'instauration, début 1986, d'un écart entre les taux d'intérêt qu'elle applique à ses concours à très court terme d'une part, et aux dépôts à vue ouverts sur ses livres d'autre part, la banque centrale a préparé la voie à un développement du marché interbancaire de l'argent au jour le jour où les taux pourraient fluctuer dans une marge étroite. En décembre, l'écart des taux a été élargi et la Banque de Finlande a proposé aux banques une nouvelle facilité de crédit à trois mois afin de promouvoir l'essor d'un marché interbancaire à terme dont les taux demeureraient sous l'influence des autorités. Au début de 1987, la banque centrale a également offert une facilité de dépôt à trois mois et a entrepris des opérations sur des certificats de dépôt émis par les banques pour favoriser l'ouverture du marché monétaire.

*Instruments spéciaux destinés à concilier les objectifs internes et externes.* Dans une large mesure, les banques centrales ont pu mieux faire face aux perturbations

sur les marchés des changes grâce à des instruments souples qui permettent aux taux du marché monétaire de fluctuer davantage que les taux d'escompte affichés. En outre, plusieurs banques centrales ont tenté de tirer parti du fait que les substitutions entre instruments financiers ne sont pas toujours possibles en adaptant les réserves obligatoires pour dissocier nettement rémunération des crédits bancaires et taux du marché monétaire, lesquels doivent pouvoir réagir à l'évolution du marché des changes.

En France, les coefficients de réserves sur les exigibilités ont été rehaussés à deux reprises en 1986, afin de réduire l'incidence d'une diminution des taux des interventions officielles sur le marché monétaire exercée sur les coûts moyens des banques et, partant, sur les conditions de rémunération de leurs prêts. La constitution de réserves obligatoires sous forme d'encaisses non rémunérées (avec un coefficient de 3%), instaurée en Suède à la fin de 1985, pourrait en principe être utilisée à des fins identiques. Au Danemark, l'encadrement des crédits bancaires a fait place, en 1985, à une réglementation en vertu de laquelle les banques doivent constituer sur des comptes spéciaux auprès de la Banque Nationale 20% de l'accroissement des dépôts de la clientèle au-delà d'une norme convenue. En vue de ralentir l'expansion rapide des dépôts bancaires, la rémunération des dépôts spéciaux a été abaissée dans une forte proportion, au printemps de 1986, à 5 points au-dessous des rendements du marché. En conséquence, les banques sont devenues moins disposées à accepter en dépôt des sommes élevées en vue de leur placement en obligations. Cette pénalisation a été ultérieurement abolie, mais, par suite de préoccupations engendrées par le rythme de croissance des crédits bancaires, la norme fondamentale d'expansion des dépôts, qui avait déjà été ramenée de 14% à 9%, a été encore abaissée à 7% pour la période de février à juin 1987. Aux Pays-Bas, il convient de noter que l'instauration de normes de crédit a été motivée en partie par le fait que toute tentative de contrôler le crédit par l'imposition de réserves obligatoires affectant directement les coûts des banques et leurs conditions débitrices risquait, pensait-on, d'encourager des manœuvres de contournement de la réglementation.

En Italie, des entrées de fonds au début de 1987 semblaient marquer, comme cela est habituellement le cas juste après un réajustement au sein du SME, une réaction à des écarts de taux d'intérêt vis-à-vis des autres monnaies du SME, et ce indépendamment de leur couverture à terme. En mars, lorsque le taux officiel d'escompte a été abaissé, l'accroissement des engagements extérieurs nets des institutions de crédit italiennes a été assujéti à des réserves obligatoires, avec un coefficient de 25%, à constituer sous forme de dépôts en liras auprès de la Banque d'Italie. Ces modifications ont été décidées dans l'espoir qu'elles favoriseraient une baisse des taux d'intérêt servis sur les dépôts intérieurs et une augmentation de certains taux d'intérêt débiteurs, ce qui contribuerait à freiner la vive croissance du crédit au secteur interne autre que l'Etat. En Espagne, les afflux de fonds consécutifs à l'ajustement à la baisse de la peseta par rapport aux monnaies du SME au début de 1987 ont fait obstacle au ralentissement nécessaire du rythme excessif de l'expansion monétaire. En mars, l'accroissement des dépôts bancaires en pesetas convertibles des non-résidents a été soumis à un coefficient de réserves obligatoires de 19%. En avril, ce taux a été porté à 19½%; en outre, les réserves ont été assises à la fois sur l'encours de ces dépôts et sur les exigibilités nettes des banques en monnaies étrangères.

Si des mesures de cette nature peuvent se révéler utiles dans certains cas, il ne faut pas en attendre trop de résultats du fait de l'intégration croissante des marchés.

*Incidence des contraintes externes sur l'utilisation des divers instruments.* De nombreux pays ont continué l'an dernier de recourir à des instruments souples pour s'opposer aux perturbations de l'approvisionnement des banques en liquidités dues, en particulier, aux interventions des autorités sur les marchés des changes. Compte tenu, toutefois, de l'antagonisme qui est parfois apparu entre les contraintes de change et les considérations internes, les plus grands pays n'ont fait qu'un usage limité des procédures mises au point au cours des années récentes, qui leur permettaient d'agir en souplesse sur les taux du marché monétaire. En revanche, ils ont davantage tiré parti de cette flexibilité au début de 1987.

Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale a satisfait les besoins de liquidités des banques, l'an dernier, et le taux de l'argent au jour le jour entre banques s'est replié, suivant étroitement l'évolution du taux officiel d'escompte. Au début de 1987, aucune mesure immédiate n'a été opposée à un raffermissement des taux du marché monétaire, qui traduisait peut-être un gonflement de la demande de réserves excédentaires de la part des banques. En avril, le Président du Conseil de la Réserve fédérale a annoncé que l'évolution du dollar risquait d'affecter désormais l'approvisionnement des banques en réserves.

Au Japon, les interventions sur le marché des changes, quoique massives, ont eu une incidence bien moindre sur les variations des réserves bancaires que les mouvements saisonniers des comptes internes du Trésor. Le taux de l'argent au jour le jour a été fortement abaissé au début de 1986 pour demeurer par la suite beaucoup plus proche du taux officiel d'escompte. La Banque du Japon a cependant encore fait appel à certains instruments flexibles, notamment aux achats fermes de bons du Trésor et certificats de dépôt, et aux cessions d'effets émis sur elle-même, afin de rendre les taux du marché sensibles aux variations des pressions exercées sur le yen par les marchés des changes.

En Allemagne, la Bundesbank a continué de mettre en œuvre des instruments souples, notamment les swaps de devises, afin de réguler les liquidités bancaires, mais elle a eu recours à des prises en pension à taux fixe pour contribuer à la stabilisation des taux du marché monétaire entre mars et novembre. Le changement de procédure, qui a vu la Bundesbank lancer des appels d'offres en affichant un taux minimum, a ouvert la voie à une certaine hausse saisonnière du taux de l'argent au jour le jour en fin d'année; toutefois, des opérations à taux fixe ont contribué à abaisser les taux du marché en janvier 1987. En l'absence d'un vaste reflux des capitaux vers l'étranger, une élévation des coefficients de réserves obligatoires et une diminution des contingents de réescompte des banques ont permis d'absorber la majeure partie des répercussions, sur les réserves bancaires, des interventions effectuées en janvier sur les marchés des changes; ces mesures étaient destinées à rétablir des conditions dans lesquelles les taux d'intérêt continueraient à être déterminés par le niveau de rémunération des prises en pension de titres par la Bundesbank. La souplesse de cette technique — qui a été mise en œuvre en mai pour abaisser davantage les taux du marché monétaire — sera encore plus grande lorsque les délais de mise en œuvre

de la procédure de prise en pension seront ramenés à un jour au lieu de deux, comme cela a été annoncé en avril.

Les nouveaux dispositifs mis en place en France ont guidé la baisse du taux de l'argent au jour le jour au début de 1986 dans un contexte de fléchissement de l'inflation et d'une position extérieure généralement forte. A un moment où considérations internes et externes sont entrées en conflit, il a fallu, en fin de compte, procéder à un relèvement des taux des interventions officielles. Au Royaume-Uni, des mesures inhabituelles ont été mises en œuvre pour retarder et limiter l'ajustement des taux d'intérêt nécessaire pour enrayer la baisse de la livre sterling; ces mesures ont notamment consisté à consentir des concours officiels au marché et à décider de s'abstenir d'émettre des bons du Trésor par adjudication, afin d'éviter d'entériner une augmentation des taux à terme du marché monétaire.

En Italie, le taux d'intérêt du marché monétaire au jour le jour, encore relativement nouveau, est demeuré sous l'influence étroite des variations des taux officiels des opérations sur titres de caractère temporaire. La lenteur de réaction du taux des bons du Trésor a parfois entravé le contrôle des liquidités des banques. En Belgique, en application des procédures instituées en 1985, le taux officiel d'escompte est resté supérieur au taux des titres du Trésor à court terme (en fonction duquel il a été modulé), malgré des variations qui n'ont revêtu qu'une faible ampleur fin décembre-début janvier. Une réduction du taux de réescompte a été décidée aux Pays-Bas en mars 1986, en concertation avec l'Allemagne. Pendant l'été, les pressions sur le florin ont été neutralisées par des majorations du taux d'intérêt des concours spéciaux de la Nederlandsche Bank et par l'imposition d'une pénalité sur les ressources empruntées par les banques au-delà du contingent alloué. Le taux de réescompte et le taux des avances sur titres sont restés sans changement aux Pays-Bas au début de 1987, lorsque l'abaissement du taux d'escompte de la Bundesbank a été suivi par les banques centrales de Suisse, d'Autriche, d'Italie, de Belgique et du Portugal; mais, en mai, le taux des concours spéciaux de la Nederlandsche Bank était pratiquement redescendu au niveau du taux des avances sur titres.

*Contraintes externes et efficacité de la politique de taux d'intérêt.* Si les autorités monétaires conservent la faculté de contrôler les taux d'intérêt sur le marché monétaire, les contraintes externes ont restreint leur aptitude à mener, l'an dernier, des politiques indépendantes en matière de taux d'intérêt à court terme. Les pays dont la politique monétaire est explicitement axée sur les taux de change sont conscients depuis longtemps qu'il peut être nécessaire, à l'occasion, en raison de perturbations sur les marchés des changes, d'accepter quelque temps une évolution non désirée des taux d'intérêt à court terme. De même, un manque de crédibilité de la politique de taux de change peut également donner lieu à une persistance de taux relativement élevés pendant une période assez longue. En principe, les taux de change flottants peuvent permettre aux pays de recourir à la politique monétaire pour contrôler le rythme d'inflation et les taux d'intérêt en acceptant des variations du taux de change nominal. Toutefois, du fait de la lenteur de l'ajustement des prix intérieurs, les variations des taux d'intérêt nominaux donnent lieu souvent à des modifications en termes réels, lesquelles entraînent des fluctuations notables des taux de change réels. L'an

dernier, dans un environnement caractérisé par de rapides variations des taux de change réels, les grandes économies ont acquis une conscience aiguë de la nécessité de prendre en compte dans leur politique de taux d'intérêt à court terme les distorsions ainsi provoquées sur leurs perspectives d'inflation et de croissance économique.

Les contraintes qui pèsent sur la politique monétaire des divers pays semblent encore plus évidentes dès lors que l'on admet que les autorités monétaires n'exercent qu'une influence limitée sur les taux d'intérêt hors du marché monétaire. En particulier, l'évolution des taux d'intérêt à long terme — qui dépend habituellement davantage des relations entre épargne et investissement, des anticipations de taux de change et d'inflation, ainsi que de l'évaluation des risques par le marché — s'est parfois fortement écartée de celle des taux du marché monétaire. Aux Etats-Unis, les liens entre taux à court et à long terme se sont resserrés depuis 1979, mais dans de nombreux pays l'influence exercée par les taux d'intérêt à long terme à l'étranger sur les rendements des obligations est devenue relativement plus importante.

On est frappé par le parallélisme entre l'évolution des rendements obligataires, à des niveaux néanmoins différents, tout au long de 1986 aux Etats-Unis, au Japon et en Allemagne. Un autre trait saillant, dans ces trois pays, est l'incidence de plus en plus limitée, au cours de l'année, des baisses des taux du marché monétaire sur ces rendements. En plusieurs occasions, les modifications enregistrées par les rendements réels aux Etats-Unis sous l'effet de changements des perspectives concernant le déficit du budget fédéral et l'économie ont semblé se refléter dans les rendements dans les autres pays. Le sentiment de l'atténuation de l'inflation a certainement contribué à faire baisser les rendements dans les trois pays au début de 1986, mais, depuis lors, les anticipations inflationnistes ne semblent pas s'être de nouveau affaiblies et paraissent même s'être avivées aux Etats-Unis. Il est difficile de dire si les perspectives d'une action des autorités en vue de la stabilisation du dollar ont ou non influencé l'opinion du marché quant à l'évolution future de l'inflation tendancielle au Japon et en Allemagne; la pente nettement positive de la courbe des rendements dans ce dernier pays au début de 1987 n'en demeure pas moins impressionnante.

Les contraintes ont commencé à changer de nature au printemps de cette année, au moment où les tensions au sujet de l'endettement international se sont aggravées et où le dollar a subi de fortes pressions à la baisse. Aux Etats-Unis, les taux des certificats de dépôt, les taux débiteurs de base des banques et les rendements obligataires ont tous vivement progressé, précédant ainsi la hausse du taux des fonds fédéraux. Dans d'autres grands pays, les taux à court terme ont peu varié, mais les rendements des obligations ont enregistré des baisses importantes, en particulier au Japon.

Les taux d'intérêt nominaux à long terme sont plus élevés, à des degrés divers, dans les autres pays, à l'exception notable de la Suisse, où ils peuvent signifier que le marché s'attend à de meilleurs résultats à long terme en matière d'inflation dans la Confédération. Dans de nombreux pays du SME comme dans ceux qui se sont dotés d'autres dispositifs de taux de change, les rendements semblent intégrer une substantielle prime d'inflation qui peut indiquer que les opérateurs s'attendent à assister à des modifications de taux de change

tenant compte d'une recrudescence progressive de l'inflation. En fait, l'évolution des rendements fréquemment constatée l'an dernier dans de tels pays donne à penser que ces primes sont sensibles aux politiques de change qu'ils ont suivies ces dernières années. Des augmentations relativement importantes des taux d'intérêt à long terme dans les pays qui ont, dans le passé, accepté une dévalorisation de leur taux de change traduisent nécessairement l'incertitude qui entoure la politique de change à venir, ainsi que la conviction du marché selon laquelle les gains de compétitivité découlant des réajustements du taux de change seront vraisemblablement peu à peu grignotés par l'inflation.

### **La politique monétaire dans le contexte de la politique économique générale**

Dans les pays où les marchés financiers sont ouverts et très développés, la politique monétaire ne peut reposer que sur un instrument principal — le contrôle des réserves bancaires et les taux auxquels ces réserves sont fournies — qui agit ensuite sur les conditions à court terme du marché monétaire. La mise en œuvre de cet instrument a été guidée, dans le passé, par des objectifs intermédiaires définis en vue de maîtriser l'inflation à plus long terme. On peut douter de l'efficacité des réductions de taux d'intérêt visant à relancer les investissements quand les autres facteurs sont défavorables. Les mesures portant sur la structure des recettes et dépenses de l'Etat, en revanche, sont à même d'exercer une influence sur l'activité économique de nombreuses façons. Dans l'ensemble, les résultats économiques peuvent également se ressentir de modifications du cadre réglementaire. Des réformes fiscales et des mesures destinées à assouplir les mécanismes économiques et à les axer davantage sur les marchés sont maintenant à l'ordre du jour dans de nombreux pays. Dans certains d'entre eux, récemment, on est revenu à un domaine d'action plus restreint et on a vu renaître les précédentes hypothèses optimistes concernant la relation à court terme entre les soldes budgétaires et l'activité économique.

Dans les pays industriels, la politique budgétaire est déterminée par des procédures législatives qui peuvent parfois retarder et entraver la mise en œuvre des changements. On court toujours le risque de négliger les contraintes de financement à long terme dans le processus de décision. Dans certains pays, les propositions d'action en matière budgétaire suscitent des réactions politiques souvent imprévisibles et l'expérience tend à montrer qu'un mouvement d'alourdissement du déficit budgétaire, délibéré ou non, est difficile à inverser. Dans le cadre de l'élaboration des stratégies pour la politique monétaire, les autorités ont mis au point, ces dernières années, des procédures de gestion des taux d'intérêt plus souples et institué des objectifs intermédiaires qui assurent une prise en compte adéquate des objectifs à long terme. Cette protection a été quelque peu atténuée dans la mesure où la politique monétaire a été appelée à porter le poids supplémentaire de la correction des distorsions affectant l'économie mondiale, et notamment les marchés des changes. En devenant plus «politisée», l'action sur les taux d'intérêt court le danger d'être moins à même de remplir sa fonction de stabilisation.

## VII. LE SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL

### Faits saillants

La situation monétaire internationale pendant la période sous revue a été dominée par la baisse ininterrompue du dollar EU, qui a permis de rétablir une structure plus réaliste des taux de change et devrait contribuer, en fin de compte, à un meilleur équilibre de l'économie mondiale. Parallèlement, la faiblesse prononcée de la monnaie américaine a eu des répercussions importantes sur l'évolution des taux de change au sein du Système monétaire européen, la situation du marché de l'or et la croissance de la liquidité internationale.

Alors que la dépréciation du dollar était influencée en 1985 par l'action coordonnée des autorités, notamment sous forme de déclarations prônant un réalignement des taux de change et des ventes officielles de dollars, le mouvement de baisse de la monnaie américaine est devenu quasiment autonome dès le début de 1986, tout en étant freiné, de temps à autre, par des interventions massives des autorités. De plus, au cours de 1986, le réalignement des taux de change se poursuivant, le consensus établi par l'accord du Plaza, conclu en septembre 1985 entre les principaux pays industrialisés sur l'orientation souhaitable des variations des taux de change, a fait place à des signaux discordants transmis par les milieux officiels aux marchés des changes. Ce n'est qu'en février 1987 que les pays du Groupe des Sept sont convenus de coopérer étroitement pour favoriser la stabilité des taux de change aux alentours des niveaux alors en vigueur. Néanmoins, malgré l'ampleur des interventions concertées des autorités et des mesures monétaires de soutien, à partir de fin mars le dollar a continué de se replier, et ce même après la confirmation, par le Groupe des Sept, à la mi-avril, de son attachement à l'accord de février. C'est ainsi qu'entre le mois de février 1985, au cours duquel il avait atteint son point culminant, et la mi-mai environ, le dollar a perdu près de 50% de sa valeur par rapport au deutsche mark et au yen japonais.

La convergence persistante des résultats économiques des pays membres n'a pas empêché le mécanisme de change du Système monétaire européen d'être fréquemment en proie à de vives tensions. Le succès du réalignement d'avril 1986 s'est révélé relativement éphémère. Du fait notamment de la chute du dollar, de nouvelles tensions sont apparues au sein du SME dès le début de l'été 1986, la crainte d'une nouvelle baisse de la monnaie américaine figurant d'ailleurs parmi les facteurs qui ont précipité le réalignement de janvier 1987.

Le marché de l'or a subi, lui aussi, l'influence croissante de l'évolution des taux de change. La demande privée d'or étant soutenue par la méfiance à l'égard du dollar et la peur de l'inflation, le prix du métal précieux a vivement monté, pour atteindre un sommet de \$480 dans la seconde moitié de mai 1987, se situant ainsi à son apogée depuis plus de quatre ans.

En 1986, la demande privée d'avoirs américains par des non-résidents n'est plus parvenue à compenser entièrement le déficit croissant de la balance

des paiements courants des Etats-Unis. Parallèlement, la valeur en dollars des réserves officielles libellées dans d'autres monnaies a fortement progressé sous l'effet de la dépréciation continue du dollar. Par voie de conséquence, les réserves officielles en devises étrangères ont connu un gonflement. Toutefois, ces gains de réserves se sont essentiellement concentrés sur un petit nombre de pays à monnaie forte, tandis que de nombreux pays en développement, en particulier les pays exportateurs de pétrole, ont enregistré des pertes.

Au cours des quatre premiers mois de 1987, l'accroissement des réserves s'est encore accéléré; en effet, le tarissement des entrées de fonds privés aux Etats-Unis et le renversement des mouvements de capitaux au sein du SME ont incité les autorités à intervenir massivement sur les marchés des changes.

### **Evolution générale des taux de change**

En 1986 et pendant les premiers mois de 1987, le dollar a poursuivi sa chute rapide. Toutefois, alors qu'il avait fallu, durant sa phase initiale de recul, une action énergique des autorités pour lui faire abandonner ses sommets irréalistes, les pressions à la baisse se sont perpétuées d'elles-mêmes au cours de la période sous revue et ont parfois pris une ampleur considérable.

Ce passage de l'ajustement contrôlé à la dépréciation spontanée n'a pas entraîné pour autant une nouvelle détérioration sensible des données économiques fondamentales. Certes, le déficit de la balance des paiements courants des Etats-Unis s'est encore creusé, mais il avait déjà été très important en 1985 et l'on s'attendait qu'il s'aggrave encore en raison des effets de la courbe en J. Les écarts de taux d'intérêt en faveur du dollar ont été en moyenne moindres qu'en 1985; ils sont toutefois restés prononcés et, compte tenu des niveaux plus réalistes auxquels il est revenu depuis, auraient dû faire du dollar un placement plus attrayant que lors des années précédentes.

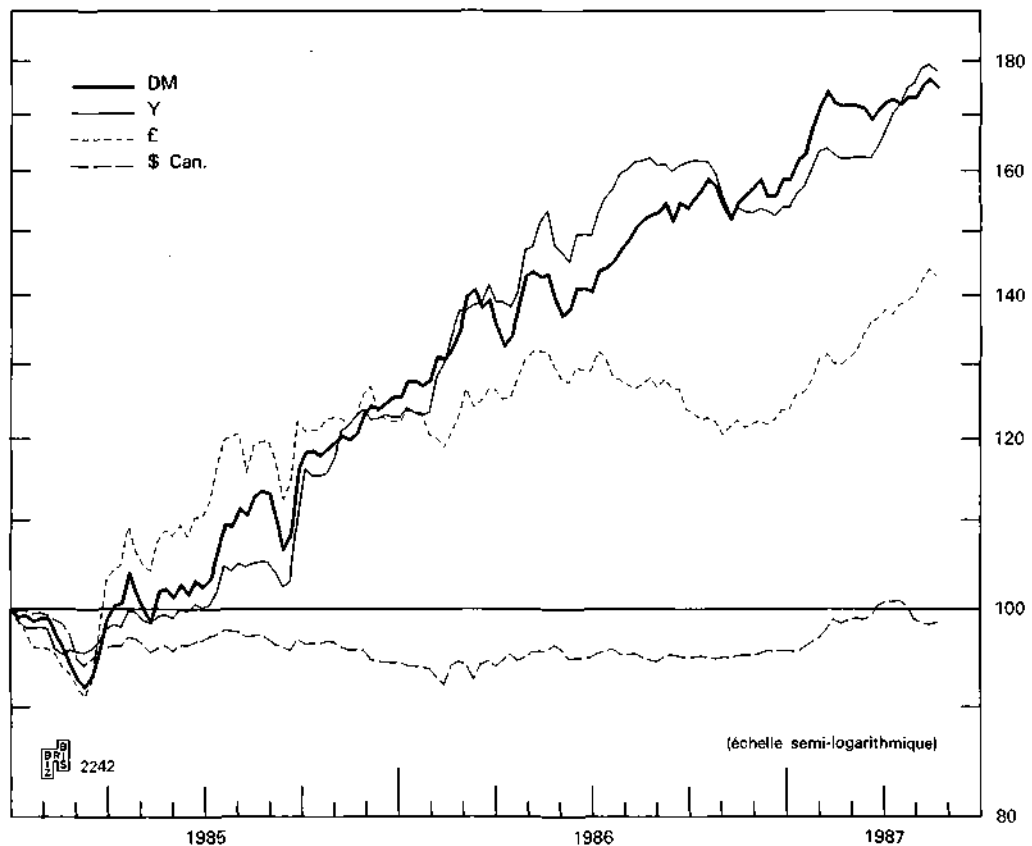
Mis à part le retour à des parités plus appropriées, ce qui a changé au cours de 1986, ce ne sont apparemment pas tant les données économiques fondamentales elles-mêmes que la propension des marchés à les prendre en compte. Plusieurs éléments peuvent expliquer le pessimisme croissant du marché vis-à-vis du dollar. A cet égard, la lenteur avec laquelle sa dépréciation s'est répercutée sur les résultats des exportations et des importations américaines a exercé une influence importante. Ce phénomène a donné à penser que l'ajustement des taux de change ne suffirait pas en soi à réduire sensiblement le déséquilibre de la balance des paiements courants des Etats-Unis. Alors que, les années précédentes, la vigueur du dollar avait été interprétée comme une manifestation du dynamisme intrinsèquement supérieur de l'économie américaine, on semble maintenant avoir versé dans l'autre extrême et estimer que l'industrie des Etats-Unis est trop rigide pour tirer suffisamment parti de l'amélioration considérable de sa position concurrentielle. Deuxième source de pessimisme, rien n'est venu indiquer que les effets positifs des ajustements des taux de change sur les déséquilibres des balances des paiements courants seraient renforcés par des actions au niveau de la politique économique, notamment par une accélération de la croissance dans les autres pays industrialisés. De fait, en l'absence de mesures compensatoires de relance, la croissance économique a

commencé à subir un net ralentissement sous l'influence des amples ajustements des taux de change, et ce d'abord au Japon, puis en Allemagne.

Toutefois, le principal facteur à l'origine de la modification du climat du marché a peut-être été le fait que plus la dépréciation du dollar durait, plus l'on s'attendait qu'elle persiste. La tendance à l'extrapolation et à l'instabilité caractérisant les anticipations de taux de change a été, en outre, renforcée par le relâchement du consensus auquel les principaux pays industrialisés étaient arrivés en matière de politique de taux de change. Alors qu'ils étaient unanimes en 1985 sur la direction que le dollar devait prendre, des divergences d'opinion sont réapparues au cours de 1986. Les autorités des pays dont la monnaie s'appréciait ont commencé à penser que le redressement de leur taux de change avait été suffisant et qu'il n'était pas nécessaire de modifier le cours de leur politique économique interne. En revanche, les autorités américaines ont estimé que cette réorientation était impérative et elles ont fait savoir à plusieurs reprises que, à défaut, une nouvelle baisse du dollar était souhaitable. Ce climat d'incertitude a perturbé de temps à autre les conditions du marché, et les achats massifs de dollars effectués par les autorités dans le cadre d'interventions n'ont même pas suffi à impressionner durablement les marchés des changes.

Taux de change bilatéraux de certaines monnaies par rapport au dollar EU, 1985-87

Moyennes hebdomadaires, fin 1984 = 100.



Il a fallu attendre la réunion des principaux pays industrialisés, qui s'est tenue à Paris à la fin du mois de février 1987, pour qu'un nouveau consensus s'établisse en matière de politique de taux de change: cet accord, qui préconise une coopération étroite entre les divers pays afin de favoriser la stabilité des taux de change autour des niveaux alors en vigueur, a par la suite été soumis à rude épreuve par les marchés des changes. Des interventions coordonnées de grande envergure, étayées par des mesures de politique monétaire, ont permis d'endiguer la poursuite de la dépréciation du dollar par rapport aux monnaies européennes, mais n'ont pas empêché un nouvel ajustement à la baisse du taux de change de la monnaie américaine vis-à-vis du yen. Le 13 mai, les marchés des changes demeurant fragiles, les autorités japonaises ont demandé aux grandes institutions financières et sociétés commerciales de leur pays de s'abstenir de procéder à des opérations de spéculation sur le dollar.

L'évolution de la situation pendant les premiers mois de 1986 a déjà été décrite en détail dans le Rapport annuel de l'année dernière. Elle a été marquée par des séries de réductions coordonnées des taux d'intérêt et un nouveau repli sensible du dollar. Ce recul s'est opéré en deux temps, d'abord de la mi-janvier à début mars, puis de la deuxième semaine d'avril à la deuxième semaine de mai. C'est au cours de cette seconde phase — qui a vu monter les taux de change bilatéraux du deutsche mark, du franc suisse et du yen par rapport au dollar à des niveaux supérieurs de 60% environ aux cours enregistrés quinze mois plus tôt — que des inquiétudes concernant le rythme de la baisse du dollar sont apparues pour la première fois dans les pays dont la monnaie s'appréciait et que la Banque du Japon s'est mise à intervenir sur les marchés des changes pour freiner l'ascension du yen. Néanmoins, les conclusions du sommet économique, qui s'est tenu début mai à Tokyo, n'ont pas semblé indiquer, malgré les appels à une coordination plus étroite des politiques économiques, une volonté générale d'intervenir à ce stade pour soutenir le dollar.

Après une chute qui s'est poursuivie quelque temps en mai, le dollar s'est redressé dans l'attente d'un raffermissement des taux d'intérêt américains; il s'est alors apprécié de 10% par rapport au yen et de 7% vis-à-vis du deutsche mark et du franc suisse en l'espace de quelques semaines. Toutefois, cette remontée n'a pas duré longtemps et sa baisse a repris au commencement du mois de juin. Les achats massifs de soutien effectués de temps à autre par les autorités japonaises ne l'ont pas empêché de se déprécier jusqu'à fin août et de perdre ainsi 13% à l'égard du yen et du deutsche mark.

Ce fléchissement est survenu à un moment où les résultats de l'économie américaine étaient assez décevants. La stagnation de la production industrielle et la dégradation persistante de l'emploi dans le secteur manufacturier donnaient de plus en plus à penser que la croissance économique allait connaître un ralentissement plus sensible que prévu. Parallèlement, malgré l'ajustement de grande ampleur des taux de change déjà opéré, la balance des paiements courants ne montrait guère de signes d'amélioration. L'évolution des taux d'intérêt a également pesé sur le dollar. Les perspectives de l'économie étant maussades, les taux américains à court terme se sont inscrits en recul de 1,5 point environ entre début juin et fin août; cette baisse a été accompagnée par deux réductions de 0,5 point du taux d'escompte du Système de réserve fédérale, les 11 juillet et

21 août. En revanche, les taux d'intérêt japonais n'ont pas fléchi, tandis que les taux allemands n'ont que légèrement diminué.

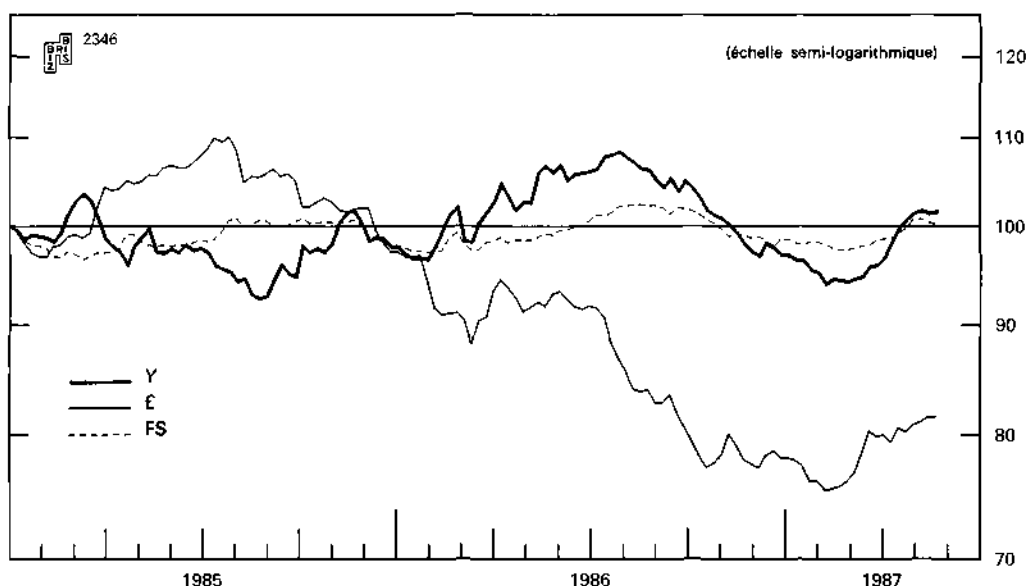
Pendant la première moitié de septembre, le dollar s'est redressé temporairement, sous l'effet de l'annonce de résultats un peu plus favorables de l'économie et d'une hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis. Alors qu'il se stabilisait ensuite par rapport au yen, il a néanmoins connu un nouvel accès de faiblesse vis-à-vis du deutsche mark et des autres monnaies d'Europe continentale. Les déclarations officielles des ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales des pays de la CEE après la réunion de Gleneagles, qui donnaient l'impression qu'un accord avait été conclu sur le recours aux interventions pour protéger le SME des tensions causées par le fléchissement du dollar, n'apportèrent qu'un soulagement de courte durée. En effet, aucun accord explicite en matière de politique de taux de change n'a vu le jour lors des discussions ultérieures du Groupe des Cinq et du Groupe des Sept qui ont eu lieu à la veille de la réunion annuelle des institutions nées des accords de Bretton Woods. Début octobre, le dollar a commencé à descendre en deçà de la barre de DM 2,0 et, même si les interventions concertées des banques centrales européennes ont apporté une accalmie sur les marchés de change, la monnaie américaine a de nouveau fléchi, pour ressortir à DM 1,97 vers le milieu du mois.

La plus grande stabilité du dollar par rapport au yen pendant cette période d'appréciation continue du deutsche mark a été en partie attribuable à la différence entre les résultats économiques des deux pays. Après avoir donné des signes de faiblesse pendant la première partie de l'année, l'économie allemande s'est révélée très robuste. En revanche, l'économie japonaise, fortement dépendante du marché américain pour ses exportations, s'est ressentie de la hausse prononcée du yen. Les préoccupations plus vives suscitées par le taux de change et les perspectives économiques moins encourageantes au Japon ont apparemment persuadé les opérateurs du marché que la politique économique de ce pays s'orienterait probablement davantage vers une stabilisation des taux de change que celle de l'Allemagne. De plus, contrairement à l'évolution notée au Japon et aux Etats-Unis, les taux d'intérêt ont très peu diminué en Allemagne au cours des neuf premiers mois de l'année, renforçant ainsi l'attrait relatif des avoirs en deutsche marks.

Au cours de la deuxième moitié d'octobre, les signes d'un raffermissement de l'économie américaine et l'amélioration des résultats du commerce extérieur des Etats-Unis ont contribué à un renversement temporaire de l'opinion du marché. En l'espace de trois semaines, le dollar est remonté de plus de 6% par rapport au yen et de plus de 5% vis-à-vis du deutsche mark. En outre, le 31 octobre, la Banque du Japon annonçait un abaissement du taux d'escompte, de 3,5% à 3%, son niveau le plus faible depuis 1945. Le même jour, le secrétaire au Trésor des Etats-Unis et le ministre des Finances du Japon publiaient une déclaration commune dans laquelle ils affirmaient leur volonté de coopérer sur les questions relatives aux taux de change. Les deux pays semblaient convenir, en particulier, que le réalignement opéré depuis septembre 1985 était, pour l'essentiel, conforme aux données économiques fondamentales et qu'aucun autre ajustement n'était nécessaire. Cet accord a réussi à apaiser le marché des changes et, de début novembre à fin décembre, le dollar EU s'est échangé dans une marge étroite vis-à-vis du yen (Y 161,5 à Y 164,0).

Taux de change bilatéraux de certaines monnaies par rapport au deutsche mark, 1985-87

Moyennes hebdomadaires, fin 1984 = 100.



En revanche, le dollar a de nouveau perdu du terrain par rapport aux monnaies d'Europe continentale pendant la deuxième semaine de novembre, la fermeté apparente de l'économie allemande et les préoccupations manifestées par les autorités à l'égard du dépassement des objectifs monétaires allemands laissant prévoir que l'écart des taux d'intérêt en faveur du dollar continuerait de se réduire. Au début du mois de décembre, le dollar atteignait un nouveau creux de DM 1,96.

Après un bref répit, les pressions ont recommencé à se renforcer dans la dernière partie de décembre, pour devenir si intenses en janvier 1987 que les milieux officiels américains s'en sont eux-mêmes émus. Plusieurs raisons expliquent cette nouvelle détérioration de l'opinion du marché. On retiendra notamment la tendance manifeste à la hausse des taux d'intérêt en Allemagne, au cours des derniers mois de 1986, ainsi que l'attitude prudente des autorités allemandes et japonaises en matière de politique budgétaire; ces deux phénomènes ont donné aux marchés l'impression que l'on était encore loin du type de coordination des politiques économiques considéré par les autorités américaines comme un préalable pour prévenir tout nouveau fléchissement du dollar. La confiance du marché a également été ébranlée par l'annonce, fin décembre, des résultats provisoires du commerce extérieur des Etats-Unis pour novembre, indiquant un nouveau déficit record. Cette absence apparente de tout progrès en matière d'ajustement a fait craindre que les autorités américaines ne se prononcent pour un nouveau recul du dollar, et, de fait, un certain nombre de déclarations officielles aux Etats-Unis ont alors semblé corroborer ce point de vue.

Les tensions subies par le dollar se sont nettement accentuées lorsque, à la suite du réalignement du 12 janvier au sein du SME, les opérateurs du marché ont eu le sentiment que les autorités allemandes n'auraient plus besoin d'acheter

des dollars pour maintenir le deutsche mark au sein de la bande de fluctuation du système. Ils ont considéré à tort que la réduction du taux d'escompte et du taux lombard, en Allemagne, le 23 janvier, avait été effectuée sans grand enthousiasme, vu qu'elle s'accompagnait de mesures destinées à éponger les liquidités qui avaient déferlé sur le pays à la veille du réalignement du SME. Le deutsche mark a continué de se renforcer, et le dollar a atteint, le 28 janvier, un nouveau creux de DM 1,77, ce qui correspondait à une baisse de plus de 12% par rapport à la mi-décembre.

Contrairement aux mois précédents, le dollar ne s'est pas seulement affaibli, fin décembre et en janvier, par rapport aux monnaies d'Europe continentale, mais aussi vis-à-vis du yen japonais et des autres grandes monnaies. Malgré le soutien massif de la Banque du Japon, la baisse du dollar a franchi une nouvelle étape le 19 janvier, son taux de change s'établissant alors à Y 150. La déclaration commune publiée le 20 janvier par le secrétaire américain au Trésor et le ministre japonais des Finances, dans laquelle ils réaffirmaient leur accord du mois d'octobre sur la politique à suivre en matière de taux de change, n'a pas réussi à rassurer les marchés des changes.

Il a fallu attendre le 28 janvier pour assister à un revirement de la situation; ce jour-là, pour la première fois depuis le renversement de tendance sur les marchés des changes, les autorités américaines se sont jointes aux autorités japonaises pour soutenir le dollar. Certes, le montant des interventions américaines (\$50 millions) est resté symbolique, mais cette manifestation d'entente a eu un fort impact psychologique. Les rumeurs faisant état d'une réunion du Groupe des Sept, les craintes de nouvelles interventions sur le marché des changes, la publication de meilleurs résultats du commerce extérieur et de l'emploi aux Etats-Unis et le fléchissement marqué des taux d'intérêt en Allemagne et au Japon depuis le début de l'année ont été autant de facteurs qui ont contribué à mettre un terme au fonctionnement à sens unique du marché du dollar. Même si une certaine nervosité subsistait, le dollar s'était néanmoins déjà stabilisé avant la réunion du Louvre des 21 et 22 février, lors de laquelle les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales des principaux pays industrialisés sont convenus que de nouvelles modifications importantes des taux de change risquaient d'être préjudiciables et ont décidé de coopérer étroitement en vue d'une stabilisation des taux de change aux niveaux alors en vigueur. Ces déclarations, qui, dans un premier temps, n'ont pas semblé produire d'effets notables, ont par la suite aidé le marché à «digérer» une série de résultats médiocres enregistrés par l'économie américaine sans provoquer une reprise de la baisse du dollar. Pendant la deuxième semaine de mars, des signes de plus en plus évidents d'un ralentissement de l'activité économique en Allemagne ont même provoqué un repli temporaire du deutsche mark. Mais les craintes d'interventions éventuelles des banques centrales, visant à prévenir une nouvelle hausse du dollar, ont vite renversé cette tendance.

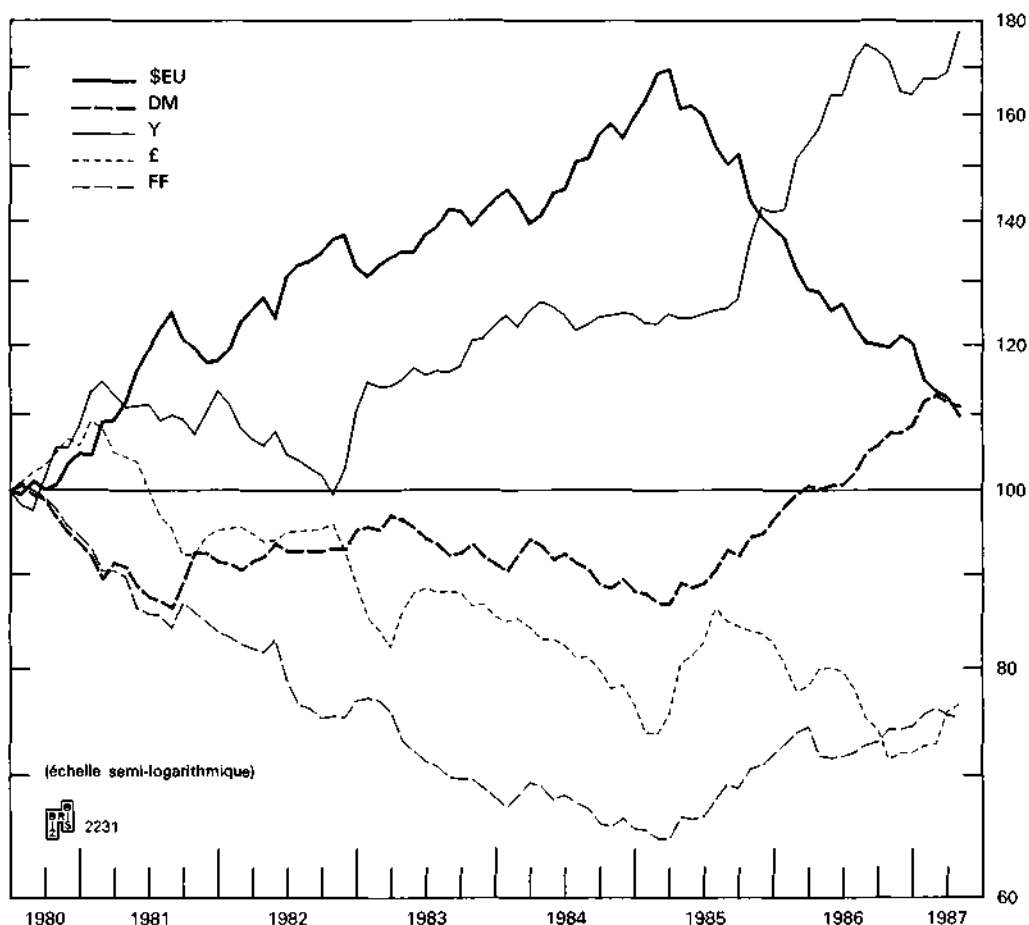
Toutefois, l'accalmie n'a été, là encore, que de courte durée. Au cours des dix derniers jours de mars, certaines déclarations des autorités américaines niant l'existence d'objectifs de taux de change fixés de commun accord et l'inquiétude croissante engendrée par les frictions entre les Etats-Unis et le Japon sur le front des échanges commerciaux ont déclenché un nouveau recul du dollar. Contrairement à ce qui s'était passé pendant les quatre derniers mois de 1986,

les tensions à la hausse se sont concentrées cette fois sur le yen, tandis que le deutsche mark a encore bénéficié du reflux de capitaux vers les autres pays membres du SME sous l'effet du dernier réalignement opéré au sein de ce système. Malgré des interventions massives et concertées des autorités, auxquelles les Etats-Unis ont participé, et l'appui de mesures de politique monétaire, le dollar s'est inscrit à moins de Y 150 pour la première fois le 24 mars et a été coté légèrement au-dessous de Y 146 pendant les jours qui ont précédé la réunion du Groupe des Sept à Washington, le 8 avril.

Ni le communiqué de ce groupe, qui confirmait l'accord du Louvre, mais en se référant apparemment aux niveaux inférieurs auxquels le dollar s'était établi depuis lors, ni l'annonce par le Japon d'un programme de dépenses supplémentaires du secteur public pour un montant de \$35 milliards n'ont rassuré les marchés. Dans le contexte d'un nouvel accroissement de l'excédent commercial nippon et des préoccupations relatives aux sanctions commerciales des Etats-Unis contre le Japon, le dollar n'a cessé de s'effriter, pour tomber à un nouveau creux de Y 138, le 27 avril. Sous l'effet de déclarations réconfortantes

Taux de change effectifs de certaines monnaies, 1980-87

Moyennes mensuelles, juin 1980 = 100.



des autorités américaines, selon lesquelles un recul supplémentaire du dollar n'était pas souhaitable, et par suite d'interventions persistantes sur les marchés des changes et de l'apparition d'écarts considérables de taux d'intérêt, un léger répit s'est alors produit. Toutefois, les tensions sur les marchés des changes se sont reportées sur les monnaies européennes, et le dollar s'est établi, le 5 mai, à DM 1,76, son niveau le plus faible depuis 1980. Néanmoins, l'appréciation du deutsche mark est restée très modeste vis-à-vis de son cours au début de l'année. Dans la troisième semaine de mai, le dollar a été coté à Y 140 environ et DM 1,78, ce qui correspond à une baisse de quelque 9% et 3% respectivement par rapport aux niveaux des trois semaines ayant précédé la réunion du Louvre.

Cette fois, plus encore que lors des précédents accès de faiblesse du dollar, l'évolution du marché des changes a influé directement sur celle du marché des capitaux. Comme les investisseurs privés nippons et d'autres bailleurs de fonds étrangers ont délaissé les titres libellés en dollars, les émissions des obligations en eurodollars se sont brusquement ralenties. Les taux d'intérêt aux Etats-Unis ont amorcé une forte hausse; en effet, le taux de rendement des obligations du Trésor à dix ans a gagné 100 points de base entre la troisième semaine de mars et la troisième semaine d'avril et les taux d'intérêt à court terme ont augmenté de 50 points de base environ. Parallèlement, les taux à long terme au Japon ont fortement fléchi, les rendements des obligations d'Etat à dix ans s'inscrivant à 2,5% à la mi-mai, soit en baisse de plus de 200 points de base par rapport à février. Sous l'effet de ces variations des taux d'intérêt, dues en partie à l'initiative des autorités, l'écart entre les rendements des obligations à long terme aux Etats-Unis et au Japon a atteint l'ampleur inhabituelle de 600 points de base. En outre, à la mi-mai, la Deutsche Bundesbank a réduit le taux de ses opérations de prises en pension de titres avec les banques en le ramenant de 3,80% à 3,55%.

Le franc suisse a étroitement suivi le mouvement à la hausse du deutsche mark pendant la période sous revue (voir graphique page 179), mais il s'est révélé particulièrement vigoureux de début mars à début mai 1987, période pendant laquelle il s'est même légèrement apprécié vis-à-vis du deutsche mark. Le 5 mai, le dollar tombait à moins de FS 1,45, niveau le plus bas jamais enregistré. En revanche, l'évolution des taux de change de la livre sterling et du dollar canadien a parfois été fort différente de celles du deutsche mark et du yen.

Les facteurs liés au prix du pétrole n'ont pas relâché leur emprise sur la livre. Après une forte baisse de la monnaie britannique pendant le second semestre de 1985 et les premières semaines de 1986, une réévaluation de l'incidence de la diminution des prix du pétrole sur l'économie britannique est venue améliorer sensiblement l'opinion du marché; ainsi, de début février à début juillet, la livre a suivi en général la même évolution que les autres grandes monnaies par rapport au dollar. Toutefois, à partir du mois de juillet, la faiblesse persistante des prix pétroliers, ses conséquences pour la balance des paiements du Royaume-Uni et les préoccupations d'ordre plus général suscitées par la situation économique dans le pays ont de nouveau joué contre la livre. Aussi s'est-elle mise à perdre du terrain non seulement par rapport au deutsche mark et au yen, mais encore vis-à-vis du dollar, pourtant en baisse. Dans la seconde quinzaine d'octobre, le taux de change pondéré de la livre était inférieur de 12%

à son niveau du milieu de l'année et avait perdu quelque 16% par rapport aux monnaies d'Europe continentale. Si, face à la chute des prix du pétrole, les autorités britanniques s'étaient au départ félicitées d'une correction à la baisse du taux de change, la dépréciation persistante et marquée de la livre les a finalement incitées, à la mi-octobre, à relever sensiblement (d'un point entier) les taux débiteurs de base des banques.

Etant donné la faiblesse du cours de change de la livre, les écarts de taux d'intérêt en sa faveur l'ont, par la suite, aidée à se stabiliser. Grâce à la remontée des prix du pétrole, à la fin de 1986 la monnaie britannique s'est de nouveau vivement appréciée par rapport au dollar, parallèlement à la hausse du yen et du deutsche mark. En fait, en février et durant la première moitié de mars, alors que les autres grandes monnaies s'étaient provisoirement stabilisées par rapport au dollar, la livre a continué de s'affermir, malgré des déclarations officielles défavorables à une nouvelle appréciation, quatre réductions des taux de base et des interventions massives de la Banque d'Angleterre; elle a même atteint un sommet proche de \$1,69 début mai, niveau record depuis plus de quatre ans.

Etant donné l'accent mis par les autorités monétaires canadiennes sur la stabilité des taux de change, le dollar canadien a, comme de coutume, enregistré des fluctuations moins sensibles par rapport au dollar EU que les autres grandes monnaies (voir graphique page 176). Néanmoins, on a assisté pendant la période sous revue à un revirement temporaire marqué de l'opinion du marché en sa faveur. Pendant les deux premiers mois de 1986, le dollar canadien a fléchi sous l'effet de l'effondrement des prix du pétrole, de l'affaiblissement général des marchés des matières premières et des incertitudes budgétaires. Face à cette tendance, on a assisté à des interventions massives des autorités et à un relèvement sensible des taux d'intérêt. Les taux débiteurs de base des banques sont alors passés provisoirement de 10% à 13% et les écarts des taux d'intérêt à court terme entre le Canada et les Etats-Unis se sont élargis, pour atteindre plus de 5 points. Au cours du printemps, toutefois, les pressions à la baisse se sont apaisées et, pendant le reste de l'année, le dollar canadien ne s'est guère écarté, sur les marchés des changes, de \$EU 0,72.

Vers la fin de 1986, le raffermissement des prix du pétrole et le niveau élevé du loyer de l'argent au Canada ont rendu le dollar canadien de plus en plus attrayant pour les investisseurs étrangers. Bien que le net resserrement de l'écart entre les taux d'intérêt au Canada et aux Etats-Unis n'ait pas suscité de réaction, des afflux importants de capitaux ont renforcé le dollar canadien et l'ont fait passer de \$0,72 en novembre 1986 à un sommet proche de \$0,77 à la mi-avril, et ce malgré les interventions massives des autorités. A ce stade, toutefois, une révision des perspectives d'évolution de la monnaie canadienne est venue provoquer un renversement brutal de la situation du marché, et son taux de change a perdu près de 3% en quelques jours, tandis que l'écart de taux d'intérêt par rapport aux Etats-Unis s'élargissait, pour passer de moins de 0,5% à 1,5%.

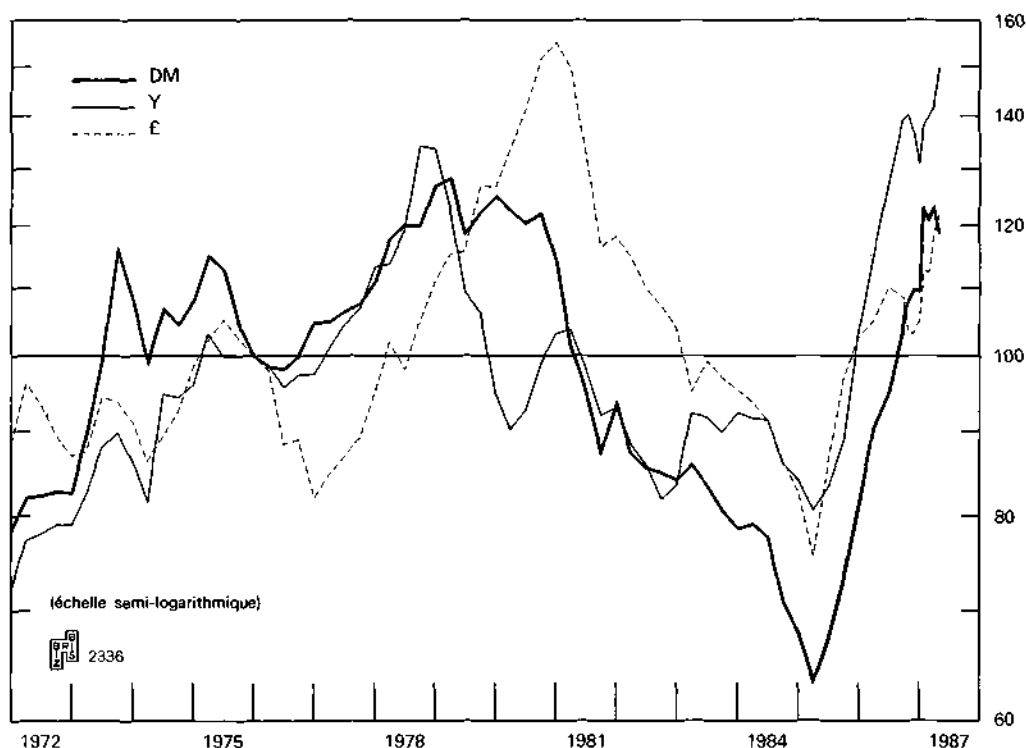
*Perspectives à plus long terme.* Les taux de change ayant été soumis à de fortes fluctuations ces deux dernières années, il peut être du plus haut intérêt d'examiner brièvement leur comportement sur une plus longue période. Le

graphique ci-dessous indique l'évolution, depuis les accords de Washington de 1971, des taux de change bilatéraux du yen, du deutsche mark et de la livre par rapport au dollar, corrigée des différences de variation des coûts unitaires de main-d'œuvre.

Plusieurs éléments se détachent de cet examen. Le plus frappant est sans doute l'ampleur énorme des fluctuations des taux de change à moyen terme survenues au cours des quelque dix dernières années, ces phases comportant pour les différentes monnaies des mouvements d'appréciation et de dépréciation de près de 100% et 50% respectivement. De prime abord, il semblerait que, dans une économie mondiale fortement intégrée, des variations aussi importantes des taux de change réels bouleversent nécessairement le rôle des mécanismes des prix dans la répartition des ressources. En outre, on ne peut guère douter du fait que l'appréciation démesurée du taux de change réel du dollar (reflétée dans le graphique par la dépréciation des autres monnaies) de 1981 au début de 1985 a été l'une des causes principales de l'augmentation de l'énorme déficit de la balance des paiements courants des Etats-Unis et de l'excédent excessivement élevé du Japon. Si les variations des taux de change de ces deux dernières années semblent avoir corrigé la surévaluation du dollar, les résultats récents du commerce extérieur des Etats-Unis paraissent cependant suggérer qu'il est

Taux de change bilatéraux réels de certaines monnaies par rapport au dollar EU, 1972-87\*

Quatrième trimestre 1975 = 100.



Remarque: les données antérieures à septembre 1986 correspondent à des moyennes trimestrielles; les chiffres postérieurs sont mensuels.

\* Ajustés sur la base des variations des coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre.

beaucoup plus long et difficile de reconquérir des parts du marché que de les perdre, et ce d'autant plus que les taux de change sont toujours affectés de distorsions par rapport à certaines monnaies, celles notamment des pays nouvellement industrialisés d'Asie. Enfin, il est quasiment sûr que le transfert des facteurs de production provoqué par les distorsions majeures dans les taux de change réels est source de coûts économiques et sociaux élevés et stimule fortement les pressions protectionnistes.

Un autre élément frappant apparaît à l'examen du graphique; il s'agit du rythme de la baisse récente du dollar, qui ne ressemble guère à un «atterrissage en douceur». Toutefois, cette impression est quelque peu trompeuse. Malgré la vigueur des pressions et l'ampleur des interventions constatées quelquefois, les développements survenus sur les marchés des changes ont généralement été maîtrisés. En fait, étant donné l'importance des distorsions initiales des taux de change, on peut affirmer que, du point de vue de la répartition des ressources, un ajustement rapide des taux de change était préférable à une modification étalée dans le temps — tout au moins dans la mesure où cet ajustement ne provoquait pas l'effondrement de la confiance du marché. Le fait que les pays des principales monnaies n'ont pas, dans l'ensemble, été contraints d'adopter des politiques qui auraient été tout à fait indésirables sur le plan intérieur tend à montrer que cet effondrement de la confiance dans le dollar ne s'est pas produit. Jusqu'au début de 1987, la chute du dollar n'a pas mis un terme à l'assouplissement de la politique monétaire aux Etats-Unis; en outre, bien que des considérations de taux de change aient influé sur le rythme des mesures visant à assouplir la politique monétaire en Allemagne et au Japon, ces politiques ont été largement justifiées par l'état de l'économie de ces pays. Ce n'est qu'au printemps de cette année que des modifications déséquilibrantes des flux internationaux de capitaux et leurs effets sur les marchés des changes ont exercé une influence déterminante sur les politiques monétaires, ce qui suscite des questions plus générales quant au fonctionnement adéquat d'un système de taux flottants dans un contexte de libre circulation des capitaux et d'intégration globale des marchés de capitaux.

La caractéristique la plus encourageante de l'évolution des taux de change de ces deux dernières années est sans doute le fait que le très net ajustement à la baisse du dollar s'est opéré sans que se produise une recrudescence sensible de l'inflation aux Etats-Unis. C'est la raison pour laquelle la correction marquée des taux de change nominaux s'est accompagnée d'une modification presque équivalente des rapports de change réels, même si, à l'évidence, ce phénomène s'explique en partie par des facteurs exogènes tels que la faiblesse des prix du pétrole et d'autres matières premières. Le cercle vicieux de la dépréciation et de l'inflation ayant été évité, on peut espérer pouvoir remédier aux déséquilibres et distorsions provoqués par l'appréciation exagérée du dollar pendant les premières années de la présente décennie sans trop porter atteinte à la stabilité de l'économie mondiale.

Enfin, le graphique semble indiquer que, après les fortes fluctuations qui sont survenues récemment, les taux de change ont certainement déjà accompli une bonne partie du chemin qui permettra de ramener les positions fondamentales des balances des paiements courants à des niveaux plus tolérables. Certes, une grande part d'arbitraire entre dans le choix de la période de référence, en

l'occurrence le quatrième trimestre de 1975. Néanmoins, on peut dire sans trop se tromper qu'au cours des derniers mois de 1975 les distorsions de taux de change étaient minimales. En effet, la balance des paiements courants des Etats-Unis enregistrait un excédent, et, en termes réels, les taux de change du yen, du deutsche mark et de la livre par rapport au dollar étaient supérieurs de 39%, 28% et 13% respectivement aux niveaux où ils se situaient lors des accords de Washington.

Il ressort du graphique que, depuis la fin de 1975, le yen a de nouveau augmenté de 50% en termes réels, s'appréciant ainsi non seulement par rapport au dollar mais aussi, dans une moindre mesure il est vrai, vis-à-vis de la livre et du deutsche mark. Cela ne signifie pas pour autant que la compétitivité des industries d'exportation nippones s'est amoindrie dans des proportions équivalentes. Les chiffres qui ont servi aux calculs de ces indices des taux de change réels sont des moyennes établies sur l'ensemble d'une économie. Des pays dont les gains de productivité dans les secteurs exposés à la concurrence internationale sont largement supérieurs à la moyenne, et qui ont un rôle de premier plan dans la mise au point et la commercialisation de nouveaux produits, peuvent fort bien se permettre, sur une période assez longue, une appréciation substantielle de leurs taux de change réels sans que leur compétitivité internationale subisse une détérioration excessive.

Le taux de change réel du deutsche mark n'a pas dépassé, contrairement à celui du yen, les sommets qu'il avait atteints à la fin des années soixante-dix et qui avaient contribué à l'époque à l'apparition d'un déficit important de la balance des paiements courants de l'Allemagne. La balance des paiements du Royaume-Uni a bénéficié, quant à elle, de l'exploitation des champs pétrolifères de la Mer du Nord, ce qui peut expliquer l'appréciation de 20% de la livre vis-à-vis du dollar depuis la fin de 1975.

Le problème posé par l'évaluation des rapports de change découle, bien entendu, du fait que le «taux de change d'équilibre», si utile soit-il en tant que concept analytique, n'est pas un paramètre dont on peut calculer objectivement la valeur. Au contraire, il doit correspondre, dans une certaine mesure, à une variable-objectif s'inscrivant dans une stratégie plus large des autorités. Il est particulièrement difficile pour les responsables de déterminer des relations de change qui conviennent lorsque, comme c'est le cas aujourd'hui, la situation présente les caractéristiques suivantes: déséquilibres structurels très élevés de la balance des paiements courants ne réagissant qu'avec beaucoup de retard aux ajustements des taux de change, grandes incertitudes sur l'évolution future de l'économie mondiale et, du fait de la globalisation croissante des marchés des capitaux, volume très important, par rapport aux flux commerciaux, des mouvements de fonds au niveau international.

La difficulté d'évaluer, dans ce contexte, le niveau adéquat des rapports de change ne préoccupe pas seulement les responsables; elle a aussi des conséquences directes sur le bon fonctionnement d'un système de taux flottants. A moins que les anticipations à l'égard des taux de change ne soient solidement ancrées, le comportement du marché risque d'être régi par la psychologie de masse, des anticipations par extrapolation et des conjectures sur les réactions officielles en matière de politique économique. Il est primordial que les

autorités fournissent des indications claires quant à leurs opinions et intentions en matière de taux de change, tout particulièrement lorsque les déséquilibres des paiements courants sont déjà très prononcés et qu'une stabilité raisonnable des taux de change nécessite en contrepartie des prises de position importantes de la part du secteur privé. Tout signe d'hésitation de la part des autorités ou tout désaccord surgissant sur le plan international à propos de la politique économique ne peut, dans ces conditions, qu'inciter à l'instabilité des monnaies et perturber les marchés des changes. Etant donné l'internationalisation des marchés des capitaux et le volume considérable des mouvements de fonds d'un pays à l'autre, l'incidence directe sur l'offre et la demande des interventions des autorités dans le domaine des taux de change sera sans doute relativement modérée. Pour que leurs effets soient durables, ces interventions devront influencer sur la psychologie du marché et sur les anticipations de taux de change; elles devront donc, en général, être coordonnées sur le plan international et s'inscrire dans une stratégie plus vaste des autorités.

Compte tenu de l'ajustement massif des taux de change qui s'est déjà produit et des importants délais de réaction des déséquilibres des paiements courants, les pays du Groupe des Sept ont décidé, lors de leur réunion de février 1987 à Paris, que les taux de change alors en vigueur étaient assez adaptés aux circonstances et qu'ils s'efforceraient ensemble de les défendre. Cet accord a été confirmé par la suite, bien que l'on ait assisté entre temps à un nouveau fléchissement du dollar, à l'occasion de la réunion du Comité intérimaire du FMI, au cours de la première moitié du mois d'avril.

Il pourrait être tentant d'affirmer qu'une surréaction considérable des taux de change serait souhaitable pendant un certain temps pour remédier plus rapidement aux très graves déséquilibres des paiements courants. Toutefois, une nouvelle chute du dollar entraînerait une recrudescence des effets de la courbe en J et, par son incidence sur les taux d'intérêt du dollar et la demande globale dans les pays dont la monnaie s'apprécie, cette baisse tendrait à ralentir la croissance économique mondiale. Il en résulterait une aggravation des déséquilibres des paiements courants qui risquerait alors de déstabiliser encore davantage les anticipations de taux de change. En outre, dans une perspective à plus long terme, la surréaction des taux de change transmettrait des signaux erronés pour l'affectation des ressources et risquerait ainsi d'entraîner l'apparition d'autres déséquilibres et d'une instabilité des taux de change. A la lumière de ces considérations, il semblerait que, conformément à l'accord du Groupe des Sept, la stratégie la plus sûre dans la situation actuelle consisterait à attendre les effets du vaste réalignement qui s'est déjà opéré et à orienter les politiques vers la stabilisation des taux de change autour de leurs niveaux actuels.

### **Etude sur les marchés des changes en mars 1986**

Au printemps 1986, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon et la Banque de Réserve fédérale de New York ont mené une étude coordonnée sur le volume des opérations sur les marchés des changes de Londres, de Tokyo et de New York. Pour cette étude synchronisée de l'activité des trois plus grands marchés du monde, on a retenu le mois de mars 1986 (dans le cas de Londres,

les dix premiers jours ouvrables seulement). Les conclusions sont remarquables à plus d'un titre.

L'importance du volume des échanges quotidiens constitue peut-être la caractéristique la plus frappante de cette activité. Ce volume atteignait en moyenne, opérations au comptant et à terme confondues, près de \$200 milliards sur les trois marchés, soit \$90 milliards à Londres, \$50 milliards à New York et \$48 milliards à Tokyo. Ces chiffres excluent les duplications d'écritures découlant des opérations interbancaires au sein des divers centres, mais pas celles qui résultent des transactions interbancaires effectuées entre les différentes places.

La deuxième caractéristique est le gonflement rapide du volume des échanges, ces dernières années. A Tokyo, il a été quatre fois plus élevé qu'en 1983 et, à New York, il a presque doublé pendant cette période de trois ans (pour Londres, on ne dispose pas de comparaison avec les périodes précédentes). Dans le cas de Tokyo, cette augmentation rapide a, de toute évidence, été influencée par la déréglementation. Néanmoins, le rythme de croissance du volume d'activité des marchés des changes semble extraordinaire si on le compare à l'expansion du commerce international — les importations des pays industrialisés ont augmenté en valeur de moins de 30% pendant ces trois ans. Il s'explique sans aucun doute par l'intégration globale de plus en plus étroite des marchés nationaux des capitaux, ainsi que par le gonflement parallèle du volume des transactions en capital entre pays et des opérations de couverture et d'arbitrage qui y sont associées.

La troisième caractéristique, qui n'est guère surprenante étant donné l'importance de ce volume d'activité, réside dans la faiblesse relative de la part des opérations de change avec la clientèle non bancaire; elle se chiffre à 10% environ à Londres et New York et à 30% à Tokyo. Ces pourcentages seraient certainement beaucoup plus élevés si l'on avait tenu compte des transactions liées indirectement aux opérations avec la clientèle des banques, mais on constaterait alors qu'une très grande proportion du volume des échanges a sans aucun doute résulté des transactions en capital, des opérations d'arbitrage et des activités de contrepartie effectuées par les banques pour leur propre compte.

Quatrième caractéristique, par-delà même le marché de New York, une proportion écrasante des opérations des marchés des changes a été effectuée par l'intermédiaire du dollar. A Londres, par exemple, les opérations directes entre tierces monnaies, telles que la livre et le deutsche mark, n'ont représenté que 3% seulement du montant total. Bien évidemment, le volume considérable des transactions en dollars est notamment imputable aux échanges indirects de monnaies tierces via le dollar.

Si, à première vue, le volume d'activité journalier des marchés des changes peut paraître énorme, en particulier par rapport au montant des réserves dont les autorités disposent pour intervenir sur ces marchés, il importe toutefois de se garder de conclusions hâtives en matière de politique à suivre. Un accroissement de la demande nette d'une monnaie (et donc de l'offre nette d'une autre monnaie) déclenchera, toutes choses étant égales d'ailleurs, un nombre encore plus grand d'opérations, qui influenceront non seulement sur les taux de change des deux monnaies directement concernées, mais se traduiront aussi par un

ajustement de leurs taux bilatéraux vis-à-vis de toutes les autres monnaies ainsi que des rapports entre leurs taux au comptant et à terme. Sous cet angle, des interventions d'un volume donné de la part des autorités tendront à engendrer un volume encore plus grand d'opérations sur les marchés des changes, qui pourra revêtir des proportions non négligeables par rapport au volume total des échanges. De plus, comme on l'a déjà souligné, l'incidence des interventions officielles ne peut pas être évaluée uniquement en termes quantitatifs. Son impact psychologique sera généralement tout aussi important, sinon plus. Dans l'ensemble, on ne peut guère mettre en doute l'utilité qu'ont eue parfois les interventions officielles, ces deux dernières années, en montrant la ligne à suivre sur le marché des changes.

### **Evolution au sein du SME**

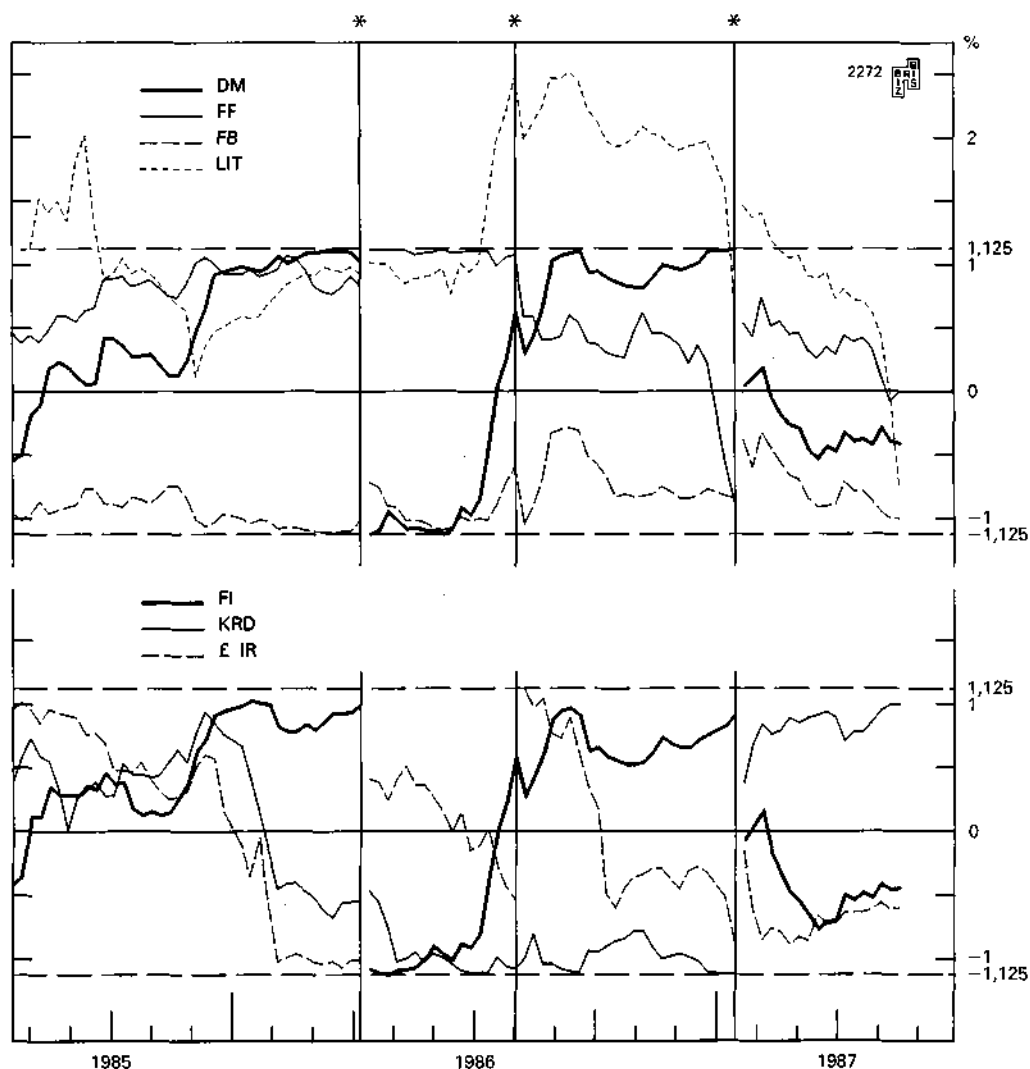
Au nombre des conséquences importantes de l'affaiblissement de la position fondamentale du dollar sur le marché en 1986 figure l'apparition de pressions déstabilisatrices sur le mécanisme de change du SME. Néanmoins, même si la période sous revue a été assez difficile et agitée pour le Système monétaire européen, la tendance à la convergence des résultats économiques des pays membres s'est poursuivie. En outre, le fait que le SME a surmonté une baisse aussi rapide et prononcée du dollar sans se trouver dans l'obligation d'accepter des ajustements excessifs des taux de change des monnaies des pays membres atteste, à l'évidence, la force et la résistance de ce mécanisme.

Le réalignement d'avril 1986, qui a essentiellement abouti à dévaluer le franc français dans des proportions diverses par rapport aux monnaies des autres pays membres du SME, a déjà été décrit en détail dans le Rapport annuel de l'année dernière. Il a permis, dans un premier temps, d'inverser le mouvement antérieur des sorties de capitaux et d'attirer de nouveaux fonds en France, ce qui s'est traduit par une réduction importante des taux d'intérêt et un fort accroissement des réserves officielles du pays. Par ailleurs, les autorités françaises ont mis à profit cette marge de manœuvre pour effectuer un démantèlement sur une grande échelle du contrôle des changes, comportant notamment la libéralisation des règles de couverture des positions en devises et l'abolition du régime de la «devise-titre» pour les investissements de portefeuille à l'étranger des résidents.

Toutefois, alors qu'un calme relatif s'était instauré pendant près de trois ans à la suite du réalignement général de mars 1983, cette fois, étant donné la faiblesse du dollar, des tensions se sont de nouveau manifestées au sein du mécanisme de change du SME moins de trois mois après le réalignement. Elles ont affecté en particulier la couronne danoise, qui a touché, fin juin, le plancher de la bande de fluctuation ainsi que la livre irlandaise, qui souffre plus du fléchissement de la livre sterling et du dollar que les autres monnaies du SME en raison de la structure du commerce extérieur de l'Irlande et qui a été dévaluée de 8%, le 4 août, par rapport aux monnaies des autres pays membres. Le franc français s'est, lui aussi, replié au cours du mois de juillet, les flux de capitaux ayant amorcé un nouveau renversement, mais il a pu être maintenu dans la moitié supérieure de la bande de fluctuation grâce au soutien des autorités. Le deutsche mark, qui avait fléchi à son cours-plancher à la suite du réalignement

# Taux de change au comptant dans le mécanisme de change du SME, 1985-87

Moyennes hebdomadaires (en %) des monnaies participantes par rapport à leurs points d'intervention.



\* Réalignements des cours-pivots, avec effet au 7 avril 1986, au 4 août 1986 et au 12 janvier 1987.

d'avril, a amorcé un redressement rapide, pour devenir, au mois d'août, la monnaie la plus forte dans la bande de fluctuation du SME.

En septembre, les tensions au sein du mécanisme de change du SME se sont intensifiées. Les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales des pays membres de la CEE ont alors indiqué, lors d'une réunion informelle à Gleneagles à la fin de septembre, leur volonté d'intervenir de concert lorsqu'il serait nécessaire de protéger les rapports de change au sein du SME d'un nouveau recul du dollar. Des interventions coordonnées ont eu lieu pendant la première moitié d'octobre et semblent avoir eu un effet apaisant sur le marché.

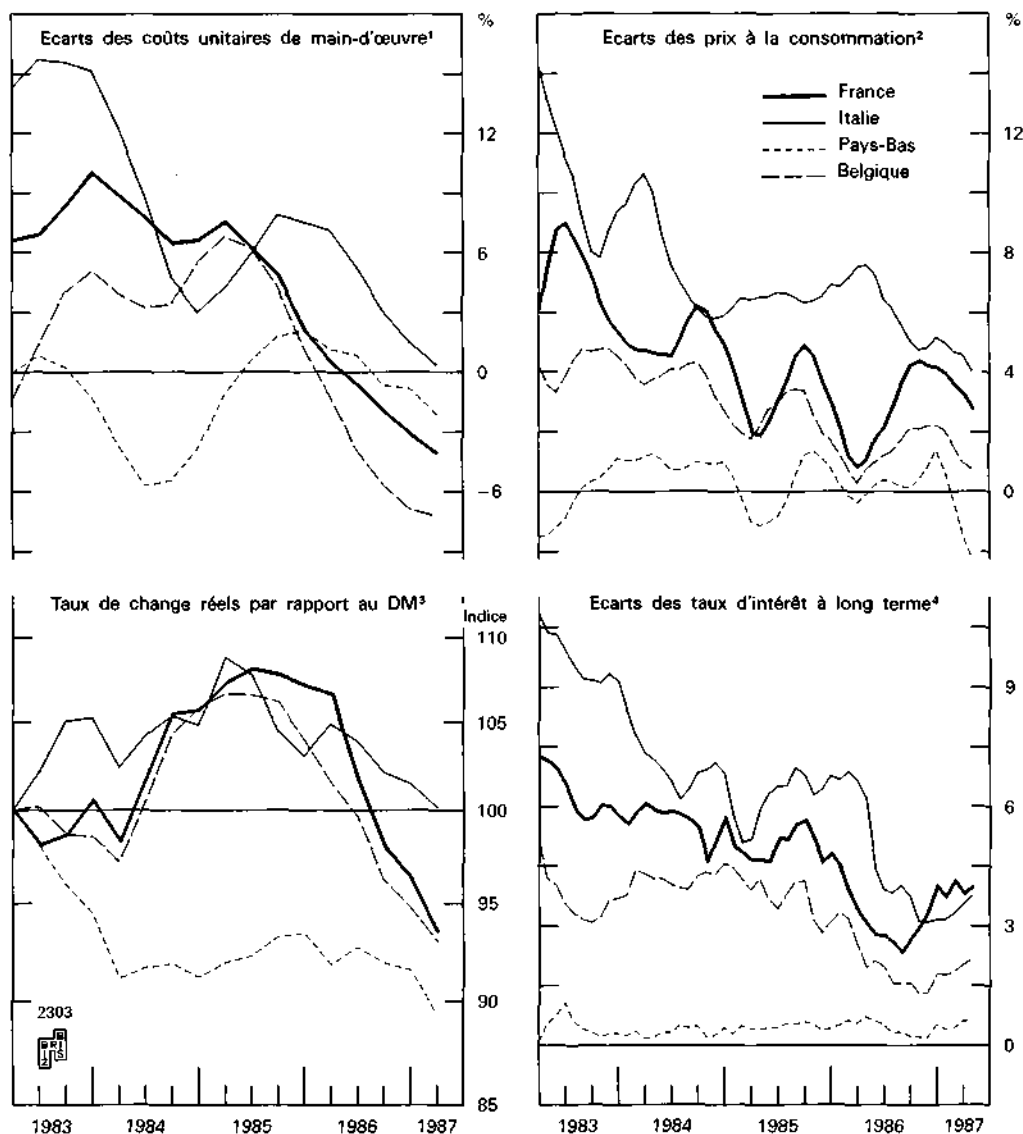
Cependant, à partir de la mi-décembre, des pressions croissantes se sont exercées une fois de plus sur les taux de change, car l'agitation sociale en France, le relèvement temporaire des taux du marché monétaire en Allemagne, l'ampleur persistante du déficit du commerce extérieur des Etats-Unis et la perspective d'un nouvel effritement du dollar qui en découlait laissaient de nouveau présager un réalignement précipité au sein du SME. Afin de limiter les gains que les spéculateurs auraient pu tirer d'un futur réalignement, les autorités françaises ont laissé, pendant la deuxième quinzaine de décembre, le franc revenir dans la moitié inférieure de la bande de fluctuation qui, avec la couronne danoise à son cours-plancher et le deutsche mark à son cours-plafond, a commencé à prendre presque toute l'ampleur autorisée.

Les entrées de capitaux en Allemagne se sont poursuivies à un rythme accéléré au début de janvier 1987. Le franc français et la livre irlandaise ont rejoint la couronne danoise au plancher de la bande, tandis que la lire italienne a enregistré une chute de près de 2 points. Néanmoins, ces ajustements des taux de change dans le cadre de la bande de fluctuation étaient trop faibles pour dissiper les craintes du marché, et les interventions requises pour maintenir la structure existante des taux de change du SME devinrent insoutenables. Après des négociations serrées, les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales des pays membres de la CEE décidèrent, au cours du week-end des 10 et 11 janvier, de réévaluer le deutsche mark et le florin néerlandais de 3% respectivement, et le franc belge de 2% par rapport aux autres monnaies participantes.

Ce réalignement assez modeste, inférieur aux 4,5 points prévus pour les variations de taux de change bilatéraux à l'intérieur de la bande, a suscité le scepticisme d'un grand nombre d'opérateurs du marché. Il a néanmoins rétabli un certain calme sur le front des taux de change au sein du SME, et le franc français a vite repris sa place dans la moitié supérieure de la bande de fluctuation. Comme le net recul du dollar n'a cessé d'alimenter les incertitudes du marché, le réalignement n'a pas permis, dans un premier temps, de provoquer un revirement sensible des flux de capitaux. Toutefois, en février, les écarts de taux d'intérêt nominaux ont de nouveau exercé leur influence sur les mouvements de fonds. Le renversement des flux antérieurs de capitaux vers l'Allemagne a permis à d'autres pays membres d'assouplir leurs politiques et de compenser leurs pertes antérieures de réserves de change. En outre, ces interventions dans les limites de la bande de fluctuation, en opérant un glissement stratégique des achats de deutsche marks vers des achats de dollars, ont aussi eu tendance à exercer une influence stabilisatrice sur le taux de change de ces deux monnaies. A la mi-mars, la Banque d'Italie a réduit son taux officiel d'escompte d'un demi-point et imposé un coefficient de réserves obligatoires de 25% sur l'accroissement de l'endettement extérieur net des banques en devises.

Après quelques hésitations dans les semaines qui ont suivi le réalignement, le deutsche mark et le florin néerlandais se sont nettement installés dans la moitié inférieure de la bande du SME au cours du mois de février. Les rapports de change entre les monnaies participantes sont restés très stables par la suite, à l'exclusion de la lire italienne qui, après s'être inscrite à 1,5% au-dessus de son cours-pivot dans la semaine qui a suivi le réalignement de janvier, est revenue à 1% en deçà de ce cours pendant la première moitié de mai, sous l'effet des

Evolution des coûts et des prix dans certains pays du SME par rapport à l'Allemagne, 1983-87



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 des indices (les chiffres les plus récents sont des estimations). ² Différences entre les prix à la consommation intérieurs et allemands, calculés sous forme de variations (en %) annualisées sur six mois. ³ En termes de coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre: premier trimestre 1983 = 100 (échelle semi-logarithmique). ⁴ Différences entre les rendements intérieurs et allemands des obligations du secteur public.

pressions considérables sur les marchés des changes. Le 13 mai, les autorités italiennes ont annoncé un train de mesures, largement anticipé, de libéralisation du contrôle des changes comportant la suppression de l'obligation du dépôt non rémunéré de 15% sur les achats de valeurs étrangères par des résidents.

Comme on l'a indiqué, le processus de convergence des résultats économiques des pays membres du SME s'est poursuivi pendant la période sous

revue. Malgré des taux d'inflation négatifs en Allemagne, l'écart de ces taux avec ceux des autres pays membres a eu tendance à se réduire de nouveau; ce phénomène a été particulièrement marqué dans le domaine des coûts unitaires de main-d'œuvre. Les écarts de taux d'intérêt entre les pays membres ont, eux aussi, diminué en 1986 et, parmi les pays dont la monnaie a parfois fait l'objet de pressions, la Belgique, la France et l'Italie ont vu leur balance des paiements courants s'améliorer sensiblement. Ce contraste entre la convergence des résultats économiques et l'instabilité des taux de change témoigne de la vulnérabilité du mécanisme de change du SME à deux sortes d'influences: le fléchissement du dollar et l'intégration internationale croissante des marchés financiers nationaux.

Etant donné la forte position de l'Allemagne dans le commerce international et l'important excédent de sa balance des paiements, le marché a tendance à considérer que ce pays sera mieux à même que les autres membres du SME de surmonter une ample dépréciation du dollar. En outre, à une période où les placements des non-résidents se détournent plutôt des Etats-Unis, du fait des anticipations de taux de change, il est probable que, en partie pour les mêmes raisons, l'Allemagne attirera une part disproportionnée de ces capitaux. Toutefois, on peut espérer que cette source de perturbations s'amointrira à l'avenir puisque le dollar est revenu à des niveaux beaucoup plus réalistes.

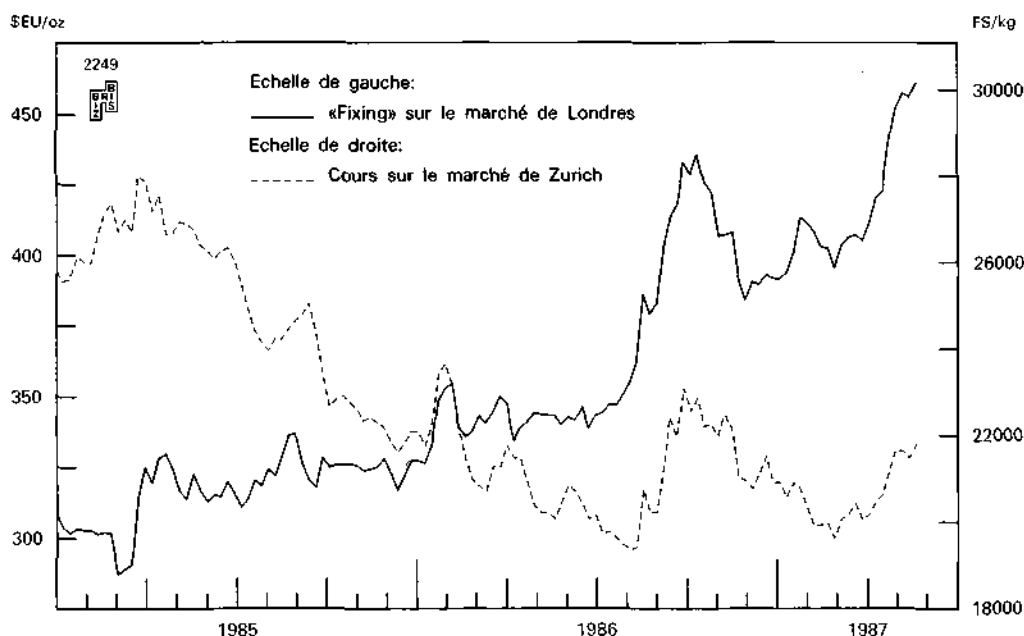
On ne peut pas nécessairement nourrir les mêmes espoirs quant à la mobilité des capitaux. Dans un monde où l'intégration financière se renforce, il peut parfois exister une incompatibilité entre un système de taux de change nominaux fixes et le maintien de taux d'intérêt réalistes reflétant correctement les écarts de taux d'inflation. Tant que la confiance dans la stabilité des rapports de change nominaux en vigueur demeure, les capitaux tendront à aller vers les pays ayant des taux d'intérêt nominaux et d'inflation plus élevés. En revanche, lorsque les taux de change réels se seront trop écartés de leur cours normal ou que certains autres facteurs (tels qu'un fléchissement excessif du dollar) viendront saper la crédibilité de la structure existante des taux de change nominaux, les écarts de taux d'intérêt nominaux perdront leur pouvoir d'attraction et les capitaux reflueront vers les pays à faible inflation, ce qui finira par susciter des pressions en faveur d'un réaligement. On peut craindre que, dans un contexte de persistance d'écarts sensibles de taux d'inflation, le renforcement de l'intégration financière européenne ne contribue pas automatiquement à la stabilisation des taux de change, et ce en raison même de déséquilibres permanents des flux de capitaux.

### **Production d'or et marché de l'or**

L'évolution du marché de l'or en 1986 a contrasté, à un certain nombre d'égards, avec celle des années précédentes. Le volume total estimé des apports nouveaux d'or sur le marché, qui avait été assez stable en 1982-85 (autour de 1.300 tonnes), s'est fortement accru, à 1.615 tonnes, sous l'effet conjugué d'une augmentation de la production et d'un gonflement des ventes nettes des pays communistes. Toutefois, la vigueur de la demande non monétaire s'est révélée telle que cet accroissement de l'offre a été absorbé à des cours qui, exprimés en dollars, ont augmenté en 1986 de près de 20%, à \$ 391 l'once de fin; les cotations

# Cours de l'or, 1985-87

Moyennes hebdomadaires.



ont même atteint près de \$443 l'once de fin lors d'une séance, en septembre. Exprimé dans les monnaies en hausse, le franc suisse par exemple, le cours de l'or a, dans l'ensemble, diminué une fois encore en 1986, bien que dans des proportions nettement moindres que l'année précédente. Cependant, lorsque le prix de l'or en dollars s'est de nouveau inscrit en hausse rapide au printemps de 1987, les cours dans les principales monnaies fortes ont également progressé de façon sensible.

La vigueur de la demande non monétaire d'or en 1986 a découlé de la conjugaison de facteurs hétérogènes, parmi lesquels la chute continue du dollar, le recul des taux d'intérêt, la forte expansion monétaire, les craintes qu'elle a suscitées d'une reprise de l'inflation et le soixantième anniversaire du règne de l'Empereur du Japon. De plus, elle n'a pas souffert du recul des utilisations industrielles du métal, lié au fléchissement de la demande de joaillerie au Moyen-Orient provoqué par la baisse des prix du pétrole. Aussi la demande d'or aux fins de placements et de thésaurisation semble-t-elle avoir connu une nette reprise. Cette tendance s'est caractérisée notamment par une vive poussée des achats de pièces d'or. L'utilisation de l'or pour la frappe de monnaies et médailles a quasiment triplé en 1986, selon les estimations, et s'est chiffrée à 315 tonnes environ. Cet accroissement peut être attribué, pour une grande partie, à l'émission au Japon de la pièce commémorative en hommage à l'Empereur Hirohito. Ailleurs, à la suite notamment des restrictions sur les ventes de Krugerrands, la demande s'est orientée vers les pièces nord américaines, l'American Eagle devenant, à partir d'octobre 1986, la plus populaire des pièces officielles émises en série. Le Nugget australien, le Britannia et l'Ecu or, qui viennent d'être frappés ou le seront bientôt, diversifieront encore l'offre de nouvelles monnaies. Outre cet accroissement des achats de pièces d'or, les

Production d'or dans le monde (estimations)

Pays	1953	1970	1980	1982	1983	1984	1985	1986
	en tonnes métriques							
Afrique du Sud . . . . .	371	1.000	675	664	680	683	673	640
Etats-Unis . . . . .	61	54	31	45	63	66	80	108
Canada . . . . .	126	75	52	67	73	86	90	108
Australie . . . . .	33	20	17	27	31	39	59	75
Brésil . . . . .	4	9	35	35	59	62	72	67
Philippines . . . . .	15	19	22	31	33	34	37	40
Papouasie-Nouvelle-Guinée . . . . .	.	1	14	17	18	19	31	36
Colombie . . . . .	14	7	17	16	18	21	26	27
Chili . . . . .	4	2	7	19	19	18	18	19
Venezuela . . . . .	1	1	1	2	6	10	12	15
Zimbabwe . . . . .	16	15	11	13	14	15	15	15
Japon . . . . .	7	8	7	6	6	7	9	14
Ghana . . . . .	23	22	11	13	12	12	12	12
Pérou . . . . .	4	3	5	7	10	11	11	11
République dominicaine . . . . .	.	-	12	12	11	11	10	9
Mexique . . . . .	15	6	6	5	7	8	8	8
Zaire . . . . .	11	6	3	4	6	10	8	8
Total . . . . .	705	1.248	926	983	1.066	1.112	1.171	1.212
Autres pays . . . . .	50	25	33	45	49	48	62	69
Production mondiale (estimations)* . . . . .	755	1.273	959	1.028	1.115	1.160	1.233	1.281

\* 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).

placements sous forme de lingots semblent avoir nettement progressé, eux aussi, en 1986.

En ce qui concerne les apports nouveaux de métal, la production minière a augmenté de 48 tonnes, pour atteindre 1.281 tonnes l'année dernière, tandis que les ventes des pays communistes ont porté, selon les estimations, sur 350 tonnes, contre 250 tonnes en 1985. La production de l'Afrique du Sud a diminué de 33 tonnes, pour ressortir à 640 tonnes, car la hausse du prix de l'or a stimulé une fois de plus l'extraction de minerais à plus faible teneur. La part de l'Afrique du Sud ne représente plus maintenant que la moitié de la production totale des pays non communistes. En 1970, lorsque sa production d'or atteignait son niveau maximum, cette part s'élevait à près de 80%. Dans les autres pays, où l'extraction de l'or s'effectue dans un contexte très différent de celui de l'Afrique du Sud, l'accroissement du prix de l'or a eu un effet plus classique sur l'offre. La production s'est accrue de 28, 18 et 16 tonnes respectivement aux Etats-Unis, au Canada et en Australie.

Les ventes des pays communistes (à l'exclusion des pays d'Europe de l'Est membres du FMI), l'année dernière, ont été, selon les estimations, les plus fortes depuis 1978. Comme de coutume, cette offre provient pour l'essentiel de l'Union Soviétique, mais des ventes très importantes semblent avoir été effectuées par la Chine et, dans une moindre mesure, la Corée du Nord. L'ampleur de l'offre soviétique peut être imputée notamment à la faiblesse du prix du pétrole. La contraction des recettes d'exportations qui en a résulté a incité le pays à vendre autant d'or qu'il lui a été possible sans influencer trop défavorablement sur l'évolution des cours.

Origine et utilisation de l'or (estimations)

Rubriques	1982	1983	1984	1985	1986
	en tonnes métriques				
Production . . . . .	1.030	1.115	1.160	1.235	1.280
Ventes nettes des pays communistes (estimations) <sup>1</sup> . . . . .	200	100	150	250	350
Variations des encaisses-or officielles résultant de transactions sur le marché (estimations) <sup>2</sup> . . . . .	100	70	20	-165	- 15
Total (= absorption non monétaire, estimations) . . . . .	1.330	1.285	1.330	1.320	1.615

<sup>1</sup> A l'exclusion des membres européens du FMI. <sup>2</sup> 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.

Contrairement à 1985, les encaisses-or officielles n'ont que très légèrement augmenté l'année dernière. Ces avoirs se sont sensiblement renforcés en Inde (+ 33 tonnes), aux Philippines (+ 24 tonnes), à Taïwan (+ 18 tonnes) et au Mexique (+ 6,5 tonnes), tandis que le Brésil, les Etats-Unis, la Roumanie (chiffres jusqu'à novembre seulement) et le Canada ont réduit leurs encaisses officielles de 21, 19, 15 et 12 tonnes respectivement.

Sous l'effet conjugué des facteurs mentionnés à la page 194, le cours de l'or au «fixing» de Londres est passé de quelque \$320 l'once au début de décembre 1985 à plus de \$470 durant la troisième semaine de mai 1987. Toutefois, les fluctuations des prix n'ont pas été régulières au cours de la période sous revue. Après avoir progressé en janvier 1986, les cours sont ensuite restés relativement stables, s'inscrivant dans une marge de \$330 à \$350, jusqu'au milieu de l'année. En juillet cependant, sous l'effet du nouveau fléchissement du dollar, des inquiétudes à l'égard de l'Afrique du Sud et de la vigueur des prix du platine, les cours ont amorcé une vive hausse, pour atteindre le point culminant de près de \$443 en septembre, avant de retomber à moins de \$390 en novembre. Ils se sont raffermis en janvier 1987 et se sont mis à monter fortement à la fin du mois de mars, dans un climat d'incertitudes croissantes vis-à-vis du dollar; ils se sont situés à un maximum de \$480 durant la troisième semaine de mai, leur niveau le plus élevé depuis plus de quatre ans. En revanche, l'évolution des cours de l'or exprimés dans les monnaies qui se sont appréciées a été quelque peu différente. En termes de francs suisses, par exemple, on a assisté à une nette tendance à la baisse, qui s'est poursuivie jusqu'à la fin de juillet 1986. Cependant, par la suite, les fluctuations du prix de l'or ont commencé à l'emporter sur celles des taux de change et, la troisième semaine de mai, les cours de l'or en francs suisses étaient supérieurs de 15% environ à leur creux de la fin du mois de juillet 1986.

Dans le cadre de la modification générale de la réglementation des marchés de capitaux au Royaume-Uni, les autorités ont entamé, en décembre 1986, des consultations avec les principaux opérateurs du marché de l'or de Londres. Elles ont publié un document consultatif énonçant des propositions de codification des accords informels qui existent de longue date au sein du «club» des opérateurs. Les sociétés de courtage agréées par la Banque d'Angleterre pourront se consacrer au commerce de l'or en gros sans être entravées par des réglementations destinées à protéger les petits investisseurs. Pour être accréditées,

ces sociétés devront satisfaire aux conditions suivantes: posséder un niveau adéquat de fonds propres, disposer d'un capital réparti de façon à prévenir les conflits d'intérêts et être dotées de dispositifs appropriés de gestion et de contrôle.

### Réserves et liquidités internationales

L'année dernière a été caractérisée par une forte expansion des avoirs internationaux de réserve, exprimés en dollars courants, des divers pays. Toutefois, cet accroissement s'est surtout concentré sur un nombre limité de pays. Le total des réserves officielles autres que l'or a progressé de \$69 milliards en 1986, soit de plus de 15%, pour atteindre \$510 milliards à la fin de l'année, 57% de cette progression totale étant imputables uniquement à Taïwan et au Japon. De fait, les gains de réserves les plus sensibles ont été enregistrés dans les pays qui détenaient déjà des avoirs importants et où leur utilité marginale était donc sans doute assez faible. Les réserves non métalliques des pays du Groupe des Dix se sont accrues de \$49,6 milliards, tandis que celles des pays en développement autres que Taïwan se sont contractées de \$13,8 milliards. On n'a donc pas enregistré d'augmentation générale du volant de réserves disponibles en 1986. De plus, les chiffres en dollars courants donnent lieu à une surestimation de l'expansion des réserves, dans la mesure où la forte dépréciation du dollar a réduit son pouvoir d'achat international. En termes de DTS, par exemple, les réserves autres que l'or ne se sont renforcées que de DTS 15 milliards, soit de 4%, l'année dernière. Par contre, en raison de la chute des prix pétroliers et du fléchissement des cours des autres matières premières, la valeur unitaire en dollars des marchandises faisant l'objet d'échanges internationaux n'a enregistré dans l'ensemble qu'une légère majoration de quelque 4 à 5%; de ce point de vue, on peut donc parler dans une large mesure d'un accroissement «réel» de la valeur en dollars des réserves officielles.

Aux cours du marché, les réserves officielles d'or des divers pays ont augmenté de \$60,4 milliards, pour atteindre \$368,7 milliards l'année dernière. Toutefois, cette progression a été surtout imputable à la hausse de 19,5% du cours de l'or exprimé en dollars EU. L'importance d'un tel accroissement de la valeur en dollars des réserves officielles d'or pour la liquidité internationale est, certes, plutôt limitée dans le système actuel. Les avoirs officiels d'or sont concentrés pour une large part sur les pays développés; dès lors, si un grand pays essayait, pour couvrir ses besoins de paiements extérieurs, de mettre une partie importante de ses avoirs officiels sur le marché, il en résulterait très rapidement une chute du cours du métal. L'or tend donc essentiellement à servir de garantie, ce qui présuppose la collaboration d'autres pays.

De même qu'en 1985, l'une des principales raisons de la croissance des réserves non métalliques a été la dépréciation du dollar, qui a renforcé la valeur en dollars des avoirs libellés dans d'autres monnaies. Le gonflement des réserves autres que l'or en 1986 peut être attribué, à hauteur de \$43 milliards environ, soit près des deux tiers, aux effets de ces variations de change.

Le principal facteur à l'origine des \$26 milliards restants, qui représentent le véritable accroissement des réserves, résulte du déplacement des sources de

Variations des réserves globales

Zones et périodes	Encaisses-or		Avoirs en devises	Positions de réserve au FMI	DTS	Ecus	Réserves totales (à l'exclusion de l'or)
	en millions d'onces	en milliards de dollars EU à prix courants <sup>1</sup>					
<b>Pays du Groupe des Dix</b>							
1984	- 0,6	- 53,7	4,4	- 0,1	0,6	- 6,8	- 1,9
1985	- 0,2	13,2	15,8	0,8	2,9	3,3	22,8
1986	- 1,0	46,8	38,5	0,3	2,9	7,9	49,6
Montants à fin 1986	736,6	288,0	157,8	25,9	17,7	48,0	249,4
<b>Autres pays développés<sup>2</sup></b>							
1984	- 0,3	- 6,4	6,7	-	0,4	- 0,3	6,8
1985	- 1,8	1,0	6,3	0,1	0,3	0,4	7,1
1986	- 0,8	5,1	8,8	0,2	0,4	-	9,4
Montants à fin 1986	83,9	32,8	60,0	2,4	2,1	0,8	65,3
<b>Pays en développement</b>							
1984	- 0,8	- 8,7	13,9	-	0,1	-	14,0
1985	4,2	3,5	14,0	0,9	0,6	-	15,5
1986	2,2	8,5	9,3	0,2	0,5	-	10,0
Montants à fin 1986	122,6	47,9	175,8	14,9	4,1	-	194,8
dont:							
<b>Pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient<sup>3</sup></b>							
1984	0,2	- 1,6	- 5,1	0,7	-	-	- 4,4
1985	- 0,2	0,4	3,7	0,7	0,1	-	4,5
1986	-	1,4	- 6,5	0,1	-	-	- 6,4
Montants à fin 1986	23,0	9,0	34,8	12,1	1,3	-	48,2
<b>Autres pays</b>							
1984	- 1,0	- 7,1	19,0	- 0,7	0,1	-	18,4
1985	4,4	3,1	10,3	0,2	0,5	-	11,0
1986	2,2	7,1	15,8	0,1	0,5	-	16,4
Montants à fin 1986	99,6	38,9	141,0	2,8	2,8	-	146,6
<b>Total</b>							
1984	- 1,7	- 68,8	25,0	- 0,1	1,1	- 7,1	18,9
1985	2,2	17,7	36,1	1,8	3,8	3,7	45,4
1986	0,4	60,4	56,6	0,7	3,8	7,9	69,0
Montants à fin 1986	943,1	368,7	393,6	43,2	23,9	48,8	509,5

<sup>1</sup> Encaisses-or évaluées aux prix du marché. <sup>2</sup> A l'exclusion des pays d'Europe de l'Est. <sup>3</sup> Arabie Saoudite, Emirats Arabes Unis, Irak, Iran, Koweït, Libye, Oman et Qatar.

financement du déficit de la balance des paiements courants des Etats-Unis. En 1985, ce déficit avait été largement couvert par des entrées spontanées de capitaux, tandis que les engagements américains auprès des institutions officielles étrangères avaient diminué de \$2,5 milliards; en 1986, en revanche, les entrées privées de capitaux n'ont plus suffi à financer la totalité du déficit, qui s'était entre temps creusé, pour atteindre \$141 milliards. Les pressions qui en ont résulté de temps à autre sur les taux de change ont suscité des interventions officielles sous forme d'achats massifs de dollars, notamment de la part de pays, comme le Japon, qui craignaient que l'appréciation de leur monnaie devienne incontrôlable. Cette évolution s'est reflétée dans l'augmentation de \$29 milliards des engagements américains auprès des institutions officielles étrangères, dont l'essentiel a eu pour contrepartie une expansion de la valeur déclarée des avoirs de réserve officiels des autres pays. De fait, l'accroissement des avoirs officiels de dollars a peut-être même dépassé \$29 milliards car, dans la mesure où ces dollars sont placés sur des marchés de capitaux situés à l'extérieur des

Etats-Unis, ils tendent à provoquer notamment un gonflement des engagements extérieurs des Etats-Unis vis-à-vis de détenteurs non officiels de dollars plutôt que d'institutions officielles.

Les Etats-Unis eux-mêmes ne sont pas intervenus pour soutenir le dollar l'année dernière. Au contraire, la valeur en dollars de leurs avoirs en devises, qui se composent principalement de deutsche marks et de yens, a enregistré une augmentation sensible (+ \$4,5 milliards). Cet accroissement a résulté principalement de gains de change, mais aussi de revenus d'intérêts et d'autres recettes.

En revanche, les réserves non libellées en dollars, détenues par les banques centrales européennes du fait de leur participation au Système monétaire européen, ont diminué l'année dernière. Cette contraction a découlé des tensions qui sont de nouveau apparues au sein du mécanisme de change. Les pays dont la monnaie a subi des pressions à la baisse ont essayé d'empêcher leur taux de change de se déplacer vers la limite inférieure de la bande de fluctuation, ce qui les a obligés, pendant de longues périodes de 1986, à procéder à des ventes massives de leurs avoirs libellés dans d'autres monnaies participantes.

Les réserves internationales se sont également contractées, sous l'effet du remboursement net au Fonds monétaire international de crédits importants octroyés pendant les premières années de la décennie. Ces remboursements ont contribué à la baisse de plus de \$4 milliards en dollars constants des positions de réserve des pays membres dont la monnaie avait servi au décaissement des crédits. En revanche, les avoirs en DTS des divers pays se sont accrus de \$1,6 milliard en termes réels, du fait notamment que le Fonds a recouru à ses propres avoirs en DTS pour des décaissements de crédits et des paiements d'intérêts.

Si l'on opère une ventilation par catégorie d'actifs, il apparaît que l'accroissement total des réserves non métalliques, soit \$56,6 milliards, a été imputable pour plus de 80% aux avoirs en devises. La moitié de cette augmentation a toutefois résulté de la progression de la valeur en dollars des avoirs détenus dans d'autres monnaies. En termes réels, le taux de croissance des réserves de devises ne s'est élevé qu'à 8%. En outre, les effets de valorisation résultant des variations de change suffisent amplement à expliquer la totalité de l'expansion recensée de \$7,9 milliards des avoirs officiels en Ecus. Ces avoirs se sont contractés, en termes réels, de \$0,7 milliard, la baisse du prix auquel l'or est comptabilisé au sein du SME dans le cadre des swaps or/Ecus permettant largement d'expliquer cette contraction.

Les avoirs en DTS et les positions de réserve des divers pays auprès du Fonds ont progressé de \$3,8 milliards et de \$0,7 milliard respectivement, l'année dernière. Les effets de valorisation, qui représentent au total \$7 milliards, sont entrés pour \$2,2 milliards dans l'accroissement des DTS et rendent largement compte de la totalité de l'augmentation des positions du Fonds. En fait, en termes de DTS, ces positions de réserve se sont contractées de DTS 3,4 milliards. Comme on l'a déjà expliqué, cette réduction a découlé en grande partie du renversement de la position du Fonds qui, de prêteur net de nouvelles ressources, est devenu bénéficiaire net de remboursements. Dans l'ensemble, les remboursements bruts au FMI se sont élevés au total à DTS 5,7 milliards, tandis que les tirages bruts (abstraction faite de ceux des tranches de réserve) n'ont

atteint en tout que DTS 3,8 milliards. En conséquence, le montant de l'encours de crédits du Fonds est revenu de DTS 35,2 milliards à DTS 33,4 milliards. En 1984 et 1985, le FMI avait été prêteur net, à hauteur de DTS 5 milliards et DTS 0,4 milliard respectivement.

La baisse des crédits du Fonds a touché la plupart des régions, à la seule exception de l'Amérique latine à l'égard de laquelle les créances nettes ont légèrement augmenté. Les principaux bénéficiaires de nouveaux crédits du Fonds ont été le Mexique (DTS 0,6 milliard), l'Argentine et le Chili (DTS 0,1 milliard chacun), tandis que le Brésil remboursait DTS 0,5 milliard. La Chine, qui a reçu DTS 0,6 milliard, a été le seul gros emprunteur en dehors de l'Amérique latine. Des remboursements nets importants ont été effectués par l'Inde, le Pakistan, l'Afrique du Sud et la Turquie (DTS 0,3 milliard dans chaque cas). A la fin de l'année, trente et un accords de confirmation et accords de crédit élargis étaient en vigueur. Le montant total des ressources non utilisées au titre de ces facilités s'établissait à DTS 2,8 milliards, contre DTS 4,7 milliards un an auparavant. En outre, neuf accords ont été conclus dans le cadre de la facilité d'ajustement structurel, instituée en mars 1986 pour fournir des fonds aux pays en développement à faible revenu qui mettent en œuvre des programmes destinés à résoudre des problèmes persistants de balance des paiements et à favoriser la croissance économique. Le montant total des décaissements au titre de cette facilité a été de DTS 0,1 milliard; une somme supplémentaire de DTS 0,1 milliard a été approuvée, mais non utilisée.

L'expansion des réserves globales autres que l'or en 1986 n'a pas été répartie très uniformément entre les différents pays. Elle est le résultat net d'une forte augmentation des réserves d'un petit nombre de pays et d'une très faible progression, voire d'une régression, ailleurs. Les réserves des pays développés se sont accrues de \$59 milliards en termes de dollars et, parmi les pays en développement, Taïwan a enregistré une augmentation de \$23,8 milliards de ses avoirs en devises. En revanche, les réserves officielles des pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient se sont contractées de \$6,4 milliards et celles des autres pays en développement (à l'exclusion de Taïwan) de \$7,4 milliards, malgré des gains de change importants liés aux réserves non libellées en dollars.

Les avoirs de réserve non métalliques des pays du Groupe des Dix se sont accrus de \$49,6 milliards, leur progression en termes réels ressortant à \$27 milliards. C'est le Japon qui a enregistré de loin les gains les plus substantiels, ses réserves ayant augmenté de \$15,5 milliards, soit de près de 60%. En outre, des accroissements considérables des avoirs de réserve en termes de dollars ont été le fait de l'Allemagne (\$7,4 milliards), du Royaume-Uni (\$5,6 milliards), de la France (\$4,9 milliards), de l'Italie (\$4,5 milliards) et de la Suisse (\$3,8 milliards). Les gains de réserves du Royaume-Uni ont résulté, pour une large mesure, de l'émission par le gouvernement britannique, en septembre 1986, de notes à taux variable pour un montant de \$4 milliards, dans le but de renforcer les réserves en devises du pays. Dans ces cinq pays européens, par opposition au Japon, les effets des variations de change ont fortement contribué à ces augmentations. Par ailleurs, des gains de réserves notables (\$5,4 milliards, soit 17%) ont été enregistrés par le pays émetteur de la principale monnaie de réserve, c'est-à-dire les Etats-Unis, mais cet accroissement s'explique en grande partie par les effets de valorisation.

Dans les autres pays développés, la valeur en dollars des réserves autres que l'or a progressé de \$9,4 milliards, soit de près de 17%. La Nouvelle-Zélande et l'Espagne ont enregistré les plus importants gains de réserves, avec \$4,2 milliards et \$3,6 milliards respectivement. Les baisses se sont concentrées sur les pays nordiques, la Finlande et la Norvège accusant une perte de \$2 milliards et \$1,1 milliard respectivement.

L'expansion des avoirs cumulés de réserve des pays en développement est ressortie au total à \$10 milliards; toutefois, si l'on exclut Taïwan, ces avoirs font apparaître une contraction de \$13,8 milliards, la plus forte jamais enregistrée. Les pertes de réserves ont été en grande partie le fait des pays de l'OPEP qui avaient bénéficié de fortes augmentations lors de l'envolée des prix du pétrole. En dollars courants, les réserves officielles non métalliques de l'Arabie Saoudite ont diminué de \$6,7 milliards, soit de 27%, celles du Venezuela de \$3,8 milliards et celles de l'Algérie de \$1,2 milliard. En ce qui concerne les pays en développement non membres de l'OPEP, la région où les réserves ont connu le recul le plus sensible a été l'Amérique latine, où se concentrent tout particulièrement les difficultés liées au service de la dette. Les réserves officielles du Brésil ont été ramenées de \$10,6 milliards à \$5,8 milliards, tandis que celles de l'Argentine ont régressé de \$3,1 milliards à \$2,3 milliards. Quant au Mexique, ses réserves ont fléchi à \$3,3 milliards en septembre 1986, contre \$4,9 milliards à la fin de 1985, mais elles se sont inscrites en forte hausse, s'élevant à \$5,7 milliards, pendant le reste de l'année grâce à un reflux de capitaux dû à la rigueur de la politique économique interne de ce pays.

La nette progression des réserves de Taïwan contraste avec les fluctuations enregistrées par la plupart des autres pays en développement d'Asie, y compris les pays nouvellement industrialisés. La Corée du Sud, par exemple, n'a renforcé ses réserves que de \$0,5 milliard; or, cette augmentation aurait été beaucoup plus importante si le pays n'avait pas remboursé une partie de ses dettes extérieures. La Chine a vu ses avoirs de réserve diminuer de \$1,3 milliard. En revanche, une forte croissance des réserves a été observée aux Philippines, dont les avoirs ont quasiment triplé, pour s'établir à \$1,7 milliard, et en Malaisie (+\$1,1 milliard). Les gains de réserves de Taïwan ont dépassé ceux de n'importe quel autre pays du monde, et, à la fin de l'année, ses avoirs, qui s'élevaient à \$46,3 milliards, plaçaient le pays au second rang mondial, derrière l'Allemagne.

L'année 1986 a été marquée par une modification sensible de la composition des placements des réserves officielles en devises. Les avoirs officiels en dollars détenus par les Etats-Unis, qui n'avaient que très légèrement augmenté en 1985, ont enregistré une forte progression de \$28,1 milliards, soit de 21%. Parallèlement, les avoirs de réserve officiels recensés sur les marchés nationaux à l'extérieur des Etats-Unis ou déposés auprès de banques sur les euromarchés ont diminué de \$14,8 milliards en termes réels (c'est-à-dire, après ajustement des taux de change), alors qu'ils s'étaient inscrits en hausse de \$7,3 milliards en 1985.

Cette évolution ne semble pas être essentiellement imputable à une modification des préférences officielles en matière de réserves; elle s'explique surtout par la façon dont les fluctuations des réserves se sont produites l'année dernière.

Tout d'abord, comme on l'a déjà mentionné, le fléchissement du dollar a conduit divers pays, tels que le Japon, dont les réserves étaient surtout libellées en dollars et se trouvaient aux Etats-Unis, à effectuer des achats de soutien massifs de dollars. Ensuite, l'apparition de pressions sur les taux de change au sein du SME a incité certains pays membres à soutenir aussi leur propre monnaie, en recourant à leurs avoirs libellés dans d'autres monnaies participantes et placés en grande partie sur l'eumarché. Ainsi qu'il ressort du tableau de la page suivante, le principal élément de la contraction en termes réels des dépôts officiels en euromonnaies a résidé, l'année dernière, dans la réduction de \$9,1 milliards des avoirs officiels en eurodeutsche marks.

A ces prélèvements sur les dépôts des pays membres du SME s'est ajoutée la forte baisse de \$21,4 milliards, l'an dernier, du total des dépôts de l'OPEP auprès des banques hors des Etats-Unis, comme indiqué au deuxième poste «Pour mémoire» du tableau. Une partie de cette diminution a représenté des prélèvements d'avoirs officiels en dollars sur le marché des eurodollars. Le fait que les dépôts officiels en eurodollars n'ont cependant quasiment pas varié l'année dernière peut s'expliquer par l'importance des nouveaux dépôts en eurodollars de Taïwan, qui ont compensé les prélèvements de fonds officiels de l'OPEP.

Autre fait saillant de l'année 1986, la très forte progression (+\$15,6 milliards) en dollars constants du poste «Non attribué». Cette augmentation est sans doute principalement imputable au fait que la mobiliérisation s'est étendue aux portefeuilles de réserve par l'intermédiaire des achats officiels de valeurs internationales, telles que l'eupapier commercial et les notes à taux variable. Il est incontestable qu'une partie substantielle de ces avoirs sont libellés en dollars, et on peut donc estimer que, dans l'ensemble, les réserves officielles en dollars se sont accrues d'un peu plus de \$35 milliards l'année dernière, alors qu'à taux de change constants les réserves libellées dans d'autres monnaies se sont contractées de \$7 milliards environ. Il va sans dire que la situation apparaît bien différente si l'on tient compte de l'incidence de la dépréciation du dollar sur la valeur en dollars des avoirs de réserve libellés dans d'autres monnaies. En termes de dollars courants, on peut estimer que la valeur des réserves dans d'autres monnaies s'est renforcée de plus de \$20 milliards.

Pendant le premier trimestre de 1987, la tendance à l'accroissement des réserves internationales, qui se dessinait déjà en 1986, s'est accentuée. Les entrées de capitaux privés aux Etats-Unis s'étant brutalement contractées, voire parfois inversées, la balance américaine des paiements courants a été financée essentiellement par des achats officiels de dollars. Le gonflement des réserves s'est concentré, encore plus qu'en 1986, sur un petit nombre de pays. Les réserves en devises des seuls pays du Groupe des Dix ont progressé de \$34,8 milliards, soit presque autant que pendant toute l'année 1986, le dollar entrant pour \$28,3 milliards dans cet accroissement. Les gains de réserves les plus importants ont été enregistrés par le Japon (\$15,8 milliards), l'Italie (\$4,6 milliards), le Canada (\$3,7 milliards), l'Allemagne (\$3,3 milliards), le Royaume-Uni (\$3,1 milliards) et la France (\$2,9 milliards). Le renforcement des réserves de l'Italie et de la France a reflété dans une large mesure le renversement des flux de capitaux survenu à la suite du réaligement de janvier au sein

**Composition des placements des réserves en devises**

Rubriques	Flux						Encours à fin 1986
	en dollars courants			à taux de change constants			
	1984	1985	1986 <sup>1</sup>	1984	1985	1986 <sup>1</sup>	
en milliards de dollars EU							
1. Réserves officielles détenues aux Etats-Unis <sup>2</sup> . . . . .	4,7	2,4	28,1	4,7	2,4	28,1	162,9
2. Réserves officielles détenues sur les autres marchés nationaux: <sup>2</sup> . . . . .	5,7	18,6	11,9	11,7	5,2	- 4,0	82,3
Deutsche marks . . . . .	2,0	9,4	9,3	4,6	3,6	1,1	39,7
Francs suisses . . . . .	-0,4	1,0	-1,1	-	0,3	-2,1	2,5
Yens . . . . .	2,7	5,4	2,8	3,5	1,9	-2,2	22,1
Livres sterling . . . . .	1,5	1,3	0,2	2,9	-0,7	-	10,1
Francs français . . . . .	-	1,1	0,1	0,4	0,3	-0,6	3,9
Florins néerlandais . . . . .	0,1	0,5	0,2	0,4	-0,1	-0,4	2,5
Autres monnaies . . . . .	-0,2	-0,1	0,4	-0,1	-0,1	0,2	1,5
3. Eurodéposits officiels auprès de banques situées dans les pays européens, <sup>3</sup> au Canada et au Japon, ainsi qu'auprès de certaines succursales extraterritoriales de banques américaines: <sup>4</sup> . . . . .	11,7	9,0	- 2,2	14,7	2,1	-10,8	97,3
Dollars . . . . .	8,8	1,2	0,2	8,8	1,2	0,2	64,9
Deutsche marks . . . . .	2,8	3,3	-3,8	4,7	-1,4	-9,1	16,2
Francs suisses . . . . .	-	0,5	0,6	0,5	-0,4	-0,5	4,6
Yens . . . . .	0,5	2,6	0,1	0,7	1,8	-1,3	5,7
Livres sterling . . . . .	-	0,1	-0,2	0,1	-	-0,2	0,4
Francs français . . . . .	0,1	-	0,1	0,1	-0,1	-	0,5
Florins néerlandais . . . . .	-0,2	0,5	0,4	-0,1	0,4	0,1	1,5
Autres monnaies . . . . .	-0,3	0,8	0,4	-0,1	0,6	-	3,5
4. Non attribué . . . . .	2,9	6,1	18,8	4,4	2,9	15,6	51,1
Total . . . . .	25,0	36,1	56,6	35,5	12,6	28,9	393,6
<i>Pour mémoire:</i>							
Engagements déclarés des Etats-Unis envers des détenteurs officiels étrangers (à l'exclusion des dollars ayant fait l'objet d'opérations de swap contre Ecus) . . . . .	4,7	- 2,5	28,9	4,7	- 2,5	28,9	194,7
Total des dépôts de l'OPEP <sup>5</sup> auprès de banques déclara- ntes <sup>6</sup> hors des Etats-Unis . . . . .	- 4,7	12,1	-15,6	- 1,1	6,2	-21,4	123,3

Remarque: les chiffres figurant dans le tableau comprennent les variations, dues aux fluctuations de change, de la valeur en dollars des réserves détenues en d'autres monnaies.

<sup>1</sup> Chiffres provisoires. <sup>2</sup> En partie sur la base de données du FMI. <sup>3</sup> Allemagne, Autriche, Belgique-Luxembourg, Danemark, Espagne, Finlande, France, Irlande, Italie, Norvège, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède et Suisse. <sup>4</sup> Sises aux Bahamas, aux îles Caïmans, au Panama, à Hong Kong et à Singapour. <sup>5</sup> Les chiffres ne comprennent pas Bahreïn. <sup>6</sup> Les chiffres recouvrent les banques situées dans les pays cités à la note 3, ainsi que 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 extraterritoriaux à Bahreïn et toutes les banques extraterritoriales opérant aux Antilles néerlandaises.

du SME. Hors d'Europe, les réserves de change de Taïwan se sont encore fortement gonflées (+\$8,2 milliards) pendant les trois premiers mois de l'année.

Au cours de ces dernières années, la signification des mesures ou indicateurs mécaniques de l'état général de la liquidité internationale est devenue de plus en plus discutable. Les fluctuations des taux de change des principales monnaies de réserve ont été amples, ce qui signifie que la valeur même du critère de référence s'est modifiée. De plus, comme le montre la première partie

de la présente section, étant donné l'importance des effets des variations de change, il est indispensable d'examiner tant les variations nominales que les chiffres ajustés des taux de change, notamment dans les cas où une partie substantielle des réserves sont libellées dans des monnaies ou unités de compte autres que le dollar.

Ensuite, les changements considérables survenus sur les marchés des capitaux ont offert aux autorités de nouveaux choix dans la gestion de leurs positions de liquidité internationale. Dans la mesure où les pays font de plus en plus appel à leur capacité d'obtenir des fonds liquides par voie d'emprunts, en recourant aux réseaux de swaps ou à des accords de confirmation, les données relatives aux avoirs de réserve officiels ne fournissent pas une image appropriée de la situation. Les chiffres des réserves globales, en particulier, masquent des différences entre les volants de réserves disponibles selon les groupes de pays; en effet, les réseaux officiels de swaps et autres facilités de crédit à court terme sont établis principalement entre les pays développés, tandis qu'un grand nombre de pays en développement ne disposent pas de facilités de crédit officielles et ne sont pas non plus en mesure d'emprunter dans des délais rapides sur les marchés privés.

De plus, on ne sait pas avec certitude dans quelle mesure il convient de tenir compte, dans l'évaluation de la liquidité internationale, des engagements extérieurs à court terme. Tant que la situation est normale et qu'un pays ne se trouve pas dans l'obligation d'opérer un prélèvement sur ses réserves, on peut probablement estimer qu'«aucune correction» n'est nécessaire. Mais, lorsque des problèmes surgissent et que certains pays sont contraints de recourir à leurs réserves, le refinancement de leur dette extérieure peut devenir difficile et la marge de manœuvre, qu'est censée leur donner l'accès aux réserves empruntées, se révéler illusoire.

Enfin, les évaluations globales des variations de l'aisance en matière de liquidité internationale deviennent particulièrement inadéquates dès lors que, comme en 1986, la croissance des réserves se répartit très irrégulièrement et se concentre surtout sur les pays dont les réserves sont très élevées et pour lesquels l'utilité marginale d'avoirs supplémentaires tend donc à être faible.

En résumé, on peut sans doute dire que la situation de la liquidité internationale est la suivante: premièrement, certains des principaux pays développés et un petit nombre de pays en développement d'Asie disposent d'un volant de réserves qui s'est encore renforcé dernièrement; deuxièmement, dans le reste du monde développé, la position en matière de liquidité est en général assez confortable et tous les pays sont solvables; enfin, dans la plupart des pays en développement, la situation de la liquidité internationale reste tendue, comme c'est le cas depuis plusieurs années. On est en droit de se demander si la persistance de la forte croissance globale des réserves internationales, due au fait qu'une plus grande part du déficit de la balance des paiements courants des Etats-Unis est financée par des achats officiels de dollars, permettra de modifier sensiblement cette situation générale dans les prochaines années.

## VIII. ACTIVITÉS DE LA BANQUE

### 1. Conclusion d'un Accord de siège avec le Conseil fédéral suisse

En date du 10 février 1987, la Banque a conclu avec le Conseil fédéral suisse un Accord de siège, dont le texte a été publié en Suisse le 3 mars 1987 dans le Recueil officiel des lois fédérales. La quasi-totalité des organisations internationales établies en Suisse ont en effet conclu à ce jour de tels accords précisant leur statut juridique dans le pays du siège.

L'Accord de siège de la BRI contient, en particulier, une reconnaissance expresse de la personnalité juridique internationale de la Banque, de même que des dispositions relatives à la liberté d'action et de réunion de la BRI, à l'absence de toute censure de ses communications officielles, à la libre disposition des fonds et à la liberté de procéder à ses opérations et à l'inviolabilité de ses locaux, documents et archives; l'Accord précise le régime fiscal et douanier de la Banque de même que le statut juridique en Suisse des administrateurs et du personnel de la Banque, ainsi que des représentants de banques centrales. L'Accord de siège reprend en outre les dispositions des Statuts de la BRI concernant les immunités de juridiction et d'exécution. Enfin, l'Accord de siège prévoit l'établissement d'un Tribunal administratif de la BRI, appelé à régler tous différends pouvant survenir entre la Banque et son personnel en activité ou retraité.

L'Accord de siège a essentiellement pour objet de consolider et de mettre à jour le statut de la Banque en Suisse, à la lumière de la pratique administrative qui s'est développée au cours des ans. L'Accord complète la Convention concernant la BRI du 20 janvier 1930, la Charte constitutive de la Banque, ses Statuts et le Protocole de Bruxelles du 30 juillet 1936, qui demeurent tous en vigueur. L'Accord de siège confirme ainsi le statut international de la BRI et marque dès lors une étape importante dans l'histoire de la Banque.

### 2. 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 continué d'organiser 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, comme par le passé, le secrétariat de divers groupes d'experts.

Le Comité permanent des euromonnaies a continué à surveiller régulièrement l'évolution des marchés bancaires et financiers internationaux et à examiner dans ce contexte les questions relatives au fonctionnement des marchés internationaux des capitaux. En outre, le Comité a élaboré un programme pour la mise en application des recommandations statistiques contenues dans le rapport «Recent Innovations in International Banking», préparé par un groupe de travail composé de représentants des banques centrales des pays du Groupe des Dix, et dont plus de 17.500 exemplaires ont été diffusés dans le monde entier depuis avril 1986. Ces recommandations visent à améliorer les données statistiques sur les développements relatifs aux marchés internationaux des capitaux, notamment celles qui concernent les titres internationaux détenus et émis par les banques ainsi que les statistiques sur l'évolution du marché des euro-effets. La Banque a, en outre, poursuivi la collecte, l'examen et la diffusion de données statistiques sur l'évolution internationale de l'activité bancaire et des marchés financiers.

Le Comité des règles et pratiques de contrôle des opérations bancaires («Comité de contrôle bancaire de Bâle») a continué son activité de surveillance des développements affectant la solidité ainsi que la stabilité des banques internationales et d'encouragement de la collaboration entre les autorités de contrôle bancaire. Dans le cadre de son objectif visant à promouvoir l'utilisation de normes de fonds propres élevées et plus convergentes au sein des banques internationales, le Comité a accordé une attention particulière au cadre de mesure qu'il a mis au point pour permettre d'effectuer de larges comparaisons des normes sur une base homogène et complète. En ce qui concerne la collaboration internationale entre les autorités de contrôle des pays d'origine et des pays d'accueil, découlant du «Concordat» de 1983, le Comité a coopéré avec les responsables du contrôle bancaire d'autres pays pour préparer un rapport recommandant un certain nombre de mesures pratiques dans ce domaine. Les rapports sur ces deux questions ont été examinés en octobre dernier à Amsterdam, lors de la quatrième Conférence internationale des autorités de contrôle bancaire, organisée conjointement par la Nederlandsche Bank et le Comité, et à laquelle assistaient les représentants de près de quatre-vingt-dix pays.

Le Groupe d'experts sur les systèmes de paiement a poursuivi ses échanges de vues sur les évolutions en cours dans le domaine des moyens et systèmes de paiement au sein des pays du Groupe des Dix. Il a en outre commencé une étude des problèmes susceptibles de se présenter aux différentes phases de l'exécution d'un paiement de caractère international.

Le Groupe des experts informaticiens a consacré une réunion spéciale à l'examen des sujets suivants: l'utilisation conjointe de l'informatique et des télé-transmissions; la transformation du rôle respectif des utilisateurs et des services

informatiques dans le développement de projets; l'évolution de l'informatique et de l'automatisation dans les banques centrales. Il s'est aussi intéressé de près aux questions de sécurité, en particulier aux mesures techniques à prévoir pour que, même en cas de panne grave, soit assuré un fonctionnement en continu des systèmes informatiques et des réseaux de télétransmission servant notamment de support aux systèmes électroniques de transfert de fonds.

Le Groupe d'experts sur les questions relatives à la banque de données monétaires et économiques a continué ses travaux visant à développer un service de banque de données pour les banques centrales des pays du Groupe des Dix et la BRI. Une attention particulière a été accordée, cette année également, à la transmission et l'obtention automatiques des statistiques bancaires internationales; d'importants résultats ont été enregistrés, plusieurs institutions transmettant et traitant à présent ces données conformément aux normes convenues. Le Groupe a également procédé à l'essai, à l'intention des économistes et statisticiens des banques centrales, de techniques interactives spécialement conçues pour permettre un accès rapide aux tableaux statistiques et à la documentation qui s'y rapporte, grâce aux liaisons de télécommunication avec la banque de données.

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, la Suisse et l'Autriche); enfin, un groupe est chargé d'examiner périodiquement les politiques monétaires menées par les Etats membres et leur coordination au niveau communautaire, ainsi que les implications de l'évolution des finances publiques; ce groupe est également chargé d'étudier spécialement certaines questions, par exemple, en 1986, les conséquences de l'utilisation accrue d'instruments de marché dans la mise en œuvre des politiques monétaires.

Au cours de l'exercice 1986-87, 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 s'est particulièrement penché sur les questions de la libération des mouvements de capitaux dans la Communauté; il a donné son avis sur les mesures complémentaires de libération qui ont été prises à l'automne 1986 et il continue d'examiner les implications, notamment

pour la politique monétaire et le fonctionnement du SME, de la libération complète des mouvements de capitaux; la réalisation de cet objectif constitue un des éléments de l'achèvement du marché intérieur d'ici 1992. Le Comité a également suivi de près l'évolution de l'usage de l'Ecu privé.

### 3. Fonctions d'Agent, de Mandataire (Trustee) et de Tiers convenu

Au cours de l'exercice écoulé, la Banque a continué d'assurer diverses fonctions d'Agent, de Mandataire (Trustee) et de Tiers convenu dans le domaine des règlements financiers internationaux.

a) *Mandataire (Trustee) en matière d'emprunts publics internationaux et Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté européenne du charbon et de l'acier (CECA)*

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, en sa qualité de Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la CECA, a assuré depuis 1954 la gestion des emprunts émis par cette dernière dans le cadre de ce contrat; les soldes encore à disposition sur les comptes ouverts à ce titre seront restitués à la Commission des Communautés européennes, Luxembourg, dans les meilleurs délais, le dernier emprunt ayant été remboursé lors de l'exercice 1985-86.

b) *Agent du Fonds européen de coopération monétaire (FECOM)*

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 1986 au 31 mars 1987, les interventions effectuées par les banques centrales du SME dans les monnaies des autres pays participants ont été particulièrement importantes. La plupart d'entre elles ont été opérées à l'intérieur des marges de fluctuation et n'ont donc pas donné lieu à des opérations de financement et de règlement par l'intermédiaire du FECOM. Toutefois, ce dernier a enregistré des interventions faites aux cours limites essentiellement durant deux périodes, d'une part après le réalignement du 7 avril 1986, d'autre part, et pour des montants considérables, dans les jours qui ont précédé le réalignement du 12 janvier 1987.

Le volume d'Ecus émis par le FECOM dans le cadre d'opérations de swap trimestrielles avec chacune des banques centrales de la CEE s'élevait à

---

\* On trouvera dans le cinquante-quatrième Rapport annuel, pages 188-190, une description des structures et fonctions du FECOM.

Ecus 44,8 milliards au 31 mars 1987, soit à environ \$EU 51 milliards au cours de change en vigueur à cette date. Il y a lieu de rappeler que, le 31 mars 1986, le volume d'Ecus atteignait Ecus 43,8 milliards. L'augmentation faible d'une année sur l'autre recouvre en fait deux facteurs qui ont joué en sens opposé: d'une part, un accroissement de plus d'un tiers des apports de dollars des banques centrales participantes, qui reflète le gonflement des réserves de celles-ci, d'autre part, une baisse sensible 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 Ecus 3,9 milliards.

En ce qui concerne les opérations d'emprunt et de prêt de la Communauté, au cours de la période sous revue, l'Agent a continué de percevoir des emprunteurs et à répartir aux bailleurs de fonds de la CEE les montants dus au titre des intérêts, 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) L'Agent a exécuté, à l'échéance d'intérêt du 8 juillet 1986, les transferts liés au remboursement intégral par anticipation de l'emprunt \$EU 1.800 millions 1983-90 à taux d'intérêt variable, dont le produit avait fait l'objet d'un prêt en 1983 à la République française.

2) Par Décision du Conseil des Communautés européennes du 9 décembre 1985, la Communauté a accordé à la Grèce, 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 disposition début 1986 et a été couverte par quatre opérations financières (voir cinquante-sixième Rapport annuel, pages 194 et 195); la seconde tranche du prêt a été mise à disposition en février, mars et avril 1987. L'emprunt correspondant contracté par la Commission a pris la forme des cinq émissions publiques suivantes:

- Ecus 350 millions (Ecus 150 millions 1992 en «notes» à 7½% l'an et Ecus 200 millions 1994 en «notes» à 7⅝% l'an);
- \$EU 250 millions 1993 en «notes» à 7¼% l'an;
- Y 25 milliards 1993 en «notes» à 4¾% l'an;
- DM 300 millions 1993 en «notes» à 5⅜% l'an;
- DM 30 millions 1992 sous forme d'une «borrower's note» à 5,54% l'an.

Le tableau suivant montre, à la date du 31 mars 1987, 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	Yens	Ecus
	en millions				
France . . . . .	940	—	—	—	150
Grèce . . . . .	400	830*	227	25.000	700
Total . . . . .	1.340	830	227	25.000	850

\* DM 30 millions mis à la disposition de la Grèce le 2 avril 1987.

c) *Agent du système de compensation de l'Ecu privé*

Au cours de l'exercice écoulé, la Banque a commencé à exercer les fonctions d'Agent du système de compensation et de règlement de l'Ecu privé, suivant les dispositions de la convention qu'elle avait signée le 21 mars 1986 avec l'Association bancaire pour l'Ecu (ABE) et qui est entrée en vigueur le 1er octobre 1986 pour une phase expérimentale de douze mois. Le système ainsi mis en place est décrit dans le Rapport de l'an dernier (pages 195 et 196).

L'expérience acquise au cours des premiers mois de cette phase expérimentale a conduit la Banque et l'ABE, ainsi qu'il avait été prévu dès l'origine, à modifier et compléter certaines dispositions relatives aux modalités techniques de fonctionnement du système de compensation. Ces amendements, principalement destinés à faciliter le déroulement quotidien des opérations de clearing, figurent dans une convention révisée qui remplace, à compter du 30 avril 1987, la convention du 21 mars 1986.

En outre, il est prévu que le clearing sera ouvert à de nouvelles banques de compensation à partir de juillet 1987, l'augmentation par étapes du nombre des participants au système devant s'effectuer selon les possibilités techniques et suivant les modalités approuvées par les instances compétentes de l'ABE.

#### **4. Assistance financière aux banques centrales**

En août 1986, une facilité de \$EU 1.600 millions a été mise sur pied en faveur du Banco de México, dont un montant de \$EU 1.100 millions a été financé par le Trésor américain, la BRI et quatre banques centrales d'Amérique latine (celles d'Argentine, du Brésil, de Colombie et d'Uruguay). Le solde de \$EU 500 millions a été fourni par un groupe de banques commerciales. La facilité officielle de \$EU 1.100 millions a été tirée en deux tranches successives, et le remboursement a commencé à la fin de septembre 1986, en liaison avec des tirages sur le FMI, pour se terminer à la mi-février 1987. La part de la BRI s'élevait à \$EU 400 millions et était couverte par la garantie de onze banques centrales membres.

En octobre 1986, la BRI a été approchée en vue de participer à une facilité en faveur de la banque centrale du Nigeria, destinée à servir de relais entre la mise en place de nouveaux accords de politique interne approuvés par la Banque mondiale et entérinés par le FMI et l'octroi attendu de ressources dans le cadre de divers prêts de la Banque mondiale. Cette facilité s'élevait au total à \$EU 250 millions — \$EU 176 millions fournis par la BRI avec la garantie de cinq banques centrales membres, \$EU 37 millions par le Trésor des Etats-Unis et \$EU 37 millions par le Kreditanstalt für Wiederaufbau d'Allemagne. La facilité BRI était divisée en deux tranches, dont la première fut mise à disposition le 31 octobre 1986, et portait comme échéance finale la date du 27 février 1987. La seconde tranche n'a jamais été tirée et l'ensemble de la facilité a été dénoué avant échéance, le 10 décembre 1986.

Une facilité-relais a été organisée en mars 1987 pour le compte du Banco Central de la República Argentina; elle s'élevait au total à \$EU 500 millions, dont \$EU 275 millions fournis par la BRI et \$EU 225 millions par le Trésor

des Etats-Unis. Ces facilités étaient liées à un programme du FMI comprenant, en particulier, un montant de DTS 388,7 millions d'aide au titre de la Facilité de Financement Compensatoire dont la mise en place est prévue pour le 15 juillet 1987 au plus tard. Cette facilité tient également compte d'une ligne de crédit du Fonds de DTS 1.113 millions. La facilité a été intégralement utilisée le 9 mars 1987 et doit être remboursée le 15 juillet prochain. La contribution de la BRI est couverte par la garantie de onze banques centrales membres.

## 5. Opérations du Département Bancaire

Le bilan de la Banque et le compte de profits et pertes au 31 mars 1987, contrôlés par les commissaires-vérificateurs, figurent à la fin du présent Rapport; tous deux sont exprimés en francs or.\*

A la fin de l'exercice 1986-87, clôturé le 31 mars 1987, le total du bilan atteignait	F or 29.944.209.515
Au 31 mars 1986, il s'élevait à	F or 26.558.446.075
L'augmentation est ainsi de	F or 3.385.763.440

ou de 13%.

Cette hausse du bilan, la cinquième consécutive, est légèrement inférieure à celle observée à la fin de l'exercice précédent. Ce mouvement résulte à nouveau, pour la plus large part, de l'appréciation de la valeur, exprimée en franc or, des postes du bilan constitués en monnaies autres que le dollar EU. Cette évolution s'est poursuivie presque sans interruption au cours de l'année financière; seuls les mois de mai, d'octobre 1986 et de février 1987 ont enregistré un mouvement en sens opposé. La progression du bilan provient en outre, bien que dans une proportion plus faible, de nouveaux dépôts reçus en monnaies et pour une moindre part en or.

Il est à souligner que cet accroissement net des ressources sous forme de dépôts en monnaies – en dollars EU et en deutsche marks – est intervenu au cours des derniers mois de l'exercice; il a eu pour résultat de porter le total du bilan à son niveau le plus élevé, tant à la fin d'un mois qu'à la fin d'un exercice.

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
1983	20.358	+ 1.301	+ 7
1984	21.276	+ 918	+ 5
1985	22.852	+ 1.576	+ 7
1986	26.558	+ 3.706	+ 16
1987	29.944	+ 3.386	+ 13

\* 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 (équivalant 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.

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 3;
- l'or sous dossier, gardé par la Banque pour le compte de divers déposants, dont le volume équivalait, au 31 mars 1987, à 1.165 millions de francs or (contre 1.155 millions et 1.164 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	Autres passifs	Total du bilan
en millions de francs or				
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
1987	1.270	27.626	1.048	29.944

#### A. Capital et réserves

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 fixé par l'article 51(1) des Statuts.

2) *Fonds de réserve générale*

après répartition du bénéfice net de 1986-87 F or 550.352.793  
contre 523,9 millions de francs or au 31 mars 1986; un transfert de 26,4 millions est en effet proposé par imputation sur ce même bénéfice. 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*

après répartition du bénéfice net de 1986-87 F or 25.530.055  
Le solde de ce fonds était resté inchangé à 21,5 millions de francs or depuis la fin de l'exercice 1981-82. En accord avec les dispositions de l'article 51(4) des Statuts, il a été proposé de transférer un montant de 4 millions de francs or à ce fonds, par prélèvement sur le bénéfice de l'exercice.

4) *Fonds de réserve libre*

après répartition du bénéfice net de 1986-87 F or 368.530.236  
contre 332,9 millions de francs or au 31 mars 1986. Il a été recommandé d'affecter une somme de 35,6 millions à ce fonds, également par prélèvement sur le bénéfice.

Le montant total des réserves, après répartition du bénéfice 1986-87, s'élève ainsi à F or 974.483.397  
en augmentation de 66 millions de francs or.

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
	1986	1987	
	en millions de francs or		
Dépôts des banques centrales . . . . .	23.836	26.229	+ 2.393
Dépôts des autres déposants . . . . .	848	1.397	+ 549
Total . . . . .	24.684	27.626	+ 2.942

Le poste «Dépôts des banques centrales» augmente de 10% environ; celui des autres déposants s'est accru de manière nettement plus marquée, encore qu'en termes relatifs seulement. Cette dernière hausse résulte pour l'essentiel de nouveaux dépôts reçus d'une organisation internationale.

Le total des dépôts des banques centrales par rapport à l'ensemble des fonds empruntés est en léger recul et atteint 94,9%, alors que cette proportion était de 96,6% à la fin de l'exercice 1985-86. La part des dépôts des autres déposants passe ainsi de 3,4% à 5,1%.

**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		Diffé- rences	Exercice clos le 31 mars		Diffé- rences	Exercice clos le 31 mars		Diffé- rences
	1986	1987		1986	1987		1986	1987	
	en millions de francs or								
A vue . . . . .	4.426	4.526	+ 100	924	1.636	+ 712	5.350	6.162	+ 812
A 3 mois au maximum . . .	10	8	- 2	18.611	20.866	+2.255	18.621	20.874	+2.253
A plus de 3 mois . . . . .	-	-	-	713	590	- 123	713	590	- 123
Total . . . . .	4.436	4.534	+ 98	20.248	23.092	+2.844	24.684	27.626	+2.942

Alors que le total des fonds empruntés progresse, on observe toutefois un nouveau recul des dépôts ayant encore plus de trois mois à courir; une évolution identique avait déjà été constatée à la fin du précédent exercice. En conséquence, la part des dépôts de cette nature n'atteint plus que 2,1% contre 2,9% à la fin de l'exercice précédent. La part des dépôts à vue par rapport à l'ensemble des fonds empruntés atteint 22,3%, contre 21,7%, celle des dépôts à trois mois au maximum 75,6%, contre 75,4%.

Le total des dépôts en or a progressé de 2,2%; la part de ceux-ci par rapport à l'ensemble des fonds empruntés se contracte; elle en représente 16,4%, contre 18%. Les ressources en monnaies constituent ainsi 83,6% des fonds empruntés, contre 82% au 31 mars 1986.

a) Dépôts en or F or 4.533.669.882  
contre 4.436 millions de francs or, soit une hausse de 98 millions.

La croissance de ce poste résulte de nouveaux apports à vue, tandis que le total des dépôts à terme enregistre une diminution.

b) Dépôts en monnaies F or 23.091.882.488  
contre 20.248 millions de francs or, soit une hausse de 2.844 millions ou de 14%.

Ce sont à nouveau les apports en dollars EU qui constituent l'essentiel du mouvement ayant affecté ce poste. La progression a principalement porté sur des ressources reçues à trois mois au maximum, mais on note également une hausse sensible des dépôts à vue. Le montant total des dépôts à plus de trois mois se contracte encore et ne représente plus qu'une très faible part des dépôts en monnaies.

### C. Autres passifs

a) Système de prévoyance du personnel F or 97.509.839

Cette rubrique, précédemment incluse dans le poste «Divers», apparaît pour la première fois, par suite de la mise en place du nouvel Accord de siège de la Banque (Chapitre VIII, Section 1). Elle représente l'équivalent en francs

or du montant de l'engagement de la Banque, établi en francs suisses, au titre des pensions au personnel.

b) Le poste «Divers» s'établit à F or 925.879.694 contre 652 millions de francs or à la fin de l'exercice 1985-86.

Malgré le transfert (voir sous a)) à une rubrique séparée de 97,5 millions de francs or au titre du Système de prévoyance du personnel, ce poste, comme cela fut le cas à la fin de l'exercice précédent, indique à nouveau un accroissement sensible, atteignant 274 millions de francs or. Cette évolution résulte pour une large part de l'appréciation de valeur, exprimée en franc or, des postes constitués en monnaies autres que le dollar EU, dont il a déjà été fait mention.

c) Compte de profits et pertes *avant* répartition F or 91.081.090 correspondant au bénéfice net de l'exercice 1986-87.

Les détails de la répartition proposée, effectués conformément aux dispositions de l'article 51 des Statuts, sont donnés dans la Section 6 ci-après. Une somme de 25.081.090 francs or, contre 19.171.806 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 1987. Le montant du dividende, exprimé en francs suisses, demeure cependant identique à celui versé pour l'exercice précédent; l'appréciation du franc suisse en termes de franc or explique la contre-valeur plus élevée en francs or.

#### 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	
	1986		1987			
	en millions de francs or					
Avoirs à vue						
Or	5.071		5.072		+	1
Monnaies	10	5.081	16	5.088	+	6
Bons du Trésor						
Monnaies		919		558		- 361
Dépôts à terme et avances						
Or	81		117		+	36
Monnaies	17.959	18.040	21.064	21.181	+	3.105
Titres du secteur public et autres titres à terme						
Monnaies		2.506		3.111		+ 605
Total						
Or	5.152		5.189		+	37
Monnaies	21.394	26.546	24.749	29.938	+	3.355
						+ 3.392

a) Or F or 5.071.459.425  
pratiquement sans changement par rapport à l'exercice précédent.

b) Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue F or 15.913.315  
contre 10 millions de francs or au 31 mars 1986.

c) Bons du Trésor F or 558.053.904

Ce poste, qui s'élevait à 919 millions de francs or au 31 mars 1986, diminue de 361 millions. Il avait progressé sensiblement au cours de l'exercice précédent par suite d'achats sur divers marchés de bons libellés principalement en dollars EU et en deutsche marks. La liquidation partielle de ces titres au cours de l'exercice explique le recul de ce poste.

d) Dépôts à terme et avances F or 21.181.296.299  
contre 18.040 millions de francs or, soit une hausse de 3.141 millions ou de 17%.

Les placements en monnaies marquent une augmentation, évoluant parallèlement aux ressources reçues par la Banque.

e) Titres du secteur public et autres titres à terme  
(précédemment «Titres à terme») F or 3.111.188.232

Ce portefeuille s'élevait à 2.506 millions de francs or au 31 mars 1986. La hausse est donc de 605 millions et résulte de l'achat de papiers publics et privés sur différents marchés.

La répartition des placements en dépôts à terme et avances – en monnaies et en or – ainsi qu'en titres du secteur public et autres titres à terme, d'après leur durée restant à courir, apparaît dans le tableau ci-dessous.

BRI: dépôts à terme et avances, titres du secteur public et autres titres à terme,  
d'après leur durée restant à courir

Durée	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1986	1987	
	en millions de francs or		
A 3 mois au maximum . . . . .	17.459	20.088	+ 2.629
A plus de 3 mois . . . . .	3.087	4.204	+ 1.117
Total . . . . .	20.546	24.292	+ 3.746

On note une progression des placements à plus de trois mois; il en résulte que les opérations à trois mois au maximum constituent 82,7% de l'ensemble des placements, alors que celles à plus de trois mois représentent 17,3%, contre 85% et 15% précédemment.

f) Divers F or 6.298.339

Ce poste s'élevait à 12 millions de francs or au 31 mars 1986.

#### Opérations à terme sur or

Elles figurent dans la note 2 complémentaire au bilan et font ressortir un solde positif de F or 6.888.888

alors que le solde était négatif de 54,5 millions de francs or au 31 mars 1986. Le renversement de cette position résulte de la liquidation en cours d'exercice de swaps (or reçu au comptant) contre monnaies; le solde apparaissant maintenant correspond à l'encours d'une opération de même type, mais de sens opposé.

#### 6. Bénéfice net et répartition

Les comptes du cinquante-septième exercice clos le 31 mars 1987 font apparaître un excédent net d'exploitation de 95.214.480 francs or, contre 81.718.965 francs or au titre du précédent exercice.

Les frais d'administration se sont élevés à 24.471.248 francs or, l'augmentation de 39% sur l'ensemble de l'année étant en grande partie imputable à la hausse de la valeur en franc 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 ne s'est accru que de quelque 4%.

Le Conseil d'administration a décidé de transférer 4.133.390 francs or à la Provision pour frais d'administration exceptionnels. Après ce transfert, le bénéfice net atteint 91.081.090 francs or, contre 80.171.806 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 91.081.090 francs or de la manière suivante:

- une somme de 25.081.090 francs or est affectée au paiement d'un dividende de 155 francs suisses par action;
- un montant de 26.400.000 francs or est transféré au Fonds de réserve générale;
- un montant de 4.000.000 de francs or est transféré au Fonds spécial de réserve de dividendes;
- un montant de 35.600.000 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 1987 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 20 juin 1987.

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 1987 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date. Le rapport de MM. Price Waterhouse & Co. figure au bas du bilan.

## **7. Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction**

Le 16 janvier 1987, M. Jacques de Larosière a succédé à M. Camdessus au poste de Gouverneur de la Banque de France et a donc pris le siège que celui-ci occupait au sein du Conseil d'administration de la BRI en qualité de membre d'office. Au cours de la réunion du Conseil du 13 janvier, le Président a fait part à M. Camdessus de la reconnaissance des membres du Conseil pour les éminents services qu'il a rendus au cours d'un mandat de plus de deux ans.

M. Bengt Dennis, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 31 mars 1987, a été réélu, lors de la séance du Conseil du 10 mars 1987, conformément à l'article 27(3) des Statuts, pour une nouvelle période de trois ans expirant le 31 mars 1990.

Lord Richardson of Duntisbourne, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 6 mai 1987, a été de nouveau nommé à ce poste en avril 1987 par M. Leigh-Pemberton, Gouverneur de la Banque d'Angleterre, conformément à l'article 27(2) des Statuts, pour un nouveau mandat de trois ans.

Le Prof. Dr F.-E. Klein, qui était entré à la BRI en 1953 et occupait depuis 1974 le poste de Conseiller juridique de la Banque avec le rang de Directeur, a pris sa retraite à la fin de décembre 1986. Lors de la séance du Conseil tenue le 9 décembre 1986, le Président a remercié le Prof. Klein au nom de tous les membres du Conseil pour la haute compétence et les qualités professionnelles dont il a fait preuve dans l'exercice de ses fonctions au service de la Banque.

Conformément à la nomination officielle faite par le Conseil lors de sa séance du 11 novembre 1986, le Dr Mario Giovanoli, qui est entré à la Banque en 1968, est devenu Chef du Service juridique à compter du 1er janvier 1987 et a été promu, en même temps, au rang de Directeur Adjoint.

Au cours de la séance du Conseil du 10 mars 1987, le Président a annoncé que la Banque avait décidé de promouvoir MM. Jean Vallet, André Bascoul et Joachim Mix au rang de Directeur Suppléant à compter du 1er avril 1987 et de nommer, en outre, M. Vallet Secrétaire Général Adjoint à compter de la même date.

\*                      \*

\*

La Banque a appris avec un profond regret le décès du Dr Otmar Emminger, le 3 août 1986, et celui du Baron Ansiaux, le 9 avril 1987. Le Dr Emminger avait été Président de la Deutsche Bundesbank et membre d'office du Conseil

d'administration de la BRI de juin 1977 à décembre 1979. Il avait auparavant siégé pendant huit ans au Conseil en qualité de Suppléant. Le Baron Ansiaux avait été membre du Conseil d'août 1957 à janvier 1982. Pendant treize ans et demi, il avait d'abord été administrateur d'office, en sa qualité de Gouverneur de la Banque de Belgique; pour la période restante, il avait été administrateur conformément à l'article 27(2) des Statuts. Il avait auparavant siégé au Conseil en qualité de Suppléant de décembre 1944 à janvier 1955.

## CONCLUSION

Le défi devant lequel se trouvent placés aujourd'hui les pays industriels ne consiste pas simplement à réduire les déséquilibres de leurs balances des paiements courants. Ils doivent y parvenir sans provoquer des mouvements déstabilisateurs sur les marchés des changes et des capitaux, une recrudescence de l'inflation aux Etats-Unis ou un glissement vers la récession dans ce pays ou dans d'autres et s'efforcer, en même temps, de ne pas mettre en cause les stratégies à moyen terme adoptées dans le domaine des finances publiques, de la politique monétaire et de l'ajustement structurel et, surtout, ne pas porter atteinte au libre-échange. Il s'agit là d'une tâche beaucoup plus redoutable qui, dans un monde de plus en plus interdépendant, n'a guère de chances de succès en l'absence d'une coordination, à un degré relativement élevé, des politiques économiques. Telle est, brièvement résumée, la principale conclusion du présent Rapport.

Les déséquilibres considérables des paiements courants dans le monde industrialisé suscitent, à juste titre, de sérieuses préoccupations. Ils reflètent des écarts, en termes réels, entre la dépense et la production sur les différents marchés nationaux, qui ont d'ores et déjà entraîné une résurgence du protectionnisme et comportent un risque d'extension des conflits commerciaux. Ils se sont accompagnés d'une distorsion très prononcée dans l'affectation des ressources, qui peut avoir des conséquences importantes sur le potentiel de croissance du monde industriel. Ils créent un climat d'incertitude qui est le pire ennemi de l'investissement. Enfin et surtout, en raison de leur ampleur et de leur durée, ils entraînent une profonde modification de la position des pays concernés en matière de créances et de dettes internationales ainsi que de la composition des portefeuilles financiers. Conséquence de cette évolution, les investisseurs privés semblent déjà moins disposés à financer le déficit de la balance des paiements courants des Etats-Unis aux taux de change et d'intérêt en vigueur. Ce changement d'attitude a contribué aux pressions qui ont pesé sur le dollar. Un nouveau recul de la monnaie américaine aurait, de toute évidence, des répercussions néfastes sur le monde en général: il provoquerait une hausse des prix et des taux d'intérêt aux Etats-Unis et accentuerait le ralentissement de la croissance au Japon et dans les pays d'Europe occidentale, ce qui entraînerait des conséquences dommageables pour les perspectives d'emploi dans le monde industriel. Certes, les forces du marché finiraient par établir une nouvelle structure des balances des paiements courants. Mais quand? Et ne risqueraient-elles pas d'engendrer une nouvelle série de distorsions des taux de change? Quels préjudices durables auraient été infligés entre temps au libre-échange? Et quel prix faudrait-il payer en termes de pertes de production et de bouleversements financiers pour cet ajustement induit par le marché?

Et ce n'est pas tout. Quelles seraient les conséquences pour la situation de l'endettement international si l'on ne parvenait pas à réduire de manière ordonnée les importants déséquilibres actuels des paiements et à éviter les mouvements déstabilisateurs sur les marchés des changes? Les principales conclusions de ce Rapport au sujet de la situation de l'endettement sont exposées à la

fin du Chapitre V. On se limitera ici à souligner deux d'entre elles. Tout d'abord, il n'est absolument pas possible de dégager les pays débiteurs de leur responsabilité première, à savoir rétablir leur cote de crédit internationale, en améliorant l'efficacité de leurs économies et en s'orientant vers une croissance diversifiée, propulsée par les exportations. Mais, en second lieu, comment pourraient-ils réaliser ce mode de croissance et résoudre, par là, leurs problèmes d'endettement, s'ils ne peuvent compter sur la poursuite d'une croissance économique soutenue et sur l'absence de nouvelles mesures protectionnistes dans les pays industriels qui constituent pour eux leurs principaux marchés d'exportation?

Quiconque pourrait être tenté de négliger ces mises en garde, sous prétexte qu'elles se fondent sur un raisonnement par trop pessimiste, devrait examiner l'évolution récente des opérations en capital de la balance américaine des paiements, des taux d'intérêt à long terme du dollar, des prix à l'importation aux Etats-Unis, ainsi que de l'activité économique dans les principaux pays excédentaires du monde industriel. Il s'agit de signaux que les responsables des politiques économiques ne peuvent se permettre d'ignorer. Si, en revanche, ces signaux sont reconnus pour ce qu'ils sont — c'est-à-dire une invitation à développer davantage la coopération entre les autorités — on peut raisonnablement espérer que la situation pourra être maîtrisée et que seront évités les dangers liés à un processus d'ajustement dans lequel le marché se trouve livré à lui-même. Il convient de garder à l'esprit deux faits encourageants, sur lesquels peuvent s'appuyer des mesures de renforcement de la coopération en matière de politique économique.

En premier lieu, sous l'influence des modifications des taux de change intervenues depuis le printemps de 1985, les volumes des flux commerciaux ont nettement commencé à s'ajuster. Il est indéniable qu'en termes réels les excédents commerciaux du Japon et de la République fédérale d'Allemagne ont tous deux régressé par rapport à leurs niveaux records antérieurs. Pour ce qui est des Etats-Unis, le volume des exportations a commencé, lui aussi, à s'orienter dans la bonne direction même si, du côté des importations, les résultats ne sont pas encore probants. Ces évolutions ont évidemment été masquées par les effets de prix. La stabilisation des cours de change devrait tôt ou tard traduire cet ajustement réel en une amélioration perceptible des soldes du commerce extérieur et des paiements courants. De plus, comme les flux commerciaux réels ne répondent qu'avec lenteur aux modifications des taux de change, on peut penser que l'ajustement en volume continuera.

Second élément encourageant, l'attitude des Etats-Unis à l'égard de la valeur externe de leur monnaie a évolué, le laisser-faire ayant fait place à une préoccupation active. Il y a d'abord eu l'accord du Plaza, au terme duquel les Etats-Unis ont reconnu la nécessité d'une politique délibérée en matière de change en vue de corriger les déséquilibres croissants des balances courantes. Puis, en février 1987, l'accord du Louvre, par lequel les principaux participants, y compris les Etats-Unis, se sont engagés à stabiliser les taux de change «autour des niveaux actuels». Entre les deux accords, on constate une modification radicale tant dans les objectifs de politique économique que dans l'analyse qui les sous-tend. Au moment de l'accord du Louvre, le déficit commercial des Etats-Unis se situait près de son niveau record, et c'est pourtant la stabilité des

taux de change qui a été retenue comme objectif, car on s'est rendu compte que les dangers d'une nouvelle baisse du dollar l'emporteraient sur les avantages qui pourraient en découler pour la balance des paiements courants des Etats-Unis.

Comment ces deux faits peuvent-ils servir de point de départ à une nouvelle réflexion sur les politiques à suivre?

Tout d'abord, en reconnaissant à la fois les avantages et les limites des interventions sur les marchés des changes. A cet égard, une comparaison entre la situation de 1985 et celle qui prévaut actuellement peut s'avérer utile. En février 1985, le dollar avait atteint un niveau tellement élevé que tout opérateur, si optimiste fût-il, ne pouvait que concevoir quelques doutes quant à son évolution future. Dès lors, il est possible que les interventions coordonnées effectuées à ce moment-là à l'initiative de la Deutsche Bundesbank aient pu donner le coup de grâce à l'euphorie ambiante. On peut en dire autant des interventions postérieures à l'accord du Plaza, qui ont permis de conforter le marché dans l'idée qu'on pouvait s'attendre à une nouvelle baisse du dollar. Dans les deux cas, les interventions ne sont pas allées à contre-courant; elles ont, au contraire, accéléré un processus déjà amorcé et contribué à dégonfler ce qui s'était pratiquement transformé en «bulle» spéculative.

La situation actuelle se différencie de celle de 1985 sous au moins un aspect très important: l'action des autorités vise maintenant à stabiliser le cours de change du dollar et non à l'orienter dans une certaine direction. De plus, cette stabilisation doit être réalisée à un moment où le déficit élevé et apparemment tenace de la balance des paiements courants des Etats-Unis suscite des anticipations à la baisse du dollar dans l'esprit des agents économiques. Dans ces conditions, la stabilisation ne peut être réalisée par les seules interventions. L'efficacité de celles-ci, quand il s'agit de «lutter contre le vent», dépend en effet dans une très large mesure (et peut-être presque exclusivement) de leur effet d'annonce. Si elles sont interprétées par les agents économiques comme reflétant la décision des autorités de joindre le geste à la parole, c'est-à-dire comme une indication de leur volonté et de leur capacité de prendre des mesures appropriées pour orienter les données fondamentales de l'économie dans la bonne direction, elles rempliront alors leur rôle. Dans le cas contraire, elles risquent de perdre progressivement de leur efficacité.

L'accord du Louvre a donné jusqu'à présent d'assez bons résultats en assurant la stabilisation de la valeur du dollar par rapport au deutsche mark et d'autres, plus modestes, en limitant son glissement vis-à-vis du yen. Ce succès relatif est dû principalement au fait que la politique monétaire est allée dans le même sens que les interventions, comme le montrent les mouvements des taux d'intérêt à court terme. Depuis février, l'écart de taux d'intérêt à trois mois en faveur du dollar sur l'euromarché s'est élargi sensiblement, tant par rapport au deutsche mark qu'à l'égard du yen. Ce résultat a été obtenu grâce au recul des taux d'intérêt en deutsche marks et en yens et à la hausse parallèle du loyer de l'argent en dollars — ce que le marché a interprété, à juste titre, comme une manifestation de l'effort délibéré de coopération des autorités monétaires.

La question qui se pose maintenant est de savoir si ces mesures se révéleront suffisantes pour continuer à maîtriser la situation et, dans la négative, quels

sont les moyens d'action complémentaires à mettre en œuvre. Pour y répondre, il convient de ne pas perdre de vue que, pour aider à maîtriser la situation, la coordination des politiques monétaires agit principalement en suscitant un volume suffisant d'entrées de capitaux aux Etats-Unis pour y financer le déficit des paiements courants aux taux de change en vigueur, et en empêchant de cette manière une nouvelle baisse du dollar. Elle peut y parvenir directement, par un élargissement des écarts de taux d'intérêt et un ajustement des rythmes relatifs d'expansion monétaire, et indirectement, en mettant en évidence la détermination des autorités de poursuivre leurs efforts au niveau des politiques. Cependant, si cette coordination peut ainsi contribuer de manière significative au financement ordonné des déséquilibres existants, son incidence sur leur ampleur ne sera probablement pas décisive en l'absence d'un ajustement approprié des politiques budgétaires; elle ne permettrait donc pas d'éliminer la cause fondamentale de la faiblesse actuelle du dollar. Cela ne signifie pas que la coopération monétaire n'ait pas joué un rôle utile, ni qu'elle ne pourrait (ou même devrait) plus le jouer. En contenant les effets de la courbe en J, elle peut permettre aux ajustements considérables des cours de change qui sont déjà intervenus de se traduire par une réduction des déséquilibres des paiements courants et d'orienter ainsi les anticipations dans la bonne direction. Mais, aussi longtemps que l'ampleur et la persistance de ces déséquilibres doivent être considérées comme le problème majeur, du fait même de leur existence et en raison de leur incidence sur les taux de change, la seule coordination des politiques monétaires ne pourra fournir de solution.

Il convient de ne pas oublier non plus qu'un nouvel élargissement des écarts de taux d'intérêt au moyen d'un relèvement des taux américains n'irait pas sans entraîner des coûts. A l'évidence, un relèvement des taux d'intérêt à court terme du dollar porterait atteinte à la capacité des principaux pays débiteurs d'assurer le service de leur dette extérieure et n'aurait guère d'effets bénéfiques, pour ne pas dire plus, sur les marchés des capitaux ni sur l'investissement interne aux Etats-Unis. Etant donné le recul marqué des cours des obligations à long terme qui s'est déjà produit aux Etats-Unis par le jeu des forces du marché, toute caution implicite apportée par les autorités à cette évolution sous forme d'un relèvement des taux à court terme pourrait accélérer le mouvement de hausse des taux à long terme. De même, les possibilités d'obtenir, arithmétiquement parlant, une nouvelle baisse significative des taux du marché monétaire en Allemagne et au Japon sont limitées, tandis que la très grande liquidité des marchés japonais des capitaux, comme en témoigne le véritable phénomène de «lévitation» qui affecte les cours de la Bourse de Tokyo, amène de toute façon à s'interroger sur l'opportunité d'une nouvelle expansion monétaire au Japon. Quant à la croissance monétaire en Allemagne, elle a été, en tout état de cause, également forte.

Pour conclure, si la coordination des politiques monétaires a permis aux autorités de parer au plus pressé, l'efficacité de sa contribution à la réduction des déséquilibres des paiements (et non simplement à leur financement) dépend dans une large mesure du soutien qu'elle peut escompter de la politique budgétaire. En outre, le recours exclusif à la politique monétaire comporte des coûts effectifs et potentiels que nous aurions tout intérêt à essayer de réduire le plus possible.

Cela nous conduit tout droit au rôle que la politique budgétaire devrait jouer pour ramener les déséquilibres actuels des paiements à des proportions acceptables, c'est-à-dire à des niveaux que les bailleurs de fonds privés seraient disposés à financer sans qu'il en résulte de nouvelles tensions sur les cours de change ou les taux d'intérêt. Personne ne peut prétendre savoir de combien il faut réduire les déséquilibres actuels pour que le marché soit prêt à assurer ce financement. Mais on peut faire valoir que, à moyen terme tout au moins, cette réduction ne doit pas être nécessairement spectaculaire. Les écarts actuels de taux d'intérêt confèrent en fait une marge de sécurité confortable aux investisseurs qui raisonnent au-delà du court terme; la confiance dans l'économie et dans le système social et politique des Etats-Unis demeure entière; enfin, les solutions de rechange au vaste éventail des possibilités de placements offertes aux Etats-Unis sont limitées dans la pratique. Ce qui semble indispensable pour rétablir la confiance dans la valeur du dollar aujourd'hui, c'est que l'on se rende compte que le processus d'ajustement extérieur est amorcé et qu'une action est engagée sur le plan de la politique budgétaire. Comme on l'a souligné précédemment, la première de ces conditions sera probablement remplie lorsque les effets de la courbe en J auront disparu. Quant à satisfaire la seconde, la responsabilité en incombe aux gouvernements.

La première exigence à cet égard serait de modifier progressivement le ratio épargne interne/investissement aux Etats-Unis. Cela nécessiterait une action des autorités américaines débouchant sur une réduction crédible du déficit budgétaire au cours des prochaines années — notamment au-delà de l'exercice 1988 — et un relèvement du taux d'épargne, extraordinairement faible, des ménages américains; sans ces mesures, on ne peut guère espérer obtenir une contraction du déficit des paiements courants de ce pays plus forte que celle qui est déjà amorcée, sauf à envisager un nouveau recul du dollar conjugué à une récession. S'il est vrai qu'un resserrement budgétaire pourrait effectivement conduire à une baisse des taux d'intérêt américains — ce qui serait une bonne chose pour plusieurs raisons — la perspective d'un assainissement de la balance des paiements courants des Etats-Unis aurait certainement une incidence favorable sur le dollar. Il est vrai également qu'un retour, en Allemagne, au rythme fort satisfaisant d'expansion de la demande intérieure enregistré l'an passé ainsi que son accélération au Japon sont tout aussi indispensables que la modification de la politique budgétaire américaine si l'on veut améliorer les perspectives de croissance et mettre en place une structure plus supportable des paiements courants à l'échelle internationale. On ne voit guère comment, en l'absence de toute incitation budgétaire, on pourrait parvenir à un tel résultat, compte tenu des effets défavorables exercés sur l'investissement par le récent ajustement des taux de change et le contexte économique mondial en général.

Les trois gouvernements concernés font tous valoir qu'ils ont déjà pris, dans le domaine budgétaire, des décisions qui influencent, ou vont bientôt influencer, leur économie dans la bonne direction. Ils ont probablement raison. Les autorités allemandes et japonaises peuvent également affirmer à bon droit que l'objectif à long terme d'assainissement budgétaire dans leur pays pourrait être mis à mal par l'adoption de nouvelles mesures; de même, l'Administration américaine peut arguer que, étant donné la résistance du Congrès aux réductions de dépenses au-delà de ce qui est prévu pour le prochain exercice budgétaire,

une nouvelle contraction du déficit nécessiterait un alourdissement de la fiscalité, qui irait à l'encontre des engagements pris de longue date par les autorités. Et l'on peut imaginer que les milieux financiers — qui ont démontré à maintes reprises dans le passé qu'ils étaient capables de changer leur point de vue lorsque, subitement et collectivement, ils prennent conscience d'une situation existant pourtant déjà depuis quelque temps — percevront l'amorce du processus d'ajustement extérieur réel et d'une modification dans l'orientation des politiques budgétaires nationales. Mais que se passera-t-il s'il ne le font pas? Ou encore s'ils jugent insuffisant l'ajustement observé dans ces deux domaines? Les gouvernements devront se rendre à l'évidence que l'intégration financière internationale (qu'ils ont, soit dit en passant, activement encouragée) a considérablement réduit leur indépendance sur le plan de la politique interne, qu'il s'agisse de pays débiteurs ou créanciers, ou même des grandes économies. Cela ne signifie pas seulement que, s'ils souhaitent influencer le marché, ils devront parler d'une seule voix et avec plus de cohérence que dans le passé. Il leur faudra, en outre, peser les risques liés à l'adoption de nouvelles mesures budgétaires — et les inconvénients que ces mesures comporteraient d'un point de vue strictement interne — par rapport à ceux qu'ils encourraient sans aucun doute si les flux de capitaux privés continuaient à être insuffisants pour financer le déficit des paiements courants des Etats-Unis. On peut soutenir qu'à très long terme ces deux types de risques se valent. Mais on ne peut s'empêcher de penser que les seconds, s'ils se concrétisaient, seraient à l'origine, dans un proche avenir, de difficultés plus graves, non seulement pour l'économie mondiale dans son ensemble, mais aussi pour les principaux pays pris individuellement. Se prémunir contre de tels dangers, par un renforcement de la coordination des politiques économiques, constituerait une entreprise à la fois souhaitable et réalisable.

22 mai 1987

A. LAMFALUSSY  
Directeur Général

**BILAN ET COMPTE DE PROFITS ET PERTES**  
**AU 31 MARS 1987**

ACTIF

**BILAN AU**

(Avant et après répartition)

	Francs or
Or ... ..	5.071.459.425
<b>Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue</b> ... ..	15.913.315
<b>Bons du Trésor</b> ... ..	558.053.904
<b>Dépôts à terme et avances</b>	
Or	
A 3 mois au maximum ... ..	82.959.439
A plus de 3 mois ... ..	34.411.448
Monnaies	
A 3 mois au maximum ... ..	18.287.235.688
A plus de 3 mois ... ..	2.776.689.724
	21.181.296.299
<b>Titres du secteur public et autres titres à terme</b>	
A 3 mois au maximum ... ..	1.718.536.388
A plus de 3 mois ... ..	1.392.651.844
	3.111.188.232
<b>Divers</b> ... ..	6.298.339
<b>Terrain, immeubles et installations</b> ... ..	1
	<u>29.944.209.515</u>

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.

Note 2: Au 31 mars 1987, l'or à recevoir contre monnaies au titre des opérations à terme s'élevait à 6.888.888 francs or.

**31 MARS 1987**

du bénéfice net de l'exercice)

PASSIF

		<u>Avant répartition</u> <u>Francs or</u>	<u>Après répartition</u> <u>Francs or</u>
<b>Capital</b>			
Autorisé: 600.000 actions de 2.500 francs or chacune	<u>1.500.000.000</u>		
Emis: 473.125 actions ... ..	<u>1.182.812.500</u>		
libérées de 25% ... ..		295.703.125	295.703.125
<b>Réserves</b>			
Fonds de réserve légale ... ..	30.070.313		30.070.313
Fonds de réserve générale ... ..	523.952.793		550.352.793
Fonds spécial de réserve de dividendes ... ..	21.530.055		25.530.055
Fonds de réserve libre ... ..	<u>332.930.236</u>		<u>368.530.236</u>
		908.483.397	974.483.397
<b>Dépôts (or)</b>			
Banques centrales			
A vue ... ..	4.525.458.708		
A 3 mois au maximum ... ..	8.210.775		
Autres déposants			
A vue ... ..	<u>399</u>		
		4.533.669.882	4.533.669.882
<b>Dépôts (monnaies)</b>			
Banques centrales			
A vue ... ..	1.611.719.309		
A 3 mois au maximum ... ..	19.493.996.290		
A plus de 3 mois ... ..	589.520.159		
Autres déposants			
A vue ... ..	24.270.907		
A 3 mois au maximum ... ..	<u>1.372.375.823</u>		
		23.091.882.488	23.091.882.488
<b>Système de prévoyance du personnel</b> ... ..		97.509.839	97.509.839
<b>Divers</b> ... ..		925.879.694	925.879.694
<b>Compte de profits et pertes</b> ... ..		91.081.090	—
<b>Dividende payable le 1er juillet 1987</b> ... ..		—	25.081.090
		<u>29.944.209.515</u>	<u>29.944.209.515</u>

**RAPPORT DES COMMISSAIRES-VÉRIFICATEURS AU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET A L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE DE LA BANQUE DES RÉGLEMENTS 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 1987 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 30 avril 1987

PRICE WATERHOUSE & CO.

## COMPTE DE PROFITS ET PERTES

### pour l'exercice social clos le 31 mars 1987

	<u>Francs or</u>
Intérêt net et autres produits d'exploitation ... ..	119.685.728
Moins: Frais d'administration:	
Conseil d'administration ... ..	302.098
Direction et personnel ... ..	17.606.693
Frais de bureau et divers ... ..	<u>6.562.457</u>
	<u>24.471.248</u>
Excédent net d'exploitation ... ..	95.214.480
Moins: Montant transféré à la Provision pour frais	
d'administration exceptionnels ... ..	<u>4.133.390</u>
Bénéfice net de l'exercice social clos le 31 mars 1987 ... ..	91.081.090

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 ... ..	<u>25.081.090</u>
	66.000.000
Transfert au Fonds de réserve générale ... ..	<u>26.400.000</u>
	39.600.000
Transfert au Fonds spécial de réserve de dividendes ... ..	<u>4.000.000</u>
	35.600.000
Transfert au Fonds de réserve libre ... ..	<u>35.600.000</u>
	<u>—</u>
	<u>          </u>

# ÉVOLUTION DES RÉSERVES DE LA BANQUE

## au cours de l'exercice social clos le 31 mars 1987

en francs or

### I. Evolution des Fonds de réserve par suite des affectations au titre de l'exercice 1986-87

	<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 1986, après répartition du bénéfice net de l'exercice 1985-86 ... ..	30.070.313	523.952.793	21.530.055	332.930.236
A ajouter: Affectations au titre de l'exercice 1986-87 ...	<u>—</u>	<u>26.400.000</u>	<u>4.000.000</u>	<u>35.600.000</u>
Soldes au 31 mars 1987 tels qu'ils apparaissent au bilan	<u>30.070.313</u>	<u>550.352.793</u>	<u>25.530.055</u>	<u>368.530.236</u>

### II. Capital libéré et Fonds de réserve au 31 mars 1987 (après répartition) représentés par des

	<u>Capital libéré</u>	<u>Réserves</u>	<u>Total</u>
Avoirs nets en			
Or ... ..	295.703.125	366.346.193	662.049.318
Monnaies ... ..	<u>—</u>	<u>608.137.204</u>	<u>608.137.204</u>
	<u>295.703.125</u>	<u>974.483.397</u>	<u>1.270.186.522</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

Dr Carlo Azeglio Ciampi, Rome

Bernard Clappier, Paris

Bengt Dennis, Stockholm

Dr W.F. Duisenberg, Amsterdam

Pierre Languetin, Zurich

Jacques de Larosière, Paris

The Rt. Hon. 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 Masera, Rome

Prof. 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

R.T.P. Hall

Dr Giampietro Morelli

Rémi Gros

Dr Horst Bockelmann

M.G. Dealtry

Marten de Boer

Directeur Général

Directeur Général Adjoint

Secrétaire Général,

Chef de Département

Chef du Département Bancaire

Conseiller Economique,

Chef du Département Monétaire et Economique

Chef Adjoint du Département Monétaire

et Economique, Directeur

Directeur, Département Bancaire

Jean Vallet

Robert Chaptinel

André Bascoul

Joachim Mix

Paul A. Hauser

Dr H.W. Mayer

Kevin J. Kearney

Dr Kurt Spinnler

Dr Joseph R. Bisignano

Dr Gunter Baer

Dr Mario Giovanoli

Secrétaire Général Adjoint

Directeur Suppléant, Département Bancaire

Directeur Suppléant,

Secrétariat du Comité des Gouverneurs de la CEE

Directeur Suppléant, Département Bancaire

Directeur Adjoint, Secrétariat Général

Directeur Adjoint,

Département Monétaire et Economique

Directeur Adjoint, Secrétariat Général

Directeur Adjoint, Département Bancaire

Directeur Adjoint,

Département Monétaire et Economique

Directeur Adjoint,

Département Monétaire et Economique

Chef du Service Juridique