

---

# BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

---

## 58ème RAPPORT ANNUEL

---

1er AVRIL 1987–31 MARS 1988

BÂLE, 13 JUIN 1988

---

# Banque des Règlements Internationaux

## 58ème Rapport annuel

1er avril 1987 — 31 mars 1988

Bâle, 13 juin 1988



# Table des matières

	Page
Introduction .....	1
I. Un sentiment rétrospectif de consternation empreint d'un certain soulagement .....	3
II. Evolution générale de la situation et des politiques économiques en 1987 .....	10
Faits saillants .....	10
Production: situation globale .....	12
Evolution de la production et de la demande: pays industriels .....	12
Inflation: évolution des prix à la consommation et des salaires .....	18
Emploi et chômage .....	22
Demande interne et ajustement externe .....	25
Quelques caractéristiques de l'évolution récente dans l'industrie de transformation ..	27
Politique budgétaire .....	33
<i>Evolution à court terme</i> .....	33
<i>Le débat sur la politique budgétaire à court terme</i> .....	37
<i>La contrainte de l'endettement public</i> .....	38
Ajustement structurel et réforme micro-économique .....	40
Pays en développement .....	41
<i>Cours des produits de base et autres influences extérieures</i> .....	43
<i>Formation de capital</i> .....	46
<i>Epargne et soldes financiers</i> .....	48
<i>Inflation et politiques anti-inflationnistes</i> .....	49
III. Echanges et paiements internationaux .....	52
Faits saillants .....	52
Commerce mondial .....	53
Ajustement extérieur dans les trois principaux pays industriels .....	57
Persistance des déséquilibres et perspectives d'ajustement dans les trois plus grands pays industriels .....	62
Evolution des paiements courants dans les autres pays industriels .....	68
Evolution extérieure des pays en développement .....	73
Situation extérieure des principaux pays débiteurs: le processus d'ajustement depuis 1982 .....	75
Mouvements internationaux de capitaux et financement des déséquilibres des paiements courants des pays industriels .....	78
Financement extérieur des pays en développement .....	84
IV. Evolution sur les marchés nationaux des capitaux .....	86
Faits saillants .....	86
Persistance des déséquilibres épargne/investissement .....	87
Taux d'intérêt .....	90
Cours des actions: évaluation des données économiques fondamentales, bulles spéculatives ou défaillance des marchés? .....	95
<i>Causes de la crise boursière</i> .....	98

	Page
Le krach boursier d'octobre .....	102
<i>La crise boursière aux Etats-Unis</i> .....	103
<i>Tableau d'ensemble de la crise</i> .....	106
<i>Enseignements et implications au niveau de la réglementation</i> .....	109
Marchés et flux financiers durant une période d'agitation .....	111
<i>Institutions et activité des marchés</i> .....	111
<i>Flux de financement et endettement</i> .....	114
La réglementation financière l'an passé: tendances et implications .....	116
<i>Libéralisation financière</i> .....	116
<i>Le contrôle bancaire</i> .....	119
<i>Quelques implications</i> .....	120
 V. Marchés internationaux des capitaux .....	 123
Faits saillants .....	123
Vue d'ensemble .....	124
Le secteur bancaire international .....	129
<i>Evolution des agrégats globaux</i> .....	129
<i>Origines et emplois des fonds bancaires internationaux au sein de la zone déclarante</i> .....	129
<i>Evolution de l'activité des banques déclarantes avec les pays extérieurs à la zone</i> .....	131
<i>Evolution dans les divers centres</i> .....	135
<i>Composition par monnaie de l'activité bancaire internationale et croissance du marché de l'Ecu</i> .....	136
<i>Structure par nationalité de l'activité bancaire internationale</i> .....	138
<i>Marché des prêts consortiaux</i> .....	140
Les marchés internationaux de titres .....	140
<i>Le marché des euro-effets</i> .....	140
<i>Le marché des obligations internationales</i> .....	144
<i>Encours de la dette et flux nets de crédits sur les marchés obligataires internationaux</i> .....	149
La situation de l'endettement .....	152
 VI. Evolutions et politiques monétaires .....	 161
Faits saillants .....	161
La politique monétaire des principaux pays industriels dans le contexte des déséquilibres de l'économie mondiale .....	162
<i>L'évolution des marchés des changes: une contrainte pour la politique monétaire</i> .....	163
<i>Les taux d'intérêt à long terme: une contrainte pour la politique monétaire</i> .....	166
<i>La fragilité des systèmes financiers: une contrainte pour la politique monétaire</i> .....	167
Objectifs et stratégies de rechange pour la politique monétaire .....	169
Objectifs à moyen terme de politique monétaire et normes de croissance de la monnaie .....	171
<i>Interprétation des rythmes d'expansion monétaire</i> .....	172
<i>Evolution des procédures de fixation des objectifs</i> .....	176
Intervention sur le marché des changes et politique monétaire .....	179
Conduite de la politique monétaire axée sur le taux de change dans les pays industriels petits et moyens .....	182

	Page
<i>Pays participant au mécanisme de change du SME</i> .....	182
<i>Politiques monétaires orientées sur le taux de change dans d'autres pays</i> .....	186
<i>Souplesse des politiques monétaires fondées sur le taux de change</i> .....	188
Le risque d'une sollicitation excessive de la politique monétaire .....	189
 <b>VII. Le système monétaire international</b> .....	 19
Faits saillants .....	191
Marchés des changes .....	191
<i>Evolution des taux de change courants</i> .....	191
<i>Perspectives à plus long terme</i> .....	199
<i>L'expérience de l'accord du Louvre</i> .....	202
<i>Répercussions d'une mobilité rapide des capitaux sur la stabilité des taux de change</i> ...	205
<i>Importance d'un environnement prévisible et cohérent au niveau international</i> <i>pour les politiques économiques</i> .....	206
<i>Evolution au sein du SME</i> .....	207
Production d'or et marché de l'or .....	210
Liquidités internationales .....	214
<i>Evolution des réserves</i> .....	214
<i>Conséquences macro-économiques</i> .....	221
 <b>VIII. Activités de la Banque</b> .....	 223
Développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales .....	223
Fonctions d'Agent, de Mandataire (Trustee) et de Tiers convenu .....	226
<i>Mandataire (Trustee) en matière d'emprunts publics internationaux et Tiers convenu</i> <i>aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté européenne</i> <i>du charbon et de l'acier (CECA)</i> .....	226
<i>Agent du Fonds européen de coopération monétaire (FECOM)</i> .....	226
<i>Agent du Système de compensation et de règlement de l'Ecu privé</i> .....	228
Assistance financière aux banques centrales .....	228
Opérations du Département Bancaire .....	229
<i>Passif (composition des ressources)</i> .....	230
<i>Actif (utilisation des ressources)</i> .....	233
Bénéfice net et répartition .....	235
Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction .....	236
 Conclusion .....	 238
	*                      *
	*
Bilan et compte de profits et pertes au 31 mars 1988 .....	247
Conseil d'administration .....	252
Direction .....	253



## Liste des graphiques (\*) et tableaux

	Page
<b>Evolution générale de la situation et des politiques économiques en 1987</b>	
Croissance de la production mondiale .....	11
Variations du PNB/PIB en volume et des composantes de la demande .....	14
Variations du PNB/PIB en volume et des composantes de la demande (suite) .....	15
Variation du PIB en volume dans les autres pays industriels .....	17
Prix à la consommation .....	18
Prix à l'importation et à la consommation, 1979—87* .....	19
Salaires nominaux, 1979—87* .....	20
Salaires nominaux dans les pays industrialisés plus petits .....	21
Taux de chômage, 1979—87* .....	23
Croissance de l'emploi, 1973—87 .....	24
Demande interne totale, 1982—87* .....	26
Production dans l'industrie de transformation, 1980—87* .....	27
Evolution de la valeur ajoutée réelle, des facteurs de production et de la productivité ..	28
Evolution des coûts de main-d'œuvre et de la compétitivité internationale .....	30
Taux de change effectif réel et balance commerciale des biens manufacturés aux Etats-Unis, 1960—87* .....	31
Indicateurs des parts de marché dans l'industrie de transformation .....	32
Soldes budgétaires des administrations centrales .....	34
Besoin de financement et endettement des administrations centrales, 1966—87* .....	39
Croissance de la production dans les pays en développement .....	42
Evolution des cours des produits de base .....	44
Composition des exportations de produits de base non pétroliers .....	45
Facteurs externes influençant l'évolution de la production dans les pays en développement .....	46
Investissement: part dans la production et efficacité .....	47
Epargne et soldes financiers .....	49
Inflation dans les pays en développement .....	50
<b>Echanges et paiements internationaux</b>	
Commerce mondial, 1984—87* .....	54
Echanges mondiaux de biens et services .....	57
Evaluation, par des méthodes différentes, des balances des paiements courants des trois principaux pays industriels .....	58
Variations des balances commerciales hors pétrole des trois principaux pays industriels .....	59
Croissance de la demande interne globale et taux de change effectifs réels, 1982—88* ...	63
Coûts de production et marges bénéficiaires des fournisseurs étrangers des marchés des Etats-Unis, du Japon et de l'Allemagne (estimations), 1983—87* .....	64
Coûts de production et marges bénéficiaires des exportateurs des Etats-Unis, du Japon et de l'Allemagne (estimations), 1983—87* .....	66
Balances des paiements courants dans le monde .....	69
Positions cycliques relatives de la demande et variations des balances commerciales en 1987* .....	70
Economies d'Asie du Sud-Est: balances des paiements courants .....	74

	Page
Balance des paiements courants et endettement extérieur de quinze pays lourdement endettés .....	77
Etats-Unis: opérations en capital .....	79
Japon: opérations en capital .....	81
Allemagne: opérations en capital .....	82
Pays en développement: financement extérieur des déséquilibres des paiements courants de certains groupes de pays (estimations) .....	85

## Evolution sur les marchés nationaux des capitaux

Soldes financiers des agents économiques .....	88
Taux d'intérêt nominaux et inflation, 1985—88* .....	91
Rendements des obligations moins taux d'intérêt à court terme .....	92
Prime des instruments en dollars: taux d'intérêt à court terme et rendements des obligations d'Etat .....	93
Instabilité des rendements d'obligations d'Etat aux Etats-Unis, au Japon, en Allemagne et au Royaume-Uni .....	95
Cours en Bourse, 1982—88* .....	96
Indices des marchés boursiers .....	97
Cours réels sur les marchés boursiers, 1970—87* .....	99
Indicateurs d'évaluation des actions, 1979—87* .....	101
Ventes par «opérations programmées» pendant la crise boursière .....	104
Concentration des opérations pendant la crise d'octobre .....	106
Tableau d'ensemble de la crise boursière .....	107
Volume d'activité sur les principaux marchés secondaires, 1986—88 .....	113
Fréquence des fortes variations journalières de l'indice des cours des actions, 1987—88* .....	115

## Marchés internationaux des capitaux

Activité sur les marchés internationaux des capitaux, 1982—87* .....	124
Prêts sur les marchés internationaux (estimations corrigées des duplications d'écritures): prêts bancaires et émissions de titres .....	125
Banques déclarantes de la BRI: principales caractéristiques de l'activité bancaire internationale .....	130
Origines et emplois des fonds bancaires internationaux (estimations) .....	131
Modifications des positions des banques de la zone déclarante de la BRI envers les groupes de pays extérieurs à la zone (estimations) .....	132
Opérations des banques déclarantes avec les divers groupes de pays en développement (hors OPEP) .....	133
Evolution dans les divers centres bancaires .....	135
Répartition par monnaie des positions extérieures des banques déclarantes .....	137
Structure du marché bancaire de l'Ecu .....	138
Avoirs bancaires internationaux selon le pays d'origine des banques .....	139
Activité sur les marchés internationaux des capitaux, par marché et emprunteur .....	141
Facilités d'euro-effets: volume des tirages effectifs, 1986—88* .....	143

	Page
Caractéristiques structurelles des marchés obligataires internationaux .....	144
Rendements de certaines obligations internationales et taux des dépôts en eurodollars, 1986—88* .....	145
Rendements et volume des émissions euro-obligataires en dollars, 1986—88* .....	146
Volume des émissions d'obligations liées à des actions, 1986—88* .....	147
Encours de la dette et emprunts nets sur les marchés obligataires internationaux, par catégorie et monnaie d'émission .....	150
Encours de la dette et emprunts nets sur les marchés obligataires internationaux, par catégorie d'émetteurs et pays d'origine .....	151
Evolution de l'endettement extérieur et du service de la dette des principaux pays débiteurs, 1980—87* .....	153

## Evolution et politiques monétaires

Taux d'intérêt officiels et taux du marché, 1986—88* .....	164
Agrégats monétaires et du crédit: objectifs et taux de croissance .....	172
Composantes de l'augmentation de la masse monétaire au sens large et de la liquidité totale .....	173
Variation de la masse monétaire au sens large et contributions de certaines contreparties .....	176
Facteurs d'influence de la monnaie de banque centrale .....	179
Taux d'intérêt dans certains pays européens, 1986—88* .....	183
Rendements des obligations, corrigés de l'inflation, mars 1988 .....	188

## Le système monétaire international

Taux de change bilatéraux par rapport au dollar EU, 1985—88* .....	192
Taux d'intérêt à long terme et variations des réserves en devises, 1986—88* .....	194
Taux de change bilatéraux par rapport au deutsche mark, 1985—88* .....	198
Taux de change effectifs, 1981—88* .....	200
Taux de change bilatéraux réels par rapport au dollar EU et balance des paiements courants des Etats-Unis, 1972—88* .....	201
Taux de change au comptant dans le mécanisme de change du SME, 1987—88* .....	208
Cours de l'or, 1985—88* .....	210
Production d'or dans le monde .....	211
Origine et utilisation de l'or (estimations) .....	212
Variations des réserves globales .....	215
Balance des paiements courants des Etats-Unis et variations (estimations) des réserves en devises par type de placement .....	217
Variations des réserves officielles autres que l'or dans certains pays .....	219

## Activités de la Banque

Encours des emprunts communautaires au 31 mars 1988 .....	228
Evolution du total du bilan au cours des cinq derniers exercices .....	229

	Page
Evolution de la composition des ressources au cours des cinq derniers exercices .....	230
Fonds empruntés d'après leur origine .....	231
Fonds empruntés d'après leur nature et leur durée restant à courir .....	232
Répartition d'après leur nature des avoirs à vue et des autres placements .....	233
Dépôts à terme et avances, titres du secteur public et autres titres à terme, d'après leur durée restant à courir .....	234



# 58ème Rapport annuel

*soumis à l'Assemblée générale ordinaire de la  
Banque des Règlements Internationaux  
tenue à Bâle le 13 juin 1988*

Mesdames, Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le cinquante-huitième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice commencé le 1er avril 1987 et clos le 31 mars 1988.

Après transfert de 964.341 francs or à la Provision pour frais d'administration exceptionnels et de 22.000.000 de francs or à la Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement, le bénéfice net de l'exercice s'élève à 95.937.052 francs or, contre 91.081.090 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 30.937.052 francs or au paiement d'un dividende de 175 francs suisses par action.

Le Conseil recommande, en outre, de transférer 26.000.000 de francs or au Fonds de réserve générale, 6.000.000 de francs or au Fonds spécial de réserve de dividendes et le reliquat du bénéfice net, soit 33.000.000 de francs or, au Fonds de réserve libre.

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 1987—88 sera payable aux actionnaires le 1er juillet 1988.



## I. Un sentiment rétrospectif de consternation empreint d'un certain soulagement

L'année 1987 a été fertile en événements, mais elle a également été déconcertante, dans des domaines importants, au niveau de l'analyse économique. Si certaines évolutions que l'on redoutait se sont effectivement déroulées comme on l'avait craint, leurs conséquences immédiates n'ont cependant pas été aussi graves qu'on l'avait imaginé; de nombreux observateurs vont même jusqu'à qualifier de «bienfait déguisé» l'événement le plus spectaculaire de l'année, à savoir le krach des marchés boursiers. De l'avis général, il convient de tirer des leçons de ce qui s'est passé, mais il n'est pas facile de voir en quoi elles consistent. Les liens entre le monde réel et le monde financier sont-ils plus distendus aujourd'hui que par le passé? Certaines successions de faits survenus en 1987 ont-elles été purement fortuites ou doit-on penser qu'elles se reproduiront? Ces questions plutôt ambiguës mises à part, certaines évolutions ont été meilleures, d'autres pires, qu'on ne l'avait escompté, alors que d'autres encore ont été relativement conformes aux prévisions. Ce qui est surprenant malgré tout, c'est qu'au printemps de 1988 les perspectives économiques mondiales ne soient pas vraiment différentes de celles qu'on entrevoyait il y a un an. La balance des chances et des risques perçus, après avoir subi d'amples fluctuations, est pratiquement revenue à sa position antérieure; ni le pessimisme ni l'optimisme ne paraissent donc de mise actuellement. Cela veut dire également que la plupart des grands problèmes de politique économique qui se posaient alors sont toujours dans l'attente d'une solution.

Avant de procéder à un inventaire, il serait peut-être utile de rappeler les craintes qui, rétrospectivement, peuvent paraître en partie justifiées, parce que les événements redoutés se sont effectivement produits, et en partie injustifiées, en ce sens que leurs conséquences ont été moins graves, ou ont été différentes, par rapport à ce qu'on avait généralement prévu.

Les profondes perturbations affectant les marchés des capitaux ont longtemps figuré en bonne place dans tous les scénarios de crise. Et ces perturbations ont été plus que suffisantes en 1987, le «krach» du marché obligataire aux Etats-Unis ayant été complètement éclipsé, et en partie racheté d'ailleurs, par l'effondrement des marchés des actions. Lorsque ce second krach s'est produit en octobre, nombreux sont ceux — sans parler des personnes directement concernées — qui ont été stupéfaits par son ampleur et sa soudaineté. Tous les marchés de titres du monde entier, petits et grands, ouverts aux non-résidents ont été touchés presque simultanément et (à l'exception du Japon) dans des proportions identiques, indépendamment du niveau des cours, des ratios cours/bénéfices ou de l'évolution des cotations avant le choc. Le caractère uniforme de la chute des cours des

actions, qui ont perdu d'un tiers à la moitié de leur valeur entre leurs niveaux records de 1987 et leurs creux postérieurs au krach, a pris tout le monde au dépourvu; on était beaucoup plus conscient du degré d'interdépendance à l'échelle internationale des marchés d'obligations que d'une globalisation analogue des marchés des actions; en outre, la période de hausse prolongée des marchés boursiers dans le monde avait revêtu une intensité nettement différente selon les marchés.

Le souvenir du krach boursier de 1929 (qui avait d'ailleurs été moins soudain) était encore dans toutes les mémoires, ne serait-ce qu'en raison de son association inquiétante avec la stagnation ultérieure de l'économie mondiale. Même ceux qui soulignaient que l'on avait acquis aujourd'hui une compétence beaucoup plus grande qu'au début des années trente dans la conduite de la politique économique ne pouvaient ignorer l'ampleur énorme de la richesse privée qui s'était trouvée anéantie d'un seul coup. On avait généralement prévu une contraction marquée des dépenses de consommation, en particulier aux Etats-Unis, où les actions représentent 20% du patrimoine financier des ménages. On n'excluait pas la possibilité d'effets secondaires sur les stocks et même sur l'investissement dans la production des biens de consommation. Or, l'accélération de la croissance économique du milieu de l'année s'est poursuivie dans une large mesure au quatrième trimestre, le PIB en termes réels enregistrant une progression de 4% sur un an dans les sept plus grands pays industriels. Les prévisions de croissance ont de nouveau été révisées en hausse dans de nombreux pays. On ne saurait toutefois en conclure que la crise boursière ne laissera pas de traces, tant au niveau de l'évolution des portefeuilles privés que des possibilités de financement des entreprises industrielles; la diminution de l'offre de capitaux à risque — jamais très abondants — peut avoir une incidence à long terme sur la croissance; les dispositifs et réglementations régissant les marchés font à présent l'objet d'un réexamen attentif.

Un autre sujet d'inquiétude, qui n'est pas sans rapport avec l'anticipation de perturbations sur les marchés des capitaux, concernait les perspectives de coordination des politiques économiques à l'échelle internationale en vue de réduire les déséquilibres extérieurs et d'accroître la stabilité sur les marchés des changes. La forte appréciation des monnaies des pays excédentaires vis-à-vis du dollar EU depuis le début de 1985, qui atteignait à fin 1986 près de 60% pour le yen et plus de 70% pour le deutsche mark (un peu moins en termes réels), avait provoqué dans ces pays un tel ralentissement, non seulement de la demande d'exportations mais également de l'investissement en équipements productifs, qu'elle avait ravivé les craintes d'une sévère récession en cas de baisse persistante du dollar EU. Certes, une telle récession aurait revêtu un caractère néfaste en soi, mais elle aurait, en outre, aggravé le déséquilibre des paiements courants dans le monde. Une amélioration dans ce domaine passait de toute évidence — et passe encore — par une expansion de la demande interne plus forte dans les pays excédentaires qu'aux Etats-Unis. La poursuite de la baisse du dollar apparaissait également indésirable, en raison de son incidence sur la position relative des divers pays en matière de concurrence; il semblait préférable d'attendre que les importants



ajustements de taux de change déjà réalisés agissent sur les flux de biens et de services, autrement dit que les effets temporaires de la courbe en J finissent d'exercer leur influence. Avant toute chose, il paraissait impératif d'éviter une sous-évaluation substantielle du dollar EU, qui n'aurait servi qu'à perpétuer l'apparition de distorsions successives des taux de change. La décision solennelle prise à l'occasion de la réunion du Plaza en septembre 1985 ne visait-elle pas, après tout, à éviter de futures distorsions?

Dans un tel contexte, l'accord du Louvre de février 1987 a marqué, par rapport aux accords précédents, un renforcement de l'engagement des sept principaux pays industriels en faveur d'une coordination des politiques macro-économiques et des interventions sur le marché des changes. Il a été conclu à un moment où les investisseurs privés étrangers se montraient nettement plus réticents à acquérir des obligations d'Etat américaines, provoquant ainsi un nouvel affaiblissement du dollar EU mais également une hausse des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis, après trois ans de baisse ininterrompue. Les interventions officielles effectuées par la suite ont atteint une ampleur sans précédent; ce faisant, la capacité des banques centrales de s'engager dans cette action toujours un peu hasardeuse a alors été portée, dans certains cas tout au moins, à ses limites maximales. Après avril 1987, le volume des interventions a diminué et les banques centrales ne sont guère intervenues pour soutenir le dollar avant la seconde quinzaine d'août. Les autorités paraissaient avoir réussi, au prix d'efforts considérables, à convaincre les marchés de leur détermination de maintenir les taux de change autour des niveaux existants. Presque au même moment, cependant, les responsables de la politique économique se sont trouvés devant un problème inattendu, causé par le fait que les marchés venaient de constater une amélioration de la stabilité des taux de change: le manque de cohérence entre les écarts de taux d'intérêt enregistrés sur les marchés obligataires et les anticipations de taux de change relativement stables pour les monnaies en question; les taux d'intérêt à long terme ont alors commencé à monter au Japon et en Allemagne.

Cette évolution n'a guère rencontré de résistance de la part des autorités, que ce soit au Japon ou en Allemagne. Les banques centrales de ces deux pays considéraient, en effet, que leurs politiques avaient été plus expansionnistes que cela n'était justifié, tant dans une perspective à moyen terme que par rapport à leurs objectifs monétaires déclarés ou non. Tôt au tard, l'augmentation des rendements des obligations devait fournir une raison pour relever également, au moins légèrement, les taux à court terme. Aux Etats-Unis, ces rendements, comme on l'a vu, avaient commencé à monter en janvier lorsque les banques centrales s'étaient substituées aux investisseurs étrangers privés sur le marché des changes (mais pas, bien entendu, sur le marché obligataire); puis ils s'étaient stabilisés de mai jusqu'à la mi-août, pour reprendre ensuite leur ascension, évolution que la Réserve fédérale «sanctionna» en relevant son taux d'escompte au début de septembre.

Ces mouvements parallèles des taux d'intérêt paraissaient nettement «incoordonnés» et ont conduit les marchés à se demander si l'accord du Louvre constituait vraiment un pas en avant vers une coordination crédible

des politiques économiques. On oubliait généralement qu'entre temps des efforts importants avaient été accomplis dans la bonne direction sur le plan budgétaire, avec la mise en œuvre d'un important programme de relance au Japon, l'application anticipée de mesures d'allègement fiscal en Allemagne et une forte réduction, même si elle était en partie fortuite, du déficit budgétaire aux Etats-Unis. Le krach des marchés boursiers, qui paraissait lié, au moins par son déroulement chronologique, aux dissensions provoquées par le manque de coordination des politiques, la nouvelle baisse du dollar ainsi que l'absence de signes d'une amélioration en termes nominaux du déficit de la balance commerciale américaine semblaient justifier toutes les craintes et incertitudes à l'égard de l'accord du Louvre; on se demandait, en effet, s'il constituait bien la réponse appropriée aux problèmes de l'instabilité du marché des changes et des déséquilibres extérieurs. De nombreux observateurs ne manquèrent pas de rappeler qu'ils avaient toujours été convaincus de l'échec de cet accord; certains pressèrent même instamment les autorités de renoncer complètement aux efforts de coordination des politiques économiques, qu'ils considéraient comme fondamentalement vains.

Ces craintes et désaccords au sujet de la coordination des politiques économiques, qui paraissaient au moins en partie fondés à la fin de 1987, ne le semblent plus quelques mois plus tard. L'accord du 22 décembre 1987, bien que plus discret que les précédents (il a été conclu sans aucune réunion préalable des ministres et gouverneurs de banques centrales), a été suivi d'interventions nettement moindres sur le marché des changes; la coordination des politiques, que l'on avait enterrée en novembre 1987, figure de nouveau au premier plan des préoccupations des autorités. L'instabilité s'est quelque peu atténuée sur les marchés des changes. Le caractère excessif des réactions engendrées par les statistiques mensuelles du commerce extérieur des Etats-Unis témoigne cependant d'un malaise persistant, en ce sens que les opérateurs se demandent si les déséquilibres extérieurs ont été ramenés à des niveaux acceptables, c'est-à-dire des niveaux permettant un financement par des flux de capitaux privés sans risquer de provoquer des perturbations sur les marchés financiers.

En ce qui concerne l'endettement, la décision prise par le Brésil au début de 1987 de ne plus assurer le service de sa dette à moyen et à long terme envers les banques commerciales est pratiquement venue confirmer les appréhensions les plus vives éprouvées dans ce domaine, à savoir que l'un des principaux pays débiteurs refuse d'honorer sa dette extérieure. Si cette initiative avait abouti, d'autres pays auraient pu faire de même, ce qui aurait engendré des risques systémiques, indépendamment du fait que l'engagement des banques vis-à-vis des pays débiteurs en difficulté avait été sensiblement réduit par rapport au montant de leurs fonds propres et de leurs réserves. Là encore, cependant, les conséquences ont été moins graves que prévu: non seulement aucune réaction en chaîne ne s'est produite, mais le Brésil lui-même est revenu sur sa décision à la fin de 1987 et assume de nouveau le paiement de ses intérêts. Entre temps, certaines banques qui n'avaient jusque-là guère ou pas constitué de provisions en regard des risques inhérents à de telles créances douteuses le font à présent de manière massive,



même au prix de la publication d'un résultat d'exploitation négatif. Les marchés boursiers ont alors répondu de manière assez favorable à cette attitude, ce qui prouve que pour une fois ils ont su se placer dans une perspective à long terme.

D'autres développements intervenus dans ce domaine donnent à penser que la situation ne devrait plus se détériorer. En effet, certaines banques sont prêtes à faire des concessions substantielles pour mobiliser des actifs gelés ou leur substituer d'autres actifs de qualité supérieure. En outre, des efforts ont été entrepris pour élargir la gamme des options ouvertes tant aux créanciers qu'aux débiteurs. Certains indicateurs de la charge de l'endettement se sont également améliorés, sous l'effet de la baisse des taux d'intérêt jusqu'en 1987 ainsi que, dans certains cas, des augmentations récentes des cours des matières premières et de la vigueur de la demande en provenance des pays industriels. Bien que ces signes soient encourageants, il est indéniable qu'un long chemin reste à parcourir avant que les pays concernés ne retrouvent une croissance qui leur permette de résoudre leurs difficultés et que, pour ce faire, une reprise des flux nets de capitaux à destination de ces pays est indispensable. Or, comme l'une de ces conditions présuppose l'autre, il ne saurait y avoir de solution simple et unique. Tout au plus peut-on parvenir, au moyen d'approches ad hoc, à une série de compromis laborieux, conciliant des éléments disparates et même, en temps normal, inconciliables. Les problèmes de service de la dette des pays en développement ont toujours eu pour effet d'affaiblir leurs perspectives de croissance, et les résultats économiques enregistrés dans ce cas contrastent vivement avec ceux des autres pays en développement épargnés par ces difficultés. Dans l'ensemble, les pays en développement ont connu une croissance inférieure en 1987 à celle de 1986 (3,1%, contre 4,1%), mais le plus important c'est que le fossé entre leurs évolutions respectives s'est encore élargi.

D'autres événements de 1987, dont on pourrait également tirer des enseignements bénéfiques, n'entrent pas dans la catégorie assez inhabituelle des événements redoutés qui se sont effectivement produits, sans avoir toutefois les conséquences immédiates que l'on craignait. Alors que les prévisions de croissance à moyen terme étaient souvent relativement médiocres, on a assisté à une évolution assez favorable dans un certain nombre de pays, dont le Royaume-Uni, le Canada et, surtout, le Japon (avec une expansion du PIB comprise entre 3,6 et 4,2%), ainsi que pour les nouveaux membres de la CEE, à savoir l'Espagne et le Portugal (où la production s'est accrue de 5% ou plus). Cependant, les bons résultats obtenus par ces pays n'ont aucun dénominateur commun en ce qui concerne les politiques mises en œuvre. Alors que dans le cas de l'Espagne et du Portugal l'adhésion à la Communauté économique européenne peut avoir constitué l'élément déterminant, le Royaume-Uni et le Japon pourraient être cités comme des exemples d'efficacité de la politique de régulation de l'offre dans le premier cas et de la demande dans le second. L'étude de ces deux cas fait apparaître également que les politiques axées sur l'offre et la demande ont des horizons temporels différents. Entreprendre une action sur l'offre dans une économie exige avant tout des responsables de la politique économique du courage, de la

constance, de la persévérance et de la patience, car les effets ne sont jamais immédiats. L'exemple du Japon, qui est parvenu à stimuler la demande au moyen de mesures budgétaires, a particulièrement surpris les observateurs en raison de la rapidité avec laquelle les résultats sont intervenus au niveau de la demande interne (les effets d'annonce ayant été apparemment très puissants), ce qui a permis de dissiper les craintes de récession suscitées antérieurement par la forte contraction des bénéfices des entreprises tournées vers l'exportation. Le cas du Canada ne correspond à aucun de ces deux schémas: l'essor vigoureux imprimé à la croissance est venu de l'investissement privé, en réaction probablement à une longue période d'intense utilisation des capacités productives et, peut-être, au raffermissement des cours des matières premières.

En Europe continentale, à part les exceptions déjà mentionnées, les surprises provoquées par l'évolution de la croissance ont plutôt été mauvaises. En effet, la demande interne a généralement été supérieure à la croissance du PIB, phénomène qu'on attendrait uniquement de pays excédentaires engagés dans un processus d'ajustement, ce qui est d'ailleurs le cas pour certains d'entre eux. L'appréciation des monnaies européennes a continué d'exercer une incidence restrictive sur la demande d'exportations du reste du monde. Le marché européen considéré dans son ensemble constitue naturellement le plus grand «marché commun» existant, et son taux de croissance ne devrait pas, en principe, être déterminé par la demande externe. Pour l'heure, cependant, d'importants obstacles empêchent encore de bénéficier des avantages attendus d'un marché unifié. L'élaboration de la politique économique demeure un processus morcelé. On considère qu'un pays membre du SME s'exposerait à des difficultés s'il venait à enregistrer une croissance supérieure à celle de l'Allemagne, qui, pour sa part, n'entend pas tenir le rôle de locomotive, que ce soit dans le contexte européen ou à l'échelle internationale. Les autorités allemandes ne croient guère à l'efficacité de la régulation de la demande. Mais, dans le même temps, on est encore loin d'avoir achevé la tâche entreprise pour améliorer la situation de l'offre dans ce pays, comme l'a récemment admis le gouvernement lui-même en nommant une commission spéciale chargée d'examiner tous les aspects de la déréglementation. Avec une population en baisse, il ne peut y avoir un potentiel de demande de logements, élément qui a joué un rôle important au Japon et au Canada dans la stimulation de la demande interne.

Après avoir examiné les craintes qui se sont révélées à certains égards justifiées, et à d'autres injustifiées, puis passé en revue certains développements inattendus, il peut être également intéressant, en prélude à l'inventaire détaillé auquel il est procédé dans les différents chapitres de ce Rapport, d'énumérer les domaines dans lesquels l'évolution a été plus ou moins conforme aux prévisions en 1987 et où l'on n'a enregistré ni surprise ni déception. L'inflation a été dans l'ensemble maîtrisée, bien qu'on ait eu un aperçu plus exact — et moins favorable — de la tendance sous-jacente, dès lors que l'amélioration exceptionnelle de la stabilité due à la baisse des prix pétroliers et des cours des matières premières en général a cessé de faire sentir ses effets. L'expansion monétaire excessive dans un nombre



relativement élevé de pays (les Etats-Unis constituant la principale exception à cet égard) n'a guère eu d'incidence jusqu'à présent sur l'évolution des prix, les pressions de la demande étant restées modérées, sauf dans quelques cas, et le comportement des salaires ne s'étant guère modifié, bien que le climat se soit légèrement détérioré sur le plan des prix. Le krach boursier a manifestement atténué les anticipations inflationnistes et contribué ainsi à préserver l'équilibre dans la plupart des économies. Dans le même temps, les fortes augmentations des prix de l'immobilier et des autres actifs immobilisés constituent généralement non seulement un indicateur avancé d'un excès de liquidité, même lorsque les prix à la consommation demeurent relativement stables, mais elles jouent également un rôle dans la formation des anticipations inflationnistes. Une crise sur les marchés boursiers n'est certes pas le meilleur moyen de freiner les attentes inflationnistes; la méthode consistant à éviter un excès de liquidité est assurément beaucoup plus efficace à cet égard. Ce n'est pas toujours chose facile, surtout lorsque les interventions des banques centrales sont appelées à jouer un rôle important pour améliorer la stabilité sur les marchés des changes et que les réserves de change s'accroissent rapidement. Il convient de noter cependant qu'on n'a pas enregistré, dans l'ensemble, d'accélération marquée de la croissance monétaire en 1987 par comparaison avec 1986, bien que le volume des interventions ait été nettement supérieur l'an dernier à celui de l'année précédente.

Toutes ces questions sont examinées de manière plus approfondie dans les différents chapitres de ce Rapport, dont la présentation est la même que lors des deux années précédentes; deux chapitres, en effet, sont consacrés à chacun des sujets suivants: évolution économique «réelle», marchés des capitaux et problèmes de politique économique, l'un analysant la situation au niveau national et l'autre à l'échelle internationale. Ce principe général d'organisation n'a toutefois pas été appliqué de manière rigide et un certain chevauchement entre les chapitres a été admis lorsque cela paraissait justifié pour des raisons de cohérence. Une place plus importante qu'auparavant a été accordée aux pays en développement. La Conclusion du présent Rapport s'attache moins à résumer les principaux points qu'à donner un aperçu d'ensemble de la situation actuelle en ce qui concerne les efforts incessants mis en œuvre pour résoudre les problèmes qui assaillent l'économie mondiale.

## II. Evolution générale de la situation et des politiques économiques en 1987

### Faits saillants

La croissance économique s'est généralement poursuivie à un rythme satisfaisant l'an passé dans les pays industriels, avec une légère accélération qui l'a portée à 3%, contre 2<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% en 1986. Ce résultat n'a toutefois pas paru évident en cours d'année, le premier semestre s'étant révélé plus faible que prévu et le second plus vigoureux, aussi bien avant qu'après la crise boursière. Entre les quatrièmes trimestres de 1986 et 1987, le taux de croissance a été de 4% et a même atteint 5<sup>1</sup>/<sub>4</sub>% au Japon. Les indicateurs disponibles jusqu'à présent n'ont décelé, en outre, aucune influence perverse du krach. Cependant, la croissance tendancielle est demeurée assez faible dans la plupart des pays d'Europe continentale.

Dans les pays en développement, en revanche, l'activité s'est ralentie, en raison de l'essoufflement de la demande extérieure en termes réels. Dans certains, en particulier en Amérique latine, les autorités se sont vues contraintes d'adopter des mesures restrictives pour freiner la vive accélération de l'inflation.

Après avoir diminué en 1986 par suite de la baisse des prix pétroliers, l'inflation s'est de nouveau légèrement intensifiée en 1987 dans les pays industriels. A la fin de l'année, les prix à la consommation dépassaient de près de 4% en moyenne le niveau qu'ils occupaient un an auparavant. Dans un certain nombre de pays et de marchés, des signes discrets d'une reprise des pressions inflationnistes d'origine interne sont apparus. Dans la plupart des cas, cependant, l'inflation interne a été maîtrisée. Dans les pays en développement, en revanche, la hausse des prix s'est intensifiée, avec une accélération particulièrement prononcée en Amérique latine.

Grâce aux résultats obtenus sur le plan de la croissance l'an passé et à une certaine tendance à un ralentissement de l'expansion de la population active, le niveau moyen du chômage a quelque peu baissé dans les pays industriels. Cette évolution recouvre toutefois des tendances diverses puisque le chômage est demeuré élevé ou s'est même légèrement accru dans la plupart des pays d'Europe.

En 1987, il est apparu de plus en plus clairement que le processus d'ajustement international en termes réels était engagé, à un rythme lent cependant. Il a essentiellement pris la forme d'une très forte accélération, induite en partie par les autorités, de la croissance de la demande interne au Japon au second semestre. Le ralentissement correspondant aux Etats-Unis a toutefois été moins prononcé et a même commencé à s'inverser au second semestre. En outre, la contrepartie de l'amélioration du solde extérieur réel des Etats-Unis s'est retrouvée en partie dans des pays non excédentaires. Les résultats dans l'industrie de transformation joueront un rôle important dans



la poursuite de l'ajustement du commerce extérieur des Etats-Unis. Des progrès tangibles ont, certes, été enregistrés récemment dans ce domaine, mais l'on peut se demander si les capacités de production se développent à un rythme suffisamment rapide. En outre, une nouvelle correction budgétaire s'impose.

L'an passé, la politique macro-économique est demeurée essentiellement axée sur une stratégie à moyen terme qui a mis l'accent sur les efforts d'ajustement structurel et les réformes micro-économiques ainsi que sur la réduction des déséquilibres budgétaires. Le déficit budgétaire des Etats-Unis s'est fortement contracté, sous l'influence d'un certain nombre de facteurs momentanément favorables. Les autorités japonaises, en revanche, ont pris un grand nombre de mesures expansionnistes à court terme, en vue d'accélérer le processus d'ajustement international. En Allemagne, un compromis analogue, bien que de moins grande portée, avec les objectifs à moyen terme des finances publiques a été trouvé. D'une manière générale, on s'aperçoit cependant que la marge de manœuvre des autorités est toujours limitée à court terme sur le plan de la politique macro-économique, en raison surtout de la nécessité de maîtriser à moyen terme l'inflation ainsi que l'endettement public. C'est pour cette raison que l'on recherche de plus en plus des moyens de renforcer le potentiel de l'offre des économies industrielles.

### Croissance de la production mondiale<sup>1</sup>

Groupes de pays et régions	PIB de 1985 en milliards de dollars EU	1976-81	1982	1983	1984	1985	1986	1987
		variation en % du PIB en volume, taux annuel						
Sept principaux pays	7.649	2,9	-0,6	2,9	5,2	3,3	2,8	3,1
Autres pays industriels <sup>2</sup>	1.183	2,1	0,8	1,6	3,6	3,1	2,6	3,0
Pays en développement	2.302	4,4	1,7	2,0	4,5	3,1	4,1	3,1
Principaux producteurs de pétrole <sup>3</sup>	882	2,9	-0,3	-2,0	0,9	-0,9	0,5	-0,6
Autres pays en développement	1.420	5,5	3,1	4,6	6,7	5,4	6,3	5,4
Afrique et Moyen-Orient	168	4,3	6,3	3,9	-0,5	1,7	3,4	1,0
Asie	832	6,5	4,8	7,6	9,2	6,8	6,7	7,3
dont: PNI <sup>4</sup>	195	9,3	4,4	8,3	9,0	3,5	10,7	12,2
Amérique latine	420	4,1	-1,5	-1,2	4,7	4,2	6,5	3,3
Europe de l'Est <sup>5</sup>	1.066	3,8	2,7	3,8	3,5	3,4	4,2	2,4
Monde	12.200	3,2	0,3	2,8	4,8	3,2	3,2	3,0

<sup>1</sup> Pour les pays industriels, les moyennes des groupes sont calculées sur la base des pondérations du PIB évalué aux taux de change de l'année précédente. Pour les autres groupes de pays et pour le total mondial, les moyennes sont calculées sur la base des pondérations du PIB évalué aux taux de change de 1985. En raison de l'absence de données, les pays suivants ne sont pas compris: Afghanistan, Angola, Corée du Nord, Kampuchéa, Laos, Mongolie, Mozambique et Viêt-nam. <sup>2</sup> Comprend les pays du tableau de la page 17, l'Islande et le Luxembourg. <sup>3</sup> Pays de l'OPEP, Mexique et Trinité et Tobago.

<sup>4</sup> Corée du Sud, Hong Kong, Singapour et Taïwan. <sup>5</sup> Produit matériel net.

Sources: FMI, Perspectives économiques mondiales; OCDE, Comptes Nationaux; NU, Annuaire; Banque mondiale, Atlas; données nationales.

## Production: situation globale

Au début de l'année dernière, la plupart des observateurs s'attendaient à un recul modeste mais général de l'expansion de la production mondiale. En réalité, si la baisse a été proche de celle qui avait été annoncée pour le monde dans son ensemble, elle a uniquement été le fait des pays en développement, où la croissance a régressé d'un point. En outre, la répartition des taux de croissance entre les pays industrialisés a été plus inégale qu'on ne l'avait prévu généralement. La vive reprise au Japon, au Royaume-Uni, au Canada, en Espagne et au Portugal a surpris la plupart des conjoncturistes. En même temps, on n'avait guère envisagé que la croissance de la production soit si faible en Europe continentale, au point de provoquer une nouvelle montée du chômage. Les variations des gains de production d'un trimestre à l'autre ont été, elles aussi, inégales, avec un premier trimestre particulièrement médiocre, par suite en partie de conditions météorologiques rigoureuses en Europe. En revanche, les deux derniers trimestres se sont révélés exceptionnellement dynamiques, compte tenu surtout du krach boursier. Dans un premier temps, beaucoup d'observateurs ont sous-évalué le dynamisme de la demande et de la production au quatrième trimestre, en raison du rôle important du processus de constitution des stocks (près d'un quart de l'expansion du PIB pour les sept plus grands pays), et les prévisions de croissance réelle pour 1988 furent abaissées de  $\frac{1}{2}$  à 1 point. Cependant, comme l'évolution ultérieure des indicateurs courants et anticipés dénote une vigueur persistante, les prévisions pour 1988 retrouvent — ou dépassent — en moyenne leurs niveaux antérieurs à la crise boursière.

Renforcement  
de la croissance  
dans les pays  
industrialisés...

Le ralentissement de la croissance de la production dans les pays en développement a été en partie le fait de l'Amérique latine où, en raison de la détérioration antérieure des paiements courants et de l'accumulation de tensions inflationnistes, plusieurs pays ont été contraints de prendre des mesures restrictives. La diminution du rythme d'activité ne s'est toutefois pas limitée à l'Amérique latine. Dans les pays du Moyen-Orient et d'Afrique, l'accroissement du PIB est tombé à 1% seulement, par suite surtout de l'évolution défavorable des cours des matières premières au début de l'année et de la rigueur des conditions climatiques. Le revenu par habitant de l'Afrique subsaharienne, qui comprend la plupart des pays ayant un revenu inférieur à \$EU 400 par personne, a fléchi de près de 6% par rapport à 1980. Les pays pétroliers ont enregistré une baisse de leur production, sous l'effet conjugué de la faiblesse de la demande sur les marchés pétroliers internationaux et de l'application de mesures restrictives destinées à réduire les importations et à préserver le volume des réserves en devises. En revanche, l'activité s'est accélérée en Asie et, pour la deuxième année de suite, les quatre nouveaux pays industrialisés (NPI) ont connu des taux de croissance égaux ou supérieurs à 10%.

... mais ralentis-  
sment dans les  
pays en dévelop-  
pement

## Evolution de la production et de la demande: pays industriels

Le taux moyen d'accroissement de la production s'est légèrement accéléré l'an dernier dans les sept principaux pays industriels, malgré le ralentissement de l'expansion de la demande interne totale. Dans les trois plus grands pays,



Les sept  
principaux pays

on peut observer globalement une évolution analogue, mais ce résultat recouvre des tendances très différentes. Aux Etats-Unis, l'expansion de la production a été stable, l'amélioration du solde extérieur réel ayant compensé un ralentissement de la croissance de la demande interne; au Japon, la demande interne s'est accélérée tandis que les exportations nettes en volume ont moins fléchi qu'en 1986; en Allemagne, on note un recul de la croissance de la production et de la demande interne, alors que la contribution des variations du solde extérieur en termes réels a été la même qu'en 1986.

Ralentissement  
de la demande  
aux Etats-Unis  
moins marqué...

Le ralentissement de la croissance de la demande interne en volume aux Etats-Unis s'explique principalement par l'affaiblissement des dépenses des ménages, provoqué par une contraction du revenu disponible réel. Mais, dans le même temps, la formation de capital fixe des entreprises s'est légèrement redressée, et la forte augmentation des stocks — en particulier au dernier trimestre — a été à l'origine d'un tiers de la progression totale de la demande interne. Ce dernier facteur a probablement contribué également à maintenir un rythme élevé d'importations qui, avec 7%, a entraîné de nouvelles réductions des parts du marché interne. Le taux d'épargne de l'ensemble du secteur privé (en pourcentage du PNB) est tombé l'an passé à un niveau jamais enregistré, en raison sans doute des effets de richesse découlant de la hausse des cours sur les marchés boursiers, mais aussi du décalage habituel entre les dépenses et les revenus des ménages et de la faible progression de l'épargne des entreprises. Cette baisse du taux d'épargne, conjuguée au renforcement des stocks, a également provoqué une forte contraction du solde financier du secteur privé, de sorte que, contrairement à l'évolution antérieure, l'amélioration du solde financier du secteur public ne s'est pas accompagnée d'une diminution des flux d'épargne d'origine externe. En d'autres termes, on peut se demander si la croissance de la demande aux Etats-Unis s'est ralentie autant que l'exigeait le processus d'ajustement.

... que la reprise  
au Japon

Au Japon, cependant, l'accélération rapide de la demande interne a été induite par le vif essor des dépenses d'investissement en capital fixe, notamment dans le secteur du logement; elle a reflété l'influence de la politique monétaire expansionniste menée par les autorités et la faiblesse des taux d'intérêt nominaux ainsi que les allégements fiscaux et l'amélioration sensible des bénéfices des entreprises. La reprise de la demande a été particulièrement forte au second semestre, à la suite de l'approbation par le parlement d'un important programme de mesures d'incitation budgétaire en juillet; elle s'est accompagnée, en outre, d'une progression marquée des importations, bien que beaucoup d'entreprises japonaises aient également estimé avantageux d'écouler une plus grande part de leur production sur le marché interne.

Faible crois-  
sance en  
Allemagne

En Allemagne, en revanche, toutes les composantes de la demande interne, à l'exception des stocks, ont contribué au ralentissement. La faiblesse de la formation de capital fixe des entreprises, notamment en bâtiments et équipements, a été particulièrement décevante puisque la part des bénéfices bruts a retrouvé son niveau du début des années soixante-dix, ce qui, pour la deuxième année consécutive, a permis aux entreprises de financer 94% de leurs investissements sur fonds propres. Il est vraisemblable que les entreprises s'attendaient à des bénéfices moindres, en raison de

# Variations du PNB/PIB en volume et des composantes de la demande<sup>1</sup>

Pays	1976-81 <sup>2</sup>	1982	1983	1984	1985	1986	1987 <sup>3</sup>	1987 <sup>3,4</sup>
	variation en %, taux annuel							
<b>Etats-Unis</b>								
Consommation privée	2,3	1,3	4,7	4,8	4,6	4,2	1,8	1,0
Consommation publique	1,6	1,9	1,1	4,4	7,3	3,8	2,3	2,2
Formation brute de capital fixe	3,9	-9,6	8,2	16,8	5,5	1,8	0,7	2,6
dont: investissements productifs								
du secteur privé	6,3	-7,2	-1,5	17,7	6,8	-2,3	1,0	5,1
Variations des stocks <sup>5</sup>	0,0	-1,4	0,6	2,1	-1,7	0,1	0,8	1,9
Demande interne	2,4	-1,9	5,1	8,7	3,6	3,9	2,5	3,4
Exportations	7,4	-7,8	-3,8	6,8	-1,7	3,3	12,8	16,9
Importations	3,8	-2,2	9,6	23,9	3,9	10,5	7,3	9,1
PNB	2,8	-2,5	3,6	6,8	3,0	2,9	2,9	4,0
<b>Japon</b>								
Consommation privée	3,7	4,1	3,3	2,7	2,7	3,2	3,9	4,2
Consommation publique	4,3	1,9	3,0	2,8	1,7	6,5	-0,6	-10,2
Formation brute de capital fixe	4,2	0,8	-0,3	4,9	5,6	6,6	10,1	14,8
dont: investissements productifs								
du secteur privé	6,2	2,5	2,6	11,5	12,7	6,2	8,2	11,5
Variations des stocks <sup>5</sup>	0,0	-0,1	-0,4	0,4	0,4	-0,3	-0,3	0,6
Demande interne	3,9	2,8	1,8	3,8	3,9	4,0	5,1	6,7
Exportations	9,7	3,7	4,0	17,5	5,4	-5,0	3,6	5,6
Importations	4,0	1,7	-5,2	11,1	-0,1	2,8	9,1	14,8
PNB	4,7	3,1	3,2	5,0	4,8	2,5	4,2	5,3
<b>Allemagne</b>								
Consommation privée	2,5	-1,3	1,7	1,5	1,8	4,3	3,1	4,1
Consommation publique	2,6	-0,8	0,2	2,4	2,1	2,3	1,5	1,6
Formation brute de capital fixe	2,6	-5,3	3,1	0,8	0,1	3,1	1,7	1,2
dont: investissements productifs								
du secteur privé	4,1	-4,5	4,9	0,7	5,5	4,2	3,3	2,4
Variations des stocks <sup>5</sup>	-0,5	0,0	0,6	0,5	-0,5	0,2	0,5	0,1
Demande interne	2,0	-2,0	2,3	2,0	1,0	3,7	2,9	3,0
Exportations	5,1	3,2	-0,5	9,0	6,7	-0,1	0,8	4,5
Importations	4,4	-0,1	0,6	5,3	3,7	3,7	4,7	7,2
PNB	2,3	-1,0	1,9	3,3	2,0	2,5	1,7	2,3
<i>Pour mémoire:</i>								
Demande interne, moyenne <sup>6</sup>	2,6	-0,9	4,0	6,9	3,4	3,9	3,3	4,3
PNB, moyenne <sup>6</sup>	3,1	-1,1	3,3	6,0	3,4	2,8	3,1	4,1

Voir notes du tableau de la page 15.

l'incertitude entourant l'évolution des taux de change. Les développements récents en Allemagne dénotent toutefois l'existence d'une «trappe de croissance», car la faible progression de la demande décourage la formation de capital, ce qui réduit à son tour l'expansion du potentiel de production et limite les possibilités de mise en œuvre de politiques expansionnistes.

Dans les quatre autres grands pays, la croissance de la production s'est située entre 3,5-4% (Royaume-Uni et Canada) et 2% seulement (France), l'Italie enregistrant un taux de 3%. Par suite de la très bonne performance de l'économie britannique, le PIB de ce pays a dépassé de près de 20% le creux de 1981, ce qui donne à penser que la reprise de l'activité y a été presque aussi forte qu'aux Etats-Unis. Malgré l'accroissement plus faible du revenu disponible réel, les dépenses des ménages ont été à l'origine pour plus de moitié de

Reprise de l'activité au Royaume-Uni et au Canada...



Variations du PNB/PIB en volume et des composantes de la demande<sup>1</sup> (suite)

Pays	1976-81 <sup>2</sup>	1982	1983	1984	1985	1986	1987 <sup>3</sup>	1987 <sup>3,4</sup>
	variation en %, taux annuel							
France								
Consommation privée	2,5	3,5	0,9	1,0	2,4	3,4	2,4	3,1
Consommation publique	3,5	3,8	2,1	1,2	2,3	2,7	3,0	2,6
Formation brute de capital fixe	1,5	- 1,4	-3,6	-2,3	2,8	3,0	3,7	5,0
dont: investissements productifs								
du secteur privé	2,6	0,6	-4,2	-1,4	3,3	3,3	4,4	7,0
Variations des stocks <sup>5</sup>	-0,4	1,0	-0,9	0,1	-0,2	0,8	0,6	0,2
Demande interne	2,0	3,5	-0,7	0,5	2,2	3,7	3,3	3,6
Exportations	4,9	- 1,7	3,7	7,1	1,5	-0,6	1,7	6,0
Importations	3,3	2,6	-2,7	2,8	4,2	7,3	6,4	10,1
PIB	2,3	2,5	0,7	1,4	1,7	2,1	2,2	2,6
Royaume-Uni								
Consommation privée	1,8	0,8	4,0	2,1	3,9	6,0	5,2	6,1
Consommation publique	0,9	0,8	1,9	0,8	0,1	1,2	1,2	2,0
Formation brute de capital fixe	-2,3	5,2	5,2	8,2	2,9	-0,2	3,5	5,2
dont: investissements productifs								
du secteur privé	2,6	8,4	-1,1	12,8	12,7	-2,6	7,2	9,1
Variations des stocks <sup>5</sup>	-0,3	0,6	0,8	-0,2	0,1	0,0	0,1	-0,4
Demande interne	0,5	2,2	4,5	2,7	2,9	3,7	4,2	4,7
Exportations	2,1	0,7	2,4	7,0	5,9	3,1	5,5	3,4
Importations	1,7	5,0	6,4	9,8	2,8	6,2	7,6	7,8
PIB	0,7	1,1	3,5	2,0	3,9	2,9	3,6	3,4
Italie								
Consommation privée	3,5	1,1	0,7	2,4	3,0	3,5	4,3	3,4
Consommation publique	2,2	2,9	2,9	2,6	3,5	3,1	3,4	3,2
Formation brute de capital fixe	3,6	- 5,7	-0,1	5,3	2,5	1,4	5,2	4,9
dont: investissements productifs	3,9	- 6,0	-1,8	7,2	4,3	2,5	8,4	8,0
Variations des stocks <sup>5</sup>	0,4	0,6	-0,6	0,9	0,2	0,2	0,3	1,1
Demande interne	3,6	0,3	0,2	4,0	3,1	3,2	4,7	4,9
Exportations	5,7	- 1,1	2,3	7,6	3,8	3,4	3,6	9,5
Importations	7,4	- 0,7	-1,6	11,0	4,7	4,7	10,0	17,1
PIB	3,3	0,2	1,1	3,2	2,9	2,9	3,1	2,8
Canada								
Consommation privée	2,8	- 2,6	3,5	4,3	5,2	3,8	4,5	5,5
Consommation publique	2,4	2,4	1,5	1,5	2,7	0,9	2,4	2,8
Formation brute de capital fixe	6,9	-11,0	-0,7	1,6	8,1	5,1	9,8	15,2
dont: investissements productifs								
du secteur privé	10,1	-11,6	-6,3	1,3	6,1	2,2	9,2	18,9
Variations des stocks <sup>5</sup>	-0,2	- 2,9	1,9	1,8	-0,4	0,3	-0,4	0,9
Demande interne	3,4	- 6,6	4,1	4,9	4,9	3,9	4,8	8,1
Exportations	6,9	- 2,2	6,4	18,8	6,0	4,7	5,6	7,7
Importations	6,8	-15,2	9,0	16,6	8,3	7,2	9,0	15,8
PIB	3,4	- 3,2	3,2	6,3	4,2	3,3	3,9	5,7
Sept principaux pays <sup>6</sup>								
Consommation privée	2,7	1,5	3,4	3,6	3,8	4,0	2,9	2,7
Consommation publique	2,1	1,7	1,4	3,3	5,0	3,5	1,9	1,1
Formation brute de capital fixe	3,1	- 4,3	3,2	8,5	4,6	3,0	4,6	7,1
dont: investissements productifs								
du secteur privé	5,5	- 2,8	-0,4	11,0	8,0	1,3	5,0	7,9
Variations des stocks <sup>5</sup>	-0,1	- 0,7	0,3	1,3	-0,8	0,1	0,5	1,1
Demande interne	2,5	- 0,3	3,4	5,8	3,3	3,8	3,5	4,4
Exportations	5,8	- 1,7	0,6	9,9	3,1	0,9	5,4	8,6
Importations	4,2	- 0,5	3,0	13,6	3,7	6,9	7,4	10,6
PIB/PNB	3,0	- 0,6	2,9	5,2	3,3	2,8	3,1	4,0

<sup>1</sup> PNB pour les pays (Etats-Unis, Japon et Allemagne) qui incluent les paiements à l'étranger et les revenus d'origine externe des facteurs sous importations et exportations. <sup>2</sup> Pour la France 1977-81; pour l'Italie 1976-80. <sup>3</sup> Chiffres provisoires.

<sup>4</sup> Variations du quatrième trimestre de 1986 au quatrième trimestre de 1987. <sup>5</sup> Variations en % du PNB/PIB de l'année précédente. <sup>6</sup> Pondérations selon les dépenses évaluées aux taux de change de l'année précédente.

la hausse du PIB au Royaume-Uni, le taux d'épargne étant revenu à 5,6%, son niveau le plus bas depuis pratiquement trente ans. Il convient de noter également la vive progression de la formation brute de capital fixe des entreprises et l'augmentation relativement modeste des importations, qui s'explique sans doute par l'amélioration de la situation concurrentielle. Au Canada, également, l'investissement fixe des entreprises a été l'un des moteurs de la croissance; les revenus y ont été stimulés, en outre, par une nette amélioration des termes de l'échange, en dépit de l'incidence négative exercée par les variations du solde extérieur réel. En France et en Italie, les exportations nettes ont eu une influence négative encore plus forte, l'expansion du PIB ayant été inférieure de 1—1½ point à celle de la demande interne. En Italie, cette évolution s'explique probablement par l'affaiblissement de la situation concurrentielle et l'essor des dépenses des ménages. L'influence défavorable du solde extérieur de la France est plus difficile à expliquer. La situation concurrentielle de ce pays à l'égard de ses principaux partenaires commerciaux s'est améliorée l'année dernière, grâce à la modération des hausses de salaires et à des gains de productivité substantiels, tandis que l'augmentation des dépenses des ménages a été plus faible qu'en 1986. Etant donné toutefois que l'investissement fixe des entreprises a pratiquement stagné entre 1981 et 1985, il est possible que l'insuffisance des capacités de production ait empêché les entreprises de tirer pleinement profit de l'amélioration de la situation concurrentielle. En outre, le redressement de l'investissement l'an passé a probablement augmenté le degré d'élasticité des importations par rapport à la demande totale.

...mais les exportations nettes réduisent la croissance en France et en Italie

L'Espagne et le Portugal ont nettement distancé la plupart des autres pays industriels indiqués dans le tableau de la page 17, avec des gains de production de 5% ou plus en 1987. Dans les deux cas, cette expansion a été induite par le dynamisme de la demande interne et s'est accompagnée d'une progression particulièrement marquée de l'investissement fixe des entreprises. La confiance des chefs d'entreprise, renforcée incontestablement par l'adhésion à la Communauté économique européenne, a été confortée en outre par des entrées substantielles de capitaux, qui ont revêtu en grande partie la forme d'investissements directs. Les facteurs externes ont également joué un rôle important dans les résultats relatifs des autres pays industriels énumérés dans le tableau. C'est ainsi que le Danemark, la Grèce et la Norvège ont été amenés à prendre des mesures restrictives pour améliorer la situation de leurs paiements courants. L'existence de déficits extérieurs élevés a également conduit la Nouvelle-Zélande et l'Australie à resserrer leur politique; en Australie, la croissance du PIB s'est néanmoins accélérée contrairement aux prévisions, sous l'effet de la progression sensible des exportations. Il est toutefois difficile d'évaluer la vigueur fondamentale de ce changement puisque la forte variation de l'écart statistique a représenté près d'un tiers de la croissance globale. La Belgique et les Pays-Bas, par contre, ont entamé l'année 1987 avec une situation confortable de leur balance des paiements, mais les efforts entrepris dans les deux pays pour réduire le déficit de l'Etat ont freiné la croissance de la demande interne. La Suisse a dégagé, elle aussi, un excédent élevé des paiements courants; elle est, en outre, l'un des

Pays industriels plus petits



Variation du PIB en volume dans les autres pays industriels								
Pays	PIB de 1985 en milliards de dollars EU	1976-81	1982	1983	1984	1985	1986	1987 <sup>1</sup>
		variation en %, taux annuel						
Afrique du Sud	54,8	3,3	-0,8	-2,1	5,1	-1,5	0,5	2,6
Australie	160,0	2,6	0,0	0,8	7,3	5,5	1,8	4,4
Autriche	65,5	2,5	1,1	2,2	1,4	2,8	1,7	1,3
Belgique	79,6	1,6	1,5	0,1	2,1	1,4	2,4	1,7
Danemark	58,1	1,0	3,0	2,5	3,5	3,7	3,4	-1,5
Espagne	163,8	1,3	1,2	1,8	1,9	2,3	3,3	5,2
Finlande	54,3	3,3	3,6	3,0	3,3	3,5	2,4	3,2
Grèce	33,4	3,1	0,4	0,4	2,8	3,0	1,3	-0,5
Irlande	18,3	5,0	2,3	-1,1	3,8	1,1	-0,3	2,9
Israël	22,9	3,0	0,9	2,6	1,7	2,5	2,4	4,6
Norvège	58,4	3,6	0,3	4,6	5,7	5,4	4,4	1,3
Nouvelle- Zélande	22,4	-0,2	0,0	5,0	4,1	2,7	1,7	0,9
Pays-Bas	125,4	1,5	-1,4	1,4	3,2	2,3	2,4	2,5
Portugal	20,7	4,2	2,4	-0,3	-1,6	3,3	4,3	5,0
Suède	100,1	1,1	0,8	2,4	3,9	2,1	1,2	2,8
Suisse	92,8	2,3	-1,1	0,7	1,8	4,1	2,7	2,5
Turquie	52,8	2,0	5,0	3,7	5,7	5,1	7,9	6,8
Moyenne <sup>2</sup>		2,1	0,8	1,6	3,6	3,1	2,6	3,0

<sup>1</sup> Chiffres provisoires. <sup>2</sup> Pondérations du PIB évalué aux taux de change de l'année précédente.  
Sources: OCDE, Comptes Nationaux; FMI, Statistiques financières internationales; données nationales.

rares pays à enregistrer un déficit budgétaire faible. La demande interne s'y est accrue de 5% l'an dernier, mais l'expansion de la production interne n'a été que de 2½%, en raison d'une nouvelle détérioration du solde extérieur réel. Les efforts d'assainissement de la situation budgétaire ont également influencé l'évolution de la production et de la demande en Autriche, alors qu'en Suède les autorités ont veillé tout particulièrement à empêcher une nouvelle accélération de l'inflation. Le taux de croissance du PIB en volume a cependant plus que doublé entre 1986 et 1987, grâce notamment à un essor de 14% de l'investissement dans le secteur industriel. En Irlande, la reprise dans le secteur agricole et l'essor des exportations ont principalement influencé la croissance globale, tandis que l'Afrique du Sud a bénéficié d'une forte expansion de la demande interne, en particulier de la consommation privée. Les résultats très favorables obtenus par Israël et la Turquie sont dus en grande partie aux vastes programmes de stabilisation mis en œuvre antérieurement, notamment aux mesures anti-inflationnistes, même si, dans le cas de la Turquie, le récent accroissement marqué du solde extérieur en volume a également joué un rôle. En Finlande, où la croissance a été la plus stable de tous les pays indiqués dans le tableau, l'évolution est revenue à sa tendance de 3—3½%, en raison d'une forte progression de toutes les composantes de la demande interne et malgré l'influence négative des variations du solde extérieur en volume.

## Inflation: évolution des prix à la consommation et des salaires

En glissement, la hausse des prix à la consommation dans les pays industriels est revenue à un niveau minimal légèrement inférieur à 2½% à fin 1986, avant de remonter à près de 4% à fin 1987. Néanmoins, l'inflation par les coûts internes ayant continué d'être bien maîtrisée, on n'a guère noté, l'an passé, de signes d'un risque général de recrudescence imminente de l'inflation dans le monde industriel.

A l'origine des récentes variations des prix, on trouve avant tout les mouvements des cours des matières premières, et en particulier la baisse des prix pétroliers au début de 1986 puis leur raffermissement partiel jusqu'au milieu de 1987. (L'évolution des cours des produits de base est examinée en

Augmentation de l'inflation à partir d'un niveau minimal

Rôle des facteurs externes

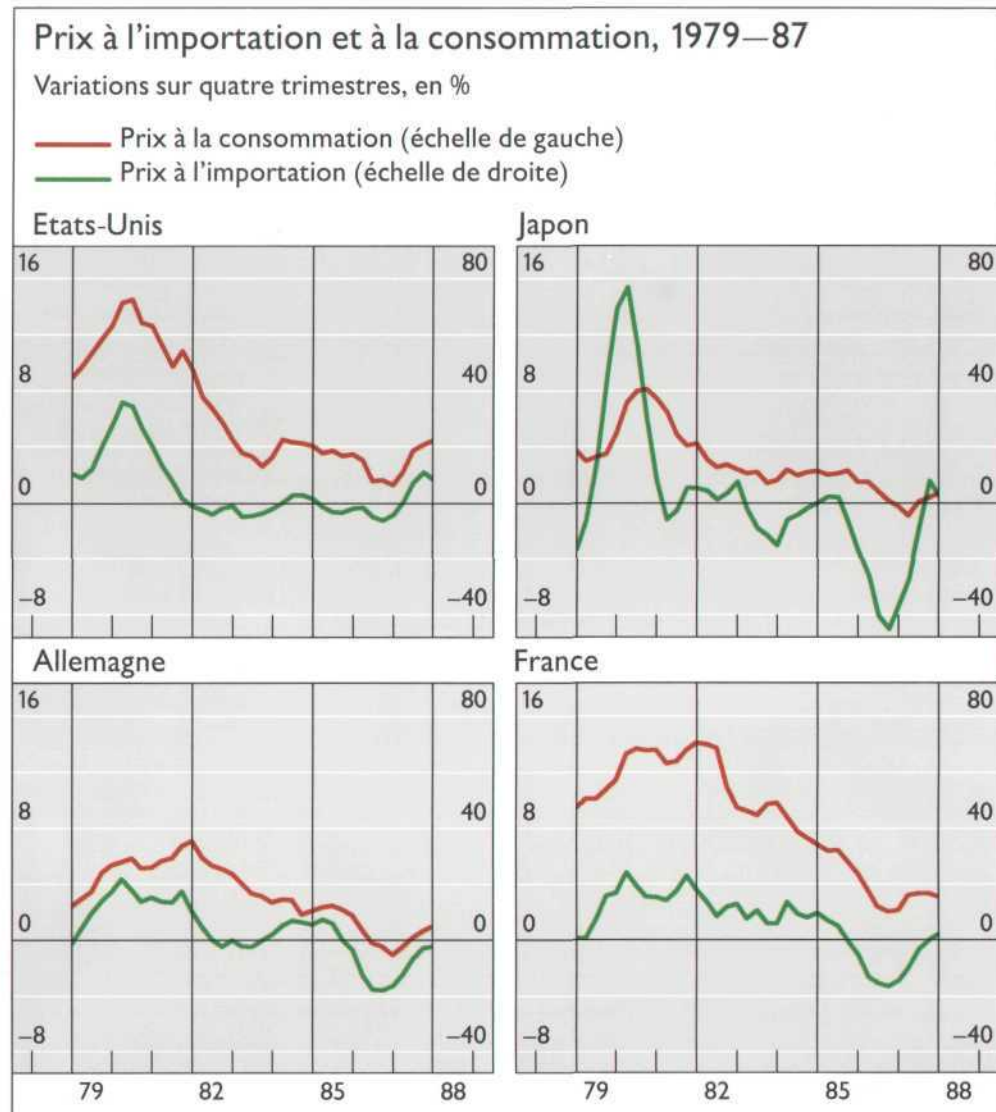
Prix à la consommation							
Pays	1985	1986	1987				1988 Mars
			Mars	Juin	Sept.	Déc.	
variation en % sur un an <sup>1</sup>							
Etats-Unis	3,6	1,9	3,0	3,7	4,3	4,4	3,9
Japon	2,0	0,6	-0,5	0,3	0,8	0,8	0,7
Allemagne	2,2	-0,3	-0,3	0,2	0,4	1,0	1,0
France	5,8	2,6	3,3	3,3	3,2	3,1	2,5
Royaume-Uni	6,1	3,4	4,0	4,2	4,2	3,7	3,5
Italie	8,6	6,2	4,2	4,1	5,0	5,1	4,9
Canada	4,0	4,2	4,2	4,8	4,5	4,2	4,1
Afrique du Sud	16,2	18,6	16,8	17,2	15,6	14,7	13,4
Australie	6,8	9,1	9,5	9,3	8,3	7,1	6,9
Autriche	3,2	1,7	0,5	1,9	1,9	1,7	2,3
Belgique	4,9	1,3	1,3	1,7	1,7	1,5	1,0
Danemark	4,7	3,7	5,3	3,4	3,6	4,1	4,7
Espagne	8,8	8,8	6,3	4,9	4,4	4,6	4,4
Finlande	5,9	3,6	3,8	3,4	3,9	3,6	4,1
Grèce	19,2	23,0	16,8	18,1	14,7	15,7	13,2
Irlande	5,4	3,8	3,4	2,9	3,2	3,1	1,9
Israël	304,6	48,1	22,8	19,5	18,8	16,1	15,6
Norvège	5,7	7,2	10,5	8,9	7,8	7,4	7,2
Nouvelle-Zélande	15,4	13,2	18,3	18,9	17,0	9,6	9,0
Pays-Bas	2,2	0,2	-1,1	-0,8	0,2	-0,2	0,6
Portugal	19,3	11,8	9,8	8,9	9,3	8,9	8,2
Suède	7,4	4,2	3,8	3,3	5,0	5,2	5,5
Suisse	3,4	0,8	1,0	1,3	1,6	1,9	1,9
Turquie	45,0	34,8	34,7	37,7	39,7	55,1	69,8
Ensemble des pays industrialisés	5,4	2,8	3,0	3,4	3,8	3,8	3,6

<sup>1</sup> Variations en moyenne d'une année sur l'autre pour 1985 et 1986 et variations en glissement sur douze mois (sur quatre trimestres pour l'Australie, l'Irlande et la Nouvelle-Zélande) pour les autres colonnes. <sup>2</sup> Nouvelles séries.

Sources: OCDE, Principaux indicateurs économiques; FMI, Statistiques financières internationales; données nationales.

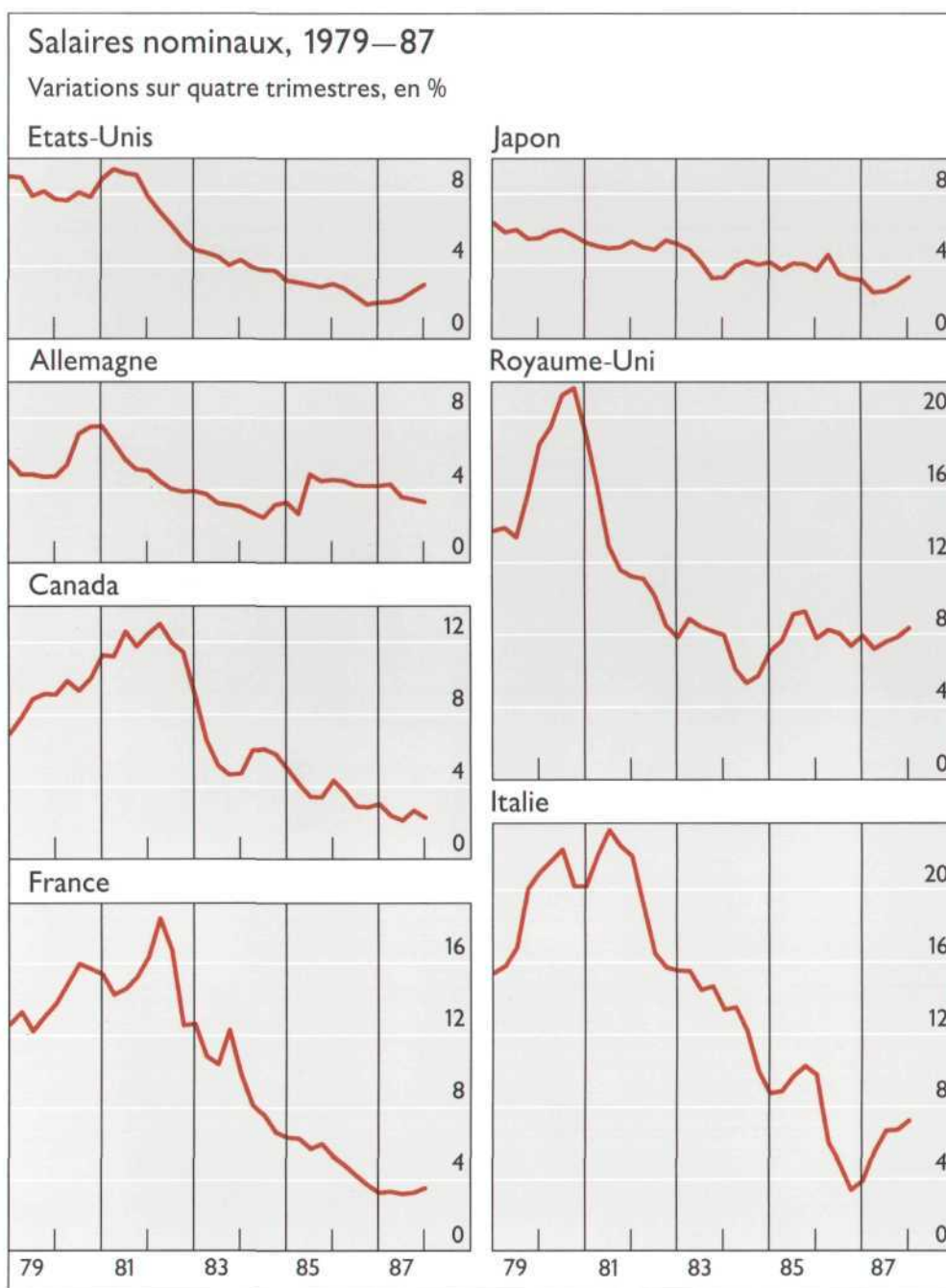


détail à la page 44.) Dans la plupart des pays, ces mouvements se sont répercutés — en même temps que l'incidence des variations de taux de change — sur les prix à l'importation, dont les variations sont indiquées, pour un certain nombre de pays, dans le graphique ci-dessous.



Le revirement le plus net des prix à l'importation s'est produit au Japon où, après des baisses mesurées sur douze mois qui ont atteint près de 50% en 1986, des hausses allant jusqu'à 15% ont été enregistrées l'été dernier. Certes, l'ampleur de cette chute était due à la part élevée de matières premières dans les importations japonaises ainsi qu'à l'appréciation du yen en 1985 et 1986. Cependant, comme la proportion d'achats à l'étranger dans la dépense interne est relativement faible, les mouvements des prix à la consommation ont été nettement plus modérés, d'autant que le rythme d'accroissement des salaires n'a pas varié de manière sensible pendant assez longtemps.

Aux Etats-Unis, la hausse des prix à l'importation n'a guère été affectée par le recul des prix pétroliers en 1986, sans doute parce que l'incidence de la



dépréciation du dollar sur les prix des autres biens importés a exercé une influence compensatrice. L'accélération plus récente est toutefois demeurée modeste, elle aussi, car les exportateurs étrangers de biens manufacturés ont absorbé en partie la baisse continue du dollar sous la forme d'une réduction de leurs marges bénéficiaires (voir Chapitre III).

Indépendamment des modifications des prix à l'importation, l'évolution des prix à moyen terme a continué d'être principalement déterminée l'an passé dans la plupart des pays par le ralentissement régulier du rythme de hausse des salaires observé depuis plusieurs années. Certes, le repli des cours des matières premières l'année précédente a pu exercer un effet temporairement favorable sur les salaires, dont l'évolution tendancielle a été légèrement sous-estimée par le résultat de 1986. Malgré tout, le comportement

Evolution généralement modérée des salaires...

des salaires n'a pas été considéré comme un problème majeur dans la plupart des pays l'an dernier. Les Etats-Unis ont constitué à cet égard un exemple particulièrement encourageant; en effet, malgré une légère accélération au second semestre, les salaires ont moins augmenté que les prix à la consommation, bien que le chômage ait continué de décliner, pour tomber à un niveau à partir duquel l'inflation pourrait, selon de nombreux observateurs, s'accélérer de nouveau. Le comportement des salaires a également été fort modéré au Canada et en France; à noter toutefois que, pour ce dernier pays, les résultats obtenus doivent être replacés dans le contexte d'un niveau de chômage demeurant élevé et que, sur le marché du travail canadien, on constatait, à la fin de l'année, des signes d'intensification de la demande. L'Australie est un cas assez inhabituel par référence aux critères conventionnels, en ce sens que les pressions salariales sont maîtrisées avec succès depuis quelques années grâce aux deux accords négociés entre le gouvernement et les syndicats.

...avec quelques exceptions

En revanche, l'évolution des salaires a suscité quelques préoccupations au Royaume-Uni et en Italie, même si l'on n'a guère noté de signes d'une explosion imminente dans ce domaine. Au Royaume-Uni, les hausses de salaires se maintenaient apparemment à des niveaux assez élevés depuis quelques années malgré un taux de chômage record. Pendant un temps, les gains notables de productivité, du moins dans l'industrie de transformation,

Salaires nominaux dans les pays industrialisés plus petits*							
Pays	1979-84	1985	1986	1987			
				1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
				variation en % sur un an			
Afrique du Sud	17,4	11,2	14,2	14,7	12,5	15,2	néant
Australie	10,3	5,0	7,8	5,4	6,2	4,8	5,5
Autriche	5,9	6,1	4,4	2,4	2,7	3,3	4,1
Belgique	6,9	3,6	2,8	0,1	3,0	1,8	2,4
Danemark	8,4	4,8	4,7	7,7	9,9	9,7	10,0
Espagne	16,5	10,0	11,0	5,1	10,7	5,5	5,5
Finlande	11,1	7,7	6,1	6,9	6,6	9,2	9,2
Grèce	26,6	19,9	12,8	10,5	10,4	8,6	10,4
Irlande	15,0	7,9	7,2	5,5	5,4	4,7	néant
Israël	176,6	252,4	61,3	32,3	33,9	30,4	néant
Norvège	9,3	8,0	10,3	18,7	18,3	14,0	13,9
Nouvelle-Zélande	10,3	11,0	15,8	8,0	7,4	7,4	8,5
Pays-Bas	4,3	2,7	3,3	2,3	2,6	1,9	néant
Portugal	20,8	21,1	16,8	16,2	16,6	10,6	néant
Suède	8,9	7,6	7,4	5,9	7,0	6,4	6,3
Suisse	5,0	3,1	3,6	2,0	2,6	2,9	2,1

\* Gains horaires sauf pour Israël et le Portugal (gains journaliers), l'Australie (gains hebdomadaires), l'Autriche (gains mensuels), la Nouvelle-Zélande (taux hebdomadaires) et l'Afrique du Sud et la Suisse (gains moyens par employé).

Sources: OCDE, Principaux indicateurs économiques; OCDE, Perspectives économiques; FMI, Statistiques financières internationales; données nationales.



ont en partie compensé l'incidence de cet accroissement excessif sur les coûts unitaires. L'an passé, cependant, du fait de la forte régression du chômage et alors que la productivité n'allait sans doute plus bénéficier des facteurs cycliques, l'inflation salariale a eu légèrement tendance à s'accélérer en cours d'année. En Italie, en présence d'un chômage toujours élevé et d'indications montrant que les gains de productivité d'origine conjoncturelle étaient sur le point de cesser, l'accélération des hausses de salaires a été plus vive, à partir toutefois d'un niveau qui, en 1986, avait nettement baissé par rapport à l'année précédente (voir graphique de la page 20). Dans certains pays scandinaves, également, la pression des salaires nominaux s'est intensifiée; il en a été ainsi au Danemark, mais surtout en Norvège où, au début de cette année, un blocage des salaires a été appliqué dans l'industrie avec l'accord des partenaires sociaux. En Nouvelle-Zélande, la modération des salaires s'est en revanche poursuivie, malgré la vive accélération de la hausse des prix à la consommation. Les partenaires sociaux étaient apparemment prêts à prendre en compte la réduction des impôts directs, contrepartie d'un relèvement notable des impôts indirects prévu dans le programme de réforme de la fiscalité.

## Emploi et chômage

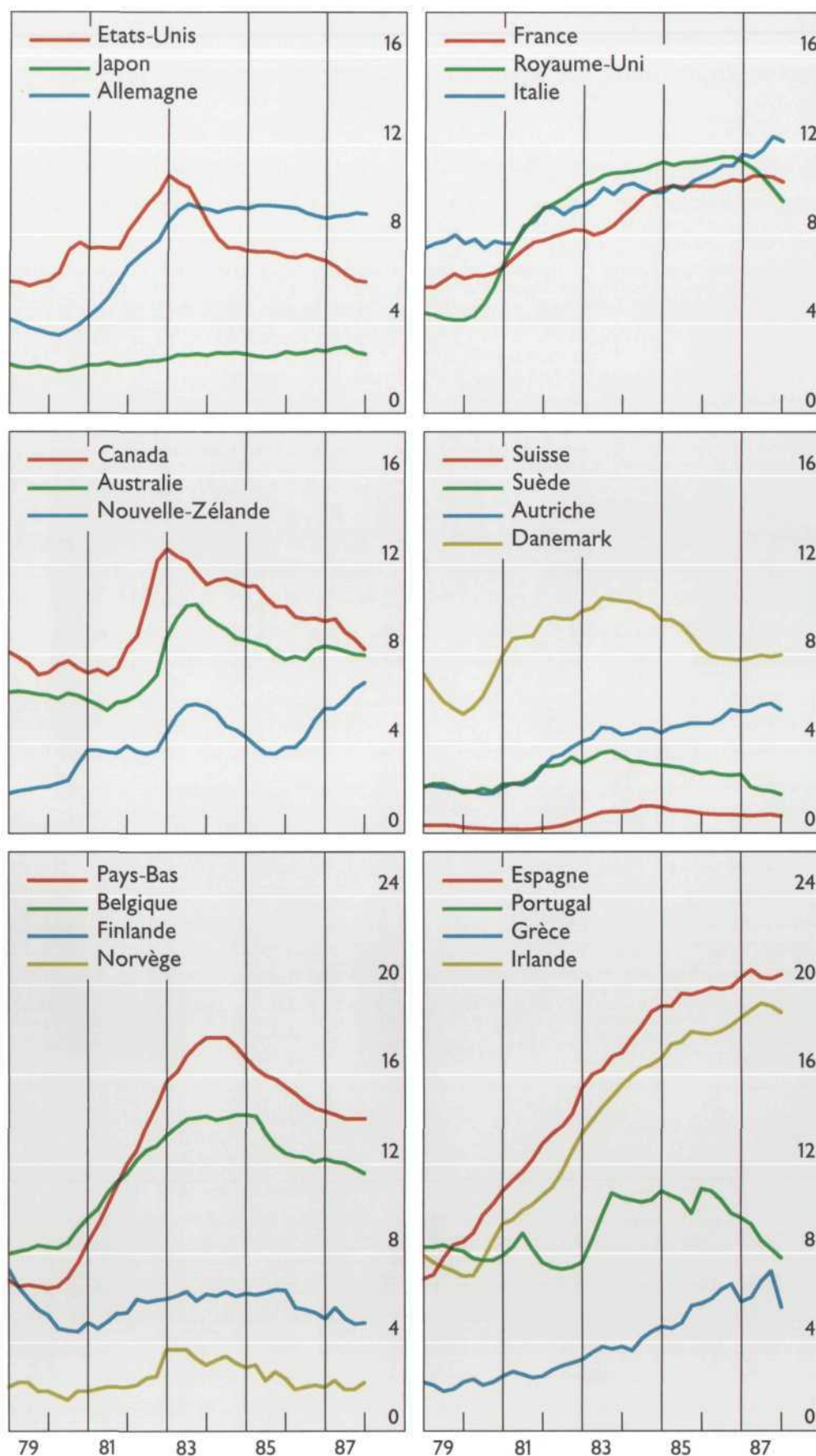
D'une manière générale, la situation a de nouveau été caractérisée, en 1987, par le contraste observé depuis quelques années déjà entre les évolutions des marchés du travail en Amérique du Nord et en Europe. Aux Etats-Unis et au Canada, le chômage a continué de reculer, malgré une nouvelle augmentation sensible de la population active. Cependant, dans certains pays occidentaux d'Europe continentale, il est demeuré élevé en dépit d'une faible progression, voire d'un recul, de la population active. Tout au plus peut-on noter qu'en Europe il n'a pas eu tendance à s'aggraver en valeur absolue, mais il est presque certain que la situation a empiré en ce sens que l'incidence élevée du chômage de longue durée tend à réduire progressivement les perspectives d'emplois des personnes concernées.

La progression de l'emploi s'est accélérée pour se situer à 2<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% aux Etats-Unis l'an dernier. Cette progression signifie toutefois que, pour l'économie dans son ensemble, il n'y a pratiquement pas eu d'augmentation de la production par personne employée. Cela est dû, à n'en pas douter, au fait que l'emploi a surtout progressé dans le secteur des services, où la productivité est généralement assez faible. Les tendances récentes révèlent cependant que, d'une manière générale, c'est ce secteur qui présente actuellement les meilleures chances d'accroissement de l'emploi. Le Canada, l'Australie, l'Italie, la Norvège, l'Espagne et, dans une moindre mesure, le Japon et le Royaume-Uni ont également enregistré des taux d'expansion relativement élevés de l'emploi dans les services au cours de ces dernières années. Mis à part l'Italie, où les effectifs ont baissé dans le secteur industriel, l'amélioration dans les services s'est traduite par une assez forte élévation du niveau général de l'emploi. Dans quelques pays d'Europe, en revanche, tels que l'Allemagne et la France, les effectifs dans les services n'ont connu qu'une progression

Le chômage a continué de baisser en Amérique du Nord, mais demeure élevé en Europe

Croissance de l'emploi concentrée sur les services

## Taux de chômage, 1979—87\*



\* Données et définitions nationales.

relativement lente, d'un caractère plus soutenu cependant que dans l'industrie. Par voie de conséquence, la production par personne employée a eu tendance à croître plus rapidement dans ces pays qu'en Amérique du Nord; l'«intensité d'emploi» sur laquelle repose la croissance a été plus faible en Europe.

Au Royaume-Uni, ce phénomène n'a toutefois pas empêché une réduction sensible du chômage depuis l'automne de 1986. Au début de 1988, le taux avait baissé de quelque 2½ points par rapport à son maximum. S'il est vrai que, durant les premiers mois de ce mouvement de baisse, des facteurs tels que les nouveaux programmes de formation, les modifications du régime de sécurité sociale et les redéfinitions statistiques ont joué un rôle, l'ampleur

Forte baisse du chômage au Royaume-Uni

Croissance de l'emploi, 1973—87				
Pays	1973-79	1979-85	1986	1987 <sup>1</sup>
	variation en %, taux annuel			
Etats-Unis	2,5	1,4	2,3	2,7
Japon	0,7	1,0	0,8	1,0
Allemagne	-0,5	-0,3	1,0	0,6
France	0,3	-0,3	0,2	-0,1
Royaume-Uni	0,2	-0,7	0,5	1,6
Italie	0,9	0,4	0,8	0,4
Canada	2,9	1,4	2,9	2,8
Afrique du Sud	1,6	0,8	0,5	0,7
Australie	0,8	1,6	4,0	2,4
Autriche	0,5	-0,2	1,4	0,0
Belgique	0,0	-0,6	1,0	0,2
Danemark	0,4	0,6	2,0	0,5
Espagne	-1,2	-1,6	2,4	3,5
Finlande	0,7	1,3	-0,1	-0,3
Grèce	0,6	1,3	0,6	-1,0
Irlande	1,1	-1,1	-0,4	-1,1
Israël	2,1	1,6	1,4	2,4
Norvège	2,1	1,2	3,6	1,9
Nouvelle-Zélande	1,7	0,8	-0,7	-0,8
Pays-Bas <sup>2</sup>	0,3	-0,7	1,7	0,9
Portugal	0,9	0,7	0,2	1,8
Suède	1,3	0,5	0,6	0,9 <sup>3</sup>
Suisse	-0,9	0,4	1,5	1,2
Turquie	1,4	0,8	2,0	1,9

<sup>1</sup> Chiffres provisoires. <sup>2</sup> En années-personnes. <sup>3</sup> Nouvelles séries.

Sources: OCDE, Statistiques de l'emploi et de la population; OCDE, Perspectives économiques; OIT, Statistiques du travail; données nationales.

de la progression de l'emploi, l'an passé, atteste d'une amélioration en profondeur. Un autre facteur a été l'augmentation plus lente de la population active au cours des deux dernières années. En outre, ce résultat final a été obtenu sans compromettre fondamentalement la solidité à moyen terme des finances publiques, même si le taux déjà élevé de l'inflation salariale a eu tendance à s'accélérer légèrement en cours d'année.



En France et en Allemagne, cependant, la croissance de l'emploi s'est ralentie l'an passé, ce qui s'est traduit par une montée du chômage en dépit, dans le premier cas, d'une stagnation de la population active. En Italie, également, la progression continue, mais plus lente, du niveau des effectifs n'a pas été suffisante pour empêcher une nouvelle augmentation du chômage.

Remontée du  
chômage dans  
certains pays

Il ressort du tableau que la croissance de l'emploi s'est également ralentie l'an passé dans un grand nombre de pays d'Europe plus petits, tels que les Pays-Bas, la Belgique, la Norvège et le Danemark, où le rythme de diminution du chômage enregistré précédemment n'a pu se maintenir. En Autriche, le nombre des sans-emploi s'est de nouveau accru. En Australie, l'augmentation rapide de la population active a empêché les progrès récents dans le domaine de l'emploi de se traduire par une baisse du chômage, tandis qu'en Nouvelle-Zélande la mise en œuvre des mesures d'ajustement a conduit à une certaine détérioration de la situation sur le marché du travail.

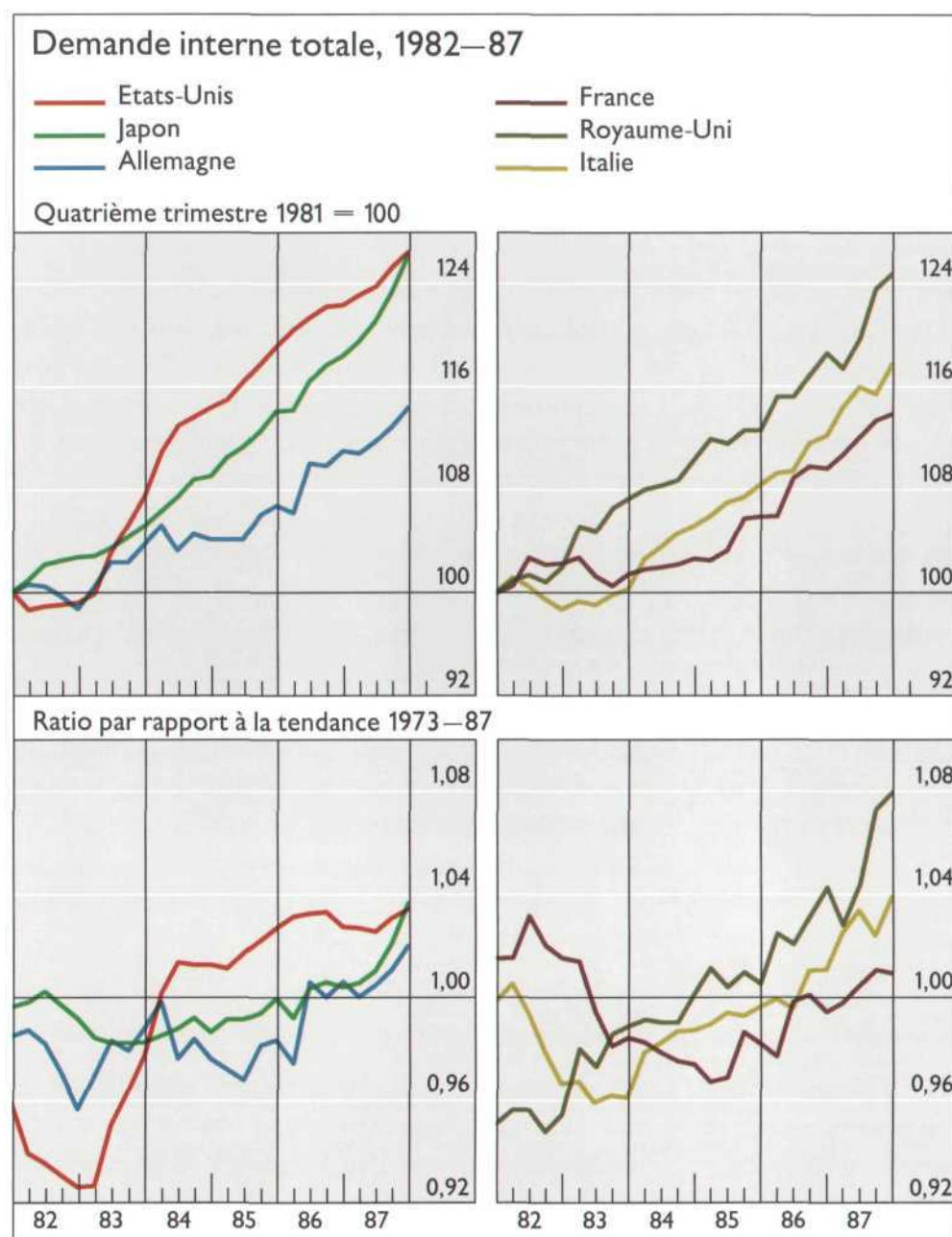
En revanche, en Espagne en particulier et au Portugal, la croissance de l'emploi a été soutenue et s'est même accélérée l'an passé en raison de la poursuite d'une expansion rapide de la demande. En Espagne, cependant, cette performance, qui, en présence d'un niveau de chômage très élevé, a été facilitée par l'application de mesures d'encouragement de l'emploi et l'extension des effectifs dans le secteur public, a tout juste permis de stabiliser la situation sur le plan du chômage. Sous l'influence peut-être du dynamisme de la demande elle-même, l'augmentation de la population active s'est intensifiée. Il en a été de même au Portugal, mais à un degré moindre, de sorte que la vigueur générale de la conjoncture s'est reflétée dans les chiffres du chômage.

## Demande interne et ajustement externe

Modification des  
écarts de taux  
de croissance de  
la demande

Dans le monde industriel, la croissance de la demande interne en volume a eu tendance à se ralentir durant le premier semestre de l'année dernière tant dans les pays excédentaires que dans les pays déficitaires. Si l'accélération du second semestre a également été observée aux Etats-Unis dans une certaine mesure, c'est au Japon qu'elle a été la plus prononcée. En conséquence, sur l'ensemble de l'année, les taux relatifs d'expansion de la demande interne ont évolué dans un sens favorable à un meilleur équilibre à l'échelle internationale. Aux Etats-Unis, le taux de croissance est revenu de près de 4% à 2½%, tandis qu'au Japon il s'est accéléré, passant de 4% à 5%, et à 6¾% d'un quatrième trimestre à l'autre. En Allemagne, on a noté cependant un ralentissement de 3¾% à un peu moins de 3%, en dépit d'une légère reprise au second semestre.

Une autre approche de ces évolutions est illustrée dans les deux graphiques inférieurs de la page 26, où les niveaux de la demande interne sont exprimés sous forme de ratios par rapport à leur croissance tendancielle à moyen terme mesurée depuis 1973. Une accélération relative de la demande interne apparaît clairement au Japon et en Allemagne dans le courant de l'année passée; de même, on voit parfaitement que le mouvement en sens opposé aux Etats-Unis a été nettement plus faible et qu'il est intervenu



principalement au premier semestre. On remarque cependant que ces derniers temps la demande interne a été également relativement dynamique dans quelques autres grands pays — non excédentaires — surtout au Royaume-Uni, mais aussi en Italie et, dans une moindre mesure, en France.

Comme l'on pouvait s'y attendre, l'évolution tendancielle globale (biens et services) des importations a généralement été conforme à ces développements l'an passé, comme le montrent les tableaux des pages 14—15. Les importations ont fortement progressé au Japon, leur volume dépassant de près de 15% au quatrième trimestre celui qu'elles atteignaient un an auparavant. Au cours de la même période, les achats à l'étranger de l'Allemagne ont crû de 7¼%, contre un peu plus de la moitié de ce chiffre pour l'ensemble de 1986. Aux Etats-Unis, le rythme d'accroissement des importations s'est ralenti même si, par suite de l'accélération notée au second semestre, le taux

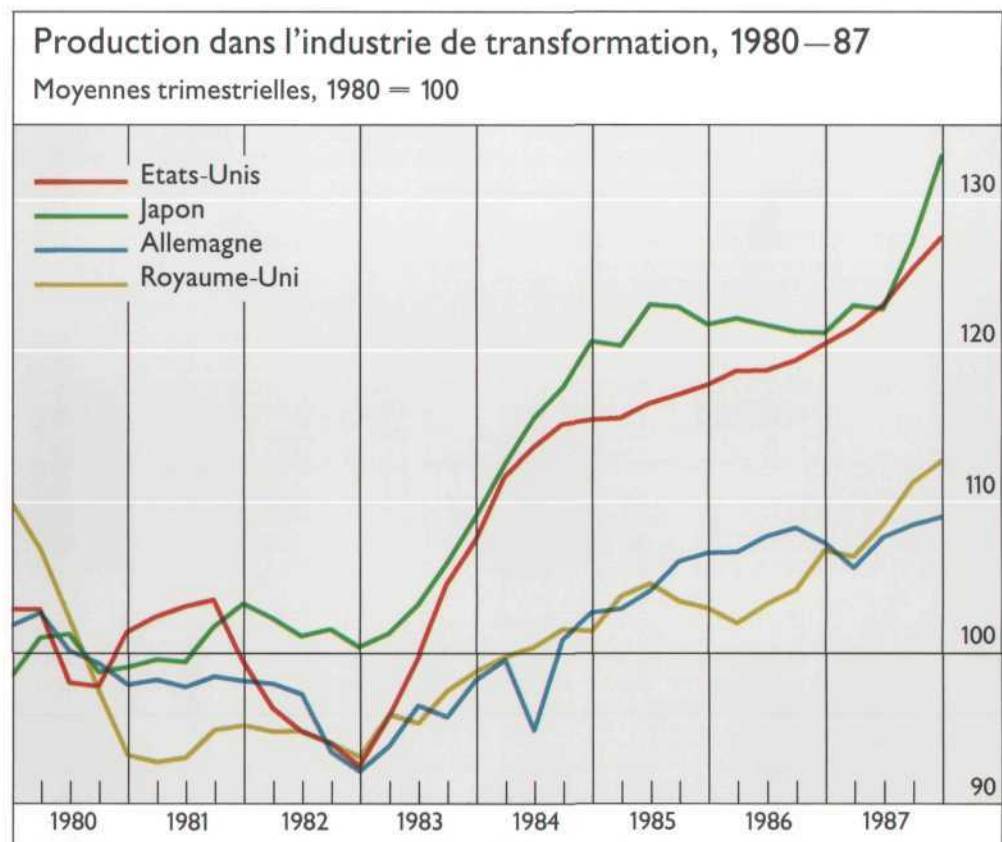


d'expansion d'un quatrième trimestre à l'autre n'a guère été inférieur à celui de 1986. Il est important pour l'efficacité du processus d'ajustement international que la croissance de la demande se modère de nouveau aux Etats-Unis par rapport à ses taux enregistrés récemment.

### Quelques caractéristiques de l'évolution récente dans l'industrie de transformation

L'industrie de transformation revêt une importance particulière pour l'évaluation des possibilités de réduire les déséquilibres extérieurs sans affecter la croissance du revenu réel. Dans ce secteur, en effet, la production par personne employée est généralement plus élevée, de sorte qu'un renforcement de la balance commerciale au moyen d'un transfert de ressources en faveur des biens manufacturés devrait exercer un effet positif sur l'accroissement du revenu global. En deuxième lieu, même si le secteur manufacturé représente dans la plupart des pays moins de 25% de la production totale, son rôle est déterminant du point de vue de l'évolution générale puisque d'autres secteurs (en particulier les transports, le commerce et les services commerciaux

L'industrie de transformation et le processus d'ajustement



et financiers) dépendent directement de l'industrie de transformation. Enfin et surtout, ce secteur est une source d'échanges internationaux, contrairement à la plupart des secteurs de service, qui produisent des biens ne faisant pas l'objet d'échanges internationaux ou n'étant pas soumis à la concurrence internationale.

C'est pour ces raisons que cette section est consacrée à un examen approfondi du secteur manufacturier, en accordant une attention particulière à l'évolution constatée aux Etats-Unis, mais également, à des fins de comparaison, au Japon, en Allemagne et au Royaume-Uni.

Il convient de noter qu'au cours des années quatre-vingt l'accroissement de la production dans le secteur manufacturier américain a été plus rapide que dans les autres pays du Groupe des Dix (à l'exception du Japon), même si les industries américaines se sont davantage ressenties de la récession de 1981–82 que celles de la plupart des autres pays et ont dû faire face ensuite à une forte appréciation du dollar. Comme le montre le graphique page 27, la production s'est également redressée au Royaume-Uni en 1987, bien que ce mouvement ait été inversé en partie au début de 1988. En Europe continentale, en revanche, la croissance de la production industrielle a été faible, avec une progression de moins de 10% en 1987 en Allemagne par rapport au niveau de 1980.

En outre, la vigueur de la production aux Etats-Unis s'est accompagnée d'une évolution favorable en matière de productivité et de coûts de main-d'œuvre. Comme le montre le tableau ci-dessous, le ralentissement de la

Dynamisme de la production dans l'industrie américaine

Evolution de la valeur ajoutée réelle, des facteurs de production et de la productivité								
Pays	Périodes	Valeur ajoutée (Y)	Emploi (L)	Stock de capital (K)	Productivité du travail <sup>1</sup>	«due à la» productivité totale des facteurs (r)	substitution de facteurs	Productivité du capital <sup>2</sup>
		secteurs des industries manufacturières, variation en %, taux annuel						
Etats-Unis	1960–73	4,8	1,4	4,0	3,4	2,8	0,6	0,8
	1973–80	1,0	0,1	3,9	0,9	0,0	0,9	–2,8
	1980–87 <sup>3</sup>	3,5	–0,9	2,5	4,4	3,5	0,9	1,0
Japon	1964–73	13,0	2,8	15,3	9,9	6,8	3,1	–2,0
	1973–80	4,4	–0,8	5,4	5,2	3,7	1,5	–0,9
	1980–87 <sup>3</sup>	5,8	0,6	6,2	5,2	3,8	1,4	–0,4
Allemagne	1960–73	5,2	0,1	6,6	5,1	3,5	1,6	–1,0
	1973–80	1,5	–1,7	2,2	3,3	2,3	1,0	–0,7
	1980–87 <sup>3</sup>	0,9	–1,2	1,4	2,1	1,5	0,6	–0,5
Royaume-Uni	1960–73	3,0	–0,5	3,7	3,5	2,5	1,0	–0,7
	1973–80	–1,9	–1,9	2,2	0,0	–1,0	1,0	–4,1
	1980–87 <sup>3</sup>	1,3	–3,7	0,6	5,2	4,1	1,1	0,7

<sup>1</sup> On peut calculer les variations de la productivité du travail (Y/L) en partant de l'hypothèse que la variation de la valeur ajoutée (Y) est la somme pondérée des variations des facteurs travail et capital ( $aL + (1-a)K$  avec  $a = 0,75$  pour tous les pays) et de la croissance de la productivité totale des facteurs (r). Ainsi le rapport (Y/L) peut être décomposé en variation de la productivité totale des facteurs (r) et du ratio capital/travail  $((1-a)K/L)$ . <sup>2</sup> Calculée sous forme de variation de la production par rapport au stock de capital. <sup>3</sup> Les chiffres de 1987 sont en partie des estimations.

Sources: OCDE, Flux et stocks de capital fixe; OCDE, Comptes Nationaux; données nationales.



productivité s'est inversé durant les années quatre-vingt, puisque l'augmentation de la valeur ajoutée par personne employée s'est accélérée, pour s'établir à plus de 4%, bien que la contribution de la substitution de facteurs n'ait pas été plus élevée que durant les années soixante-dix. On constate également un revirement de la croissance de la productivité du travail et de la productivité totale des facteurs dans le cas du Royaume-Uni, tandis qu'au Japon la production par personne employée s'est accrue à un rythme plus ou moins constant depuis 1973. En Allemagne, en revanche, le rythme d'accroissement de la productivité du travail a fortement fléchi, la contribution tant de la productivité totale des facteurs que de la substitution de capital au travail s'étant amoindrie.

Evolution favorable des coûts salariaux aux Etats-Unis...

Un autre élément favorable de l'évolution aux Etats-Unis a été le ralentissement sensible de la hausse des coûts salariaux horaires. Combiné à l'amélioration des gains de productivité, ce mouvement a conduit à une réduction des coûts unitaires de main-d'œuvre au cours des deux dernières années. Si la décélération des rémunérations horaires entre 1973—80 et 1980—85 a été influencée par la montée du chômage et le ralentissement de la hausse des prix à la consommation, l'évolution des deux dernières années est particulièrement impressionnante et ne peut s'expliquer que par la modération assez exceptionnelle des revendications des salariés. En effet, lorsque l'an dernier le chômage est tombé à son plus bas niveau depuis 1979 et que les prix ont recommencé à monter, l'accroissement des rémunérations horaires dans l'industrie de transformation est tombé à 1,3%. Ce chiffre est à rapprocher de celui de 3% pour l'ensemble des entreprises. Au surplus, la hausse modérée des coûts unitaires de main-d'œuvre n'a pas été absorbée par un relèvement des marges bénéficiaires. Au contraire, les prix des produits manufacturés ont régressé par rapport au niveau général des prix, contribuant ainsi à maintenir le taux global d'inflation à un faible niveau et à améliorer la situation concurrentielle des sociétés américaines.

...qui n'a pas été égalée au Royaume-Uni et en Allemagne

A cet égard, les résultats obtenus par les Etats-Unis ont également été nettement plus favorables que ceux du Royaume-Uni et de l'Allemagne. Dans le premier cas, les augmentations des salaires nominaux sont demeurées «bloquées» aux alentours de 7½% pendant plusieurs années, mais en 1987 elles ont commencé à dépasser ce niveau par suite du recul du chômage et de la forte progression des bénéfices. En Allemagne, le rythme d'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est intensifié, malgré un chômage élevé et le ralentissement de la hausse des prix à la consommation. Au Japon, par contre, sous l'effet combiné de l'absorption extrêmement aisée du second choc pétrolier et de la poursuite de la modération salariale tout au long de la période 1980—87, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont fléchi, ce qui a facilité l'effort d'adaptation des sociétés japonaises à l'appréciation du yen en termes réels depuis le début de 1985.

Stabilité de la part de l'industrie de transformation dans la production aux Etats-Unis

On peut dire, dans ces conditions, que les craintes antérieures d'une «désindustrialisation» aux Etats-Unis ont été quelque peu exagérées. En effet, la part de la valeur ajoutée de l'industrie de transformation dans le PIB total est demeurée stable aux alentours de 20% durant les vingt-cinq dernières années. En même temps, cette stabilité suscite quelques doutes quant aux

Evolution des coûts de main-d'œuvre et de la compétitivité internationale					
Pays	Années	Rémunération horaire	Gains réels	Coûts unitaires de main-d'œuvre	
				en monnaie nationale	en dollars EU
industries manufacturières, variation en %, taux annuel					
Etats-Unis	1960-73	5,0	1,4	1,8	1,8
	1973-80	9,8	-0,6	8,5	8,5
	1980-85	5,9	0,1	2,1	2,1
	1985-87	2,3	-0,8	-1,2	-1,2
Japon	1960-73	15,0	8,3	4,3	6,6
	1973-80	11,8	2,1	5,8	8,6
	1980-85	4,7	1,9	-1,1	-2,2
	1985-87*	3,4	3,0	-1,8	26,1
Allemagne	1960-73	10,3	6,8	4,3	8,0
	1973-80	9,3	4,5	5,4	11,2
	1980-85	5,3	1,4	1,8	-7,6
	1985-87*	4,8	4,8	3,3	31,8
Royaume-Uni	1960-73	9,3	4,1	4,8	3,7
	1973-80	19,5	3,0	18,5	17,6
	1980-85	9,2	1,9	3,3	-8,1
	1985-87*	7,9	3,9	3,1	15,9

\* Les chiffres pour 1987 sont des estimations.

Sources: Etats-Unis, Bureau des statistiques du travail: Comparaison internationale de la productivité dans les industries de transformation et de l'évolution tendancielle des coûts de main-d'œuvre; données nationales.

possibilités de réduire le déficit extérieur en augmentant la part de l'industrie de transformation par comparaison aux autres secteurs. En outre, un certain nombre de développements récents sont nettement moins encourageants que ceux qui viennent d'être examinés.

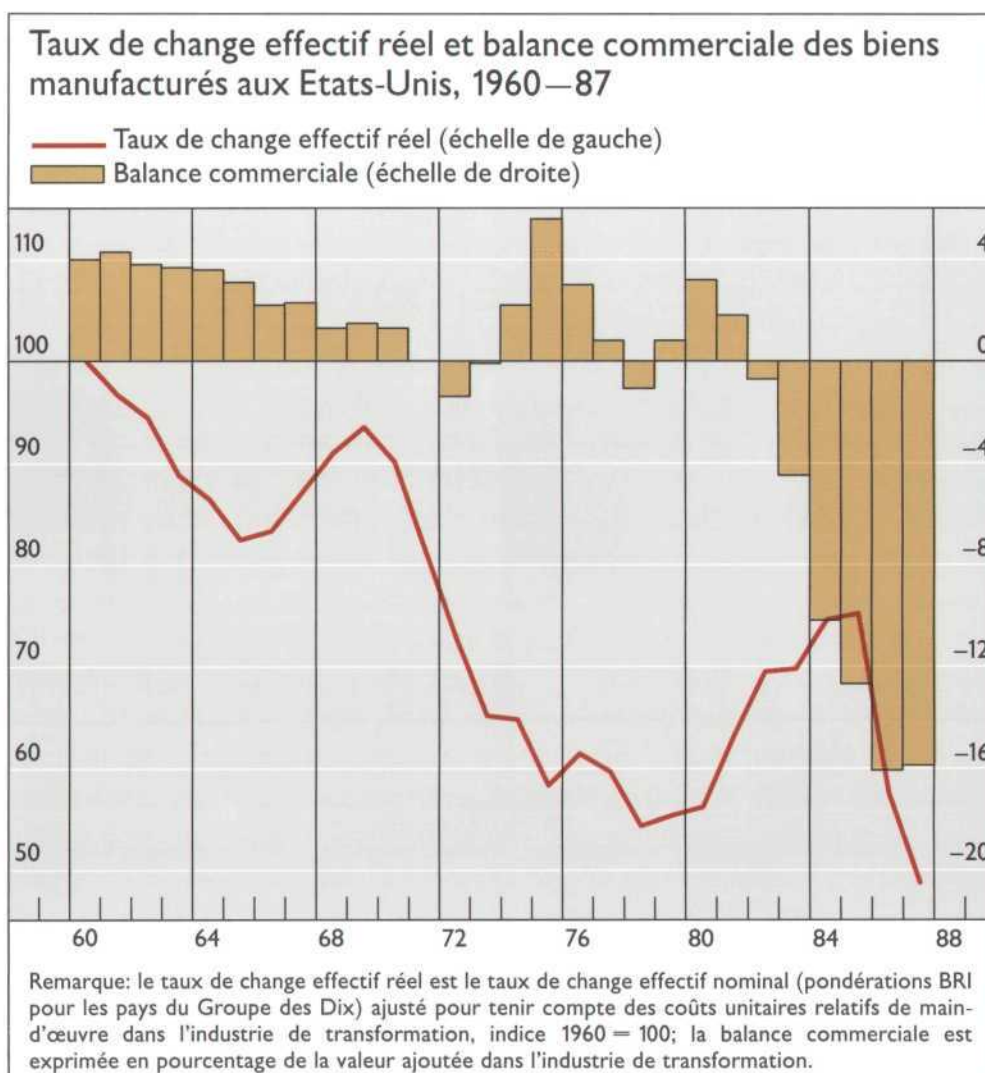
Presque tout au long des années soixante et soixante-dix, les exportations américaines de biens manufacturés ont été supérieures aux importations. Durant les années quatre-vingt, en revanche, le solde de ces biens a été largement déficitaire. Comme le montrent le graphique et le tableau suivants, cette détérioration a coïncidé avec l'appréciation du dollar EU à partir de 1980 et s'explique par une perte de parts des marchés d'exportation et une plus grande pénétration des importations. Certes, par suite de la libéralisation des échanges commerciaux, de la spécialisation et de l'intégration de la production au travers des frontières, une tendance à l'accroissement des ratios de pénétration des importations peut être observée dans la plupart des pays. Il n'en demeure pas moins que l'accroissement des importations américaines de produits manufacturés au cours des années quatre-vingt est particulièrement frappant. De surcroît, ce ratio a continué de monter après que le dollar a atteint son maximum en 1985, et en 1987 les importations de biens manufacturés représentaient environ 35% de la valeur ajoutée dans l'industrie de transformation, contre 8,9% seulement pour l'ensemble de l'économie

Balance commerciale des produits manufacturés des Etats-Unis: pénétration croissante des importations



Longs délais  
d'ajustement et  
élasticités défavo-  
rables par  
rapport aux  
revenus

(12,2% si l'on y inclut les services). La balance commerciale s'est quelque peu améliorée l'année dernière puisque les exportations de biens manufacturés ont enregistré une vive progression en volume, alors qu'elles avaient baissé en 1986. Les importations ont cependant continué de s'accroître à un rythme rapide, malgré une expansion moins soutenue de la demande interne, mais du fait sans doute de l'augmentation étonnamment modeste des prix à l'importation. Il ne fait donc aucun doute que les adaptations aux modifications sensibles des positions relatives en matière de coûts ont subi des retards exceptionnellement longs. Cependant, pour évaluer les possibilités d'ajustement ultérieur, il convient de rappeler certaines caractéristiques des exportations et importations des Etats-Unis. On constate, rétrospectivement, que l'élasticité des importations américaines par rapport au revenu est nettement plus élevée que celle des exportations par rapport au revenu des partenaires commerciaux, de sorte que, toutes choses étant égales d'ailleurs, il faut que la progression de revenu soit plus faible aux Etats-Unis que chez leurs principaux partenaires commerciaux pour éviter une détérioration de la balance commerciale. Cette condition était satisfaite durant les années soixante et soixante-dix puisque le taux d'accroissement annuel du PIB aux



Etats-Unis se situait à quelque 1/4 point au-dessous de celui des autres pays de l'OCDE. Cependant, comme le montre le graphique, il fallait également une dépréciation progressive du dollar EU en termes réels pour empêcher des pertes de parts de marché.

Indicateurs des parts de marché dans l'industrie de transformation										
Pays	1960	1973	1980	1985	1987 <sup>1</sup>	1960	1973	1980	1985	1987 <sup>1</sup>
	Importations de biens manufacturés en % de la valeur ajoutée dans l'industrie de transformation, à prix courants					Exportations de biens manufacturés en % des exportations mondiales de biens manufacturés <sup>2</sup> , à prix courants				
Etats-Unis	4,6	13,8	21,5	31,0	35,1	22,3	14,8	15,6	15,2	12,7
Japon	7,5 <sup>3</sup>	8,0	10,4	10,2	9,6	6,2	11,5	13,5	17,9	16,3
Allemagne	24,6 <sup>4</sup>	25,1	39,0	47,1	43,0	17,4	19,9	18,1	16,9	19,5
Royaume-Uni	16,3	39,1	51,1	69,5	72,2	15,0	8,5	8,8	7,1	7,2

<sup>1</sup> Chiffres en partie estimés. <sup>2</sup> A l'exclusion des exportations en provenance des PVD et de l'Europe de l'Est. <sup>3</sup> 1967. <sup>4</sup> 1970.

Sources: NU, Bulletin mensuel de statistiques; OCDE, Comptes Nationaux; données nationales.

Un deuxième problème soulevé par les perspectives d'amélioration durable de la balance commerciale américaine de biens manufacturés concerne le niveau des capacités de production. A la fin de l'année dernière, le taux global d'utilisation des capacités dans l'industrie de transformation aux Etats-Unis s'était élevé à 82,2%, contre 79,8% à la fin de 1986. S'il se situait toujours au-dessous du niveau record de 87,3% atteint en 1973, il convient de remarquer que cette année est généralement considérée comme une année de surchauffe et que plusieurs industries (en particulier, au stade de la première transformation) enregistrent maintenant des taux d'utilisation supérieurs à ceux de 1973. En outre, en raison des variations prononcées des prix relatifs des facteurs et du recul considérable de la proportion des investissements sous forme de bâtiments et d'usines par rapport aux machines et équipements, il existe un risque de surestimation des niveaux de capacités actuels. L'instabilité récente des taux de change, les craintes d'une récession future et, surtout, l'anticipation de faibles taux de rendement ont fait qu'un grand nombre de sociétés ont hésité à accroître leurs investissements en bâtiments et usines, dont la part dans le total des investissements fixes ne représente plus que 20%, contre 30% auparavant. Les entreprises ont préféré placer leurs ressources disponibles sous forme d'actifs financiers ou remplacer l'équipement existant par des installations plus modernes et efficaces, ce qui s'est traduit par une augmentation du parc de machines et d'équipements par personne employée pour une installation de dimension donnée. En conséquence, les gains récents de productivité peuvent s'expliquer en grande partie par cette préférence pour des investissements à durée de vie plus courte et à amortissement plus rapide. Pour être durable, cette amélioration doit toutefois être suivie d'une augmentation des investissements sous forme de bâtiments et d'usines et d'un accroissement plus sensible des ratios capital/travail.

Utilisation élevée des capacités aux Etats-Unis: une contrainte potentielle



Il est intéressant de noter à cet égard qu'au Royaume-Uni, où les résultats en matière de production et de productivité ont également été remarquables, les craintes d'une insuffisance des capacités se sont également faites plus vives. A la fin de 1987, le taux d'utilisation des capacités était le plus élevé depuis trente ans et la part des dépenses sous forme de bâtiments et d'installations ne représentait plus que 15%. En outre, l'investissement total dans l'industrie de transformation, même après la légère reprise de l'an passé, avait fléchi à 75% du taux record de 1970, et l'accroissement du stock de capital était, avec 0,6% en rythme annuel depuis 1980, le plus faible des quatre pays considérés.

Bilan favorable, mais nécessité d'accroître l'investissement

En définitive, l'évolution récente dans l'industrie de transformation des Etats-Unis paraît encourageante du point de vue de la réduction des déséquilibres internationaux; en effet, la progression des gains de productivité, la modération des hausses des salaires nominaux et la réduction des coûts unitaires de main-d'œuvre, conjuguées à la dépréciation du taux de change, ont été autant de facteurs qui ont contribué à l'amélioration sensible de la situation concurrentielle des sociétés américaines. Cependant, l'insuffisance des capacités risque de compromettre la poursuite d'une expansion non inflationniste de la production. De même, le bénéfice d'une partie des gains de productivité récents peut se révéler éphémère en l'absence d'investissements d'extension des capacités sous forme de bâtiments et d'usines.

## Politique budgétaire

### *Evolution à court terme*

Politique budgétaire encore entravée...

D'une manière générale, la politique budgétaire dans les pays industriels est demeurée entravée, l'an dernier, par l'action entreprise par les autorités pour respecter les programmes d'assainissement budgétaire à moyen terme. La détérioration quasi générale des ratios endettement public/PNB depuis le milieu des années soixante-dix a conforté les responsables de la politique économique dans leur détermination d'éviter les pièges décelés dans le réglage fin budgétaire. En outre, les objectifs de stimulation à moyen terme de l'offre ont joué un rôle essentiel dans les mesures budgétaires mises en œuvre.

... mais objectifs à moyen terme momentanément modifiés au Japon

Cependant, pour faciliter l'ajustement international sans risquer de provoquer une récession, il a fallu modifier quelque peu l'an dernier les programmes budgétaires à moyen terme, en particulier au Japon, mais aussi dans une certaine mesure en Allemagne. D'autre part, aux Etats-Unis, une contraction relativement importante du déficit budgétaire a été enregistrée, pour répondre, il est vrai, aux impératifs à la fois internes et internationaux. Il est toutefois à déplorer que de nouveaux progrès dans cette direction semblent devoir être remis à plus tard.

Mesures de stimulation au Japon

En mai, le gouvernement japonais a annoncé une série de mesures budgétaires destinées à stimuler la demande interne et à encourager les importations au cours des exercices 1987 et 1988. Ce plan de relance, qui a fait l'objet en juillet d'un collectif budgétaire, prévoit surtout quelque Y 5.000 milliards de dépenses supplémentaires (environ 1½% du PNB). En

Soldes budgétaires des administrations centrales <sup>1</sup>							
Pays	1973	1982	1983	1984	1985	1986	1987 <sup>2</sup>
	en % du PNB						
Etats-Unis	0,6	- 3,5	- 3,8	- 2,8	- 3,3	- 3,5	- 2,4
Japon <sup>3</sup>	0,5	- 3,6	- 3,7	- 2,1	- 0,8	- 1,1	- 0,3
	-2,7	- 6,9	- 6,8	- 5,8	- 4,1	- 4,2	- 1,4
Allemagne	1,2	- 3,3	- 2,5	- 1,9	- 1,1	- 1,2	- 1,7
France	0,9	- 2,8	- 3,2	- 2,7	- 2,9	- 2,9	- 2,3
Royaume-Uni	-2,6	- 2,4	- 3,4	- 3,8	- 2,8	- 2,6	- 1,4
Italie	-6,1	-11,3	-10,7	-11,5	-12,5	-11,4	-10,5
Canada	0,9	- 6,1	- 7,1	- 6,8	- 7,2	- 5,7	- 4,8
Afrique du Sud <sup>8</sup>	-1,1	- 3,2	- 4,7	- 4,3	- 3,5	- 4,9	- 4,2
Australie	1,8	- 0,3	- 4,0	- 3,2	- 2,9	- 2,8	- 1,0
Autriche	1,3	- 3,4	- 4,0	- 2,7	- 2,5	- 3,6	- 4,7
Belgique	-5,5	-14,4	-14,9	-12,0	-11,3	-11,0	- 9,3
Danemark	5,3	- 9,1	- 7,2	- 4,1	- 2,1	3,1	2,2
Espagne	1,1	- 5,6	- 4,8	- 5,5	- 6,8	- 5,2	- 4,5
Finlande	5,8	- 0,6	- 1,6	0,3	0,1	0,6	- 1,4
Grèce	néant	- 7,6	- 8,1	- 9,9	-13,5	-10,7	-10,4
Irlande <sup>4</sup>	-3,8	-15,7	-13,9	-12,4	-13,0	-13,0	-10,1
Israël <sup>5,6</sup>	néant	- 7,8	- 6,2	-12,6	- 3,4	- 2,6	- 3,0
Norvège	5,8	4,4	4,2	7,5	10,4	5,9	4,2
Nouvelle-Zélande <sup>5,8</sup>	-2,5	- 6,9	- 9,1	- 7,2	- 4,2	- 3,7	0,8
Pays-Bas <sup>7</sup>	1,3	- 6,6	- 6,4	- 6,0	- 4,7	- 5,0	- 5,6
Portugal	1,4	-11,8	-10,4	-13,4	-11,1	- 9,3	- 9,0
Suède	4,1	- 6,5	- 5,0	- 2,6	- 3,8	- 0,7	3,9
Suisse <sup>7</sup>	-1,1	- 0,7	- 0,9	- 0,3	- 0,0	1,0	- 0,6 <sup>9</sup>
Turquie <sup>8</sup>	-1,8	- 1,8	- 3,3	- 5,3	- 2,8	- 3,6	- 4,4

<sup>1</sup> Y compris le secteur de la sécurité sociale, mais à l'exclusion des opérations en capital de nature financière. <sup>2</sup> Chiffres provisoires. <sup>3</sup> Les chiffres en italique incluent les industries nationalisées (sur la base des opérations financières). <sup>4</sup> Besoin de financement du Trésor. <sup>5</sup> Exercices financiers. <sup>6</sup> Budget interne de l'Etat. <sup>7</sup> A l'exclusion de la sécurité sociale. <sup>8</sup> Administrations centrales seulement. <sup>9</sup> Solde prévu au budget.

Sources: OCDE, Perspectives économiques; FMI, Statistiques financières internationales; CEE, Economie européenne; données nationales.

outre, des dépenses de travaux publics ont été avancées au premier semestre de l'exercice et la charge fiscale a été allégée de près de Y 1.000 milliards. Compte tenu de la révision des prévisions de dépenses pour l'année financière 1988, ces mesures sembleraient comporter une modification importante, en ce qui concerne tout au moins leur programmation, des plans antérieurs d'assainissement budgétaire à moyen terme. Elles ont également été accompagnées, au second semestre, d'une forte croissance de la production, comme en témoigne l'augmentation de 11% de la production industrielle entre mai et décembre 1987, après deux années de stagnation. Grâce en partie à cette évolution, les recettes publiques ont été beaucoup plus importantes que prévu et, malgré le plan de relance, le déficit budgétaire a même été réduit cette année.

En Allemagne, le gouvernement a adopté en début d'année de nouvelles mesures d'allégement fiscal pour 1990, dont un montant d'un peu plus de



DM 5 milliards a fait l'objet d'une application anticipée au 1er janvier 1988. Il est prévu de financer un peu moins de la moitié de la réduction globale escomptée pour 1990 (plus de DM 44 milliards) par un accroissement compensateur d'autres recettes. Dans le cadre du plan financier de cinq ans, le gouvernement a envisagé un élargissement du déficit fédéral, qui passerait du montant révisé de DM 26,3 milliards (1,3% du PNB) en 1987 à près de DM 30 milliards (1,4%) en 1988, pour revenir à 1,1% du PNB d'ici à 1991. La stimulation de l'activité devrait provenir essentiellement de l'incidence exercée sur l'offre par la réduction des taux d'imposition. Dans l'intervalle, toutefois, les perspectives budgétaires se sont détériorées. Aux effets automatiques de la croissance lente — qui ont déjà affecté les résultats de 1987 — et de la réduction des bénéfices de la Bundesbank vient de s'ajouter un accroissement probable des paiements à la Communauté économique européenne en 1989. En l'absence de nouvelles modifications de la politique mise en œuvre, le déficit de l'exercice courant pourrait atteindre quelque DM 40 milliards, et le gouvernement prépare actuellement une action qui permettrait au moins de compenser l'accroissement des paiements à la CEE en 1989. En outre, les autorités fédérales ont également annoncé, à la fin de 1987, un certain nombre de mesures de stimulation de la croissance, dont l'incidence directe sur le déficit sera toutefois relativement faible.

Le déficit budgétaire des Etats-Unis s'est fortement réduit au cours de l'exercice 1987, puisqu'il est revenu à \$150 milliards après avoir atteint un niveau record de plus de \$220 milliards en 1986. En pourcentage du PNB (3,4%), le déficit de l'an passé est le plus faible depuis 1981. Ce résultat a été facilité par la poursuite de la croissance économique, mais aussi par les ressources procurées par diverses ventes d'actifs et le gonflement temporaire des recettes dû à certaines dispositions initiales de la réforme fiscale de 1987. L'absence probable, voire l'inversion partielle, de certains de ces facteurs en 1988 a compliqué le processus d'élaboration du budget pour l'exercice en cours, même après la modification, en septembre, des objectifs de réduction du déficit prévus par la loi Gramm-Rudman-Hollings. Cet amendement a pour objet de reporter de deux ans, à 1993, la date de la réalisation de l'équilibre budgétaire et de fixer à \$144 milliards le plafond du déficit pour l'exercice en cours, contre \$108 milliards aux termes de la législation initiale.

Quoi qu'il en soit, ce n'est qu'au cours de l'exercice financier actuel — et après la crise boursière — que l'Administration et le Congrès ont pu convenir d'un programme de mesures pour 1988, ce qui a évité de recourir aux procédures de réduction automatique prévues par la loi. Pour cette année, on ne s'attend qu'à une légère contraction supplémentaire — à \$146,7 milliards — du déficit. Quant à l'exercice 1989, une diminution légèrement plus importante — à un peu moins de \$130 milliards — est envisagée officiellement dans les dernières propositions budgétaires, qui se fondent sur la projection d'un taux de croissance réel de 3½%. Il convient de remarquer cependant que certains observateurs — comme, par exemple, le Bureau du budget du Congrès — sont moins optimistes.

Dans les quatre autres grands pays, les ratios de déficit budgétaire ont enregistré une légère baisse l'an passé. En France, l'amélioration a été

conforme aux objectifs officiels, tout au moins pour le budget de l'Etat, malgré l'adoption de mesures d'urgence en mai pour faire face au déficit croissant de la Sécurité sociale. Les recettes procurées par les privatisations ont également joué un rôle, tout comme, dans une plus large mesure, au Royaume-Uni. En effet, dans ce dernier pays, grâce à une croissance rapide et à la hausse temporaire des prix du pétrole, le besoin de financement du secteur public s'est transformé en un remboursement de dettes durant le dernier exercice financier, situation qui ne devrait pas se modifier, selon les prévisions budgétaires, pendant l'exercice en cours. Si, au Canada, la vigueur de l'activité a également contribué à réduire le déficit, les autorités en ont également profité pour imprimer une orientation plus restrictive à leur politique. En Italie, par contre, l'essor de la demande interne a suscité des craintes de dépassement des objectifs budgétaires pour l'année en cours. Sous l'effet des pressions qui se sont exercées sur la lire durant l'été, un programme de mesures fiscales d'urgence a été adopté. Quoi qu'il en soit, si le ratio du besoin de financement de l'administration centrale l'an passé s'est inscrit en baisse, cette baisse a été inférieure aux prévisions. Les propositions prévoyant une nouvelle contraction urgente du déficit cette année se sont heurtées à une opposition politique durant l'hiver et ont finalement été adoptées sous une forme modifiée.

Dans les autres pays, les autorités ont généralement poursuivi leurs efforts d'assainissement budgétaire, avec des degrés de réussite variables. En Australie et en Nouvelle-Zélande, les autorités sont parvenues à une nouvelle diminution du déficit l'an dernier, au point même de faire apparaître un excédent budgétaire dans ce dernier pays. En Belgique, le processus d'assainissement a repris, ce qui a contribué à freiner légèrement la croissance; en Suède, le secteur des administrations publiques est devenu fortement excédentaire, grâce en partie, il est vrai, à l'application d'une taxe spéciale de caractère temporaire sur les compagnies d'assurances et les caisses de retraite. En présence d'un déficit extérieur, le secteur des administrations publiques danoises a continué de dégager un excédent l'an passé, dont la diminution a été probablement due, dans une large mesure, aux effets automatiques du ralentissement de la croissance. En Espagne, en revanche, le resserrement de la politique budgétaire n'a pas revêtu l'importance escomptée, même si la croissance rapide de la demande a permis de réduire quelque peu le déficit effectif. Devant la baisse des revenus pétroliers et l'ampleur du déficit des paiements courants, le gouvernement norvégien a entrepris une action restrictive l'an passé, mais n'a pu empêcher cependant une nouvelle contraction de l'excédent budgétaire. Le gouvernement irlandais est parvenu à réduire encore son déficit, sous l'effet des pressions exercées par le niveau très élevé de l'endettement public.

Malgré la baisse des revenus tirés du gaz en 1986, les autorités des Pays-Bas ont légèrement allégé les compressions de dépenses décidées l'an passé, en raison de l'apparition de signes d'un ralentissement de la croissance. En Grèce, le resserrement budgétaire escompté ne s'est pas concrétisé, alors qu'en Finlande le remboursement temporaire d'impôts aux ménages a eu pour effet de rendre le secteur des administrations publiques déficitaire,

Contraction du déficit budgétaire dans les autres grands pays

Poursuite des efforts d'assainissement budgétaire dans les pays industriels plus petits



malgré l'accélération de la croissance. Après l'introduction de la TVA et l'adoption d'autres mesures en 1986, peu de signes d'une nouvelle réduction de l'important déficit budgétaire ont été observés au Portugal l'an passé. En Autriche, l'objectif actuel à moyen terme est de stopper la détérioration sous-jacente du déficit cette année et d'inverser la tendance en 1989.

### *Le débat sur la politique budgétaire à court terme*

En dépit des arguments solides en faveur de l'assainissement budgétaire à moyen terme et des engagements fermes pris dans ce sens dans la plupart des pays, le débat s'est poursuivi l'an dernier pour déterminer s'il convenait de corriger temporairement ces orientations afin de faire face aux problèmes plus immédiats constitués par les déséquilibres internationaux et le niveau élevé du chômage en Europe. De fait, étant donné l'action entreprise au Japon l'année dernière (voir pages 33—34), c'est sur l'Europe que l'intérêt porté à ces deux problèmes a été généralement centré. Comme les deux situations semblaient requérir une action allant dans la même direction, il n'y avait pas d'incompatibilité potentielle. La question était cependant de savoir s'il était indiqué d'entreprendre de nouveaux efforts dans les pays excédentaires en l'absence d'une réduction encore plus forte du déficit budgétaire des Etats-Unis.

En Europe, on s'est même mieux rendu compte que le principal pays excédentaire, à savoir l'Allemagne, ne pouvait pas jouer le rôle de locomotive dans le cadre d'une action totalement isolée. Avec un quart environ du PNB de la Communauté européenne mais quelque 8% seulement de celui du monde industriel, les possibilités pour ce pays d'influencer directement la croissance de la demande et la situation de l'emploi sur une plus vaste échelle sont à l'évidence assez limitées. En outre, comme l'économie allemande est très ouverte sur l'extérieur, une telle initiative profiterait de toute façon essentiellement à ses partenaires. Non seulement cette action serait surtout bénéfique aux autres pays, mais il se pourrait également qu'elle soit limitée en fonction de l'ampleur de la détérioration de la balance des paiements courants acceptée par les autorités allemandes. Celles-ci pourraient faire valoir, à juste titre, que pendant plus de deux années la demande intérieure s'est déjà développée à un rythme plus rapide que la production, comme en témoigne le recul du solde extérieur net en volume, de l'ordre de 3 $\frac{1}{3}$ % du PNB, entre le milieu de 1985 et la fin de 1987.

Ces considérations n'ont cependant pas mis un terme à la discussion et n'ont guère permis non plus de détourner l'attention centrée sur l'Allemagne. En effet, si l'on a reconnu que la nécessité d'obtenir une légère accélération de la croissance de la demande (ou, à tout le moins, d'éviter tout ralentissement ultérieur puisque la correction du solde extérieur américain a absorbé une partie de la demande du reste du monde) s'applique davantage à l'Europe, il a été fait remarquer que les contraintes externes actuelles ou prévisibles empêchent toute action isolée de la plupart des autres pays européens. Ainsi, des pays bénéficiant d'une croissance relativement soutenue, tels que l'Espagne et le Portugal, risquent de devoir la freiner en raison de la

détérioration de leurs comptes extérieurs. D'autres, déjà en déficit malgré une croissance lente, semblent pris au piège. La solution avancée consiste en partie — comme le préconise par exemple la «stratégie de croissance coordonnée» de la Commission européenne — à faire adopter par le plus grand nombre possible de pays des mesures modérément expansionnistes (probablement différenciées), y compris par l'Allemagne.

Une «stratégie de croissance coordonnée» pour l'Europe?

Il est vrai que l'Europe représente davantage une économie fermée que n'importe quel pays membre considéré individuellement. Aussi, dans le cadre de cette stratégie, tout pays pris isolément enregistrerait (pour une augmentation donnée de la demande) une détérioration plus réduite de son solde extérieur que s'il agissait de manière unilatérale. Un raisonnement analogue aboutit à la même conclusion pour son déficit budgétaire et son ratio endettement public/PNB. Une action coordonnée est apparemment moins coûteuse en ce qui concerne ses effets sur la balance des paiements et les finances publiques.

Cela ne veut pas dire cependant que ces coûts soient nuls. On peut d'ailleurs faire valoir, dans le domaine notamment des finances publiques, qu'en raison de la hausse observée depuis longtemps des ratios d'endettement public ces coûts ne sont actuellement pas ou guère supportables (voir section suivante). En outre, les craintes de raviver les anticipations inflationnistes ne sont pas partout complètement dissipées; quant à savoir ce qui nuit le plus à la confiance des investisseurs — poursuite d'une faible croissance ou déviation par rapport à des normes budgétaires stables — les arguments pour et contre s'équilibrent parfaitement. Il n'est donc pas surprenant que même les partisans de la relance soulignent généralement l'exigüité de la marge de manœuvre.

Une marge de manœuvre limitée

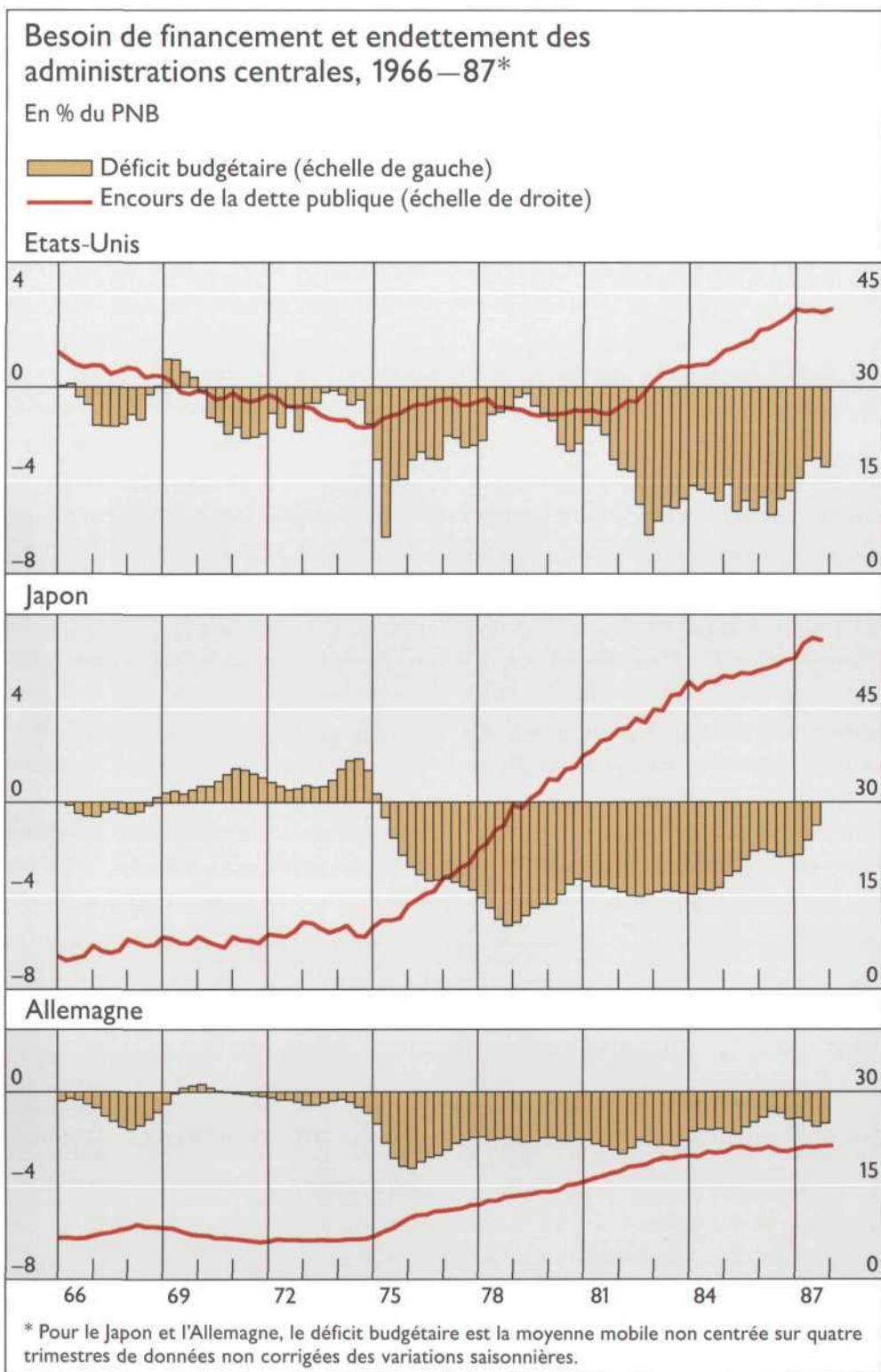
### *La contrainte de l'endettement public*

Depuis le premier choc pétrolier, la plupart des pays ont toujours éprouvé des difficultés pour assurer une saine gestion de leurs finances publiques. Les déficits budgétaires ont été à la fois élevés et persistants; loin de stimuler l'activité, ils sont dus en partie à la lenteur de la croissance. En même temps, par suite de cette croissance lente — en termes nominaux surtout, ces dernières années — les déficits enregistrés ont eu tendance à accroître les ratios endettement/PNB plus que cela n'aurait été le cas autrement. Parallèlement à l'augmentation de ce ratio, les coûts relatifs du service de la dette ont également tendance à s'alourdir, spécialement en période de hausse des taux d'intérêt. Compte tenu de la nécessité évidente d'une réduction du déficit global à moyen terme, une telle évolution ne peut qu'augmenter la pression susceptible de s'exercer sur les postes du budget autres que les paiements d'intérêts.

Augmentation des ratios endettement public/PNB

Il est peut-être surprenant de constater que le Japon a été l'un des pays qui a connu une hausse relativement forte et rapide de son ratio d'endettement public — à partir, il est vrai, d'un niveau faible (voir graphique de la page suivante). Lors de la première crise pétrolière, le ratio d'endettement de l'administration centrale japonaise par rapport au PNB se situait aux





#### Le cas du Japon

alentours de 10%, alors qu'à la fin de l'année dernière il s'établissait à quelque 55%. La part du budget consacrée au service de la dette a encore progressé plus fortement, d'autres postes de dépenses ayant été étroitement contrôlés. Cela tient en partie au fait que — surtout au début des années quatre-vingt — la croissance du PNB nominal a été nettement plus lente par rapport aux taux d'intérêt qu'avant 1973. Du fait de cette évolution,

perceptible également dans la plupart des autres pays, les versements d'intérêts n'ont cessé de s'accroître par rapport au PNB.

En Allemagne, le déficit de l'administration centrale — chronique, il est vrai, depuis le milieu des années soixante-dix — a été inférieur à celui du Japon. Malgré tout, la politique d'assainissement menée ces dernières années a tout juste permis de stopper la tendance ascendante du ratio d'endettement public depuis 1974, à un niveau sensiblement plus bas toutefois que dans beaucoup d'autres pays. En outre, par suite du fléchissement du taux de croissance du PNB nominal l'an passé, un écart positif entre le taux d'intérêt et le taux de croissance est de nouveau apparu, ce qui donne à penser que, si cette évolution n'est pas inversée, les pressions qui s'exercent sur le service de la dette risquent de s'intensifier.

Aux Etats-Unis, la situation pose moins de problèmes à certains égards, même si les obstacles politiques qui s'opposent à la poursuite d'une stratégie appropriée sont au moins aussi importants qu'ailleurs. Cela est dû essentiellement au niveau élevé de l'activité dans ce pays. Etant donné, en outre, les pressions qui risquent de s'exercer sur la demande du fait d'un réajustement supplémentaire du solde extérieur, il n'y a pas de conflit majeur entre les besoins de l'économie et les impératifs dictés par l'assainissement des finances publiques.

Les Etats-Unis sont donc l'un des très rares pays où la contrainte budgétaire n'entrave pas la poursuite d'une politique adaptée aux besoins de l'économie. Ailleurs, les autorités se trouvent placées devant un authentique dilemme ou, dans quelques cas, enregistrent un ratio d'endettement public déjà si élevé que toute action expansionniste paraît exclue, quel que soit l'état de l'économie. Comme la politique monétaire est en principe orientée sur la maîtrise à moyen terme de l'inflation et ne se prête donc pas à une action énergique de stimulation de la demande, il n'est pas surprenant que les responsables de la politique économique aient attaché une importance croissante aux mesures de stimulation de l'offre, qui leur semblent constituer la seule issue logique — mais aussi souhaitable — à leur dilemme.

Nécessité de nouvelles réductions du déficit des Etats-Unis

Un dilemme pour les responsables de la politique économique des autres pays

## Ajustement structurel et réforme micro-économique

Contrastant dans une certaine mesure avec l'action de plus en plus limitée de la politique budgétaire sur la demande, les mesures fiscales jouent un rôle primordial dans les initiatives visant à revitaliser le potentiel de l'offre des économies. Après les efforts considérables entrepris pour réduire la part des ressources consacrées aux dépenses publiques (efforts qui ont été entravés par la lenteur même de la croissance), l'accent a été mis de plus en plus sur la réforme fiscale. D'une manière générale, on s'est efforcé d'atténuer les distorsions et les inégalités dans la structure des impôts afin de stimuler le travail, l'épargne et l'investissement. On a cherché, en outre, dans certains cas à élargir l'assiette de l'impôt pour réduire le déficit budgétaire. La réforme la plus importante a consisté à abaisser les taux d'imposition, notamment les taux des tranches supérieures de l'impôt sur le revenu des particuliers. De plus, le fardeau de la fiscalité a généralement été reporté sur la consommation, dans l'espoir notamment de stimuler l'épargne. Enfin,

Le rôle de la réforme fiscale dans la stimulation de l'offre



Grande diversité  
des mesures  
d'ajustement  
structurel

comme une augmentation de l'épargne qui n'est pas accompagnée d'une progression au moins de même ampleur de l'investissement risque plutôt de déprimer la demande et d'aggraver le déficit budgétaire, la fiscalité des entreprises a également été aménagée, avec des abaissements de taux et des mesures d'élargissement de l'assiette de l'impôt. Dans le même temps, les dispositions particulières prises antérieurement en faveur de secteurs d'investissement spécifiques ont été soit limitées, soit supprimées. Cependant, comme la politique macro-économique ne saurait créer, à elle seule, les conditions indispensables à une croissance dynamique et non inflationniste de la demande, on a généralement ressenti la nécessité d'intervenir également dans d'autres domaines, notamment par des actions destinées à améliorer la rentabilité des nouveaux investissements.

C'est ainsi que des mesures très diverses ont été adoptées en vue d'encourager la concurrence et d'accroître la flexibilité des marchés des biens, tout en assurant un meilleur fonctionnement des marchés du travail. La déréglementation et la privatisation ont joué un rôle important, au même titre d'ailleurs que la réduction des aides à l'industrie et, sur le marché du travail, les modifications de la législation sur le salaire minimum et la protection de l'emploi, ainsi que la réforme de la sécurité sociale. Un des objectifs importants de la déréglementation particulièrement poussée des marchés des capitaux a été d'améliorer l'affectation des ressources en capital et l'efficacité du secteur financier.

Un problème d'ordre général, qui s'applique d'ailleurs également aux mesures de libéralisation des échanges internationaux, se pose à cet égard: si les avantages potentiels d'une vaste réforme micro-économique peuvent être considérables, ils sont aussi largement répartis sur l'ensemble de la population, tandis que les coûts qui en résultent sont généralement concentrés sur une base beaucoup plus étroite. Aussi d'aucuns estiment-ils parfois que, comme pour les actions visant à stimuler l'investissement privé, les réformes micro-économiques sont d'autant plus faciles à réaliser que la situation de la demande globale est favorable. S'il en est ainsi, il convient de se demander en toute objectivité ce qu'on peut attendre, et dans quels délais, de la seule application de mesures de stimulation de l'offre. Néanmoins, étant donné les lourdes contraintes qui pèsent sur la politique macro-économique et sur lesquelles ce chapitre a attiré l'attention, ces mesures sembleraient offrir les meilleures chances pour agir directement sur la croissance et pouvoir, éventuellement, redonner un certain crédit aux instruments macro-économiques traditionnels sur une plus longue période.

## Pays en développement

Comme mentionné précédemment, l'expansion de la production est tombée à 3% l'an dernier dans les pays en développement, des taux particulièrement bas ayant été enregistrés en Afrique, au Moyen-Orient et dans les pays producteurs de pétrole. Elle s'est également ralentie en Amérique latine, tandis que le groupe asiatique a pu porter son taux moyen à 7%, malgré une forte décélération en Inde, due aux mauvaises conditions climatiques qui ont affecté

Une année 1987  
décevante

l'agriculture. Les écarts de taux de croissance se sont donc élargis l'an dernier, mais, comme le montre le tableau ci-dessous, les résultats de la production ont été fort disparates pendant la plus grande partie des années quatre-vingt.

Parmi les pays en développement, les pays asiatiques ont non seulement obtenu le taux d'expansion moyen le plus élevé, mais aussi le plus stable. L'augmentation moyenne de 6½% du revenu par habitant des quatre nouveaux pays industrialisés (NPI), à savoir Hong Kong, Singapour, Corée du Sud et Taïwan, reflète un effort résolu d'accroître la dimension et la compétitivité de leur industrie de transformation; cette augmentation a été induite par la vive progression des exportations et les gains importants de parts de marché, notamment en Amérique du Nord. En revanche, les performances encore meilleures réalisées par la Chine sont principalement d'origine interne. Aux Philippines, également, l'évolution irrégulière de la croissance a surtout été due à des facteurs internes.

Les NPI d'Asie:  
l'exception  
notable

L'Amérique latine a connu non seulement un ralentissement prononcé de la croissance moyenne par rapport à la période 1976—81, mais, en outre, les résultats ont fortement varié d'un pays à l'autre. Le recul observé l'an dernier a été principalement le fait du Brésil et de l'Argentine, qui représentent au total quelque 40% du PIB de la zone. La légère reprise de l'activité au Mexique n'a toutefois pas été suffisante pour relever le revenu par habitant, en recul de 2½% par an depuis 1981. Le revenu par tête a également régressé au Chili, en

Amérique latine

Croissance de la production dans les pays en développement								
Pays et groupes de pays	1976-81	1982	1983	1984	1985	1986	1987	Production par habitant, 1981-87
	variation en %, taux annuel							
Afrique	2,2	1,5	-1,7	0,3	2,7	1,0	0,4	-1,9
Nigeria	-0,2	-3,2	-6,3	-5,2	5,3	-3,3	1,2	-6,4
Pays subsahariens	2,8	1,6	-0,6	1,1	3,5	3,6	2,2	-1,1
Moyen-Orient	2,8	-0,4	0,0	0,4	-1,5	2,0	-1,0	-3,4
Egypte	8,1	5,5	9,0	-2,9	9,4	5,9	3,1	2,1
Asie	6,7	4,5	7,2	8,9	6,3	6,3	7,0	5,0
Chine	6,5	6,3	8,7	16,7	12,5	7,6	9,4	9,8
Inde	4,4	3,7	7,8	3,8	6,3	4,4	2,4	1,9
Philippines	5,5	1,9	1,0	-7,1	-4,2	2,0	4,9	-2,8
PNI	9,3	4,4	8,3	9,0	3,5	10,7	12,2	6,5
Amérique latine	4,3	-1,2	-2,4	3,7	3,4	3,7	2,6	-0,6
Brésil	4,5	0,9	-2,4	5,7	8,3	8,2	3,0	1,7
Mexique	7,4	-0,6	-4,2	3,6	2,6	-3,8	1,4	-2,6
Argentine	0,5	-5,3	2,4	2,3	-4,7	5,4	1,6	-1,1
Chili	7,9	-13,1	-0,5	6,0	2,4	5,7	5,7	-0,9
Ensemble des pays en développement	4,4	1,7	2,0	4,5	3,1	4,1	3,1	1,0
Sources: FMI, Perspectives économiques mondiales; NU, Commission pour l'Amérique latine et les Caraïbes; données nationales.								



Afrique et  
Moyen-Orient

raison surtout de la forte baisse du début des années quatre-vingt, alors que plus récemment le PIB s'est accru à un rythme élevé et constant.

En Afrique et au Moyen-Orient, la croissance a été à la fois faible et instable. Pour les pays du Moyen-Orient ainsi que pour le Nigeria, l'évolution du marché pétrolier international a été le principal facteur d'influence. A quelques exceptions près, cependant, la croissance a été lente dans toute cette zone, et la baisse du revenu par habitant s'est produite dans les pays qui se trouvaient déjà parmi les plus démunis du monde.

Le rôle de la  
politique écono-  
mique dans le  
ralentissement  
de la croissance

Dans une certaine mesure, le ralentissement de l'expansion de la production par rapport aux périodes précédentes peut être mis en relation avec les problèmes d'endettement extérieur (examinés de manière plus approfondie au Chapitre V), car les pays lourdement endettés se sont vus contraints d'adopter des politiques restrictives afin de réduire leur important déficit extérieur. Il est difficile de chiffrer l'incidence de ces mesures, en ce qui concerne surtout la politique monétaire. On constate néanmoins que les politiques monétaires ont été plutôt expansionnistes dans les pays d'Asie et restrictives en Amérique latine. Pour la politique budgétaire, les besoins de financement de l'Etat par rapport au PIB n'ont pas été réduits conformément aux programmes ou prescriptions initiales. En effet, à l'exception des pays d'Asie, ces besoins sont maintenant plus élevés qu'en 1982. Il n'en demeure pas moins que, si l'on tient compte de la réduction des revenus pétroliers, des versements publics d'intérêts nets à l'étranger et de l'influence des stabilisateurs automatiques, on peut penser que l'effet discrétionnaire de la politique budgétaire a probablement été négatif dans la plupart des pays.

Autres  
déterminants de  
la croissance

L'action des autorités n'a cependant pas été la seule à influencer les résultats relatifs de la production ni même sans doute la plus importante. Des facteurs externes, tels que l'évolution des cours du pétrole et des matières premières non pétrolières ainsi que les variations de la demande d'exportations, ont fortement pesé sur le revenu réel. Leur incidence indirecte par le biais des fluctuations des montants de devises disponibles aux fins d'importations a peut-être été tout aussi sensible, ne serait-ce que pour l'investissement interne. En fait, la vigueur des dépenses d'investissement a fortement affecté l'évolution tendancielle de la croissance dans les pays en développement et permet, en même temps que les modifications de l'épargne et des soldes financiers, de déterminer dans quelle mesure les pays se sont adaptés aux problèmes externes ou internes sans compromettre leur potentiel de croissance à long terme ni s'exposer à des problèmes inflationnistes.

### *Cours des produits de base et autres influences extérieures*

Poursuite de la  
baisse des cours  
des produits de  
base non pétro-  
liers suivie d'un  
vif redressement

Le comportement des cours de produits de base a influencé l'évolution du revenu au sein du groupe des pays en développement, en renforçant la croissance réelle dans les pays où les produits manufacturés représentent une part importante de la production et en réduisant les revenus réels de ceux qui sont étroitement tributaires des exportations de matières premières. Les cours des produits de base non pétroliers, mesurés en dollars EU, ont poursuivi leur mouvement de baisse durant le premier semestre de l'an dernier,

pour se redresser de manière spectaculaire au second, avec une montée en flèche des prix des métaux et des produits agricoles. Ce revirement a été influencé par la reprise simultanée de l'expansion de la demande dans les pays industriels et par le niveau relativement faible des stocks; il a sans doute reflété aussi l'effet différé de la dépréciation du dollar EU. Cependant, étant donné l'ampleur du recul antérieur et malgré une hausse de 30% du cours au comptant du pétrole brut, le cours moyen des produits de base mesuré en DTS a enregistré une baisse de plus de 5% sur l'ensemble de 1987 et de quelque 1½% si l'on exclut le pétrole et les produits énergétiques (voir tableau ci-dessous). Enfin, en termes réels, les prix des produits de base non pétroliers ont régressé de plus de 6% dans les pays en développement; ils sont ainsi tombés à leur plus faible niveau historique, après avoir retrouvé en 1986 leur précédent minimum relevé en 1932.

En termes réels, les cours des produits de base demeurent peu élevés

L'évolution en 1987 a également été caractérisée par le fait que, par suite d'une répartition défavorable des ressources, les cours des produits de base ont davantage fléchi dans les pays en développement qu'en moyenne. En outre, sous l'effet de divergences exceptionnellement prononcées dans l'évolution des prix des diverses catégories de produits de base, la répartition des gains et des pertes a fortement varié d'un groupe à l'autre. Les pays d'Amérique latine, dont les exportations comportent une part importante de denrées alimentaires et de boissons tropicales, ont accusé une diminution de plus de 16% en valeur, bien que des pays comme la Bolivie, le Chili et le Pérou aient bénéficié d'un vif redressement des cours des métaux. De même, les petits pays de l'Afrique subsaharienne, où le café et le cacao comptent parmi les principaux produits d'exportation, ont subi des baisses de prix et une dégradation des termes de l'échange, tandis que le groupe asiatique a été avantagé en raison de la part importante des produits agricoles dans ses exportations.

Répartition des gains et des pertes dus à l'évolution des prix des produits de base

Evolution des cours des produits de base						
Par grands groupes de produits	1983	1984	1985	1986	1987	1980-87 moyenne
	variation en % des cours mesurés en DTS					
Ensemble des produits de base <sup>1</sup>	-5,4	2,2	- 2,9	-37,1	- 5,5	- 5,7
Produits énergétiques <sup>1</sup>	-8,5	1,0	- 1,1	-44,2	- 6,4	- 6,5
dont: pétrole <sup>2</sup>	-6,8	1,4	- 1,4	-57,1	14,4	-10,0
Produits non pétroliers <sup>3</sup>	9,7	6,6	-12,4	-16,7	- 1,5	- 3,2
dont: denrées alimentaires	12,3	3,5	-14,7	-23,9	- 7,1	- 5,4
boissons	11,7	21,1	-10,9	- 0,2	-34,7	- 4,3
produits agricoles	5,1	11,9	-14,2	-12,0	21,2	0,8
métaux	8,4	-1,2	- 5,1	-18,5	8,1	- 3,2
Pays en développement <sup>3,4</sup>	10,5	8,5	-12,1	-14,3	- 6,2	- 3,5
En termes réels <sup>5</sup>	10,5	6,7	-12,4	-13,3	- 6,2	- 4,9

<sup>1</sup> Indice HWWA. <sup>2</sup> Prix au comptant du brut «Arabe léger». <sup>3</sup> Indice FMI. <sup>4</sup> Moyenne, à l'exclusion du pétrole. <sup>5</sup> En termes corrigés du prix moyen des exportations de biens manufacturés des pays industriels.

Sources: HWWA et FMI, Statistiques financières internationales.



Composition des exportations de produits de base non pétroliers					
Pays en développement par région	Denrées alimentaires et boissons	Produits de base agricoles	Métaux	Prix moyens des produits non pétroliers en DTS	
				1986-87	1980-87 moyenne
		pourcentage du total des exportations non pétrolières sur la base des données de 1985			variation en %
Afrique et Moyen-Orient	32,2	15,0	4,1	2,8	-2,3
Asie	12,5	10,6	1,3	6,5	-3,7
Amérique latine	40,8	10,0	6,3	-16,3	-3,8
Ensemble des pays en développement	23,2	10,9	3,2	- 6,2	-3,5
Sources: NU, Bulletin mensuel de statistiques et FMI, Perspectives économiques mondiales.					

Ralentissement de la croissance des exportations dans le groupe des pays en développement, mais différences régionales marquées

Dans les pays en développement, l'accroissement moyen des exportations en volume est tombé de 11% environ en 1986 à quelque 7% l'année dernière. Là aussi, la répartition entre les divers pays et régions a été fort inégale, en raison de l'influence des mouvements des taux de change effectifs réels, des variations des capacités de production disponibles pour les exportations et de la répartition géographique des ventes à l'étranger. C'est ainsi que les pays africains ont subi le contrecoup de la croissance lente en Europe (voir tableau de la page suivante). Les pays d'Asie, en revanche, dont une part importante des exportations est dirigée vers l'Amérique du Nord et le Japon ainsi que vers les autres pays en développement de la région, ont bénéficié de la persistance d'une croissance soutenue sur ces marchés. Le rythme d'expansion extrêmement rapide de 1986 s'est toutefois ralenti quelque peu l'an passé, sous l'effet principalement de l'application de mesures protectionnistes et d'une diminution moins prononcée des taux de change effectifs réels. Les pays d'Amérique latine ont enregistré l'amélioration la plus spectaculaire par rapport à 1986. La progression toujours sensible des importations américaines a certainement joué un rôle positif à cet égard, et plusieurs pays ont été affectés, en outre, par une dépréciation de leurs taux de change effectifs réels, malgré une ascension marquée des taux d'inflation internes. L'expansion des exportations a toutefois été très inégalement répartie; elle a été surtout le fait du Brésil et du Mexique, qui représentent au total plus de la moitié des ventes à l'étranger de l'Amérique latine et ont connu en 1987 une accélération des volumes d'exportations de 33 et 10 points respectivement.

Influences globalement positives des facteurs externes

Malgré le recul des cours réels des produits de base non pétroliers, les termes de l'échange des pays en développement se sont améliorés en 1987, après avoir subi une perte cumulée de quelque 30% pour la période 1980-86. On peut estimer à environ 3½% de la production totale l'effet combiné des variations des termes de l'échange et des volumes d'exportations en 1987. Ce facteur externe a surtout profité aux pays du Moyen-Orient et d'Asie, mais pour tous les groupes les résultats de 1987 constituent une amélioration par

rapport aux six années précédentes. Si les facteurs externes ont joué un rôle important en ce qui concerne la détermination de l'ampleur et du rythme des variations du PIB, ils ne constituent pas, à l'évidence, les seules influences. Ainsi, si l'on analyse les modifications des taux d'expansion de la production dans dix-sept pays d'Amérique latine en 1980—87, on constate que les variations des volumes d'exportations et des termes de l'échange peuvent également constituer des causes importantes. Cependant, l'évolution de la formation brute de capital fixe en volume est statistiquement encore plus déterminante et a exercé dans beaucoup de pays une influence négative. En outre, ces trois éléments ne représentent que 50% de la variation de la croissance du PIB, le reste s'expliquant par d'autres composantes ou politiques de la demande interne.

Facteurs externes influençant l'évolution de la production dans les pays en développement							
Pays en développement par région	Termes de l'échange 1986-87   1980-87		Exportations 1986-87   1980-87		Destination des exportations des pays en développement <sup>1</sup>		
	variation des volumes d'exportations et des termes de l'échange en % du PIB				Amérique du Nord et Japon	Europe	Pays en développement
					en %		
Afrique	0,5	- 8,1	-0,4	- 1,1	13,9	65,5	13,0
Moyen-Orient	5,2	-18,9	-0,4	-18,8	27,0	23,3	45,1
Asie	0,9	- 1,9	3,5	23,2	46,1	15,8	29,3
Amérique latine	0,4	- 2,3	0,8	5,1	43,9	21,4	22,9
Ensemble des pays en développement <sup>2</sup>	2,3	- 8,7	1,2	2,0	35,7	26,0	29,1

<sup>1</sup> Sur la base des flux commerciaux de 1985, pétrole compris.    <sup>2</sup> Moyennes pondérées selon les exportations de 1985 évaluées aux taux de change courants.

Sources: NU, Bulletin mensuel de statistiques; NU, Commission pour l'Amérique latine et les Caraïbes; FMI, Perspectives économiques mondiales.

### Formation de capital

La croissance faible ou négative de l'investissement n'a pas été seulement le fait de l'Amérique latine et son influence défavorable n'a pas non plus toujours été aussi forte tout au long de la période 1980—87. C'est au début des années quatre-vingt qu'elle s'est fait le plus sentir, lorsque la part de l'investissement fixe dans la production a baissé de 2 points pour l'ensemble des pays en développement (voir tableau de la page suivante). Faisant suite à une certaine reprise en 1986, la formation de capital a chuté de nouveau l'an passé, et en Afrique et en Amérique latine sa part dans la production se situe maintenant à quelque 4—6 points au-dessous de la moyenne des pays en développement. La faiblesse de l'investissement n'a pas seulement affecté l'expansion de la production et de la demande globale. Comme dans de nombreux pays industriels, les capacités de production et le potentiel de croissance se sont

Résultats médiocres en matière d'investissements durant les années quatre-vingt



Investissement: part dans la production et efficacité							
Par grands groupes de pays	1976-81 <sup>1</sup>	1982	1983	1984	1985	1986	1987
	en %						
<b>A. Investissement/PIB</b>							
Afrique	24,0	24,1	21,3	19,0	18,3	19,7	18,6
Moyen-Orient	24,0	26,5	30,1	28,5	27,1	26,0	25,0
Asie	29,5	27,1	26,9	27,3	28,1	28,3	27,3
Amérique latine	23,4	20,7	17,0	17,1	17,6	18,3	17,5
Ensemble des pays en développement	25,7	24,8	24,2	23,7	23,8	24,0	23,0
Pays industrialisés	23,6	20,8	21,0	22,4	21,9	22,2	22,5
<b>B. Efficacité de l'investissement<sup>2</sup></b>							
Afrique	10,0	5,0	3,8	3,2	3,3	8,2	10,0
Moyen-Orient	11,2	-4,1	-3,1	0,2	-0,2	0,9	2,0
Asie	22,0	24,0	24,9	25,2	25,3	24,5	23,8
Amérique latine	18,2	6,1	3,9	8,3	11,8	16,4	17,3
Ensemble des pays en développement	17,3	10,8	10,7	12,5	13,6	15,4	15,9
Producteurs de pétrole	20,5	-3,0	-2,8	-0,2	-0,5	1,3	2,9
Non producteurs de pétrole	15,3	18,0	17,9	20,0	21,5	24,0	23,9
Pays industrialisés	11,8	9,3	11,3	11,6	15,0	14,4	11,4

<sup>1</sup> 1979 pour la part de l'investissement. <sup>2</sup> Calculée comme la variation (en %) du PIB (moyenne mobile sur cinq ans) divisée par la part de l'investissement fixe dans la production.

Sources: FMI, Perspectives économiques mondiales et OCDE, Comptes Nationaux.

ressentis du faible développement de l'investissement sur plusieurs années. Il en a été ainsi au début de l'an passé dans plusieurs pays d'Amérique latine, où l'essor de la demande interne s'est trouvé rapidement freiné par des goulots d'étranglement et a conduit à des pressions inflationnistes, bien que le revenu par habitant se soit inscrit sensiblement au-dessous des niveaux antérieurs. En outre, le faible accroissement du potentiel de production amoindrit les possibilités d'amélioration du solde extérieur sur une plus longue période sans réduire la demande interne ni relever le revenu par habitant. A cet égard, on ne peut que déplorer que la formation de capital ait été la plus faible en Afrique et en Amérique latine, où la population s'accroît le plus rapidement et où le revenu par habitant est le plus faible ou bien a le plus baissé.

Un autre aspect défavorable dans nombre de pays en développement a été le faible niveau ou l'amenuisement de l'efficacité de l'investissement. Cela peut expliquer en partie l'absence d'incitations à investir, mais on peut également en attribuer la responsabilité au ralentissement de la croissance et, dans certains cas, à une affectation inefficace du peu de ressources en capital disponibles. La situation est particulièrement alarmante en Afrique, puisque le niveau d'efficacité de l'investissement, même en tenant compte d'un certain redressement en 1986-87, ne représente pas la moitié de celui de l'ensemble des pays en développement non producteurs de pétrole et n'incite donc guère les bailleurs de fonds privés à y placer leurs capitaux. En Amérique

Faible efficacité de l'investissement, spécialement en Afrique

latine, par contre, l'efficacité a pratiquement retrouvé ses niveaux antérieurs, alors que dans les pays d'Asie les résultats obtenus dans ce domaine sont pratiquement deux fois supérieurs à ceux des pays industriels.

### *Epargne et soldes financiers*

L'insuffisance des résultats obtenus sur le plan de l'investissement est manifestement liée au niveau élevé de l'endettement extérieur. Devant la nécessité d'améliorer leurs comptes extérieurs, les pays lourdement endettés ont dû soit accroître l'épargne nationale par rapport à l'investissement, soit réduire ce dernier par rapport à l'épargne disponible d'origine interne. Du point de vue du maintien de la croissance de l'investissement et du potentiel de production, il aurait été évidemment souhaitable de réduire le déséquilibre extérieur par le biais d'un relèvement de l'épargne. D'un autre côté, comme dans beaucoup de pays les revenus permettent tout juste de vivre, les possibilités d'augmenter l'épargne privée sont limitées. Pour la même raison, le renforcement de l'épargne publique au moyen d'une majoration des impôts ou d'une compression des dépenses courantes n'a souvent pas été considéré non plus comme une option réaliste par les autorités. Compte tenu également de la part importante des biens d'équipement importés et de l'impérieuse nécessité de réduire les déficits extérieurs, il n'est peut-être pas surprenant que les dépenses d'investissement privées aient dû supporter une proportion élevée du fardeau de l'ajustement extérieur et que les programmes d'investissement public aient été le plus sévèrement comprimés dans les pays contraints de réduire le besoin de financement de l'Etat.

Ajustement  
extérieur au  
détriment de  
l'investissement

Le tableau de la page suivante montre dans quelle mesure l'ajustement extérieur a été réalisé sans compromettre les politiques de croissance interne. Outre l'évolution des paiements courants, il met en évidence les variations de deux indicateurs de l'épargne: les soldes financiers du secteur privé et l'épargne nationale brute, qui mesurent les ressources disponibles pour l'investissement et les sorties nettes de capitaux. Pour l'ensemble des pays en développement, les comptes courants se sont améliorés de quelque 3% du PIB depuis 1982; comme les déficits publics sont allés en s'élargissant en moyenne, cette modification s'explique largement par l'amélioration des soldes financiers privés. Cependant, étant donné que le taux d'épargne nationale ne s'est accru que de 1,1 point, la consolidation des comptes extérieurs peut être attribuée pour plus de moitié à la faiblesse de l'investissement.

Ces résultats reflètent cependant des évolutions fort différentes dans l'ajustement mis en œuvre dans les trois groupes de pays indiqués dans le tableau. En Asie, l'augmentation de l'épargne nationale a été suffisante pour «financer» l'amélioration des comptes extérieurs, et la modification du solde financier (du secteur autre que l'administration centrale) donne à penser que cette augmentation a été due pour l'essentiel à l'épargne privée. Les pays d'Amérique latine ont enregistré l'amélioration la plus nette de leurs paiements courants, sous l'effet surtout de l'accroissement du solde financier du secteur privé. Etant donné toutefois que le développement de l'épargne nationale est nettement moins prononcé que la variation des comptes

Différences  
sensibles dans le  
processus  
d'ajustement



Epargne et soldes financiers								
Groupes de pays	1979	1982	1983	1984	1985	1986	1987	Variation 1982-87
	en % du PIB							
Amérique latine								
Paielements courants	-3,7	-5,6	-1,5	-0,3	-0,6	-1,9	-1,1	4,5
Solde financier*	-3,0	0,7	4,3	3,7	3,0	3,2	4,6	3,9
Epargne nationale	19,7	15,1	15,5	16,8	17,0	16,4	16,4	1,3
Asie								
Paielements courants	-1,4	-2,1	-1,7	-0,5	-1,5	0,5	2,1	4,2
Solde financier*	2,2	2,2	1,6	2,4	1,6	4,6	6,3	4,1
Epargne nationale	28,1	25,0	25,2	26,8	26,6	28,8	29,4	4,4
Afrique								
Paielements courants	-3,2	-7,3	-4,6	-2,4	-1,0	-4,7	-3,8	3,5
Solde financier*	2,8	1,0	4,6	3,4	3,9	1,5	5,2	4,2
Epargne nationale	20,8	16,8	16,7	16,6	17,3	15,0	14,8	-2,0
Ensemble des pays en développement								
Paielements courants	1,4	-2,9	-2,4	-1,2	-0,9	-1,8	0,0	2,9
Solde financier	3,6	2,9	3,5	3,8	3,6	4,8	6,3	3,4
Epargne nationale	27,1	21,9	21,8	22,5	22,8	22,2	23,0	1,1
Pour mémoire:								
Pays industrialisés								
Epargne nationale	23,2	20,4	20,8	21,7	21,3	22,0	22,1	1,7

\* Secteur privé, y compris les Etats et collectivités locales et les sociétés nationalisées.

Source: FMI, Perspectives économiques mondiales.

courants, l'ajustement extérieur s'est opéré principalement au détriment de l'investissement. En Afrique, l'absence de tout ajustement interne est encore plus prononcée. L'augmentation du solde financier du secteur privé a été bien supérieure à la variation des comptes extérieurs, par suite uniquement de la faiblesse de l'investissement, puisque le taux d'épargne brute a fléchi au cours de cette période.

Au total, les pays en développement sont parvenus à faire face au problème de l'endettement à très court terme, en ce sens que leurs déficits des paiements courants ont été sensiblement réduits depuis 1982. Cependant, à l'exception des pays du groupe asiatique, l'ajustement extérieur a été réalisé au prix, élevé, d'un ralentissement de l'expansion de l'investissement interne et du potentiel de production futur.

### *Inflation et politiques anti-inflationnistes*

L'un des aspects les plus négatifs de l'évolution récente dans les pays en développement a été la vive recrudescence de l'inflation en 1987. Comme le montre le tableau ci-après, il s'est agi principalement de l'Amérique latine, bien que le taux de hausse des prix ait également été plus élevé en Afrique et

au Moyen-Orient. En Asie, il a été relativement stable, au-dessous de 9%, mais la demande excédentaire et l'accélération de la hausse des prix commencent à préoccuper les responsables de la politique économique de la Chine. La résurgence de l'inflation en Amérique latine a été très sensible et a affecté la plupart des pays, les taux les plus élevés étant enregistrés par le Brésil, l'Argentine et le Mexique. Elle est attribuable, pour une large part, à l'abolition des mesures anti-inflationnistes adoptées antérieurement. En Argentine et au Brésil, l'abandon des plans Austral et Cruzado (voir ci-après) a libéré des forces inflationnistes qui s'étaient accumulées en 1986 par suite de l'application des contrôles des prix et de politiques expansionnistes de la

Vive recrudescence de l'inflation en 1987

Inflation dans les pays en développement							
Pays et groupes de pays	1976-81	1982	1983	1984	1985	1986	1987
	variation en % des prix à la consommation, taux annuel						
Afrique et Moyen-Orient	15,6	12,6	15,2	17,7	12,3	12,0	16,3
Egypte	6,2	14,8	16,1	17,1	13,3	22,6	19,7
Nigeria	17,0	7,7	23,2	39,6	5,5	5,4	11,0 <sup>1</sup>
Asie	8,7	6,3	6,6	7,2	7,1	8,0	8,7
Chine	3,1	2,0	2,0	2,7	11,5	6,0	7,3
Inde	6,5	7,9	11,9	8,3	5,6	8,7	9,4 <sup>2</sup>
Philippines	12,8	10,2	10,0	50,3	23,1	0,7	3,8
Corée du Sud	18,4	7,3	3,4	2,3	2,5	2,3	3,2
Amérique latine	49,2	66,8	108,2	131,9	143,2	88,4	130,8
Argentine	132,5	164,8	343,8	626,7	672,0	90,0	131,0
Brésil	62,8	98,0	142,0	196,7	227,0	150,0	219,0
Mexique	23,7	58,9	101,8	65,5	57,7	86,2	131,8
Bolivie	21,9	133,3	269,0	1.281,4	11.750,0	276,0	10,0 <sup>1</sup>
Ensemble des pays en développement <sup>3</sup>	22,4	25,5	38,2	46,0	47,4	32,1	45,8

<sup>1</sup> Deuxième trimestre. <sup>2</sup> Troisième trimestre. <sup>3</sup> Moyennes calculées sur la base des pondérations du PIB évalué aux taux de change de 1985.

Sources: FMI, Statistiques financières internationales et Perspectives économiques mondiales.

demande. Un autre élément a exercé une pression à la hausse sur les prix, particulièrement au Mexique et au Brésil: la révision des subventions et tarifs publics, dans le cadre des efforts visant à maîtriser l'évolution des déficits du secteur public. En outre, la dévaluation de la monnaie destinée à améliorer la compétitivité des industries d'exportation s'est accompagnée d'une majoration des prix à l'importation et à la consommation. Dans certaines régions, la pénurie de biens d'importation a pu constituer un autre facteur d'inflation. Enfin, dans les pays qui connaissent traditionnellement une forte hausse des prix, la mise en œuvre de politiques appelées à éliminer les distorsions des marchés et à modifier les prix relatifs dans le sens d'une affectation plus efficace des ressources est susceptible d'engendrer des pressions inflationnistes, du moins à un stade initial.



Ce tableau plutôt sombre comporte pourtant quelques exceptions. C'est la Bolivie qui a remporté le succès le plus probant puisque la hausse des prix n'a atteint que 10% l'an dernier, contre une hyper-inflation de près de 12.000% en 1985, grâce à la thérapie de choc appliquée par le gouvernement. Le programme de stabilisation s'appuyait principalement sur une réforme monétaire accompagnée d'une politique budgétaire extrêmement restrictive qui a éliminé en trois ans le déficit du secteur public représentant près de 30% du PIB. D'autres programmes de stabilisation ont été moins efficaces. Le plan Austral en Argentine, fondé sur un blocage total des salaires et des prix, a ramené, dans un premier temps, le taux d'inflation de plus de 1.000% à son plus faible niveau de la décennie (82%); toutefois, les mesures d'assouplissement ultérieures de cette politique ont ravivé les anticipations inflationnistes et, à la fin de l'année dernière, le taux de hausse des prix à la consommation était remonté à 175%. Le plan Cruzado au Brésil, qui a supprimé temporairement toute forme d'indexation, a également ralenti l'inflation dans une première phase; en raison cependant de la hausse substantielle des salaires réels, des pressions excessives de la demande se sont rapidement fait sentir. Le plan a été officiellement abandonné au début de 1987, lorsque les autorités ont abrogé tous les contrôles des prix en vue d'«éponger» l'excédent de la demande au moyen d'un ajustement unique des prix. Mais, par suite de la remise en vigueur de l'indexation, la spirale salaires/prix s'est de nouveau déclenchée, et, à la fin de 1987, l'inflation atteignait 365%, le taux le plus élevé de la décennie et nettement supérieur à ce qu'il était avant le plan.

Le «pacte de solidarité économique» conclu au Mexique à la fin de 1987 constitue la dernière tentative en date entreprise pour maîtriser l'inflation au moyen d'une politique des revenus de grande envergure. Etant donné que le taux courant d'inflation est influencé par le blocage temporaire des salaires et des prix, il est encore trop tôt pour porter un jugement sur ce nouveau programme. Quoiqu'il en soit, l'expérience de l'Amérique latine en matière d'inflation n'est guère encourageante. Durant les cinq années qui ont précédé la crise de l'endettement, le taux moyen des pays d'Amérique latine représentait près de quatre fois celui des autres pays en développement. De plus, au cours de la période 1982—87, les pays d'Amérique latine ont vu leur inflation doubler, ce taux n'ayant été inférieur à 100% qu'en 1986. L'expérience bolivienne fournit une lueur d'espoir, mais il reste à voir comment l'inflation réagira lorsque les politiques d'austérité auront été assouplies. En outre, s'il est vrai que des mesures radicales s'imposent dans une situation d'hyper-inflation, les coûts sociaux du programme bolivien ont cependant été élevés — baisse de près de 30% du revenu par habitant et montée du chômage à 21,5% — et il n'est pas sûr que socialement et politiquement ils soient transposables à d'autres pays.

### III. Echanges et paiements internationaux

#### Faits saillants

En 1987, la structure d'ensemble des balances des paiements courants a enregistré des modifications notables, avec une dégradation de \$32 milliards pour les pays industriels et une amélioration encore plus prononcée (\$41 milliards) dans le monde en développement. Pour la première fois depuis que de telles statistiques sont collectées, le groupe des pays en développement non exportateurs de pétrole a enregistré un léger excédent des transactions courantes. Au sein des pays industriels, cependant, les déséquilibres extérieurs des Etats-Unis, du Japon et de l'Allemagne, très importants en termes nominaux, se sont encore amplifiés. En outre, ce sont les autres pays industriels qui ont, dans une forte proportion, apporté la contrepartie au renforcement de la position extérieure des pays en développement.

Déplacement bienvenu des déficits des paiements courants des pays en développement vers les pays industriels, absence apparente d'ajustement extérieur dans les trois principaux pays industriels, ce tableau exige tout de même d'être nuancé. Dans une large mesure, l'amélioration de la position extérieure globale des pays en développement reflète la remontée du prix du pétrole, laquelle a essentiellement bénéficié aux gros producteurs, ainsi que le dynamisme commercial des nouveaux pays industrialisés d'Asie du Sud-Est. Considérés dans leur ensemble, les principaux pays débiteurs, dont certains ont accompli de louables efforts d'ajustement l'an dernier, n'ont connu qu'une amélioration relativement modeste de leurs paiements courants, si bien que leur position extérieure est demeurée précaire. Par ailleurs, la persistance de forts déséquilibres, en termes nominaux, aux Etats-Unis, au Japon et en Allemagne a eu tendance à masquer un ajustement sous-jacent, qui s'est manifesté sous forme d'une très forte réduction des déséquilibres commerciaux à prix constants et qui est devenu de plus en plus perceptible au fil de l'année. On est, du reste, fondé à croire que le processus d'ajustement en cours dans ces pays s'accélérera en 1988.

Les changements d'orientation des paiements courants se sont opérés dans une conjoncture caractérisée par une croissance soutenue du commerce international, qui s'est amplifiée de façon appréciable en fin d'année après un début assez lent et qui, au contraire de 1986, s'est appuyée plus largement sur une expansion du commerce extérieur dans la plupart des principaux groupes de pays.

Les mouvements internationaux de capitaux et le financement des déficits des paiements courants en 1987 ont été nettement influencés par l'intensification des interventions d'un grand nombre de banques centrales sur les marchés des changes. Le renforcement des avoirs officiels de réserve qui en est résulté s'est traduit par un accroissement notable du rôle des flux officiels



dans le financement des déséquilibres extérieurs, et particulièrement du déficit des paiements courants des Etats-Unis. L'amélioration des positions extérieures des pays en développement leur a permis d'accumuler d'importantes réserves officielles en devises. Toutefois, ce mouvement s'est concentré sur un petit nombre de pays seulement, et la plupart des pays concernés par les problèmes d'endettement n'ont augmenté leurs réserves que de façon modeste. Comme les créanciers commerciaux désiraient réduire leurs risques envers les pays endettés, ces derniers sont devenus encore plus dépendants des sources de financement officielles que par le passé.

## Commerce mondial

Légère accélération de la croissance des échanges de marchandises ...

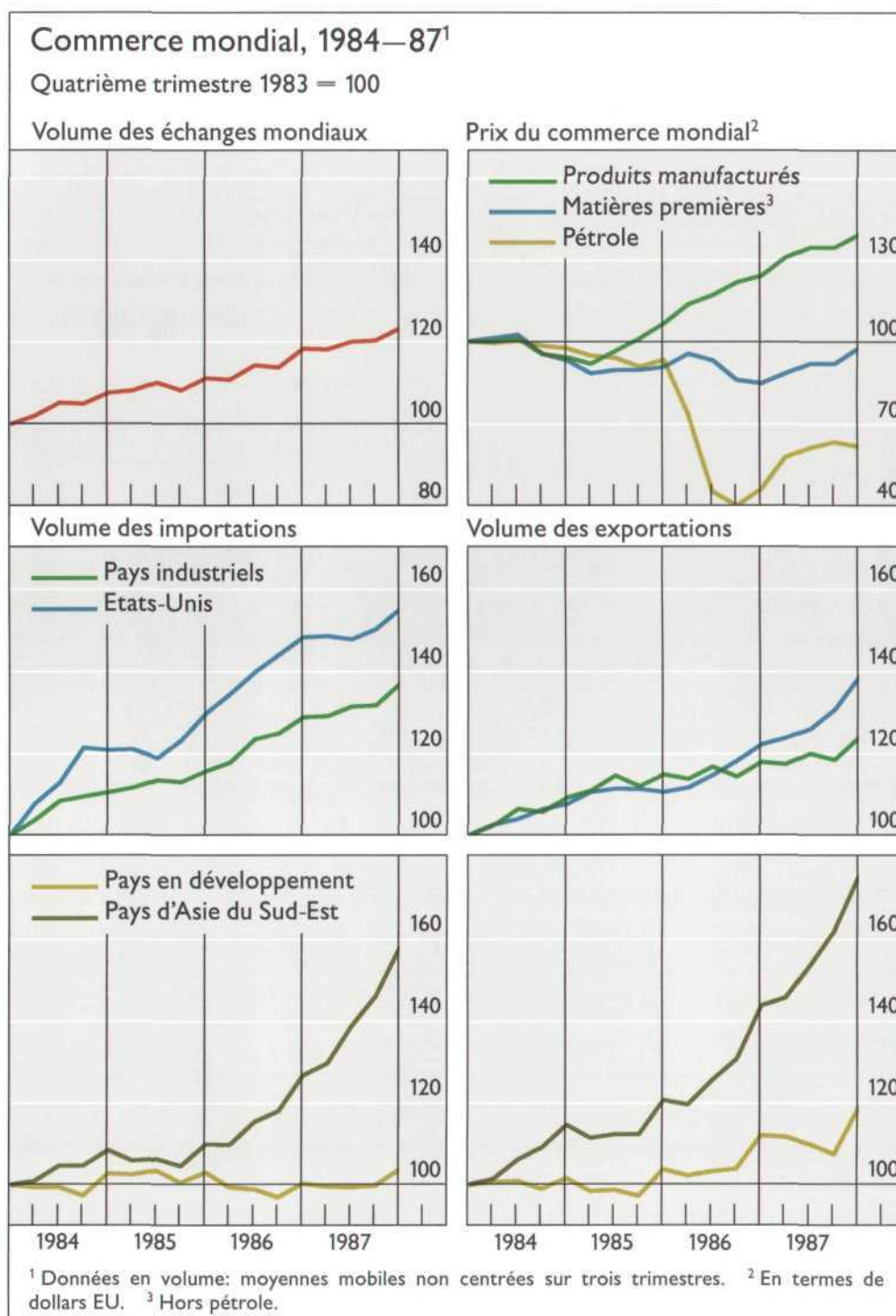
Les estimations provisoires donnent à penser que la croissance en volume du commerce mondial des marchandises s'est légèrement accélérée l'an dernier, pour s'établir à environ 4<sup>3</sup>/<sub>4</sub>%. Simultanément, le rythme de hausse des prix moyens en dollars des biens échangés a plus que doublé, à quelque 10%, de sorte que la valeur des échanges commerciaux dans le monde a progressé de 15% environ en dollars courants, pour dépasser \$2.400 milliards.

L'évolution du commerce mondial en 1987 est caractérisée par trois phénomènes. Tout d'abord, la croissance des échanges a été dans l'ensemble plus équitablement répartie entre les principaux groupes de pays que lors des années précédentes; en deuxième lieu, l'expansion du commerce s'est notablement intensifiée dans le courant de l'année; troisièmement, en enregistrant pour la seconde année consécutive des rythmes de croissance exceptionnels en volume, les nouveaux pays industrialisés d'Asie du Sud-Est se sont affirmés comme les principales nations commerciales du monde en développement.

... avec une expansion de la demande d'importations dans les pays industriels et en développement

Malgré un ralentissement de sa croissance, de 9% en 1986 à 6% en 1987, la demande d'importations dans les pays industriels est demeurée la principale force motrice de l'expansion des échanges internationaux. Ce ralentissement est principalement dû à la nette diminution de la croissance en volume des achats des Etats-Unis à l'étranger, ramenée de près de 15% en 1986 à 5% en 1987, tandis que la demande d'importations des autres pays industriels continuait de progresser, en termes réels, de quelque 7% en moyenne. Ces modifications d'une année sur l'autre dissimulent cependant une très vive accélération de la croissance des importations au second semestre, l'essor de la demande interne réelle dans les pays industrialisés s'étant alors rapidement traduit par un gonflement des achats à l'étranger supérieur à 10% en rythme annuel.

Après un recul sans précédent de plus de 5% en 1986, la demande d'importations des pays en développement a progressé de quelque 2<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% en 1987, qui aura été la seconde année seulement d'expansion depuis 1981. La croissance s'est essentiellement limitée au groupe des pays non exportateurs de pétrole, dont on estime que le volume d'achats à l'étranger a augmenté de 8%, contre une hausse très légère seulement en 1986. Toutefois, cette



moyenne reflète essentiellement la vigueur de la demande d'achats à l'étranger en Asie du Sud-Est. Dans les autres pays non exportateurs de pétrole, où le volume des importations s'est contracté en 1986, le desserrement des contraintes extérieures consécutif à l'élévation des revenus d'exportations n'a cependant permis qu'une très modeste expansion des achats à l'étranger en 1987. Les pays exportateurs de pétrole ont maintenu les restrictions aux importations, mais ils ne sont parvenus à les réduire que de quelque 12% en volume, soit la moitié environ de la diminution de l'année précédente.



La croissance des exportations s'accélère dans les pays industriels ...

En ce qui concerne les exportations, les pays industriels ont enregistré en 1987 une croissance de quelque 4% en volume, contre 2½% en 1986. Cette progression doit être attribuée pour une grande part aux Etats-Unis, où l'accroissement des ventes à l'étranger s'est accéléré, de 8% en 1986 à 12% en 1987, ce qui constitue, et de loin, le rythme le plus élevé des principaux pays de ce groupe. Grâce à l'essor de l'activité économique au second semestre, la croissance des ventes à l'étranger est devenue presque partout plus vigoureuse, avec une reprise particulièrement vive en Europe.

... mais se ralentit dans les pays en développement

Ce sont les pays en développement qui ont été les principaux bénéficiaires de l'expansion des importations dans les pays industriels, lesquels absorbent 60% du total de leurs ventes à l'étranger. Si l'on estime que la croissance globale en volume des exportations des pays en développement s'est ralentie, de quelque 11% en 1986 à 7% en 1987, cela est entièrement dû à la faiblesse de la demande de pétrole. En fait, alors qu'en termes réels les ventes à l'étranger des pays exportateurs de pétrole ont stagné en 1987, celles des pays non exportateurs de pétrole ont augmenté de 10% environ pour la deuxième année consécutive; une part significative de cette progression a été due au dynamisme des exportations des économies d'Asie du Sud-Est.

Modification de la part respective des divers produits ...

Les variations de la structure géographique des échanges sont, dans une grande mesure, à l'image des modifications survenues ces deux dernières années dans la répartition par type de produits des échanges internationaux. L'accroissement en volume des échanges de produits manufacturés s'est accéléré de quelque 1½ point de pourcentage, pour s'inscrire à 5% en 1987, avec une nette progression en cours d'année. Les denrées agricoles se sont aussi fortement redressées: on estime que, après une stagnation en 1986, elles ont augmenté de 4% en volume en 1987 — soit la meilleure croissance en termes réels depuis 1981. Les échanges internationaux de pétrole et autres produits minéraux, qui avaient constitué l'élément moteur de l'expansion en volume du commerce mondial en 1986 avec une croissance de 7½%, se sont contractés de 1% en 1987, selon les estimations.

... et des prix relatifs des biens échangés

Les prix en dollars des principales catégories de produits de base ont connu en 1987 des évolutions assez convergentes. Après s'être contractés de quelque 50% en 1986, les prix mondiaux du pétrole ont regagné 28½% en 1987, pour s'inscrire autour de \$17 le baril en moyenne sur l'ensemble de l'année. En termes réels, le cours moyen de 1987 est demeuré à 4% environ au-dessous de celui de 1978, année qui a précédé le second choc pétrolier. Les prix des matières premières autres que le pétrole ont considérablement monté au début du second semestre, mais, sur l'ensemble de l'année, cette augmentation de 4½% est restée bien en deçà de celle des produits manufacturés (12%). Parmi les produits de base non pétroliers, les prix des denrées tropicales et boissons, qui tiennent une grande place pour de nombreux pays en développement à faible revenu, sont restés généralement déprimés, tandis que ceux des matières premières agricoles et des métaux ont été particulièrement fermes.

Bien que les services fassent l'objet d'échanges beaucoup moins étendus que les marchandises, leur rôle dans les transactions internationales et leur

contribution à l'ajustement des balances des paiements devraient s'intensifier à l'avenir. Cela vaut non seulement pour les services traditionnels comme les transports et le tourisme, mais, à plus forte raison, pour toute une gamme d'activités incluant les services financiers, les activités de conseil, l'informatique et les télécommunications, lesquels se développent rapidement, à la fois sous l'effet des progrès importants des technologies de l'information et grâce à une tendance de plus en plus répandue à la déréglementation des marchés nationaux des services.

Importance  
croissante des  
échanges de  
services

Comme le montre le tableau ci-contre, les échanges mondiaux de services se sont développés, depuis 1976, plus rapidement que le commerce des marchandises, leur part dans l'ensemble étant passée de 24% en 1976 à 30% en 1987. Une bonne partie de cet essor doit toutefois être imputée à une accélération particulièrement vive des revenus d'investissements consécutive à l'intensification des prêts transfrontières et à la hausse des taux d'intérêt durant une partie de ces dix dernières années. Les autres services ont, en revanche, connu une expansion grosso modo parallèle à celle du commerce des marchandises. Cette constatation a peut-être de quoi surprendre: en effet, étant donné la place croissante occupée par les services dans les économies plus développées, on aurait pu s'attendre à une accélération de la croissance des échanges internationaux dans le secteur «Autres services». Toutefois, les chiffres globaux du tableau ne reflètent peut-être pas intégralement les tendances sous-jacentes. On sait pertinemment que les données relatives aux échanges de services sont incomplètes, comme en témoigne, par exemple, l'importance de l'écart statistique du recensement total des exportations et des importations de services. Il se peut aussi que de fortes variations de prix se soient produites, tant entre différentes catégories de services que par rapport aux prix des marchandises, variations qui peuvent masquer des rythmes différents de croissance en volume des échanges de biens et services. En outre, certaines des avancées technologiques donnant lieu à des échanges de services avec l'étranger sont relativement récentes, de sorte que leur incidence ne se fera peut-être sentir plus fortement qu'à l'avenir. De surcroît, comme le montre l'inclusion des services — pour la première fois — dans le cadre du nouveau cycle de négociations commerciales multilatérales (Uruguay Round), la réalisation d'un accord sur les règlements applicables aux échanges et aux investissements dans le domaine des services peut donner un nouvel élan à ces activités commerciales.

En 1987, on n'a constaté aucun signe d'apaisement des pressions protectionnistes dans l'économie mondiale. En particulier, la persistance de graves déséquilibres commerciaux et les difficultés continuelles se dressant sur la voie de l'ajustement structurel ont paru stimuler la recherche de solutions bilatérales aux problèmes commerciaux, ce qui n'a fait qu'accroître la part des échanges internationaux échappant au champ d'application des dispositions et disciplines multilatérales. Malgré l'engagement des parties contractantes à un gel des situations durant le cycle de négociations de l'Uruguay Round, on a assisté à une prolifération des accords relevant de ce qu'on appelle la «zone grise» du protectionnisme — autolimitation des exportations, partage des marchés et autres barrières non tarifaires destinées à

Les pressions  
protectionnistes  
demeurent



tourner les réglementations du GATT — ce qui, selon les estimations, porte à 50% des échanges internationaux de marchandises la part en fait «administrée» d'une façon ou d'une autre. Durant la période octobre 1986-septembre 1987, première année de l'Uruguay Round, le GATT a ainsi recensé, preuves à l'appui, 251 nouvelles mesures relevant de la «zone grise».

Echanges mondiaux de biens et services <sup>1</sup>				
Postes	1976	1981	1986	1987 <sup>2</sup>
	en milliards de dollars EU			
Total	1.185	2.592	2.777	3.218
Marchandises	903	1.820	1.928	2.251
Services	282	772	849	967
Revenus d'investissements	79	350	374	—
Autres services	203	422	475	—
<i>Parts (en %) du total</i>				
Ensemble des services	24	30	31	30
Hors revenus d'investissements	17	16	17	—

<sup>1</sup> A l'exclusion de l'Europe de l'Est. <sup>2</sup> Estimations provisoires.  
Sources: FMI, Annuaire des balances des paiements et Perspectives économiques mondiales, avril 1988.

Les préoccupations persistantes suscitées par les déséquilibres des échanges bilatéraux se sont également accompagnées d'une recrudescence marquée de ce qu'on appelle «protectionnisme de procédure», lequel consiste à menacer de recourir à des enquêtes administratives — voire à les mettre effectivement en œuvre — dans le cadre notamment de réglementations anti-dumping ou en vue de l'imposition de droits compensatoires, afin de décourager les importations ou de provoquer une autolimitation des exportations. La multiplication récente des ententes commerciales régionales, dont l'accord de libre-échange conclu fin 1987 entre les Etats-Unis et le Canada constitue l'exemple le plus remarquable, donne une nouvelle illustration de la tendance au développement des conventions bilatérales. Cet accord instaure un précédent dans plusieurs domaines qui ont échappé jusqu'à maintenant aux règles contractuelles du GATT: l'agriculture, les services et les investissements de nature commerciale, thèmes qui figurent tous en bonne place à l'ordre du jour de l'Uruguay Round. Il devrait donc, somme toute, aboutir à un accroissement des échanges. Il soulève toutefois certaines questions quant au rôle des ententes bilatérales au sein d'un système commercial ouvert et multilatéral fondé sur le principe de non-discrimination et sur la clause de la nation la plus favorisée.

### Ajustement extérieur dans les trois principaux pays industriels

L'aggravation des déséquilibres, en termes de dollars, masque un ajustement tendanciel

De prime abord, il semble que 1987 ait été une année décevante en matière d'ajustement extérieur dans les trois principaux pays industriels. Les déséquilibres s'y sont encore aggravés, le déficit des paiements courants américains se creusant de \$19,3 milliards et les excédents du Japon et de

l'Allemagne s'étoffant de \$1,2 milliard et \$5,4 milliards respectivement. Exprimées en dollars EU, ces variations des soldes des paiements courants tendent cependant à présenter une image assez trompeuse, comme on peut le constater dans le tableau ci-dessous: en termes de monnaie nationale ou en pourcentage du PNB, les déséquilibres extérieurs du Japon et de

Evaluation, par des méthodes différentes, des balances des paiements courants des trois principaux pays industriels					
Balances des paiements courants	1985	1986	année	1987	
				1er semestre*	2ème semestre*
Etats-Unis					
En milliards de dollars EU	-116,4	-141,4	-160,7	-156,5	-164,9
En % du PNB	- 2,9	- 3,3	- 3,6	- 3,5	- 3,6
Japon					
En milliards de dollars EU	49,2	85,8	87,0	93,2	80,8
En 1.000 milliards de yens	11,5	14,2	12,5	13,8	11,2
En % du PNB	3,6	4,3	3,6	4,0	3,3
Allemagne					
En milliards de dollars EU	17,1	39,7	45,1	46,8	43,4
En milliards de deutsche marks	48,4	85,0	80,5	85,0	76,2
En % du PNB	2,6	4,4	4,0	4,2	3,8
* Chiffres en rythme annuel, corrigés des variations saisonnières.					

l'Allemagne ont notablement régressé; il n'en demeure pas moins qu'aux Etats-Unis le déficit des paiements courants a continué de s'accroître en 1987, tant en valeur absolue que par rapport au PNB.

Néanmoins, même exprimées en monnaies nationales ou en pourcentage du PNB, les balances des paiements courants en termes nominaux ne constituent pas un indicateur particulièrement significatif du degré d'ajustement tendanciel, car elles sont soumises à diverses influences transitoires. Tout d'abord, étant donné la persistance des déséquilibres, les soldes des paiements courants apparaissent de plus en plus comme l'héritage de déséquilibres antérieurs, en ce sens que, par suite des variations correspondantes des positions nettes en matière de créances et de dettes internationales, le revenu net d'investissements vient s'ajouter aux excédents et déficits des autres opérations. Deuxièmement, étant donné la grande place des importations de pétrole, les fluctuations des prix pétroliers peuvent, par leur amplitude, affecter fortement l'évolution, d'une année sur l'autre, des balances des paiements courants en termes nominaux. Troisièmement, les mouvements relatifs des prix des produits échangés (hors pétrole), qui peuvent être très prononcés en période d'ajustements importants des taux de change, sont susceptibles de dissimuler des variations, même sensibles, du commerce en volume.

Ainsi, alors que le déficit des paiements courants des *Etats-Unis* s'est creusé entre 1986 et 1987 de \$141,4 milliards à \$160,7 milliards, plusieurs facteurs ont contribué à masquer l'amélioration tendancielle et progressive

Un ajustement  
aux Etats-Unis ...



des comptes extérieurs en cours d'année. Tout d'abord, une part significative de l'élargissement du déficit des paiements courants, en termes nominaux, a correspondu à un recul des revenus nets d'investissements, de \$20,8 milliards à \$14,5 milliards, ce qui reflète essentiellement la dégradation du solde des investissements internationaux des Etats-Unis au cours des dernières années. Les revenus nets d'investissements auraient en fait enregistré une baisse beaucoup plus forte si la dépréciation du dollar EU n'avait pas augmenté les recettes dues aux investissements directs américains en provoquant un gonflement de la valeur en dollars des revenus étrangers et en générant des plus-values substantielles. En revanche, le solde des autres services et des transferts s'est légèrement amélioré, ce qui a en partie compensé la baisse des revenus nets d'investissements. Deuxièmement, l'élargissement du déficit commercial, de \$144,3 milliards en 1986 à \$159,2 milliards en 1987, est dû pour plus de moitié à l'accroissement des importations de brut et autres produits pétroliers; bien que ces achats à l'étranger se soient accrus de 3½% en volume, c'est la hausse de leur prix qui explique pour l'essentiel le renchérissement de la facture pétrolière. Hors pétrole, le déficit commercial ne s'est élargi que de \$6,3 milliards, et encore ce mouvement s'est-il produit en totalité au cours du premier semestre. Troisièmement, la dégradation de la balance commerciale hors pétrole en 1987 est entièrement imputable à une détérioration de 4½% des termes de l'échange (hors pétrole), qui a largement annulé la réduction du déficit commercial intervenue sur la base des montants en prix constants évalués en dollars de 1982.

Variations des balances commerciales hors pétrole des trois principaux pays industriels			
Balances commerciales hors pétrole	1985	1986	1987
	en milliards de dollars EU		
Etats-Unis			
En dollars courants	-16,6	-38,8	- 6,3
En dollars constants <sup>1</sup>	-16	-21½	11½
Japon <sup>2</sup>			
En dollars courants	2,4	20,2	0,3
En dollars constants <sup>1</sup>	6	-20½	-14½
Allemagne <sup>2</sup>			
En dollars courants	6,4	18,3	14,7
En dollars constants <sup>1</sup>	5	- 6	- 5½

<sup>1</sup> Montants en prix constants évalués en dollars de 1982. <sup>2</sup> Sur la base des statistiques douanières.

... essentiellement dû à la vigueur de la croissance des exportations

Ce remarquable renversement de tendance dans l'évolution, en termes réels, du déficit commercial hors pétrole — l'aggravation de \$21½ milliards en 1986 ayant fait place à une amélioration de \$11½ milliards en 1987 — s'explique principalement par de très bons résultats à l'exportation. Les ventes à l'étranger ont progressé de 12,2% en volume sur l'ensemble de l'année, soit 4½ points de plus qu'en 1986, et ont enregistré des gains particulièrement élevés à la fois sur le marché des produits agricoles et sur celui des biens

manufacturés, ce dernier secteur gagnant 16%, soit deux fois et demie la croissance estimée des marchés d'exportation des biens manufacturés américains. On doit surtout attribuer cette vigueur des ventes à l'étranger en termes réels à l'amélioration, sous l'effet de l'évolution des taux de change, de la compétitivité internationale des exportateurs américains; cette compétitivité s'est en effet renforcée, sur la base des coûts unitaires de main-d'œuvre, de plus de 25% entre la fin de 1985 et la fin de 1987. Cette amélioration n'a pas seulement permis aux exportateurs des Etats-Unis d'accélérer progressivement le rythme de croissance de leurs ventes en volume, de 7,6% au premier trimestre à 16,7% au dernier (par rapport aux périodes correspondantes de 1986); elle les a aussi autorisés, après le premier trimestre, à majorer substantiellement les prix en dollars de leurs exportations non agricoles. De surcroît, les exportateurs américains n'ont pas uniquement obtenu de bons résultats sur les marchés des pays industriels dont la monnaie s'est le plus fortement appréciée à l'égard du dollar, mais également sur les marchés tiers du monde en développement.

Sur le front des importations, en revanche, l'ajustement extérieur s'est manifesté de façon plus diffuse: l'accroissement en volume des achats américains à l'étranger (à l'exception des produits pétroliers) s'est ralenti après avoir atteint près de 13% en 1986, mais il est demeuré relativement élevé l'an dernier, à quelque 5%. En outre, cette décélération de la croissance des importations en termes réels s'est produite durant le premier semestre de 1987, période de baisse de la demande interne réelle; au second semestre, les importations ont repris un rythme de croissance très vif lorsque l'activité économique a commencé de se redresser aux Etats-Unis. Les valeurs unitaires à l'importation des produits non pétroliers ont poursuivi leur hausse (6% contre 4% en 1986), hausse au demeurant modérée, compte tenu de la dépréciation de 29% du dollar en termes effectifs durant les deux dernières années. Si l'on considère les catégories de produits, il apparaît que la croissance globale du volume des importations est due pour les trois quarts environ à des acquisitions, en grande partie auprès des pays d'Asie du Sud-Est, de biens d'équipement.

Après s'être considérablement accru en 1986 (+\$36,6 milliards), l'excédent des paiements courants du Japon n'a augmenté que de \$1,2 milliard en 1987, pour atteindre \$87 milliards. Cette progression s'est effectuée en totalité dans les trois premiers mois, alors qu'au dernier trimestre l'excédent s'est réduit de \$3,5 milliards par rapport à la période correspondante de l'année précédente, ce qui indique que l'ajustement extérieur est en cours.

C'est dans le solde des échanges non pétroliers que l'on observe les signes les plus manifestes de cet ajustement. D'après les statistiques douanières, l'excédent commercial hors pétrole a cessé de croître, en termes nominaux, en 1987, après avoir progressé de plus de \$20 milliards l'année précédente. Ce ralentissement de la croissance de l'excédent, en termes nominaux, est encore plus impressionnant si l'on considère qu'il s'est produit malgré une amélioration marquée des termes de l'échange; ainsi, en termes réels et en montants calculés à prix constants en dollars de 1982, le solde positif de la balance commerciale s'est inscrit en recul de \$20½ millions en

Ajustement  
continu au  
Japon ...



... surtout grâce  
à l'essor des  
importations  
non pétrolières

1986, puis de \$14½ millions en 1987. Le relâchement apparent de cette tendance entre 1986 et 1987 s'explique aussi par des importations exceptionnelles d'or en 1986. Abstraction faite de ces achats, le rythme d'ajustement s'est fortement accéléré en 1987.

L'élément déterminant de l'abaissement, en termes réels, de l'excédent des échanges non pétroliers du Japon réside dans le gonflement cumulé de 31% du volume des importations hors pétrole au cours des deux dernières années. Si l'on exclut les achats exceptionnels d'or à l'étranger, qui ont accru de quelque 3½ points la croissance réelle des importations en 1986, on observe que ce gonflement s'est essentiellement produit l'an dernier. Ce sont surtout les pays voisins d'Asie du Sud-Est qui semblent avoir bénéficié de cette demande, les achats du Japon à cette région ayant augmenté de plus de 30% en 1987 en termes nominaux, cependant que l'ensemble des importations de produits non pétroliers a progressé de 20% en valeur. Du côté des exportations, deux facteurs ont contribué à l'ajustement extérieur: la perte de compétitivité internationale du Japon, avec une revalorisation de 50% du taux de change effectif réel du yen depuis le milieu de 1985 et la décélération de la demande dans quelques-uns des plus importants marchés d'exportation du Japon. Toutefois, s'il apparaît que le taux de change ainsi que des éléments conjoncturels ont fortement limité les résultats des exportateurs japonais sur le marché des Etats-Unis, où les ventes ne se sont développées que de 4% en termes nominaux, en revanche, vis-à-vis de l'Europe de l'Ouest et des marchés d'Asie du Sud-Est en pleine expansion, la perte de compétitivité a été bien moindre et a permis aux exportateurs japonais d'accroître leurs ventes nominales dans ces régions, de 27% et 22% respectivement, et d'élargir leurs parts de marché.

En Allemagne,  
également, ...

En *Allemagne*, l'excédent des paiements courants a augmenté en 1987, pour atteindre \$45,1 milliards, contre \$39,7 milliards en 1986, tout en se contractant entre le premier et le second semestre. Cette compression en cours d'année est toutefois due en grande partie à un gonflement notable du déficit traditionnel des transactions invisibles, lequel reflète avant tout une hausse des dépenses nettes au titre du tourisme, et des décaissements dans le cadre des transferts officiels.

Malgré un net renforcement de l'excédent des échanges non pétroliers (mesuré sur la base des statistiques douanières), qui s'inscrit au niveau record de \$82,6 milliards, les tendances sous-jacentes des prix et volumes des produits échangés indiquent que le déséquilibre extérieur est également en cours d'ajustement en *Allemagne*. Pour la seconde année consécutive, l'accroissement de l'excédent commercial hors pétrole en termes nominaux est entièrement dû à une amélioration des termes de l'échange (4% en 1987, s'ajoutant à 6% en 1986), qui a largement compensé la contraction de l'excédent en termes réels. Au demeurant, calculé en montants à prix constants évalués en dollars de 1982, le surplus commercial hors pétrole s'est réduit de quelque \$6 milliards par an en 1986 et 1987.

L'ajustement tendanciel a été principalement induit par l'accroissement du volume des importations de produits non pétroliers: 6% en 1986 et 7% en 1987. La demande a été particulièrement soutenue en ce qui concerne les achats à l'étranger de produits manufacturés, qui se sont développés depuis

1985 au taux annuel de 8%, soit plus du double du rythme d'expansion enregistré par la demande interne réelle. Pour une grande part, ce phénomène s'explique par la perte de compétitivité, sous l'effet de l'évolution du taux de change, des producteurs nationaux de biens soumis à la concurrence des importations, principalement par rapport aux fournisseurs dont la monnaie s'est dépréciée vis-à-vis du deutsche mark. Les estimations relatives aux variations du volume des importations, ventilées par pays d'origine, confirment effectivement que ce sont les exportateurs des pays en développement hors OPEP et des pays industrialisés extérieurs à la CEE qui ont le plus accru leur part du marché allemand. Du côté des exportations, le processus d'ajustement est cependant moins marqué. Le volume des ventes à l'étranger a progressé modérément, de 1½% en 1986 et de 3% en 1987, ce qui traduit une certaine perte de parts de marché à l'exportation pour ces deux années. Mais la croissance en volume a commencé de se redresser dans le courant de 1987, et, au quatrième trimestre, les exportations ont augmenté de 7½% en termes réels par rapport à la période correspondante de 1986. Sur l'ensemble de l'année, la physionomie de l'expansion des exportations en volume a été soumise à l'influence de facteurs liés à la conjoncture et aux taux de change. Etant donné que la demande étrangère a été principalement stimulée par les dépenses des consommateurs, les ventes à l'étranger de biens de consommation et de produits alimentaires et boissons se sont relativement bien comportées, tandis que celles des biens d'équipement ont marqué le pas en volume. Parallèlement, les exportations se sont fortement développées vers les pays partenaires au sein de la CEE et, à partir d'un faible niveau, vers le Japon, tandis qu'elles ont été plutôt déprimées vis-à-vis des pays dont la monnaie est liée au dollar.

... l'expansion des importations non pétrolières contribue au processus d'ajustement

## Persistance des déséquilibres et perspectives d'ajustement dans les trois plus grands pays industriels

Si l'on peut déceler dans chacun des trois grands pays industriels des symptômes d'ajustement tendanciel des soldes extérieurs en 1987, il apparaît que le rythme de cet ajustement et, en particulier, de la concrétisation des modifications souhaitées dans le volume des échanges a jusqu'ici été plutôt lent. On est en droit d'être surpris par la persistance d'amples déséquilibres extérieurs en termes nominaux, alors que la plupart des études empiriques laissent entrevoir un ajustement à la fois plus rapide et plus énergique aux variations de la croissance de la demande interne et des taux de change réels effectifs qui se sont produites depuis 1985 (voir graphique ci-contre).

Une lenteur de l'ajustement imputable ...

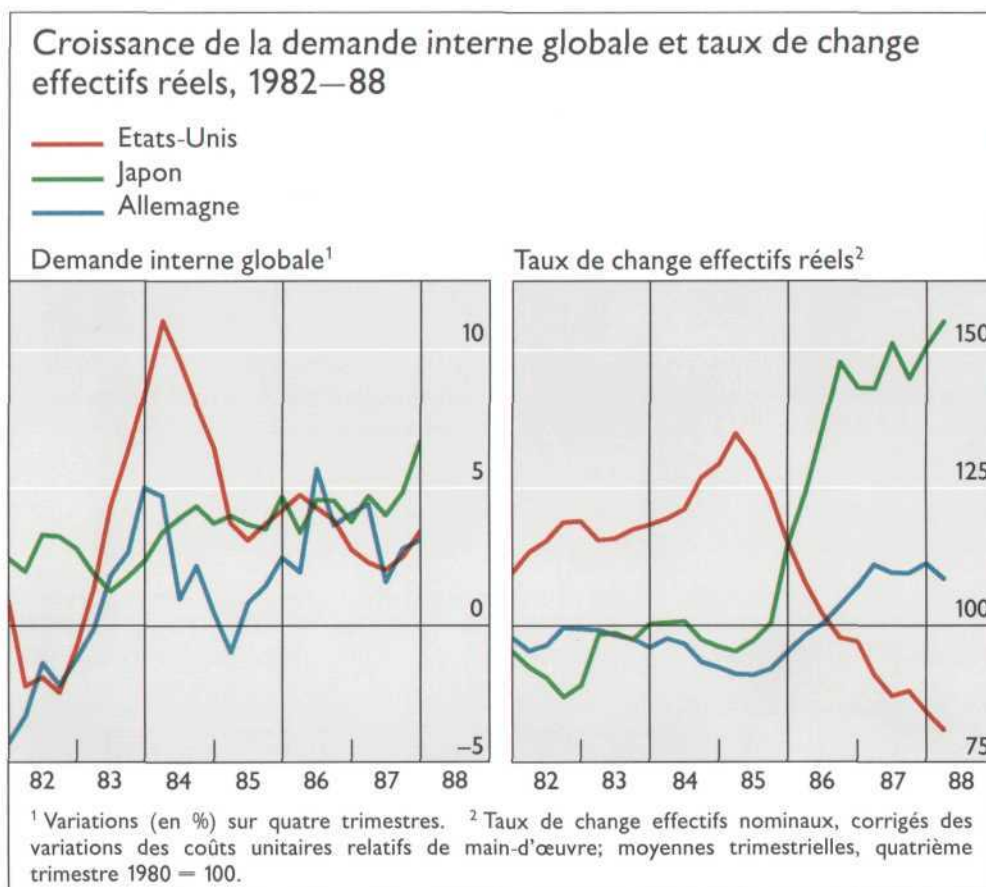
Trois facteurs généraux semblent avoir contribué à la ténacité des déséquilibres extérieurs. Le premier, et peut-être le plus important, réside dans le fait que les délais de réaction des flux commerciaux aux mouvements des taux de change se sont apparemment allongés ces dernières années; en deuxième lieu, l'ajustement peut avoir été entravé par un certain nombre d'éléments structurels qui reflètent essentiellement des différences dans la composition par produit et la répartition géographique des échanges; enfin, bien qu'on note entre les trois principaux pays industriels une variation



... aux effets  
différés des varia-  
tions des taux  
de change ...

sensible, en termes réels, de la croissance relative de la demande interne, le processus d'ajustement n'a pas été suffisamment soutenu jusqu'à maintenant par les modifications structurelles nécessaires de la demande interne.

Les variations des taux de change affectent les flux commerciaux en modifiant les prix relatifs des marchandises échangées. Normalement, ces mouvements des prix relatifs aggravent à court terme le déséquilibre commercial nominal (conformément au mécanisme de la courbe en J), mais, à plus



longue échéance, ils devraient provoquer une réaction des volumes commerciaux compensant largement les effets de prix et amener ainsi l'ajustement souhaité de la balance commerciale. La rapidité de la réalisation pratique de ce processus est avant tout fonction de l'ampleur avec laquelle les modifications des taux de change se répercutent sur les prix des marchandises échangées.

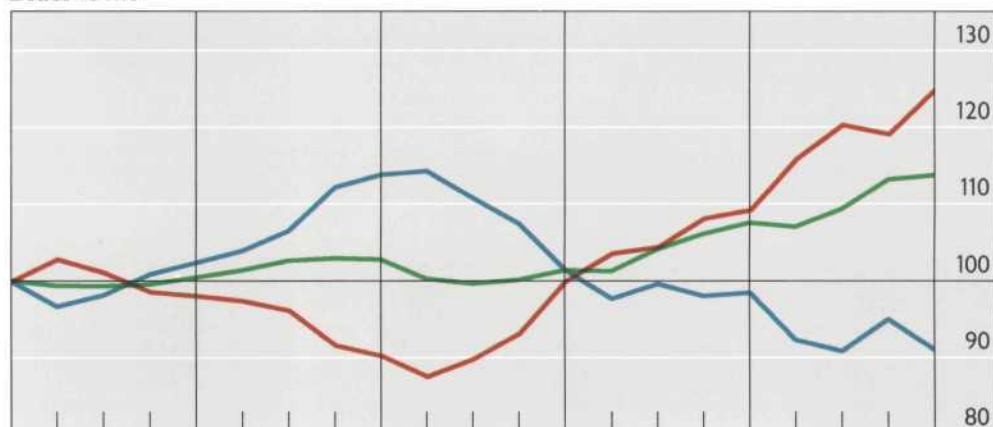
Comme le montre le graphique de la page suivante, le comportement des fournisseurs étrangers en matière de prix semble avoir varié de façon significative avec le temps et selon les marchés. La caractéristique la plus frappante à cet égard réside sans nul doute dans la lenteur de l'ajustement des valeurs unitaires à l'importation aux Etats-Unis, malgré la forte dépréciation du dollar. Les coûts de production (mesurés en dollars) des fournisseurs étrangers des Etats-Unis se sont élevés de 45%, selon les estimations, entre le début de 1985 et la fin de 1987, mais les valeurs unitaires des produits non pétroliers à l'importation aux Etats-Unis n'ont augmenté que de 11% environ pendant la même période. Cela porte à croire que les fournisseurs étrangers

## Coûts de production et marges bénéficiaires des fournisseurs étrangers des marchés des Etats-Unis, du Japon et de l'Allemagne (estimations), 1983—87

En monnaie du pays importateur; quatrième trimestre 1982 = 100

- Coûts de production des fournisseurs étrangers<sup>1</sup>
- Valeurs unitaires à l'importation<sup>2</sup>
- Marges bénéficiaires<sup>3</sup>

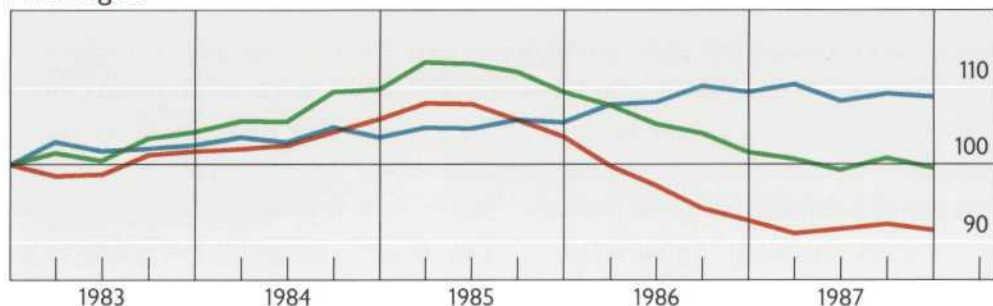
### Etats-Unis



### Japon



### Allemagne



<sup>1</sup> Estimations établies sur la base de l'indice pondéré des coûts unitaires de main-d'œuvre (65%) et des prix de gros des matières premières (35%) dans les autres grands pays industriels; les pondérations sont fonction de la part représentée dans les importations. <sup>2</sup> Pour les Etats-Unis, comprend tous les produits à l'exclusion du pétrole; pour le Japon et l'Allemagne, produits manufacturés. <sup>3</sup> Ratio valeurs unitaires à l'importation/coûts de production.



ont hésité à relever leurs prix à l'exportation en dollars et ont préféré accepter un écrasement de leurs marges bénéficiaires afin de défendre leurs parts du marché américain. On peut expliquer ce comportement par deux sortes de considérations. En premier lieu, ainsi que le montre le graphique, les fournisseurs étrangers avaient largement augmenté leurs marges bénéficiaires durant la période de fermeté du dollar, ce qui leur a peut-être permis de se constituer ces dernières années un matelas de ressources. En deuxième lieu, étant donné l'ampleur des retournements de tendance du taux de change du dollar depuis le début des années soixante-dix, il se peut que les fournisseurs étrangers aient en général réagi de façon plus circonspecte aux mouvements de change et qu'ils aient redoublé d'efforts pour maintenir leurs parts de marché, même si maintenant leurs revenus ne couvrent plus intégralement leurs coûts de production globaux. Ces facteurs joueront manifestement un moins grand rôle à plus long terme, et, par conséquent, s'ils peuvent retarder l'ajustement des économies à une dépréciation durable du dollar, ils ne sauraient l'empêcher. Il n'en reste pas moins que ce comportement en matière de prix a atténué et retardé les effets de la courbe en J et qu'il s'est avéré avoir fortement contribué à la lenteur de l'ajustement de la balance commerciale américaine.

En revanche, en Allemagne et au Japon où, comme on vient de le voir, l'ajustement a été sensible du côté des importations, il semble que les fournisseurs étrangers aient déterminé leurs prix de vente de façon à refléter assez fidèlement leurs coûts de production. Dans ces deux pays, les valeurs unitaires à l'importation des produits manufacturés ont évolué en parallèle assez étroit avec les mouvements des coûts de production à l'étranger, et ce n'est que récemment que les exportateurs vers ces marchés paraissent avoir élargi leurs marges bénéficiaires à la faveur de l'appréciation du yen et du deutsche mark.

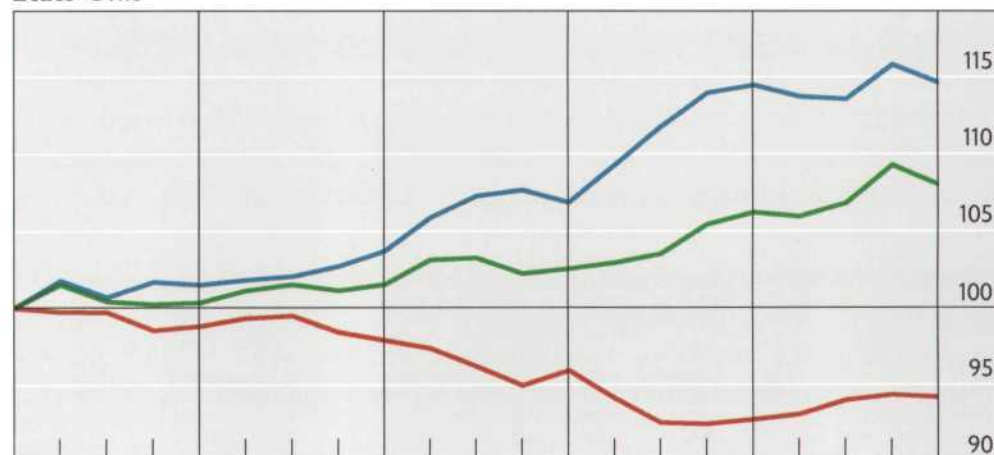
En ce qui concerne le comportement en matière de prix des exportateurs vers chacun de ces trois principaux pays industriels, le graphique de la page suivante établit une comparaison entre les coûts de production internes et les valeurs unitaires à l'exportation en monnaies nationales. On voit une nouvelle fois apparaître des différences significatives. Il ressort que les exportateurs américains ont, dans une grande mesure, révisé les prix de leurs ventes à l'étranger de produits non agricoles en fonction des modifications du taux de change jusqu'au milieu de 1985 mais qu'ils ont ensuite commencé à tirer profit de leur plus grande compétitivité internationale pour augmenter leurs marges bénéficiaires. Les prix allemands à l'exportation semblent avoir grosso modo suivi l'évolution des coûts de production jusqu'en 1986, mais les exportateurs allemands paraissent avoir été contraints de réduire leurs marges en 1987 sous la pression de la concurrence. A l'opposé, les exportateurs japonais semblent s'être attachés à défendre leurs parts de marché et se sont donc montrés prêts à des concessions notables sur les prix dès le début de 1986. Il s'agit peut-être là partiellement d'une riposte à l'âpreté de la concurrence livrée par les exportateurs des pays d'Asie du Sud-Est, qui offrent une gamme de produits dans une certaine mesure similaires à ceux du Japon et qui sont, eux aussi, fortement orientés vers le marché américain.

## Coûts de production et marges bénéficiaires des exportateurs des Etats-Unis, du Japon et de l'Allemagne (estimations), 1983–87

En monnaie nationale; quatrième trimestre 1982 = 100

- Coûts de production des exportateurs<sup>1</sup>
- Valeurs unitaires à l'exportation<sup>2</sup>
- Marges bénéficiaires<sup>3</sup>

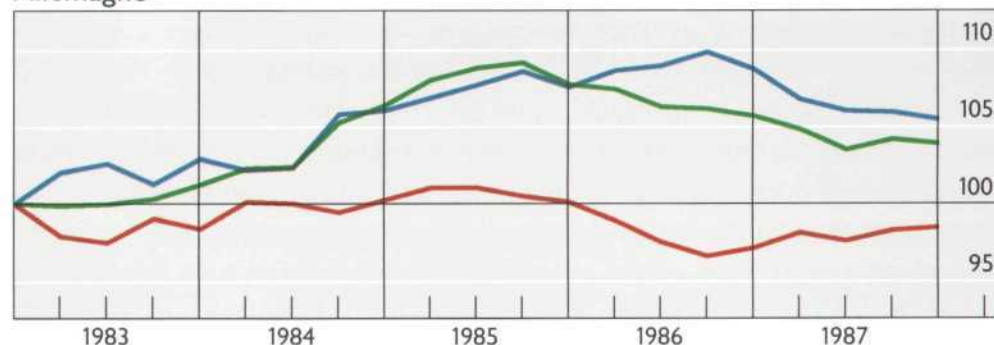
### Etats-Unis



### Japon



### Allemagne



<sup>1</sup> Estimations établies sur la base d'une moyenne des coûts unitaires de main-d'œuvre (65%) et des prix de gros des matières premières (35%). <sup>2</sup> Pour les Etats-Unis, hors produits agricoles; pour le Japon et l'Allemagne, produits manufacturés. <sup>3</sup> Ratio valeurs unitaires à l'exportation/coûts de production.



... à des facteurs structurels ...

Tant la répartition par produit que la structure géographique des échanges ont eu une incidence sur l'ajustement aux modifications des conditions macro-économiques. En premier lieu, étant donné qu'aux Etats-Unis les produits manufacturés tiennent une place relativement réduite dans le total des ventes à l'étranger, les exportations de ce pays ont manifesté une élasticité assez faible par rapport aux variations des revenus et des prix relatifs à l'étranger; en revanche, l'élasticité des importations est beaucoup plus forte aux Etats-Unis que dans de nombreux autres pays industriels (voir Chapitre II). Au Japon, à l'inverse, où les produits manufacturés représentent pratiquement la totalité des exportations mais 40% seulement des importations, l'élasticité des exportations a été comparativement élevée, alors que les importations ont eu un comportement assez rigide à l'égard des variations de revenus et de prix. Ces différences d'élasticité dans les échanges expliquent pourquoi l'ajustement externe a été relativement lent en 1987: la majeure partie de la variation de la position cyclique relative du Japon et des Etats-Unis traduit en effet davantage l'accélération de l'expansion de la demande au Japon que son ralentissement aux Etats-Unis. En deuxième lieu, la réduction, depuis 1982, des importations des pays débiteurs d'Amérique latine a surtout affecté les Etats-Unis, qui constituent traditionnellement le principal partenaire commercial de l'Amérique latine. En 1987, les ventes des Etats-Unis à cette région n'ont atteint que \$35 milliards, contre \$43 milliards en 1981. Si les pays débiteurs avaient été en mesure de préserver un rythme même modeste de croissance de leurs importations en volume, le déficit commercial des Etats-Unis aurait pu être minoré de \$20—25 milliards en 1987. Enfin, les déséquilibres existants dressent, par leur ampleur même, un obstacle supplémentaire à un ajustement plus perceptible, dans la mesure où ils exigent, pour être corrigés, des écarts importants entre les rythmes de croissance des exportations et des importations. A titre d'exemple, les importations américaines dépassent actuellement d'environ 65% les exportations; il faudrait donc que le taux de croissance des ventes à l'étranger soit supérieur d'au moins deux tiers à celui des achats pour que le déficit commercial diminue. Or, la valeur des exportations et celle des importations ont augmenté en 1987 à des rythmes pratiquement identiques.

... et à des modifications inadéquates dans la structure de la demande interne

Etant donné que l'accroissement de la demande interne au Japon et en Allemagne est supérieur, en termes réels, à la croissance du PNB depuis 1986 et que la demande réelle aux Etats-Unis a progressé moins vite que la production en 1987, on peut dire que ces trois pays ont effectivement entamé un processus d'ajustement de la structure de la demande interne réelle. Toutefois, sous l'effet de modifications des termes de l'échange mais aussi en raison de politiques inadéquates de soutien de la demande, les écarts de croissance entre dépense et production ont été beaucoup moins sensibles en termes nominaux. En fait, comme on le verra au Chapitre IV, l'excédent de l'épargne nationale par rapport à l'investissement interne s'est quelque peu contracté en proportion du PNB au Japon et en Allemagne (ce qui reflète une baisse correspondante du ratio balance des paiements courants/PNB). Aux Etats-Unis, en revanche, l'écart épargne/investissement s'est encore élargi

l'an dernier, la réduction notable du budget ayant été largement compensée par le fléchissement de l'épargne du secteur privé. Cette évolution ne fait que confirmer l'évidence: il n'existe pas, du moins à court terme, de relation univoque entre solde budgétaire et position extérieure, et les changements d'orientation de la politique budgétaire sont susceptibles d'entraîner des réactions du secteur privé qui peuvent aussi bien renforcer qu'affaiblir l'incidence de cette politique sur les déséquilibres extérieurs. Le budget demeure néanmoins l'instrument le plus important dont disposent les autorités pour agir à plus long terme sur la relation épargne/investissement. Sans efforts opiniâtres de rééquilibrage des soldes budgétaires, particulièrement aux Etats-Unis, on ne peut attendre aucune amélioration durable et suffisante des déséquilibres extérieurs.

L'année dernière a sans doute marqué un tournant dans le processus d'ajustement extérieur concernant les trois principaux pays industriels. Dans les deux pays excédentaires, les déséquilibres des paiements courants ont commencé à diminuer en cours d'année; aux Etats-Unis, le déficit nominal a atteint son point maximum vers la fin de 1987 et a paru se contracter au premier trimestre de 1988. Il ne fait guère de doute que les politiques en vigueur et les taux de change actuels devraient permettre de percevoir en 1988-89 un ajustement supplémentaire des positions extérieures. Il est cependant difficile de prévoir l'ampleur qu'il pourrait prendre et son déroulement dans le temps. Pour la plupart, les études empiriques donnent à penser que, malgré une amélioration sensible à moyen terme des déséquilibres extérieurs, on continuera vraisemblablement d'enregistrer un fort déficit des paiements courants aux Etats-Unis et d'assez larges excédents au Japon et en Allemagne, même une fois pleinement réalisés les ajustements tant aux évolutions récentes des taux de change qu'aux modifications des politiques appliquées.

Un ajustement plus prononcé devrait intervenir dans un avenir proche

## Evolution des paiements courants dans les autres pays industriels

Dans un grand nombre d'autres pays industriels, le solde des paiements courants s'est détérioré en 1987, mais ce mouvement s'est effectué dans la plupart des cas à partir de positions extérieures assez favorables et n'a pas requis de mesures correctives immédiates. Toutefois, dans certains pays où le déficit des paiements courants était devenu insoutenable parce qu'il avait atteint, en pourcentage du PNB, un niveau trop élevé, des mesures d'ajustement ont été prises et le déficit a diminué. Pour l'ensemble des pays industriels (à l'exclusion cependant des Etats-Unis, du Japon et de l'Allemagne), le solde global des paiements courants, qui était équilibré en 1986, est devenu déficitaire de \$20 milliards en 1987. Cette dégradation s'explique par un élargissement de \$22½ milliards du déficit commercial, atténué par un résultat plus favorable des transactions invisibles. Alors qu'en 1986 la tendance à l'aggravation des soldes commerciaux en termes réels dans la plupart des pays avait été masquée par une amélioration sensible des termes de l'échange, l'élargissement du déficit des échanges de marchandises en 1987 reflète de plus en plus l'évolution des volumes commerciaux.

Détérioration générale des soldes des paiements courants ...



# Balances des paiements courants dans le monde

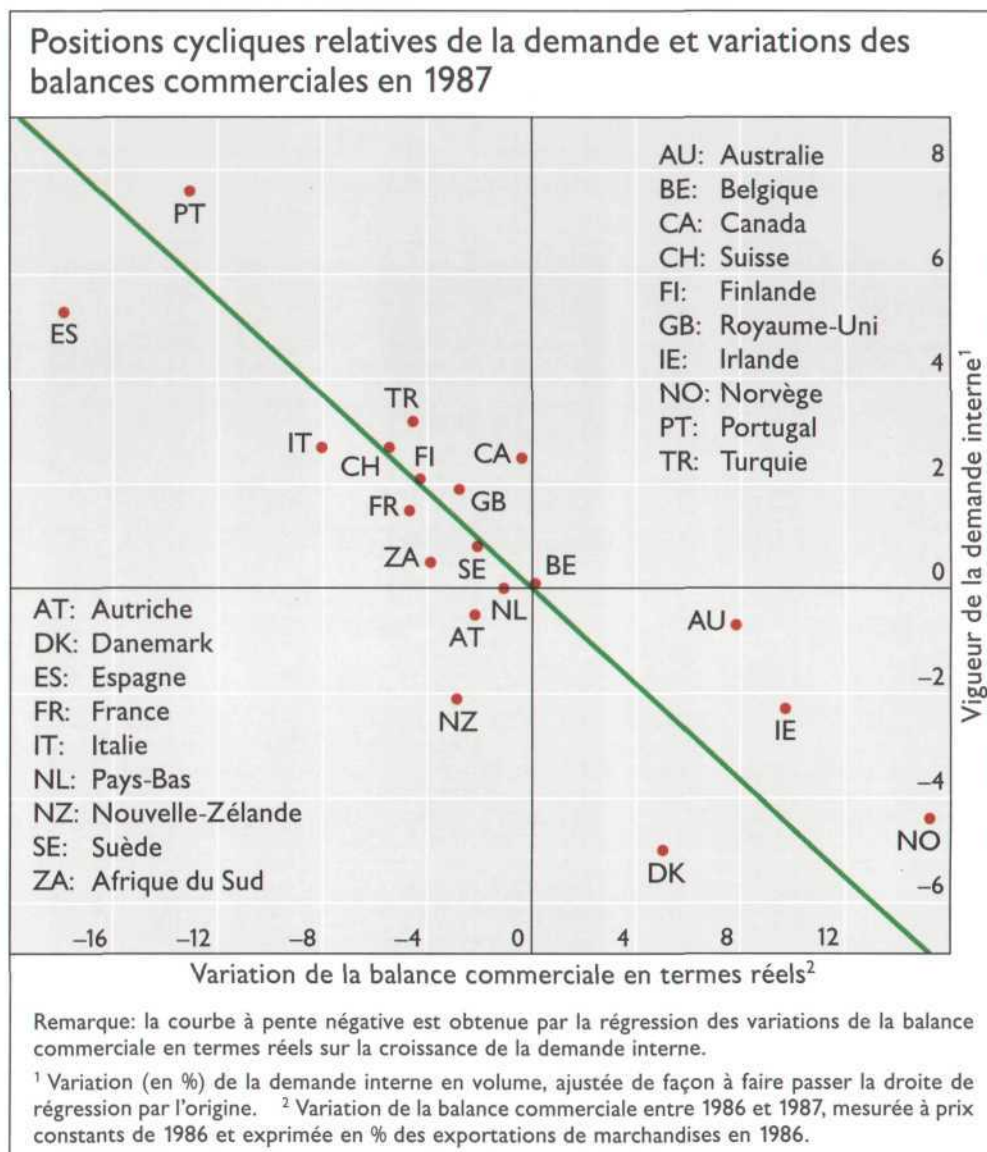
Pays et zones	Solde de la balance commerciale			Solde des transactions invisibles			Solde des transactions courantes		
	1985	1986	1987	1985	1986	1987	1985	1986	1987
	en milliards de dollars EU								
Pays industriels	- 44	- 6	- 25	- 5	-10	-23	- 49	- 16	- 48
Principaux pays industriels	- 40,0	0,1	- 11,5	-10,1	-17,0	-33,0	- 50,1	- 16,9	- 44,5
Allemagne	27,8	54,6	68,6	-10,7	-14,9	-23,5	17,1	39,7	45,1
Canada	12,4	7,5	7,8	-13,3	-14,2	-15,1	- 0,9	- 6,7	- 7,3
Etats-Unis	-122,1	-144,3	-159,2	5,7	2,9	- 1,5	-116,4	-141,4	-160,7
France	- 5,3	- 2,3	- 9,3	5,3	5,3	4,8	0,0	3,0	- 4,5
Italie	- 6,1	4,2	0,1	2,6	- 1,6	- 1,2	- 3,5	2,6	- 1,1
Japon	56,0	92,8	96,4	- 6,8	- 7,0	- 9,4	49,2	85,8	87,0
Royaume-Uni	- 2,7	- 12,4	- 15,9	7,1	12,5	12,9	4,4	0,1	- 3,0
Autres pays industriels	- 4,4	- 5,7	- 13,7	5,2	6,5	10,2	0,8	0,8	- 3,5
Afrique du Sud	5,8	7,2	7,2	- 3,2	- 4,0	- 4,2	2,6	3,2	3,0
Australie	- 1,3	- 2,1	- 0,5	- 7,4	- 7,6	- 8,2	- 8,7	- 9,7	- 8,7
Autriche	- 4,3	- 4,5	- 4,5	4,1	4,6	4,4	- 0,2	0,1	- 0,1
Danemark	- 0,8	- 1,2	0,8	- 1,9	- 3,1	- 3,8	- 2,7	- 4,3	- 3,0
Espagne	- 4,3	- 6,3	- 12,9	7,0	10,5	13,7	2,7	4,2	0,8
Finlande	0,8	1,5	1,2	- 1,5	- 2,4	- 3,3	- 0,7	- 0,9	- 2,1
Grèce	- 5,1	- 4,4	- 5,6	1,8	2,7	4,3	- 3,3	- 1,7	- 1,3
Irlande	0,7	1,3	2,1	- 1,3	- 1,7	- 1,8	- 0,6	- 0,4	0,3
Islande	0,0	0,1	0,1	- 0,1	- 0,1	- 0,1	- 0,1	0,0	0,0
Norvège	4,7	- 1,7	- 0,7	- 1,6	- 2,7	- 3,5	3,1	- 4,4	- 4,2
Nouvelle-Zélande	0,1	0,2	0,6	- 1,4	- 1,5	- 2,1	- 1,3	- 1,3	- 1,5
Pays-Bas	5,5	7,2	5,3	- 0,3	- 2,7	- 2,1	5,2	4,5	3,2
Portugal	- 1,5	- 1,7	- 3,4	1,9	2,9	4,1	0,4	1,2	0,7
Suède	2,5	5,3	4,4	- 3,7	- 4,3	- 5,3	- 1,2	1,0	- 0,9
Suisse	- 3,2	- 3,5	- 5,0	8,3	10,2	12,0	5,1	6,7	7,0
Turquie	- 2,9	- 3,1	- 3,3	1,9	1,6	2,3	- 1,0	- 1,5	- 1,0
UEBL <sup>1</sup>	- 0,5	0,7	0,4	1,2	2,3	2,4	0,7	3,0	2,8
Yougoslavie	- 0,6	- 0,7	0,1	1,4	1,8	1,4	0,8	1,1	1,5
Pays d'Europe de l'Est <sup>2</sup>	3	1	2	- 1	- 1	0	2	0	2
Pays en développement	47	8	52	-71	-48	-51	- 24	- 40	1
Exportateurs de pétrole <sup>3</sup>	66	14	46	-63	-44	-47	3	- 30	- 1
Non exportateurs de pétrole	- 19	- 6	6	- 8	- 4	- 4	- 27	- 10	2
Exportateurs de produits manufacturés <sup>3</sup>	- 14	1	14	9	12	13	- 5	13	27
Exportateurs de produits de base <sup>3</sup>	14	10	9	-31	-28	-30	- 17	- 18	- 21
Divers	- 19	- 17	- 17	14	12	13	- 5	- 5	- 4
Total <sup>4</sup>	6	3	29	-77	-59	-74	- 71	- 56	- 45

<sup>1</sup> Union économique belgo-luxembourgeoise. <sup>2</sup> Bulgarie, Hongrie, Pologne, République démocratique allemande, Roumanie, Tchécoslovaquie et URSS. <sup>3</sup> Pays pour lesquels le pétrole, les produits manufacturés et les produits de base respectivement ont représenté en 1980 plus de 50% de leurs exportations de biens et services. <sup>4</sup> Correspond à l'écart statistique de la balance mondiale des paiements courants.

Sources: FMI; OCDE; sources nationales; estimations BRI.

Le graphique ci-dessous montre qu'il y a eu un lien étroit en 1987 entre la vigueur de la croissance de la demande interne dans les divers pays industriels et les variations de leurs soldes commerciaux en termes réels: plus la croissance du pays a été forte, plus la détérioration de sa balance commerciale a été prononcée. La rapidité avec laquelle les divergences d'évolution de la demande ont rejailli sur les positions extérieures en 1987, phénomène pourtant légèrement atténué par l'évolution des prix relatifs des échanges, met en

... due essentiellement à des facteurs conjoncturels



relief les limites que ces liens internationaux imposent aux politiques de gestion de la demande essentiellement axées sur des objectifs nationaux.

En 1987, la France a enregistré la plus forte détérioration des paiements courants de tous les pays industriels, à l'exception des Etats-Unis. En raison surtout d'un élargissement notable du déficit commercial, de \$2,3 milliards en 1986 à \$9,3 milliards en 1987, le solde des paiements courants a fléchi de \$7,5 milliards, jusqu'à faire apparaître un déficit de \$4,5 milliards. Etant donné que les termes de l'échange se sont légèrement améliorés, c'est essentiellement le rythme d'augmentation des importations (7½% en termes réels),



deux fois plus rapide que celui des exportations, qui a joué un rôle défavorable en la matière. Si les résultats commerciaux de la France sont dus en partie à des facteurs conjoncturels (à titre d'exemple, l'écart de croissance de la demande interne avec l'Allemagne, principal partenaire commercial, s'est sensiblement accru au second semestre de 1987), le commerce extérieur français semble néanmoins toujours souffrir de faiblesses structurelles dans certains secteurs industriels, peut-être en raison de la lenteur relative du redémarrage des investissements productifs ces dernières années.

En *Italie* aussi, la balance commerciale s'est fortement dégradée, l'excédent de \$4,2 milliards de 1986 ayant disparu en 1987. Cette détérioration s'est uniquement produite durant le premier semestre, la demande interne ayant alors augmenté au rythme annuel de 5½%, alors qu'un léger excédent a été dégagé dans les six derniers mois, lorsque l'activité économique s'est ralentie. Sur l'ensemble de l'année, toutefois, les importations se sont accrues de plus de 10% en termes réels, dépassant nettement la progression de 3½% du volume des exportations, lesquelles ont été entravées par la médiocre croissance des marchés à l'exportation et par une perte de compétitivité des producteurs italiens au plan international.

C'est une poussée de la demande interne, près de 9% en rythme annuel au second semestre de 1987, qui explique pour l'essentiel l'augmentation de \$3,5 milliards du déficit commercial du *Royaume-Uni*. En conséquence, les paiements courants, qui étaient en équilibre en 1986, ont connu un déficit de \$3 milliards en 1987. Contrairement à ce qui s'est passé dans la plupart des autres pays, l'élévation de 8½% du volume des importations de produits non pétroliers s'est cependant accompagnée d'une forte expansion, de près de 7% en termes réels, des exportations hors pétrole, ce qui implique un accroissement substantiel des parts de marché à l'étranger. L'augmentation du volume des ventes à l'étranger doit être attribuée en partie aux effets différés de l'amélioration de la compétitivité internationale induits par les variations de change, mais peut-être aussi au renforcement du potentiel de l'offre des industries britanniques.

De très vigoureuses pressions exercées par la demande interne se sont également traduites par une vive expansion de la demande d'importations en *Espagne*, au *Portugal* et en *Finlande*, pays dans lesquels la croissance des achats à l'étranger s'est accélérée en 1987 en termes réels, pour s'inscrire à 22%, 18% et 9% respectivement. Le déficit commercial de l'*Espagne* et du *Portugal* s'est notablement creusé, bien qu'un gonflement des revenus nets au titre des transactions invisibles ait atténué la détérioration du solde des paiements courants. En *Finlande*, la compression de l'excédent commercial en termes réels n'a été qu'en partie compensée par une amélioration assez substantielle des termes de l'échange; de ce fait, et en raison d'une forte expansion des décaissements au titre des transactions invisibles, le déficit des paiements courants s'est aggravé. Aux *Pays-Bas* et en *Suède*, l'évolution défavorable des termes de l'échange a amplifié la détérioration de la balance commerciale en termes réels, mais le solde des paiements courants des *Pays-Bas* demeure amplement positif, à \$3,2 milliards. Au *Canada*, le déficit des paiements courants s'est légèrement accentué, pour ressortir à \$7,3 milliards,

principalement sous l'effet d'un accroissement des dépenses de tourisme et des paiements nets au titre des revenus d'investissements. L'excédent commercial est en très légère hausse grâce à l'évolution favorable des cours des produits de base non pétroliers. En termes réels, néanmoins, la balance commerciale s'est fortement détériorée sous l'effet de la vigueur de la demande interne qui a amplifié les importations de 9%, tandis que le rythme des ventes à l'étranger ne s'accélérait que faiblement, à environ 6%.

Dans deux pays, la Suisse et la Grèce, l'expansion des revenus nets au titre des transactions invisibles a largement compensé l'aggravation assez marquée du déficit commercial (qui reflète une détérioration sensible en termes réels), et ces pays ont ainsi enregistré de légères améliorations de leurs paiements courants. Pour la première fois depuis vingt ans, l'Irlande a fait état d'un léger excédent des paiements courants.

Trois pays industriels, le Danemark, l'Australie et la Norvège, qui avaient connu en 1986 de très larges déficits des paiements courants par rapport à leur PNB, ont adopté des mesures d'ajustement interne dans le courant de l'année dernière. La balance commerciale s'est sensiblement améliorée en termes réels dans les trois pays: au Danemark et en Norvège principalement parce que le volume des importations a été réduit de 3½% environ, et en Australie à cause d'une augmentation de 8½% en termes réels des ventes à l'étranger. Cependant, alors que la Norvège et, dans une moindre mesure, l'Australie ont subi une détérioration des termes de l'échange, les prix relatifs des produits faisant l'objet d'échanges internationaux se sont améliorés de 4% au Danemark, ce qui a contribué à transformer le déficit de \$1,2 milliard de la balance commerciale de 1986 en un excédent de \$0,8 milliard en 1987 (en termes nominaux). A ce retournement correspond en grande partie une contraction du déficit des paiements courants.

Amélioration  
dans les pays à  
déficit élevé

Des estimations provisoires donnent à penser que l'excédent global des paiements courants des pays d'Europe de l'Est, inférieur à \$½ milliard en 1986, s'est modérément accru, pour dépasser \$1½ milliard en 1987. Cette amélioration s'est produite pour moitié environ en URSS, où le solde positif des opérations courantes en monnaies convertibles s'est étoffé de \$½ milliard, selon les estimations, pour s'établir à \$1½ milliard. Cette dernière évolution est entièrement à mettre au compte de la réduction marquée du déficit commercial avec les pays industriels occidentaux, qui a largement compensé le recul des ventes d'or à l'étranger et la contraction de l'excédent du solde commercial avec les pays en développement (hors échanges effectués dans le cadre d'accords bilatéraux de compensation). Parmi les autres pays d'Europe de l'Est, l'accroissement des recettes d'exportations a permis à la Hongrie et à la Bulgarie de réduire leur déficit des paiements courants en monnaies convertibles de \$½ milliard environ dans chaque cas, pour les ramener à \$0,8 milliard et \$0,5 milliard respectivement, tandis que la Roumanie semble avoir porté son excédent à plus de \$2 milliards. En Pologne, le solde négatif des paiements courants a très légèrement diminué, pour s'inscrire à moins de \$½ milliard, alors qu'en République démocratique allemande et en Tchécoslovaquie les paiements courants ont été dans l'ensemble équilibrés en 1987, malgré une certaine détérioration.

Evolution en  
Europe de l'Est



## Evolution extérieure des pays en développement

Un renforcement notable du solde global des paiements courants ...

La position extérieure du groupe des pays en développement s'est notablement améliorée en 1987, sa balance globale des paiements courants dégageant maintenant un léger excédent (voir tableau page 69). Ce renversement du solde des paiements courants, un déficit de \$40 milliards en 1986 faisant place à un excédent de \$1 milliard en 1987, est dû pratiquement en totalité à la croissance de l'excédent des échanges de marchandises consécutive à une évolution favorable des termes de l'échange et à la poursuite de l'expansion des exportations en volume. Les termes de l'échange du groupe se sont améliorés de 4% (ce qui constitue un retournement spectaculaire par rapport à la détérioration de 23% enregistrée l'année précédente) en raison, essentiellement, de la remontée des prix pétroliers après leur forte chute de 1986. Le rythme de croissance du volume des exportations, à 7%, demeure quelque peu inférieur à celui de 1986 mais continue de dépasser largement celui du commerce mondial. L'augmentation des revenus d'exportations, l'an dernier, a contribué à atténuer les contraintes en matière de balance des paiements dans de nombreux pays en développement, leur permettant en tant que groupe d'accroître la demande d'importations de 2½% en volume, alors que leurs achats à l'étranger s'étaient contractés de près de 6% en termes réels sur l'ensemble des deux années précédentes.

... malgré des évolutions divergentes dans ...

Comme auparavant, cette image globale des échanges extérieurs du monde en développement recouvre en fait des évolutions divergentes d'un pays à l'autre, et on a noté des différences encore plus marquées cette année entre groupes de pays constitués en fonction de plusieurs critères: part des ventes à l'étranger dans leur production, degré de concentration de leurs exportations sur quelques marchés, spécialisation dans certains produits ou facilité avec laquelle ils peuvent avoir accès aux marchés de capitaux. En fait, l'amélioration des soldes des paiements courants des pays appartenant à deux de ces groupes (exportateurs de pétrole et exportateurs de produits manufacturés) explique à elle seule la modification de la position globale des paiements courants pour l'ensemble des pays en développement l'an dernier. En revanche, le groupe des pays dont les ventes à l'étranger consistent essentiellement en produits de base, qui comprend plus de la moitié des pays en développement, a été confronté à une nouvelle détérioration de ses paiements courants.

... les pays exportateurs de pétrole ...

Si la hausse des prix pétroliers a fortement amélioré les termes de l'échange des pays exportateurs de pétrole (+11½%), la demande a légèrement faibli en 1987, de sorte qu'il y a eu stagnation de la croissance en volume des exportations globales de ces pays. De par la fragilité de leurs positions extérieures, très dépendantes des conditions des marchés pétroliers mondiaux, et la nécessité d'abaisser des déficits à la fois importants et persistants, de nombreux pays de ce groupe ont été contraints de maintenir leurs efforts d'ajustement. Ces pays ont une fois de plus, pour la sixième année consécutive, réduit le volume de leurs importations, de 12% en 1987. S'ajoutant à l'amélioration des termes de l'échange, cette réduction des importations, en termes réels, a entraîné un renforcement substantiel de leur excédent

commercial global (+\$32 milliards), qui se reflète presque intégralement dans le recul du déficit combiné des paiements courants, ramené de plus de \$30 milliards en 1986 à \$1 milliard en 1987.

Pour la deuxième année de suite, les exportateurs de produits manufacturés, c'est-à-dire les pays pour lesquels ces produits représentaient en 1980 plus de 50% du total de leurs ventes à l'étranger, ont connu une croissance du volume de leurs exportations, à raison de plus de 16% en 1987. Ces résultats impressionnants s'expliquent en grande partie par la forte compétitivité de ces pays, qui leur a permis de consolider leur position sur un marché des produits manufacturés relativement soutenu. Dans le même temps, ils ont enregistré une amélioration des termes de l'échange de 3% et, malgré une expansion notable du volume de leurs importations (11%), l'excédent commercial de ces pays a ainsi pu augmenter de \$13 milliards. Le solde excédentaire de leurs paiements courants a plus que doublé, s'inscrivant à \$27 milliards.

Comme l'année dernière, les résultats extérieurs du groupe des pays exportateurs de produits manufacturés ont principalement reflété l'évolution des quatre économies nouvellement industrialisées d'Asie du Sud-Est: Corée du Sud, Hong Kong, Singapour et Taïwan. Si ces quatre pays n'entrent que pour un tiers environ dans le PIB combiné de l'ensemble des pays en développement classés comme exportateurs de biens manufacturés, ils représentent cependant près des trois quarts des exportations globales du groupe et plus des deux tiers du total de ses ventes à l'étranger. Ces deux dernières années, ils ont plus que triplé leur excédent combiné des paiements courants, qui a

... les pays exportateurs de produits manufacturés ...

... parmi lesquels les pays d'Asie du Sud-Est jouent un rôle prépondérant ...

Economies d'Asie du Sud-Est: balances des paiements courants						
Postes	Quatre économies*			Taïwan		
	1985	1986	1987	1985	1986	1987
	en milliards de dollars EU					
Balance commerciale	8,7	19,0	25,8	11,2	16,9	20,8
Exportations	108,6	130,1	175,1	30,5	39,5	53,2
Importations	-99,9	-111,1	-149,3	-19,3	-22,6	-32,4
Services et transferts (chiffres nets)	1,8	4,4	5,1	- 2,0	- 0,7	- 2,6
Solde des paiements courants	10,5	23,4	30,9	9,2	16,2	18,2
en % du PIB	5,3	10,4	10,9	15,5	22,7	19,2
* Corée du Sud, Hong Kong, Singapour et Taïwan.						

atteint \$30,9 milliards en 1987 (voir tableau ci-dessus). Cette expansion résulte presque entièrement d'un gonflement spectaculaire de leurs exportations nettes. En 1986, la croissance du volume des exportations, qui s'établissait à 21%, avait dépassé de 3 points celle des importations en termes réels, et les termes de l'échange s'étaient améliorés de 5%; en 1987, alors que le rythme de croissance des exportations s'est maintenu au niveau de l'année précédente en termes réels, l'accroissement des achats à l'étranger s'est



intensifié pour ressortir à 24½% en termes réels, mais la détérioration du solde commercial réel qui en est résultée a été largement compensée par l'amélioration de 3% des termes de l'échange.

Ces quatre économies poursuivent toutes une stratégie de croissance par les exportations mais se différencient en ce qui concerne le degré de contrôle des importations. Comme le montre le tableau précédent, Taïwan a réalisé la part la plus élevée de l'excédent combiné des paiements courants pour 1987; c'est d'ailleurs la seule des quatre économies à dégager un solde positif depuis plusieurs années. Ces excédents accumulés, auxquels s'ajoutent des entrées de capitaux à court terme, ont grandement renforcé les réserves officielles de change de Taïwan, qui ont atteint \$77 milliards à la fin de 1987 et sont devenues les plus importantes du monde. La Corée du Sud n'a accédé au rang de pays fortement excédentaire qu'après 1985, avec des soldes des paiements courants positifs en 1986 (\$4,6 milliards) et en 1987 (\$9,8 milliards). Ses revenus nets au titre des paiements courants ont essentiellement servi à diminuer l'endettement extérieur du pays envers les banques. A Taïwan et en Corée du Sud, la fermeté récente de la position extérieure doit beaucoup au dynamisme des exportations, à la faveur d'importants gains de productivité, et, ces dernières années, à la sous-évaluation de plus en plus prononcée de leur monnaie. Parallèlement, ces deux pays ont conservé des dispositifs de restriction des échanges et de contrôle des importations qu'ils n'ont que récemment commencé à assouplir. A l'opposé, Hong Kong et Singapour ne pratiquent pas de restrictions commerciales, et la vive croissance de leurs ventes à l'étranger a généralement coïncidé avec une expansion tout aussi rapide de leurs importations. En conséquence, ces deux économies ont toujours enregistré de légers déficits commerciaux qui ont été grosso modo compensés par des recettes nettes au titre des services.

... et les pays  
exportateurs de  
produits de base

Pour les pays exportateurs de produits de base (à savoir ceux dont les ventes à l'étranger de produits de base non pétroliers représentaient plus de 50% de leurs revenus d'exportations en 1980), le déficit combiné des paiements courants s'est creusé pour la deuxième année consécutive, passant de \$18 milliards en 1986 à \$21 milliards en 1987. Etant donné que la balance commerciale est demeurée pratiquement inchangée en termes réels, puisque le rythme de croissance des exportations comme des importations s'est légèrement accéléré, pour s'inscrire à 5% environ, on doit principalement imputer la détérioration de la position extérieure, l'an dernier, à une évolution défavorable des prix. Si les cours des produits de base se sont redressés en moyenne en 1987, cette amélioration a été largement contrebalancée par une hausse encore plus forte des prix des biens manufacturés, qui a entraîné une dégradation de quelque 3% des termes de l'échange pour les exportateurs de produits de base.

### Situation extérieure des principaux pays débiteurs: le processus d'ajustement depuis 1982

Six ans se seront bientôt écoulés depuis que l'annonce, par le Mexique, de ses difficultés pour assurer le service de sa dette a marqué le déclenchement de

la crise de l'endettement international. Jusqu'alors, la vulnérabilité de nombreux pays en développement face aux chocs extérieurs avait été masquée par la vigueur de leur croissance économique dans un environnement hautement inflationniste, ce qui avait conduit les créanciers étrangers et les autorités des pays emprunteurs à surestimer la capacité de ces pays de rembourser leur dette extérieure en cas de détérioration de la conjoncture. Certes, les conditions défavorables prévalant au début des années quatre-vingt — forte hausse des taux d'intérêt, chute des cours des produits de base et ralentissement de la croissance économique dans le monde — ont eu une influence sur le moment où sont intervenus les problèmes de service de la dette. Cependant, si l'on examine les difficultés d'ajustement rencontrées depuis 1982, il ne fait guère de doute que les causes fondamentales des problèmes d'endettement résidaient, et résident encore, dans la faiblesse structurelle et la gestion inadaptée de l'économie dans de nombreux pays débiteurs. En tout état de cause, les difficultés de service de la dette seraient apparues tôt ou tard.

Des pays très différents ont rencontré des problèmes d'endettement, mais, d'un point de vue général, c'est l'évolution des pays lourdement endettés à revenu moyen qui est particulièrement significative. Ce groupe de quinze pays concerné par la stratégie définie par le Secrétaire américain au Trésor, M. Baker, lors de l'Assemblée annuelle du Fonds monétaire international et de la Banque mondiale en 1985, représente près du tiers du PNB de l'ensemble des pays en développement, un cinquième de leurs exportations totales de biens et services et, surtout, 40% environ de l'endettement extérieur contracté par le monde en développement. Ce groupe assez hétérogène comprend des pays comme le Mexique, le Nigeria et le Venezuela, qui dépendent principalement de leurs exportations pétrolières, l'Argentine et les Philippines, qui exportent essentiellement des produits de base non pétroliers, et le Brésil et la Yougoslavie, qui sont parvenus à une haute diversification de leurs ventes à l'étranger.

Comme cela a été le cas de nombreux autres pays en développement, ce groupe a enregistré une amélioration sensible de sa position extérieure en 1987. Le déficit global des paiements courants a été réduit de moitié, à \$7,6 milliards, en raison essentiellement d'une modeste reprise de la croissance du volume des exportations et d'une progression de 2% des termes de l'échange, qui ont porté l'excédent commercial de \$20,8 milliards en 1986 à \$27,5 milliards en 1987. Le solde négatif des transactions invisibles et des transferts a peu varié, la réduction marquée des paiements d'intérêts ayant été pratiquement compensée par un gonflement des décaissements au titre des autres services. Au sein du groupe, les plus fortes améliorations des paiements courants ont été enregistrées par le Mexique (\$5½ milliards) et le Brésil (\$3 milliards), tandis que les positions extérieures des autres pays demeuraient dans l'ensemble généralement inchangées.

Bien que l'expansion des revenus d'exportations des pays lourdement endettés ait abaissé l'an dernier de 15 points leur ratio endettement extérieur/exportations de biens et services, pour le ramener à 329%, leur situation globale vis-à-vis de l'étranger est pourtant demeurée précaire. Par comparaison avec le niveau de ce ratio en 1982 (268%), elle paraît même s'être

Dans quinze pays  
lourdement  
endettés ...

... le solde des  
paiements  
courants est en  
amélioration ...

... mais le ratio  
dette/exporta-  
tions de biens  
et services  
demeure très  
élevé ...



nettement dégradée depuis l'éclatement de la crise de l'endettement international. L'alourdissement saisissant du poids relatif de la dette s'explique par une augmentation de l'encours de l'endettement extérieur, qui est passé de \$380 milliards en 1982 à \$466 milliards en 1987, alors même que les revenus d'exportations s'inscrivent exactement au même niveau pour ces deux années. Pour plus du quart, soit \$24 milliards environ, l'accroissement de la dette extérieure est imputable aux variations de change, dues à la revalorisa-

Balance des paiements courants et endettement extérieur de quinze pays lourdement endettés <sup>1</sup>		
Postes	1982	1987
	en milliards de dollars EU	
Balance des paiements courants	- 50,7	- 7,6
Exportations de marchandises	112,2	112,1
Revenus des services	29,7	29,7
Importations de marchandises	-108,2	-84,6
Dépenses en services <sup>2</sup>	- 43,2	-38,2
Palements d'intérêts	- 43,4	-30,9
Transferts	2,2	4,3
Endettement extérieur	380	466
en % des exportations de biens et services	268	329
Pour mémoire:		
Balance commerciale en termes réels <sup>3</sup>	4	54
Exportations de marchandises	112	136
Importations de marchandises	-108	-82

<sup>1</sup> Argentine, Bolivie, Brésil, Chili, Colombie, Côte-d'Ivoire, Equateur, Maroc, Mexique, Nigeria, Pérou, Philippines, Uruguay, Venezuela et Yougoslavie. <sup>2</sup> A l'exclusion des paiements d'intérêts au titre de l'endettement extérieur. <sup>3</sup> Données à prix constants calculées aux taux de change de 1982.

tion du montant en dollars de l'endettement libellé en monnaies qui se sont appréciées vis-à-vis de la monnaie américaine entre la fin de 1982 et la fin de 1987. En outre, une proportion de quelque 25% de l'augmentation de la dette a eu pour contrepartie, à raison de \$20 milliards environ, une accumulation de réserves officielles par les pays lourdement endettés pendant cette période de cinq ans.

... ce qui traduit essentiellement l'incapacité de ces pays d'accroître leurs ventes à l'étranger

La cause plus fondamentale de cette augmentation du ratio d'endettement réside toutefois dans l'incapacité des pays lourdement endettés d'accroître leurs revenus d'exportations. En effet, une intensification des ventes à l'étranger n'aurait pas seulement contribué à abaisser directement ce ratio; elle aurait également permis un ajustement plus vigoureux des paiements courants et limité ainsi les besoins de financement extérieur. La stagnation, en termes nominaux, des recettes tirées des exportations entre 1982 et 1987, période durant laquelle les importations de biens et services des pays industriels ont connu une expansion supérieure à \$740 milliards, soit 44%, souligne l'existence de sérieuses insuffisances dans les stratégies d'ajustement suivies par les pays lourdement endettés. Si ces résultats décevants peuvent être en partie attribués à un recul d'environ 18% des prix à l'exportation en

dollars pendant cette période (ce qui traduit la part prépondérante du pétrole et des produits de base dans le panier des biens exportés par ces pays), la croissance du volume des ventes à l'étranger n'a atteint dans le même temps que 3½% environ en rythme annuel et s'est inscrite bien en retrait par rapport à celle des principaux autres groupes de pays en développement. Etant donné que les recettes d'exportations n'ont pas varié en termes nominaux, la quasi-totalité de la diminution du déficit global des paiements courants des pays lourdement endettés, lequel a été ramené de \$50,7 milliards en 1982 à \$7,6 milliards l'an dernier, a pour cause une réduction de \$41,1 milliards des importations de biens et services, en termes nominaux. Cette évolution reflète en grande partie une contraction de \$12,5 milliards des paiements d'intérêts, mais elle représente pour l'essentiel une compression des décaissements au titre des importations de marchandises et autres services. Etant donné que les prix à l'importation n'ont augmenté que très légèrement entre 1982 et 1987, cette compression est presque entièrement due à une limitation draconienne du volume des achats à l'étranger.

En conséquence, et malgré un effort d'ajustement important (la balance commerciale s'est renforcée de \$50 milliards en volume, ce qui suppose un transfert de ressources réelles du secteur interne vers l'extérieur équivalant à 6% du PNB de 1982), ces pays ne sont guère parvenus à créer les conditions leur assurant une position extérieure supportable et une croissance plus rapide de la production. La faiblesse de l'expansion des exportations reflète essentiellement la lenteur du rythme d'accroissement des capacités de production, particulièrement dans le secteur manufacturier. Entre le début de la décennie et 1987, la part du PIB de ces pays consacrée à la formation brute de capital fixe est revenue de près d'un quart à 17%. Dans une certaine mesure, ce recul traduit l'insuffisance des efforts consacrés à la mobilisation de l'épargne nationale par le biais de politiques financières de soutien ainsi que les tentatives répétées de protection des niveaux de consommation. En particulier, l'alternance de politiques de freinage et de relance dans les domaines budgétaire et monétaire a fréquemment amenuisé les progrès réalisés pendant la phase initiale des périodes d'ajustement.

### Mouvements internationaux de capitaux et financement des déséquilibres des paiements courants des pays industriels

Par opposition à 1986, les flux de capitaux privés ont moins activement servi l'an dernier à compenser les déséquilibres des paiements courants; à l'inverse, les flux de capitaux officiels, qui reflètent les interventions massives sur les marchés des changes et les variations concomitantes des positions monétaires officielles nettes, ont joué un rôle bien plus dynamique dans le financement de ces déséquilibres. Ce phénomène a avant tout porté sur les trois grands pays industriels: les entrées nettes de capitaux privés aux Etats-Unis ont été tout à fait insuffisantes pour financer le déficit accru des paiements courants du pays; au Japon et en Allemagne, les sorties nettes de fonds d'origine privée se sont fortement réduites par rapport à leur niveau de 1986, et ces deux pays ont enregistré des accroissements sensibles de leurs

Renforcement  
du rôle des flux  
de financement  
officiels ...



avoirs officiels de réserve. Néanmoins des entrées nettes substantielles de capitaux sont également intervenues dans un grand nombre de pays industriels dont l'excédent ou le déficit des paiements courants est relativement faible.

... en particulier  
aux Etats-Unis ...

Aux *Etats-Unis*, les importations nettes de capitaux privés (y compris l'écart statistique) ont atteint au total \$104 milliards en 1987, ne s'inscrivant qu'en léger recul par rapport à 1986. Toutefois, le déficit des paiements courants s'est creusé à \$160,7 milliards l'an dernier, si bien que la part du déficit financée par l'intermédiaire de flux officiels (c'est-à-dire principalement par accumulation de \$47,5 milliards de dettes envers les autorités étrangères) s'est élevée à un tiers, alors qu'elle en représentait moins d'un quart en 1986 et qu'elle était nulle en 1985. De surcroît, comme indiqué au Chapitre VII, la détérioration de \$56,7 milliards de la position monétaire officielle nette des Etats-Unis sous-estime dans une large mesure la contribution effective des banques centrales au financement du déficit des paiements courants américains en 1987.

Etats-Unis: opérations en capital							
Postes	1985	1986	1987 <sup>1</sup>				
			année	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.
	en milliards de dollars EU						
Solde des mouvements de capitaux <sup>2</sup>	122,2	108,1	104,0	19,6	26,3	42,7	15,4
Capitaux des non-résidents	131,8	180,5	155,1	11,4	38,0	66,7	39,0
dont: Investissements directs							
aux Etats-Unis	19,0	25,1	40,6	7,7	9,5	12,3	11,1
Titres américains	71,4	79,1	36,0	16,9	13,7	9,8	- 4,4
Engagements des banques américaines	41,0	77,4	77,9	-13,6	14,8	44,4	32,3
Capitaux des résidents	-27,5	-96,3	-73,0	13,4	-18,5	-27,2	-40,7
dont: Investissements directs							
américains à l'étranger	-17,3	-28,0	-38,2	-10,0	- 5,6	- 6,2	-16,4
Titres étrangers	- 7,5	- 3,3	- 3,7	- 1,4	0,4	- 0,9	- 1,8
Avoirs des banques américaines	- 1,3	-59,0	-33,4	25,7	-15,7	-20,1	-23,3
Capitaux non identifiés <sup>3</sup>	17,9	23,9	21,9	- 5,2	6,8	3,2	17,1
Variations de la position monétaire officielle nette <sup>4</sup>	- 5,8	33,3	56,7	17,3	15,0	0,8	23,6
dont: Engagements envers les autorités étrangères	- 2,0	33,0	47,5	15,3	11,6	0,7	19,9

<sup>1</sup> Chiffres corrigés des variations saisonnières. <sup>2</sup> Y compris les capitaux non identifiés. <sup>3</sup> Ecart statistique de la balance des paiements. <sup>4</sup> Chiffres non corrigés des variations de change; un signe moins indique un renforcement.

... où les achats de titres américains par les non-résidents sont en recul

Comme le montre le tableau ci-dessus, les entrées nettes de fonds privés aux Etats-Unis auraient été beaucoup plus faibles si le recul des apports de capitaux des non-résidents ne s'était pas accompagné d'une réduction de même ampleur des fonds exportés par les résidents. Le ralentissement, de \$96,3 milliards en 1986 à \$73 milliards en 1987, des sorties identifiées de

capitaux de résidents est principalement dû à une baisse marquée des créances des banques américaines sur les banques étrangères n'appartenant pas au réseau de leurs filiales. En 1986, les créances de cette nature avaient augmenté de \$4,2 milliards, mais elles se sont réduites de \$13,4 milliards en 1987, essentiellement parce que la demande d'actifs en dollars émanant des banques étrangères a été servie, dans une mesure croissante, par le placement de réserves officielles en dollars sur l'euromarché ainsi que par des apports de fonds de la part des banques japonaises. La baisse, de \$180,5 milliards en 1986 à \$155,1 milliards en 1987, des entrées identifiées de capitaux de non-résidents s'explique surtout par un fort recul des acquisitions de titres américains, lesquelles ont à peine dépassé, avec \$36 milliards, la moitié des niveaux enregistrés les deux années précédentes. Alors que la demande étrangère d'actions américaines (\$15,4 milliards) s'est presque maintenue au même rythme que l'année antérieure, les obligations des Etats-Unis ont quelque peu perdu de leur attrait pour les non-résidents en 1987, les ventes nettes de titres du Trésor américain s'établissant à \$6,1 milliards (contre des achats nets de \$8,3 milliards en 1986) et les nouvelles acquisitions d'autres titres américains se contractant de \$27 milliards. Le fléchissement de la demande étrangère d'obligations des Etats-Unis semble traduire avant tout le sentiment qu'un élargissement de 1½—2 points de l'écart de taux d'intérêt à long terme du dollar par rapport au yen et au deutsche mark ne suffisait pas à compenser le risque d'une nouvelle dépréciation de la monnaie américaine.

La réticence croissante, en 1987, des investisseurs privés à se porter acquéreurs d'actifs américains est en nette opposition avec l'essor de la demande observée ces dernières années. Selon des estimations provisoires, près de 30% en moyenne de la croissance mondiale entre 1981 et 1986 des avoirs transfrontières (à l'exclusion des réserves monétaires officielles) représentaient de nouveaux avoirs aux Etats-Unis, apparemment acquis pour l'essentiel par des investisseurs d'autres pays industriels. En fait, la part des créances sur les Etats-Unis dans le total des actifs financiers détenus par les entreprises des pays industriels a fortement augmenté, bien qu'elle soit restée plutôt modeste dans l'ensemble, s'inscrivant sans doute à un peu plus de 3½% à la fin de 1986. Il est certes difficile de déterminer dans quelle mesure ces modifications dans la composition globale des portefeuilles financiers rejailliront sur le financement des déficits américains des paiements courants; toutefois, étant donné le pourcentage assez faible des créances sur les Etats-Unis dans le total des actifs financiers, on serait fondé à penser que ce changement de comportement des investisseurs en 1987 traduit une réaction passagère devant le manque d'ajustement perceptible des déséquilibres extérieurs des Etats-Unis plutôt qu'une modification plus fondamentale de leur attitude pour cause de saturation vis-à-vis des actifs américains.

Les réserves officielles nettes du Japon ont considérablement augmenté, de \$42,3 milliards, soit une progression trois fois plus forte qu'en 1986. En conséquence, l'acquisition nette d'avoirs officiels de réserve, l'an dernier, a compensé, pour pratiquement la moitié, l'excédent japonais des paiements courants. En outre, dans la mesure où l'on pense que ces nouvelles réserves

Accumulation notable de créances sur les Etats-Unis dans les portefeuilles privés depuis 1981

Forte augmentation des réserves officielles du Japon ...



sont libellées en dollars pour une très large part, il apparaît que les autorités japonaises ont apporté une contribution notable au financement du déficit américain, assumant ainsi en partie le rôle joué au cours des années précédentes par les résidents privés, et particulièrement les investisseurs institutionnels. De fait, bien que le total des sorties de capitaux à long terme des résidents, à \$132,8 milliards, s'inscrive pratiquement au même niveau qu'en 1986, les changements intervenus dans la structure des transactions donnent à penser que le comportement des investisseurs japonais s'est modifié.

Japon: opérations en capital							
Postes	1985	1986	1987				
			année	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.
	en milliards de dollars EU						
Capitaux à long terme (chiffres nets)	-64,5	-131,5	-136,5	-32,2	-44,3	-22,0	-38,0
Capitaux des résidents	-81,8	-132,1	-132,8	-37,5	-39,6	-33,1	-22,6
dont: Titres	-59,8	-102,0	- 87,8	-27,7	-30,6	-19,1	-10,3
Capitaux des non-résidents	17,3	0,6	- 3,7	5,3	- 4,7	11,1	-15,4
Capitaux à court terme (chiffres nets) <sup>1</sup>	13,9	59,4	91,8	28,3	34,4	4,2	24,9
dont: Banques	10,8	58,5	71,8	21,9	27,2	- 4,8	27,5
Secteur non bancaire	- 0,9	- 1,6	23,9	1,4	6,5	9,8	6,2
Variations de la position monétaire officielle nette <sup>2</sup>	1,4	- 13,7	- 42,3	-17,0	-12,8	- 3,4	- 9,1

<sup>1</sup> Erreurs et omissions comprises.

<sup>2</sup> Chiffres corrigés des variations de change; un signe moins indique un renforcement.

Alors que les résidents japonais ont intensifié leurs investissements directs et prêts à long terme à l'étranger, leurs nouveaux placements en valeurs étrangères se sont contractés de \$14,2 milliards. Ce fléchissement est largement dû à une réduction de \$20,1 milliards des nouvelles acquisitions d'obligations libellées en monnaies étrangères. Simultanément, les entrées nettes de capitaux à court terme ont connu une hausse vertigineuse, passant de \$59,4 milliards en 1986 à \$91,8 milliards en 1987. Pour l'essentiel, ces afflux représentent des emprunts nets à court terme à l'étranger de la part des banques, en devises dans une très large mesure, et semblent avoir été partiellement liés au désir des investisseurs résidents d'assurer la couverture du risque de change sur leurs placements à l'étranger. Les sorties nettes de fonds à long terme et les entrées nettes à court terme ont connu une évolution sensiblement divergente à partir du milieu de 1986, les espoirs de plus-values dues à la baisse des rendements obligataires semblant alors avoir été contrebalancés par les craintes croissantes de pertes de change. Les préoccupations relatives aux taux de change se sont temporairement calmées en 1987, et l'ampleur des écarts de taux d'intérêt semble avoir stimulé la demande d'obligations en monnaies étrangères jusqu'au mois d'août. La demande dans ce

compartiment a toutefois sensiblement faibli lorsque le yen a recommencé à s'apprécier, et ce malgré un nouvel élargissement, à 4½%, de l'écart de taux d'intérêt entre le dollar et la monnaie japonaise.

La position monétaire officielle nette de l'Allemagne s'est également fortement améliorée l'an dernier, de \$23,4 milliards, dont une moitié environ représente une augmentation des avoirs en dollars, tandis que l'autre moitié est à mettre au compte des ventes de deutsche marks dans le cadre du SME. Ce renforcement de la position officielle nette de l'Allemagne s'est produit en dépit d'un retournement marqué du solde des mouvements de capitaux à long terme

... de l'Allemagne ...

Allemagne: opérations en capital							
Postes	1985	1986	1987				
			année	1er	2ème	3ème	4ème
				trim.	trim.	trim.	trim.
en milliards de dollars EU							
Capitaux à long terme (chiffres nets)	- 4,7	14,9	-13,7	9,3	1,0	-10,0	-14,0
Capitaux des résidents	-21,6	-25,6	-34,7	- 7,9	-8,2	-10,0	- 8,6
Capitaux des non-résidents	16,9	40,5	21,0	17,2	9,2	- 0,0	- 5,4
dont: Achats de titres allemands <sup>1</sup>	13,1	34,0	17,9	13,5	7,9	0,5	- 4,0
Capitaux à court terme (chiffres nets) <sup>2</sup>	-11,3	-51,5	- 8,0	-12,9	-8,5	1,6	11,8
dont: Banques	-10,0	-27,9	- 3,9	- 6,1	-7,0	5,1	4,1
Secteur privé non bancaire	- 4,4	-23,6	- 5,7	- 3,3	-2,2	- 4,6	4,4
Variations de la position monétaire officielle nette <sup>3</sup>	- 1,1	- 3,1	-23,4	- 7,7	-3,2	0,8	-13,3

<sup>1</sup> Y compris les reconnaissances de dette du secteur public. <sup>2</sup> Erreurs et omissions comprises.

<sup>3</sup> Chiffres corrigés des variations de change; un signe moins indique un renforcement.

<sup>1</sup> Y compris les reconnaissances de dette du secteur public. <sup>2</sup> Erreurs et omissions comprises.

<sup>3</sup> Chiffres corrigés des variations de change; un signe moins indique un renforcement.

après le deuxième trimestre de 1987, les entrées massives de fonds à long terme des non-résidents ayant alors fait place à des sorties. Ce renversement de tendance doit être essentiellement attribué à un revirement assez soudain de l'attitude des investisseurs étrangers au détriment des titres en deutsche marks: après en avoir acheté à concurrence de \$21,4 milliards durant les six premiers mois, ils semblent avoir réévalué leurs perspectives de gains résultant de variations des taux de change et des taux d'intérêt à long terme, et ils ont commencé à les vendre. Cependant, étant donné qu'une proportion significative des placements en titres allemands avait été financée par des emprunts à court terme en deutsche marks, l'inversion des mouvements de capitaux à long terme des non-résidents après le premier semestre s'est reflétée, dans une large mesure, dans un reflux de fonds à court terme vers l'Allemagne.

Parmi les principaux autres pays industriels, le Royaume-Uni, l'Italie et le Canada ont connu en 1987 de substantielles entrées nettes de capitaux et une amélioration de leur position monétaire officielle nette. Au Royaume-Uni, les importations nettes de fonds ont plus que triplé, pour atteindre \$15,8 milliards, et, malgré une détérioration des paiements courants, la

... et de nombreux autres pays industriels



position monétaire officielle nette s'est renforcée de \$13 milliards. Le facteur de loin le plus important à l'origine de ces afflux considérables en termes nets de capitaux a résidé dans le renversement spectaculaire, dû pour 90% à des transactions des résidents, enregistré par le solde des opérations sur titres, puisque des sorties nettes de \$27,5 milliards en 1986 ont fait place à des entrées nettes de \$27,3 milliards. Après avoir maintenu et accru pendant des années leurs investissements de portefeuille hors du pays (les nouvelles acquisitions de titres étrangers ont, en fait, atteint leur niveau record de \$34,7 milliards en 1986), les investisseurs britanniques ont vendu l'an dernier un montant net de \$14,4 milliards de titres étrangers prélevés sur leurs portefeuilles, toutes ces ventes ayant eu lieu durant le quatrième trimestre. En Italie, il y a eu l'an dernier des entrées nettes de capitaux à hauteur de \$6,5 milliards, contre de légères sorties nettes l'année précédente. Cette modification est imputable presque en totalité à un gonflement, de \$3,3 milliards en 1986 à \$9,4 milliards, des emprunts à l'étranger par les résidents, dont près de \$4 milliards au titre de l'augmentation de l'endettement extérieur du Trésor en devises. Au Canada, les afflux nets de capitaux ont progressé de \$3,5 milliards, pour s'établir à \$10,7 milliards, le recul de \$5 milliards des importations nettes de capitaux à long terme ayant été très largement compensé par l'apparition d'entrées nettes de fonds à court terme, grâce à des taux d'intérêt attrayants et à la vigueur du dollar canadien après le milieu de l'année.

La France constitue la seule exception notable à ce mouvement général de progression des entrées de fonds. Les sorties nettes de capitaux de ce pays ont augmenté, pour passer de \$1,7 milliard en 1986 à \$4,3 milliards en 1987, ce qui, ajouté à la détérioration des paiements courants, s'est traduit par une dégradation de \$8,8 milliards de la position monétaire officielle nette. Ces sorties nettes s'expliquent entièrement par l'exportation de \$10,7 milliards, en termes nets, de fonds à court terme par l'intermédiaire des banques.

Par ailleurs, de nombreux pays industriels plus petits ont également enregistré des entrées nettes de capitaux pour des montants notables et une forte amélioration de leur position monétaire officielle nette. L'Espagne, le Danemark et la Finlande, en particulier, n'avaient encore jamais connu de tels afflux spontanés de fonds. En Espagne, le solde total des opérations en capital, en termes nets, négatif à raison de \$1,6 milliard en 1986, est devenu positif en 1987, à hauteur de \$13,8 milliards, ce qui a donné lieu à un renforcement presque équivalent de la position monétaire officielle nette. Pour l'essentiel, les entrées de capitaux ont été dues l'an dernier à des investissements étrangers à long terme, ce qui donne à penser que l'appartenance à la Communauté économique européenne et, plus particulièrement, la perspective du marché unique européen en 1992 ont fortement accru l'attrait de l'Espagne aux yeux des investisseurs étrangers. Au Danemark, les importations nettes de capitaux ont triplé, pour s'établir à \$8 milliards, de par un considérable afflux net de capitaux à long terme acheminés par le secteur privé et induit par le niveau élevé des taux d'intérêt et les perspectives de stabilité du taux de change après le réalignement de janvier au sein du SME. En Finlande, l'assouplissement des restrictions imposées aux emprunts à l'étranger a

donné lieu à des importations substantielles de fonds à court terme, qui constituent la principale origine du renversement du solde global des transactions en capital, lequel a enregistré des entrées nettes de \$5,7 milliards en 1987 après des sorties nettes de \$0,6 milliard en 1986.

## Financement extérieur des pays en développement

En 1987, l'amélioration de la position globale des paiements courants dans les pays en développement s'est intégralement reflétée dans une augmentation de \$42 milliards (chiffre corrigé des variations de change) du montant total de leurs avoirs officiels de réserve; il s'agit là de l'expansion de loin la plus forte depuis 1980. Néanmoins, ce renforcement s'est concentré sur un nombre limité de pays, l'immense majorité continuant de subir de sévères contraintes en matière de financement extérieur. En fait, les pays du monde en développement n'ont eu, pour la plupart, la possibilité de recourir à l'épargne étrangère pour soutenir leur croissance interne que de façon extrêmement limitée, et ils ont été presque entièrement tributaires des financements acheminés par les voies officielles. Ces pays n'ont, certes, généralement pas pu avoir accès aux prêts des créanciers privés, mais, dans certains cas, des techniques novatrices (voir Chapitre V) ont modestement permis d'alléger la charge de l'endettement extérieur auprès des banques. Si, en 1987, la situation d'ensemble est proche de celle de l'année précédente, deux phénomènes particuliers sont pourtant à noter. Premièrement, la fuite des capitaux a continué de se ralentir, et les résidents de certains pays semblent même avoir commencé à rapatrier des actifs détenus à l'étranger. En second lieu, il apparaît que les arriérés de paiements de la dette, qui étaient en vive hausse en 1986, sont en légère réduction pour le groupe en 1987, même si le mouvement d'accumulation s'est poursuivi dans certains pays.

Comme on peut le constater dans le tableau de la page suivante, les contraintes liées au financement extérieur et la structure des ressources varient sensiblement entre les différents groupes de pays en développement. Ceux qui sont classés comme exportateurs de produits manufacturés ont enregistré, pour la deuxième année de suite, un important excédent des paiements courants et ont été à même de renforcer largement leurs réserves officielles. Cet accroissement traduit, certes, pour une large part l'excédent et le gonflement des réserves de Taïwan; cela étant, les autres pays de ce groupe n'ont pas rencontré de grands problèmes de financement externe en 1987. La majeure partie de leurs ressources a été obtenue auprès de créanciers privés — comme l'indique l'augmentation marquée de leurs emprunts auprès des banques — tandis qu'ils ont eu assez peu recours aux créanciers officiels. Les pays exportateurs de pétrole ont, eux aussi, bénéficié en 1987 d'une amélioration notable du solde de leurs paiements courants, ce qui leur a permis de rattraper en partie les fortes pertes de réserves de l'année précédente. On rencontre dans ce groupe à la fois des pays créanciers, qui se sont constitué dans le passé de confortables positions nettes sous forme de placements internationaux, ainsi que plusieurs des principaux pays débiteurs. Alors que les pays créanciers ont apparemment financé leurs déficits des paiements

Une situation globale en matière de financement généralement inchangée

Persistance de contraintes de financement extérieur dans différents groupes de pays



**Pays en développement: financement extérieur des déséquilibres des paiements courants de certains groupes de pays (estimations)<sup>1</sup>**

Postes	Pays exporta- teurs de produits manufacturés		Pays exporta- teurs de pétrole		Pays exporta- teurs de produits de base	
	1986	1987	1986	1987	1986	1987
	en milliards de dollars EU					
Balance des paiements courants	13	27	-30	-1	-18	-21
Variations des avoirs extérieurs (- = augmentation)	-34	-40	16	-9	- 3	1
Réserves officielles	-24	-32	20	-9	- 4	- 1
Autres actifs	-10	- 8	- 4	0	1	2
Financement extérieur <sup>2</sup>	21	13	14	10	21	20
Emprunts auprès de créanciers officiels	2	2	11	10	16	17
Emprunts auprès de créanciers privés	14	9	- 3	-2	- 3	- 5
dont: Variation des créances des banques déclarantes de la BRI	3 <sup>3</sup>	8 <sup>3</sup>	- 1	0	2	- 7
Crédits FMI	- 1	- 2	2	1	- 1	- 2
Autres entrées (chiffres nets)	6	4	4	1	9	10
Investissement direct	2	3	4	5	2	3
Divers, non classés	4	1	0	-4	7	7

<sup>1</sup> A l'exclusion des pays en développement qui tirent essentiellement leurs revenus en compte courant des services et transferts. <sup>2</sup> Correspond, avec un signe inversé, à la somme de la balance des paiements courants et des variations des avoirs extérieurs. <sup>3</sup> Hors concours bancaires aux banques à Hong Kong et Singapour.

Sources: FMI, *Perspectives économiques mondiales*, avril 1988 et BRI, *Evolution de l'activité bancaire et financière internationale*, mai 1988.

courants au moyen surtout de prélèvements sur leurs avoirs à l'étranger, les producteurs de pétrole endettés ont dû essentiellement avoir recours aux crédits octroyés par les prêteurs officiels. On observe par ailleurs qu'un certain nombre de pays appartenant à ce groupe ont pu réduire leurs arriérés d'endettement en 1987.

Comme précédemment, ce sont les pays qui tirent l'essentiel de leurs revenus d'exportations de la vente de produits de base qui ont éprouvé les plus sérieuses difficultés pour leur financement extérieur. Le solde cumulé des paiements courants du groupe s'est encore détérioré en 1987, et ses avoirs globaux de réserve sont pratiquement restés stables. Dans ces pays, les emprunts auprès des créanciers officiels ont constitué de loin la plus grande partie des ressources extérieures, tandis que l'endettement vis-à-vis des créanciers privés s'est réduit, les exigibilités envers les banques déclarantes de la BRI ayant enregistré une baisse particulièrement sensible. Pour une part importante, cette compression de l'endettement auprès des banques s'explique par certaines techniques financières novatrices grâce auxquelles une partie de l'endettement a disparu des bilans bancaires. En revanche, il apparaît que, dans le même temps, certains pays de ce groupe ont continué d'accumuler des arriérés de dettes.

## IV. Evolution sur les marchés nationaux des capitaux

### Faits saillants

En 1987, les marchés des capitaux ont traversé une période particulièrement agitée lorsque la hausse prolongée des obligations et des actions s'est brutalement interrompue. L'effondrement sans précédent, en octobre, des cours des actions sur les places boursières du monde entier a constitué le choc le plus marquant de l'année. Toutefois, auparavant déjà, les rendements des obligations à long terme avaient fait preuve d'une forte instabilité. L'agitation enregistrée sur les marchés des capitaux a vivement contrasté avec l'évolution généralement modérée de la croissance économique et de l'inflation dans les principales économies.

L'instabilité des cours des actifs financiers reflétait en partie les incertitudes engendrées par la persistance des déséquilibres des paiements internationaux et, en particulier, le déficit de la balance des paiements courants des Etats-Unis. La forte diminution des sources de financement privé de ce déficit, mise en évidence par les interventions substantielles des banques centrales, a suscité des doutes concernant son caractère soutenable aux prix en vigueur des actifs. S'il est vrai que l'accord du Louvre avait conféré une certaine stabilité aux marchés des changes pendant une partie de l'année, les observateurs s'interrogeaient parfois sur sa viabilité à plus long terme et sur la détermination des grandes économies de coordonner leurs politiques. Dans ce contexte, les prix des actifs ont apparemment été fortement influencés par les anticipations sur les modifications des politiques monétaires et budgétaires, les perspectives de croissance globale et l'évolution de l'inflation, de sorte qu'ils ont paru réagir quelquefois de manière excessive aux «nouvelles» contenues dans les dernières statistiques économiques.

La meilleure explication de la crise mondiale des marchés des actions en octobre réside probablement dans la conjonction de trois facteurs: modification de l'évaluation des données économiques fondamentales du fait de la révision des anticipations de croissance de l'économie mondiale, réaction soudaine des marchés des actions à la perception d'une surévaluation antérieure — une «bulle spéculative» — et «défaillance» momentanée des marchés, c'est-à-dire que les divers établissements se sont trouvés dans l'incapacité de faire face normalement à la chute brutale des cours des actions et à la vive augmentation du volume des ventes. La nature de cette défaillance a fait l'objet d'études approfondies dans certains pays, et plus particulièrement aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Des divergences importantes apparaissent cependant dans les rapports publiés à ce jour, tant au niveau de l'analyse que des recommandations. En ce qui concerne ces dernières, on s'accorde seulement à reconnaître la nécessité d'accroître la capacité de conclure des transactions sur le marché des actions, de relever les coefficients de fonds



propres des contrepartistes et, d'une manière plus générale, d'améliorer la coordination entre les marchés boursiers.

Devant la baisse rapide des cours des actions en octobre, les banques centrales ont veillé à assurer un approvisionnement en liquidités suffisant des marchés, afin que les contraintes de trésorerie ne se transforment pas en problèmes de solvabilité. Ces initiatives ont effectivement permis d'éviter le déclenchement d'une panique généralisée sur les marchés financiers. Certains d'entre eux, les deux plus importants notamment, se sont redressés depuis leurs creux de la semaine du krach; d'autres, en particulier en Europe continentale, sont demeurés orientés à la baisse; la plupart, cependant, ont généralement retrouvé une évolution ascendante au cours des premiers mois de 1988.

Le processus de déréglementation et de restructuration financières s'est poursuivi l'an passé. La libéralisation croissante des opérations des banques et des établissements financiers non bancaires a fait davantage sentir la nécessité d'une plus grande cohérence, tant à l'intérieur qu'au-delà des frontières, en matière de surveillance et de réglementation de l'activité bancaire nationale et des marchés de titres. Des progrès notables ont été accomplis l'an dernier pour mieux harmoniser le contrôle prudentiel, sous la forme d'une proposition des autorités de surveillance des principaux pays industriels visant à appliquer aux banques des normes communes de fonds propres en fonction des risques encourus. L'extension des activités que les établissements financiers sont autorisés à effectuer sur les marchés nationaux et étrangers a également stimulé la concurrence, mettant ainsi à rude épreuve les efforts entrepris pour renforcer les normes de contrôle bancaire. L'intensification de la concurrence dans le secteur bancaire peut conduire à une plus grande prise de risque ou exacerber les difficultés des établissements dont la situation est déjà précaire. Dans le même temps, elle rend encore plus problématique le maintien d'un juste équilibre dans l'engagement indispensable des pouvoirs publics pour garantir la solidité du système financier et la préservation de son caractère concurrentiel.

### Persistance des déséquilibres épargne/investissement

Au cours des premiers mois de 1987, l'ordre a semblé régner sur les marchés des capitaux. Les taux d'intérêt à long terme ont baissé en Allemagne, au Japon et au Royaume-Uni et ne se sont tendus que modérément aux Etats-Unis. En outre, l'accord du Louvre de février avait parfois conféré un certain calme aux marchés des changes. Cependant, la persistance des déséquilibres internationaux de 1986 est demeurée préoccupante tout au long de l'année. Ces déséquilibres traduisaient un ajustement inadéquat des décisions en matière d'épargne et d'investissement; en effet, parallèlement à l'insuffisance de l'épargne aux Etats-Unis par rapport à l'investissement interne, le Japon et l'Allemagne continuaient d'enregistrer un excédent. Les préoccupations suscitées par l'absence de signes d'amélioration suffisamment tangibles, le scepticisme à l'égard des réactions effectives et prévisibles de la politique

budgétaire et la réapparition d'un certain pessimisme sur la capacité d'ajustement des déséquilibres à l'évolution des prix des actifs ont été autant d'éléments qui ont contribué à créer un sentiment de malaise sur les marchés des capitaux. C'est ce qui explique que les prix des actifs financiers ont parfois semblé réagir de manière excessive à des événements individuels relativement peu importants.

En 1987, l'écart entre l'épargne interne et l'investissement a continué de s'accroître aux Etats-Unis, tant en valeur absolue que par rapport au PNB. En proportion du revenu, il s'est légèrement réduit en Allemagne et de manière plus sensible au Japon. Aux Etats-Unis, malgré une diminution importante des besoins d'emprunt nets du secteur public (due en partie, il est vrai, à des augmentations temporaires des recettes), le déficit des paiements courants s'est élargi, pour s'inscrire à \$161 milliards, en raison notamment d'une forte

L'évolution des déséquilibres ...

Soldes financiers des agents économiques*			
Pays et rubriques	1980-85	1986	1987
	en % du PNB		
Etats-Unis			
Secteur public	-3,9	-5,2	-4,1
Non-résidents	0,9	3,4	3,5
Sociétés non financières	-0,7	0,3	-0,3
Ménages	4,0	2,6	1,6
Japon			
Secteur public	-6,3	-4,2	-1,4
Non-résidents	-1,4	-4,3	-3,6
Sociétés non financières	-2,8	-1,3	-2,2
Ménages	9,8	10,2	7,9
Allemagne			
Secteur public	-2,6	-1,2	-1,7
Non-résidents	-0,2	-4,0	-3,8
Entreprises non financières	-2,0	-0,6	-0,7
Ménages	3,7	5,1	5,2
* Pour le Japon, le secteur public comprend les entreprises publiques; les chiffres pour 1987 sont des estimations BRI. Pour l'Allemagne, le solde financier du secteur du logement est inclus dans le secteur des ménages.			
Sources: données nationales sur les flux financiers.			

contraction de la capacité de financement nette des particuliers. Cette contraction a probablement été liée à la hausse des cours des actions, qui sont demeurés nettement au-dessus de leurs niveaux de fin 1986 jusqu'à la crise d'octobre. Ainsi, confirmant les constatations faites dans le Rapport de l'an dernier, l'évolution de 1987 a mis en évidence l'existence d'une relation négative entre les plus-values sur actions et le taux d'épargne des ménages aux Etats-Unis, lequel est tombé au-dessous de 3% au troisième trimestre avant de se situer à quelque 5% par la suite. Mesurés par rapport au PNB, les emprunts nets du secteur public ont augmenté en Allemagne, tandis qu'ils ont diminué au Japon, malgré l'adoption d'un programme de relance budgétaire.



... suscite des inquiétudes sur les marchés des capitaux

Les inquiétudes générales suscitées sur les marchés des capitaux par l'évolution des déséquilibres internationaux ne se sont guère atténuées avant la fin de l'année. Ce n'est qu'à ce moment-là que des signes visibles d'amélioration, en termes nominaux, de la balance américaine des paiements courants sont apparus et que des mesures concrètes de politique budgétaire ont été annoncées aux Etats-Unis pour résoudre le problème des déséquilibres. Le changement profond intervenu en début d'année dans le financement du déficit extérieur des Etats-Unis — le secteur officiel venant se substituer au secteur privé — a renforcé les doutes concernant la viabilité de la structure en vigueur des prix des actifs en l'absence d'actions directes sur la désépargne publique. Ces doutes ont parfois été amplifiés par le manque de signaux clairs et cohérents de la politique économique, ce qui a accru l'inquiétude des marchés au sujet de la détermination de coopérer des principaux pays.

La libéralisation des mouvements de capitaux peut différer l'ajustement

La crise financière de l'an passé a été liée sans aucun doute à la poursuite du processus d'intégration des marchés financiers internationaux et de libéralisation des mouvements de capitaux au cours des dernières années. Une intégration financière plus poussée à l'échelle internationale peut parfois retarder, au lieu de favoriser, l'ajustement des déséquilibres internationaux. En principe, une plus grande mobilité des capitaux permet de mieux adapter la consommation à l'évolution des préférences, en augmentant les possibilités de financement extérieur des divers pays et/ou en réduisant le coût de ces ressources. Dans le même temps, cependant, elle peut également conduire à différer des ajustements internes nécessaires.

Qui plus est, une grande mobilité du capital risque d'exercer sur les prix des actifs des pressions allant à l'encontre de l'ajustement externe. Face aux écarts de taux d'intérêt à l'échelle internationale, les flux de capitaux peuvent être le principal déterminant à court terme des mouvements de taux de change, quelle que soit la situation effective de la balance des paiements courants, comme en témoigne l'appréciation de la monnaie américaine au début des années quatre-vingt et, plus récemment, de la livre sterling. Avec le temps, cependant, ce qui tend à prévaloir c'est l'idée qu'on se fait de la viabilité du déséquilibre extérieur et de ses implications pour l'évolution escomptée du taux de change; cet élément détermine la prime exigée par les non-résidents pour détenir des actifs libellés dans la monnaie nationale. Dans ce cas, les doutes concernant ce caractère durable du déséquilibre peuvent contribuer à l'apparition de périodes de forte instabilité de cette prime et, partant, des prix des actifs, comme le donne à penser l'évolution enregistrée l'an dernier sur les marchés des changes et les marchés boursiers.

Evolution décevante de l'épargne

Dans un tel contexte d'incertitude, le fait que l'épargne privée n'ait pas permis de soutenir l'ajustement externe est apparu particulièrement préoccupant. Un certain nombre d'observateurs, en particulier, ont émis l'idée, peu rassurante d'ailleurs, que le comportement de l'épargne, notamment aux Etats-Unis et au Japon, était peut-être en grande partie déterminé par des facteurs à long terme ou structurels et relativement insensible aux modifications des prix des actifs. Il a été fait remarquer que la baisse tendancielle du taux de l'épargne privée aux Etats-Unis a eu des causes diverses, telles que

l'augmentation du niveau de la consommation des personnes âgées, l'amélioration des systèmes d'assurance publics et privés et l'assouplissement des contraintes en matière de liquidité lié à un accès plus facile et moins coûteux au crédit. En revanche, le niveau relativement haut du taux d'épargne privée au Japon, malgré une certaine surévaluation due aux conventions comptables utilisées, a été attribué à plusieurs facteurs, notamment le taux de croissance élevé de l'économie, la cherté des logements et de l'immobilier associée à un accès limité au crédit, une forte tendance aux legs et, jusqu'à leur abolition récente, les mesures d'encouragement substantiel à l'épargne sous forme de dégrèvements d'impôts. Ces arguments, dans la mesure où ils sont corroborés par les faits, peuvent aider à comprendre pourquoi on ne peut s'en remettre uniquement aux mouvements des prix des actifs pour corriger les importants déséquilibres des paiements existants et pourquoi une forte «sur-réaction» de ces prix peut avoir lieu en l'absence d'ajustements sensibles de la situation financière nette du secteur public.

## Taux d'intérêt

Des ruptures importantes se sont produites l'an dernier par rapport à deux tendances suivies par les taux d'intérêt durant la majeure partie des années quatre-vingt. Tout d'abord, la longue période de baisse des taux à long terme a pris fin dans la plupart des pays industriels. Ensuite, l'instabilité des taux d'intérêt, en particulier les rendements des obligations, a augmenté dans plusieurs pays. Tant le mouvement de hausse que l'instabilité des rendements ont vivement contrasté avec la stabilité relative de l'économie réelle.

Rupture de  
deux tendances  
favorables

Comme le montre le graphique ci-contre, les taux d'intérêt à long et à court terme se sont situés à leurs niveaux les plus bas dans la plupart des grands pays au premier semestre de 1987 — établissant ainsi, dans de nombreux cas, de nouveaux records de baisse depuis le milieu des années soixante-dix. Aux Etats-Unis et au Canada, cela s'est produit vers le début de l'année, alors que dans les autres grands pays, à l'exception de la France, les creux ont été enregistrés en avril ou en mai, époque à laquelle les taux sont remontés en flèche au Canada et aux Etats-Unis. Au second semestre, le fait notable a été l'évolution relativement parallèle des taux dans les pays considérés: hausse durant l'été, plafonnement de courte durée juste avant le krach boursier d'octobre, puis fléchissement qui s'est poursuivi jusqu'au début de 1988. Cependant, le Royaume-Uni a été le seul pays où, au premier trimestre de 1988, les rendements des obligations ont été nettement inférieurs à leurs niveaux d'un an auparavant. En avril et mai, les taux ont eu tendance à se raffermir dans la plupart des pays.

En raison de la persistance d'une inflation faible ou modérée dans de nombreuses économies, les rendements des obligations, corrigés de l'inflation, sont demeurés élevés par référence au passé. Les taux à court terme, en revanche, ont moins monté ou ont même fléchi, ce qui s'est traduit par des baisses en termes réels, en particulier en Allemagne et au Japon.

Comme le montre le tableau de la page 92, les courbes de rendements se sont généralement accentuées du fait de la montée des taux au troisième

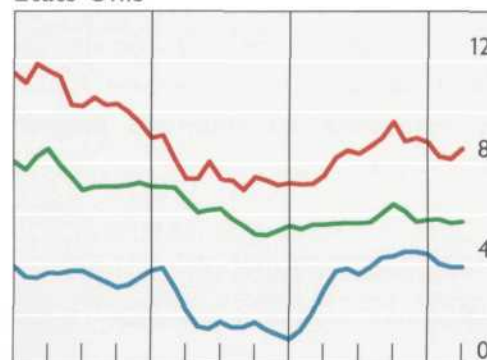


## Taux d'intérêt nominaux et inflation, 1985—88\*

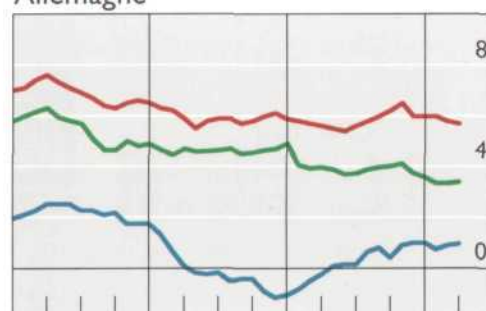
Chiffres mensuels, en %

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

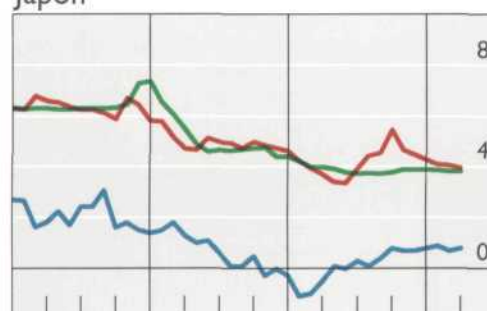
Etats-Unis



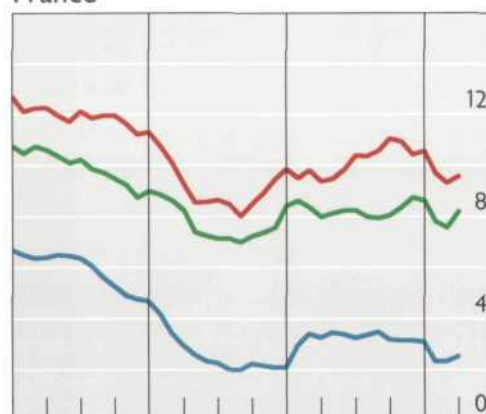
Allemagne



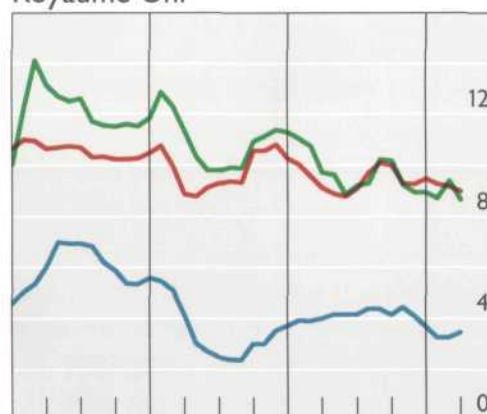
Japon



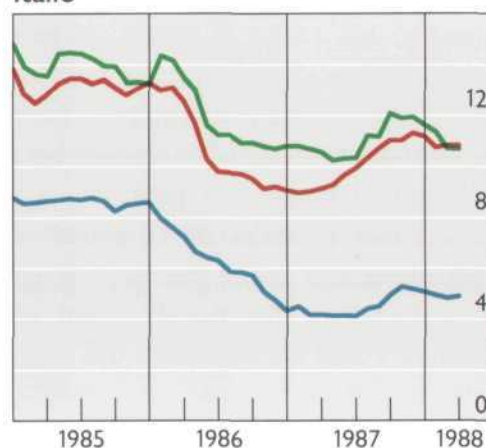
France



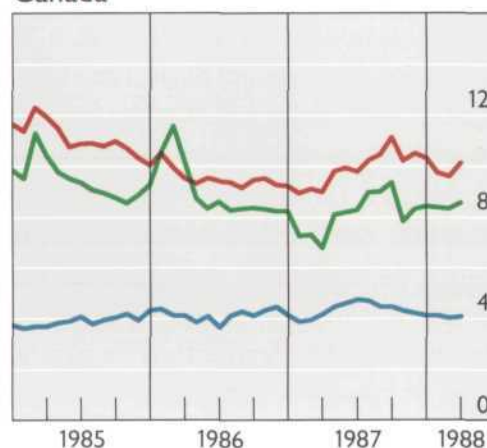
Royaume-Uni



Italie



Canada



\* 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.

trimestre de 1987. Ce mouvement s'est en partie inversé en cours d'année, mais il convient de noter que, pour l'ensemble des grands pays industriels, les rendements d'obligations conservaient, au début de 1988, une marge sensiblement plus élevée par rapport aux taux des marchés monétaires qu'en 1986 et au début de 1987. L'année dernière, et surtout au premier trimestre de 1988, un contraste marqué est apparu entre la courbe de rendements relativement plate au Japon et l'orientation nettement plus ascendante en Allemagne.

Accentuation  
des courbes de  
rendements

Rendements des obligations moins taux d'intérêt à court terme*							
Périodes	Etats-Unis	Japon	Allemagne	France	Royaume-Uni	Italie	Canada
1985	3,14	-0,13	1,43	1,97	-1,71	-0,78	1,61
1986	1,70	-0,03	1,32	1,43	-1,10	-1,37	0,55
1987 T 1	1,66	-0,09	1,55	1,26	-0,93	-1,65	1,90
T 2	2,68	-0,23	1,72	1,72	-0,31	-0,67	1,65
T 3	2,83	1,08	2,08	2,68	0,04	-0,79	1,50
T 4	3,26	0,59	2,07	2,08	0,33	-0,65	2,16
1988 T 1	2,69	0,21	2,46	1,69	0,24	-0,11	1,42

\* Valeurs exprimées en points de pourcentage. Taux représentatifs: pour les Etats-Unis, obligation du Trésor à dix ans et bon du Trésor à trois mois; pour le Japon, obligation d'Etat à long terme et «Gensaki» à trois mois; pour l'Allemagne, obligation à long terme du secteur public et taux interbancaire à trois mois; pour la France, obligation à long terme du secteur public et taux interbancaire à trois mois; pour le Royaume-Uni, obligation d'Etat à vingt ans et taux interbancaire à trois mois; pour l'Italie, obligation à long terme du secteur public et bon du Trésor à trois mois; pour le Canada, obligation d'Etat à plus de dix ans et bon du Trésor à trois mois.

L'évolution des rendements des obligations est déterminée à la fois par la situation macro-économique courante — production, inflation, politiques monétaire et budgétaire — et les anticipations des investisseurs au sujet des conditions futures. Du fait de l'importance des bailleurs de fonds étrangers sur de nombreux marchés obligataires nationaux, l'évolution escomptée des taux de change exerce également une forte influence à cet égard. Le facteur «anticipations» semble avoir joué un rôle particulièrement sensible l'an dernier, étant donné que l'augmentation et l'instabilité accrue des rendements des obligations ne peuvent être attribuées, de toute évidence, à une évolution inattendue de la croissance réelle ou de l'inflation. Bien que les attentes des agents économiques ne soient pas directement mesurables, il est toutefois possible d'identifier de manière assez précise des périodes au cours desquelles, l'an dernier, la modification du comportement des investisseurs a entraîné des variations des taux d'intérêt. Deux épisodes de ce genre, la chute du dollar en mars 1987 et l'effondrement des cours des actions en octobre, ont affecté simultanément les investisseurs du monde entier et occasionné des fluctuations de prix étroitement liées sur la plupart des marchés obligataires.

Les modifications des anticipations ont été particulièrement importantes pour les rendements des obligations

L'incidence des anticipations des variations de taux de change s'est particulièrement fait sentir au premier semestre de 1987. Aux Etats-Unis, les rendements des obligations ont évolué en sens inverse de la valeur du dollar; de

Anticipations de taux de change



même, dans les autres grands pays, les rendements ont fléchi lorsque la monnaie s'appréciait par rapport au dollar et ils se sont tendus en cas de dépréciation. Cette évolution a pris un tour spectaculaire à l'occasion de la chute du dollar, en mars et avril notamment, qui s'est accompagnée d'une divergence marquée des rendements des obligations aux Etats-Unis par rapport au Japon et à l'Europe. Lorsque le dollar s'est stabilisé sur les marchés des changes en mai et juin, les taux à long terme se sont nettement ressentis de la baisse antérieure de la monnaie américaine. Les taux longs des titres du Trésor américain ont gagné près de 150 points de base entre janvier et mai, tandis qu'au Japon les taux sur les titres comparables ont baissé d'environ un point de pourcentage. En Allemagne, les taux longs ont perdu quelque 50 points de base.

Ces diverses évolutions donnent à penser que la faiblesse du dollar a parfois incité les investisseurs internationaux à réviser leurs jugements sur la valeur future de la monnaie américaine. Ils ont exigé une prime plus forte sur les taux d'intérêt du dollar par rapport aux taux des autres monnaies, de manière à compenser une dépréciation ultérieure ainsi que le risque plus élevé lié à la détention d'actifs en dollars dans un environnement moins sûr. Le tableau ci-après montre l'élargissement sensible des écarts de rendement durant l'année, en particulier dans le compartiment à long terme. Au deuxième trimestre de 1987, les écarts entre les taux à long terme des actifs en dollars et les rendements au Japon et en Allemagne s'étaient accrus de 100 points de base ou davantage par comparaison avec 1986.

Prime des instruments en dollars: taux d'intérêt à court terme et rendements des obligations d'Etat*				
Périodes	Japon		Allemagne	
	court terme	long terme	court terme	long terme
1985	1,00	4,28	2,04	3,76
1986	1,01	2,74	1,38	1,77
1987 T 1	1,47	3,21	1,39	1,49
T 2	1,86	4,77	1,81	2,84
T 3	2,30	4,05	2,12	2,87
T 4	1,98	4,65	1,77	2,96
1988 T 1	1,88	4,37	2,35	2,58

\* Taux aux Etats-Unis moins taux correspondants au Japon et en Allemagne (en points de pourcentage). Pour les taux utilisés, se reporter à la note du tableau précédent.

Ces écarts se sont légèrement réduits entre la mi-mai et la mi-août, période marquée par une stabilité du dollar et un faible volume d'interventions, ce qui porte à croire que l'accord du Louvre inspirait davantage confiance. Néanmoins, après des accès de faiblesse de la monnaie américaine, provoqués à l'origine par la publication de chiffres décevants sur la balance commerciale des Etats-Unis, les écarts se sont de nouveau élargis et se sont maintenus jusqu'au début de 1988. La prime sur les actifs en dollars, surtout dans le compartiment à court terme, donne à penser que le redressement du dollar

et la stabilité dont il a ensuite fait preuve au début de cette année sont peut-être dus davantage à des écarts de taux d'intérêt induits par les autorités qu'à un changement d'attitude plus fondamental à l'égard de la monnaie américaine. Compte tenu de la réticence du Japon et de l'Allemagne à abaisser davantage les taux à court terme, situés déjà à leurs plus bas niveaux de l'après-guerre, la persistance de la prime pourrait introduire une certaine rigidité dans la structure mondiale des taux d'intérêt, une augmentation des taux aux Etats-Unis constituant à l'évidence la seule marge de manœuvre disponible.

Au second semestre de 1987, l'inflation et les politiques monétaires se sont trouvées au centre des préoccupations des marchés d'obligations. Les rendements obligataires dans la plupart des grandes monnaies sont devenus sensibles à la hausse des cours de l'or, du pétrole et des matières premières industrielles. Le taux des fonds fédéraux aux Etats-Unis est passé de quelque 6,4% en avril à 7,2% en septembre, signe d'un resserrement de la politique, et les rendements des obligations au Japon ont enregistré une forte hausse vers la fin du printemps, la Banque du Japon n'ayant pas procédé à un nouvel abaissement de son taux d'escompte. Ces perturbations se sont rapidement propagées aux divers marchés obligataires nationaux.

Anticipations  
inflationnistes et  
politique moné-  
taire

Les anticipations de taux d'intérêt et d'inflation ont été vivement affectées par l'effondrement des cours des actions dans le monde en octobre 1987. Les taux d'intérêt des obligations d'Etat ont fortement chuté sous l'effet de l'action entreprise par les banques centrales et de la recherche par les investisseurs de valeurs-refuges. Ce mouvement des taux s'est étendu à la plupart des autres obligations de haute qualité, les investisseurs considérant la récession et la déflation comme des éventualités plus probables que l'inflation. Les taux sont demeurés orientés à la baisse dans la plupart des pays jusqu'au début de 1988, en raison des anticipations croissantes d'un ralentissement de l'activité économique et de la persistance d'une inflation faible à modérée dans les principaux pays industriels. Au printemps, le mouvement de baisse s'est en partie inversé, par suite de l'apparition de signes d'une croissance plus vigoureuse que prévu et d'une résurgence des préoccupations inflationnistes.

Les taux d'intérêt à long terme ont été particulièrement instables l'an dernier. Le tableau suivant montre, pour quatre pays, dans quelle mesure l'instabilité des rendements des obligations s'est accrue l'an passé. Il indique l'écart (maximum moins minimum) de ces rendements durant l'année, le pourcentage de cet écart par rapport au rendement moyen et la variation du rendement sur l'année. Dans leur évaluation de l'instabilité, les opérateurs ont probablement tenu compte des modifications des taux d'intérêt, tant en valeur absolue qu'en valeur relative, ainsi que de leur rapidité et de leur sens. L'écart en valeur relative devrait refléter grosso modo la manière dont les investisseurs perçoivent l'ampleur des mouvements des taux; il présente également l'avantage de mesurer techniquement la «largeur» de la distribution des taux d'intérêt. Les rendements des obligations se sont situés dans une large fourchette en 1987 et l'instabilité a été plus forte dans trois des quatre pays. Ce phénomène s'est manifesté de manière

Augmentation  
de l'instabilité  
des rendements  
des obligations



### Instabilité des rendements d'obligations d'Etat aux Etats-Unis, au Japon, en Allemagne et au Royaume-Uni\*

Années	Ecart en points de base (maximum moins minimum)	Ecart en pourcentage de la moyenne annuelle	Variation de janvier à décembre en points de base	Ecart en points de base (maximum moins minimum)	Ecart en pourcentage de la moyenne annuelle	Variation de janvier à décembre en points de base
	Etats-Unis			Japon		
1980	306	26,7	204	180	19,5	91
1981	275	19,8	115	122	14,1	- 88
1982	406	31,2	-406	103	12,8	- 36
1983	147	13,2	137	84	11,3	- 84
1984	207	16,6	- 19	97	14,3	- 64
1985	260	24,5	-212	97	15,3	- 46
1986	208	27,1	-208	120	24,3	-120
1987	244	29,1	190	210	49,9	3
	Allemagne			Royaume-Uni		
1980	160	18,8	80	166	11,9	- 48
1981	210	20,2	60	291	19,5	232
1982	200	22,3	-200	488	37,9	-399
1983	90	11,1	60	163	14,5	-153
1984	120	15,4	-120	200	17,7	38
1985	130	18,9	- 60	109	9,9	- 72
1986	80	13,5	- 40	261	26,1	- 70
1987	110	18,8	20	166	17,4	- 63

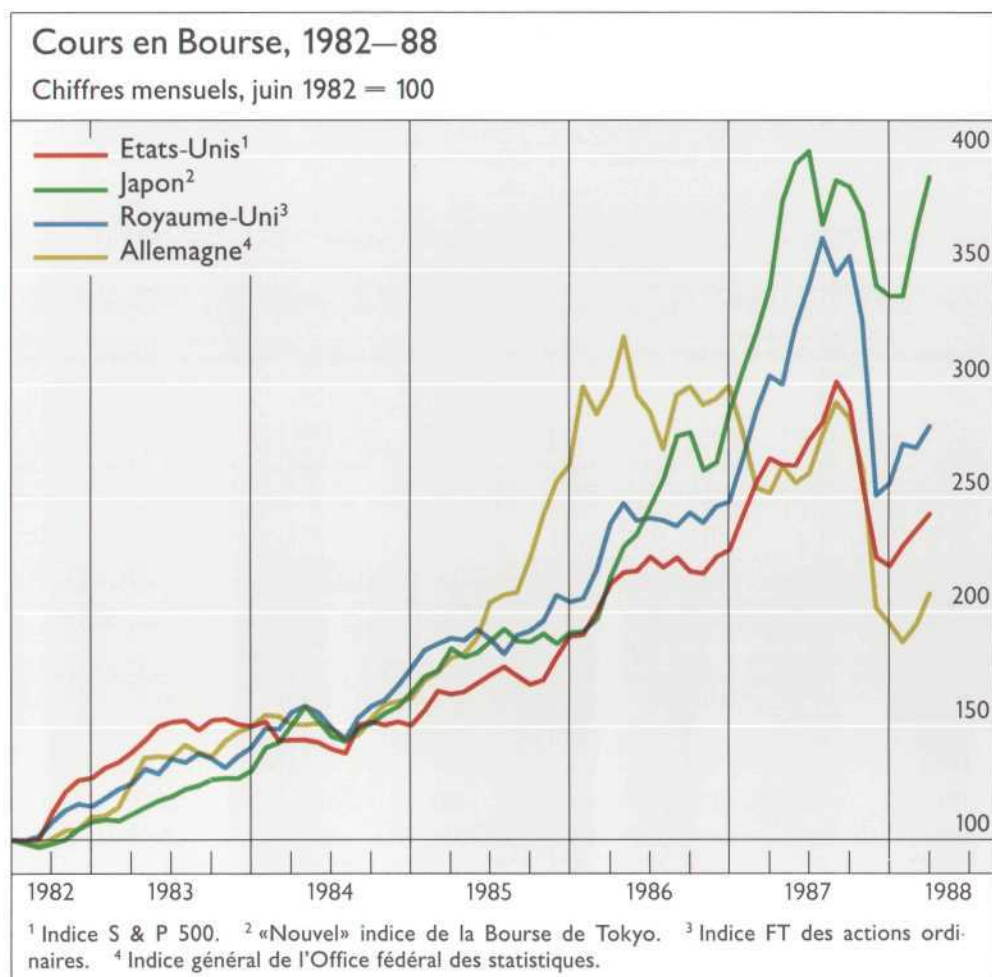
\* Sur la base, en chiffres mensuels, des taux indiqués dans la note du tableau de la page 92.

spectaculaire sur le marché obligataire japonais, puisque l'écart des taux y est égal à 50% du rendement annuel moyen. Il convient de noter également que, à l'inverse de 1982 ou 1986, cette instabilité accrue en 1987 s'est généralement accompagnée d'une hausse des rendements, ce qui a probablement amplifié ses effets sur les décisions des investisseurs.

### Cours des actions: évaluation des données économiques fondamentales, bulles spéculatives ou défaillance des marchés?

La caractéristique la plus frappante de l'évolution enregistrée sur les marchés des capitaux en 1987 a été l'effondrement simultané des cours des actions sur les diverses Bourses du monde. Certes, ces cours n'ont pas été les seuls à subir le contrecoup des tensions financières, puisque les marchés d'obligations et de change ont également souffert de chocs importants durant l'année. Cependant, cette évolution offre un contraste particulièrement saisissant avec les cinq années précédentes de hausse ininterrompue à l'échelle internationale, durant lesquelles les marchés des actions ont paru relativement préservés des tensions économiques.

L'une des questions essentielles soulevées par les événements d'octobre 1987 est de savoir si cette chute des cours des actions reflète une modification



justifiée des anticipations des marchés concernant les perspectives de l'économie mondiale, une correction de la surévaluation antérieure — qui avait été alimentée par des bulles spéculatives et un optimisme excessif au sujet des données économiques fondamentales — ou une «défaillance» momentanée des marchés. En fait, il est probable que tous ces facteurs ont joué un rôle.

Bien que, dans son ensemble, le marché soit resté constamment orienté à la hausse au premier semestre de 1987, des différences sensibles ont cependant été observées entre les divers pays. Le tableau des indices nominaux des cours des actions présenté ci-contre montre que quatre des cinq plus grands marchés (Etats-Unis, Royaume-Uni, Japon et Canada) et un groupe de pays plus petits, situés tant en Europe qu'en Extrême-Orient, ont connu de vives hausses des cours au premier semestre de 1987, qui se sont poursuivies, dans certains cas, jusqu'au mois d'octobre. En revanche, dans les principaux centres d'Europe continentale (Allemagne, France, Italie et Suisse), l'augmentation des cours des valeurs mobilières à revenu variable a été relativement modérée ou nulle. Quoi qu'il en soit, indépendamment de leurs résultats antérieurs, pratiquement tous les pays ont été affectés par le krach, les creux observés par la suite reflétant des pertes de 25 à 50% vis-à-vis des sommets de 1987. De même, à la mi-mai 1988, tous les marchés avaient retrouvé une tendance ascendante par rapport à ces creux, avec des gains moins

Cours nominaux  
des actions en  
1987



importants toutefois pour l'Allemagne et la Suisse par comparaison avec la plupart des marchés. La Bourse de Tokyo se distingue à cet égard puisqu'elle a enregistré l'une des plus fortes hausses au premier semestre de 1987, la perte relative la plus faible par rapport à son maximum de 1987 et, proportionnellement, l'un des redressements les plus spectaculaires après le krach.

Redressement,  
en termes réels,  
des cours des  
actions durant  
les années  
quatre-vingt

La hausse des indices des cours nominaux des actions depuis le début des années quatre-vingt revêt un caractère exceptionnel; pour la plupart des pays, cette hausse a été due en grande partie à la remontée des cours, en termes réels, des actions à leurs niveaux du début de la décennie soixante-dix, après une période de faiblesse prolongée qui a duré dans la majorité des cas de 1973 à 1982 (voir graphique de la page 99). Les raisons de cette évolution des cours réels durant les années soixante-dix n'apparaissent pas très clairement, compte tenu du niveau généralement bas des taux d'intérêt réels. Elle pourrait s'expliquer par la conjonction de plusieurs facteurs économiques fondamentaux, tels que des perspectives de croissance médiocres, l'ampleur des risques et une baisse de la rentabilité des biens d'équipement à la suite du premier choc pétrolier, ainsi que par des erreurs d'évaluation liées à l'inflation, qui ont généralement amené les investisseurs à sous-évaluer les actions.

Indices des marchés boursiers (début de 1987 = 100)								
Pays	Capitali- sation relative du marché <sup>1</sup>	Début de 1986	Maximum de 1987		Minimum postérieur au krach		11 mai 1988	
		Indice	Indice	Mois	Indice	Mois	Indice	Ampleur relative de la reprise <sup>2</sup>
Etats-Unis	38,5	86,5	138,3	Août	91,9	Décembre	104,0	26
Japon	31,3	67,0	144,5	Juin	108,2	Janvier <sup>3</sup>	138,9	84
Royaume-Uni	8,9	86,6	147,2	Juin	94,1	Novembre	107,5	25
Canada	3,2	94,9	134,9	Août	93,1	Octobre	105,9	31
Allemagne	4,0	96,1	100,2	Janvier	58,7	Janvier <sup>3</sup>	62,7	10
France	2,6	66,3	115,6	Mars	63,1	Janvier <sup>3</sup>	78,6	30
Italie	2,5	64,2	107,0	Avril	59,1	Février <sup>3</sup>	69,4	21
Suisse	2,2	93,9	108,4	Octobre	67,0	Novembre	71,1	10
Pays-Bas	1,4	91,8	120,0	Août	69,0	Novembre	85,1	32
Espagne	0,8	65,0	156,2	Octobre	96,5	Décembre	129,2	55
Belgique	0,6	71,9	132,1	Août	85,6	Décembre	115,0	63
Australie	2,1	68,1	156,8	Septembre	78,3	Novembre	95,6	22
Hong Kong	1,0	68,5	154,3	Octobre	74,0	Décembre	99,0	31
Singapour	0,3	69,6	168,9	Août	78,6	Décembre	108,4	33
Taiwan	0,3	80,4	449,7	Octobre	221,1	Décembre	448,0 <sup>4</sup>	99
Corée du Sud	0,2	59,9	192,6	Décembre	167,2	Novembre	240,4 <sup>4</sup>	— <sup>5</sup>

<sup>1</sup> Capitalisation (mesurée en dollars EU au début de 1987) exprimée en pourcentage de la capitalisation totale des pays figurant dans le tableau. <sup>2</sup> Variation de l'indice depuis le minimum postérieur au krach, en pourcentage de la variation de l'indice entre le maximum de 1987 et le minimum postérieur au krach. <sup>3</sup> 1988. <sup>4</sup> 13 mai 1988. <sup>5</sup> Sans objet, puisque le maximum de 1987 a suivi le krach d'octobre.

Sources: pour les Etats-Unis, indice S & P 500; pour le Royaume-Uni, indice FT des actions ordinaires; pour le Japon, «nouvel» indice de la Bourse de Tokyo; pour l'Allemagne, indice général FAZ; pour les autres pays, indices représentatifs.

A partir de 1982, la reprise de la croissance réelle, la baisse de l'inflation et des taux d'intérêt et la modération des revendications salariales ont contribué à améliorer de manière substantielle les perspectives de gains en termes réels dans les pays industrialisés. Dans le même temps, il est probable que le ralentissement de l'inflation a permis d'éliminer des erreurs d'évaluation des actions, tandis que, dans certains pays, des mesures d'ordre fiscal étaient adoptées pour stimuler l'investissement en actions. Les effets conjugués de ces divers facteurs ont largement compensé la hausse parallèle des taux de rendement requis résultant de l'accroissement des taux d'intérêt réels; de ce fait, les cours réels des actions ont rapidement augmenté sur tous les grands marchés. Leur divergence d'évolution, amorcée en 1986, pourrait s'expliquer en partie par l'incidence des variations des taux de change réels (qui a généralement accru la rentabilité escomptée des secteurs d'activité américains, canadiens et britanniques soumis à la concurrence étrangère par rapport à ceux d'Europe continentale) et par les différences entre les taux de croissance internes (qui, là encore, ont eu tendance à jouer en faveur de la rentabilité relative au Canada et au Royaume-Uni). Il convient de noter toutefois que la progression rapide des cours réels sur le marché boursier au Japon s'est poursuivie en 1986—87, malgré la contraction des marges bénéficiaires des exportateurs.

### *Causes de la crise boursière*

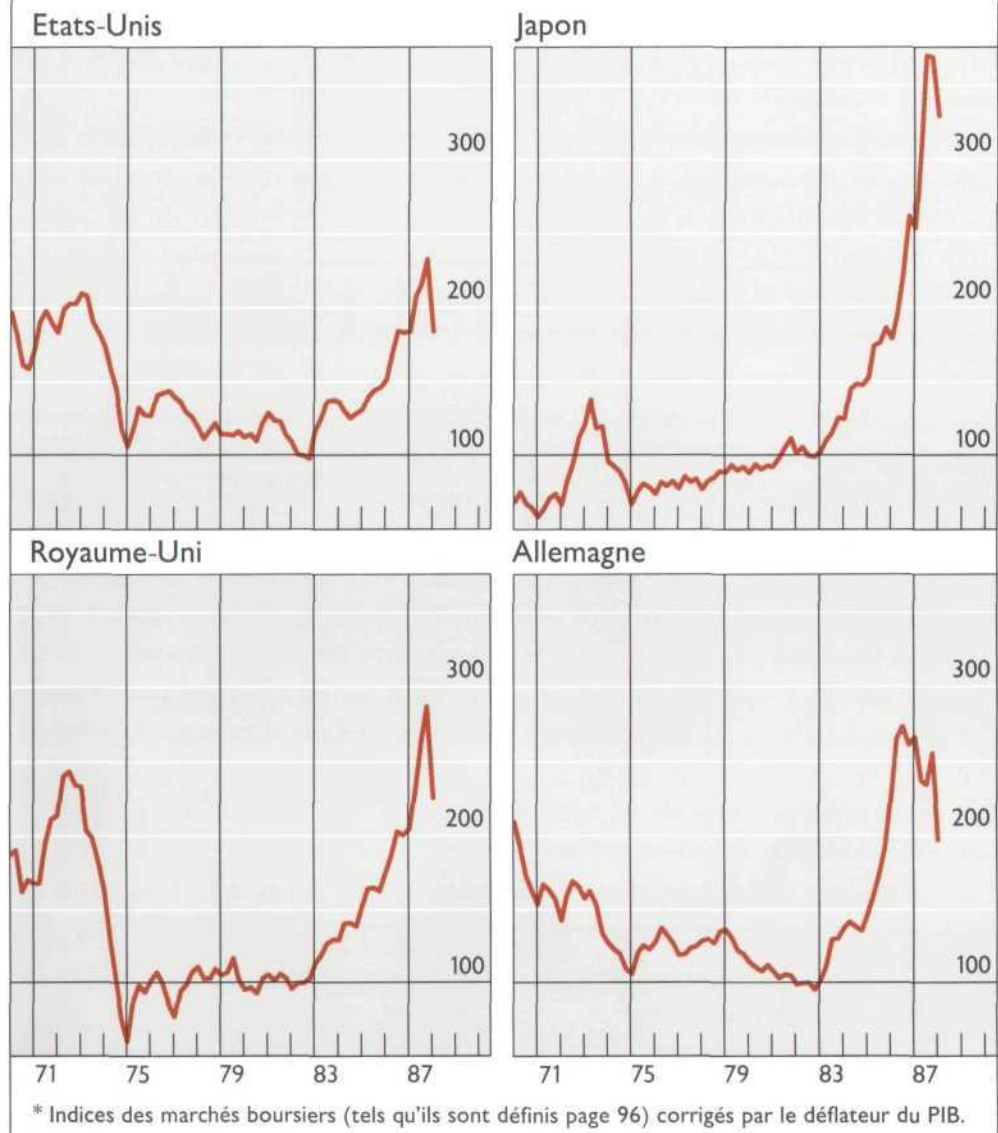
On peut identifier trois causes probables de la chute brutale des cours des actions, l'automne dernier. Tout d'abord, les incertitudes concernant la solution du problème des déséquilibres des paiements internationaux. En octobre, les anticipations des marchés ont certainement été très affectées par les préoccupations croissantes suscitées par l'échec des efforts entrepris pour stimuler la demande interne dans certains pays et réduire le déficit budgétaire fédéral aux Etats-Unis ainsi que par la réaction insuffisante, par rapport aux prévisions, des déséquilibres nominaux des paiements courants à la dépréciation antérieure du dollar. Ces constatations ont pu, à leur tour, alimenter les craintes d'une récession (et faire redouter ainsi une diminution de la croissance des bénéfices réels des entreprises), due soit à une hausse immédiate des taux d'intérêt réels aux Etats-Unis destinée à soutenir le dollar, soit à un resserrement consécutif à la montée de l'inflation résultant d'une chute libre du dollar. Le fait que les déséquilibres commerciaux ont soudainement pesé de manière déterminante sur l'opinion peut avoir été lié à un sentiment de frustration croissante tenant à plusieurs facteurs: impossibilité apparente de résoudre cette question, prise de conscience de la modification survenue antérieurement dans le financement du déficit américain — le secteur officiel ayant pris le relais des capitaux privés — et menace permanente d'adoption de mesures protectionnistes par les Etats-Unis. Ces préoccupations ont mis en évidence la nécessité d'une coordination des politiques économiques et accru l'inquiétude des marchés des capitaux devant l'apparition de tout signe pouvant traduire un manque d'harmonisation dans ce domaine. Enfin, la détérioration de la situation de l'endettement international

L'absence de progrès au niveau des déséquilibres des paiements peut avoir suscité des craintes de récession ...



## Cours réels sur les marchés boursiers, 1970—87\*

Moyennes trimestrielles, deuxième trimestre 1982 = 100



au premier semestre de 1987 a probablement amplifié les incertitudes générales sur les perspectives d'évolution de l'économie.

... mais cette explication ne saurait suffire

L'analyse qui précède soulève cependant un certain nombre d'interrogations. La première concerne l'ampleur exceptionnelle et la portée globale du krach d'octobre, qui impliquent une uniformité peu banale quant à la manière avec laquelle les anticipations se sont soudainement modifiées dans un très grand nombre de pays; cela paraît en même temps sans commune mesure avec l'importance des informations publiées juste avant le choc boursier. Une seconde question porte sur les observations faites après le krach, qui laissent entendre que les investisseurs les plus importants comme les plus modestes considéraient que le marché américain des actions était surévalué avant le 19 octobre. Cette impression est corroborée au Royaume-Uni (mais non aux Etats-Unis eux-mêmes) par le volume exceptionnellement élevé des nouvelles émissions d'actions de sociétés durant l'été

de 1987, ce qui semblerait indiquer que les entreprises estimaient, elles aussi, que le marché était d'une certaine manière surévalué.

Ces observations donnent à penser qu'un deuxième facteur, en l'occurrence des bulles spéculatives, a joué un rôle dans la crise d'octobre en faisant monter les cours des actions, durant la période qui l'a précédée, à des niveaux supérieurs à ceux que justifiaient les données économiques fondamentales. Ce phénomène peut se produire lorsqu'une vive hausse des cours suscite des anticipations générales d'une poursuite de ce mouvement, au moins à court terme, ce qui déclenche alors un processus de surévaluation constante qui se nourrit de lui-même et peut même s'intensifier. Au fur et à mesure que la surévaluation s'amplifie, les pressions qui tendent à induire une correction à la baisse augmentent également, de sorte qu'il suffit d'un choc extérieur de faible ampleur pour provoquer un effondrement des cours. Un tel comportement semble conforme à l'évolution des cours observée en 1987 sur la plupart des grands marchés boursiers (sauf en Europe où ils ont atteint leurs niveaux records en 1986) et constitue l'une des explications les plus répandues de la crise. En outre, on pourrait faire remarquer que l'évolution institutionnelle au cours des années quatre-vingt a eu tendance à prolonger la durée des bulles spéculatives. Divers facteurs ont, en effet, contribué à la perception d'une liquidité accrue sur les marchés des actions: rapide progression du volume d'activité sur les marchés au comptant, ouverture de marchés d'opérations à terme sur indices d'actions, développement de techniques de couverture dynamiques, telles que les mécanismes de couverture de portefeuille et, plus récemment, instauration d'un fonctionnement vingt-quatre heures sur vingt-quatre pour certains titres importants. De telles perceptions peuvent inciter les investisseurs qui reconnaissent l'existence d'une surévaluation persistante à poursuivre néanmoins leur activité sur le marché dans la mesure où ils estiment pouvoir en sortir rapidement lorsque la bulle éclate.

Les bulles spéculatives constituent une explication fort répandue ...

Il serait toutefois risqué d'accorder une trop grande importance au rôle des bulles spéculatives, à la fois parce que les signes empiriques de leur existence sur les marchés des capitaux sont loin d'être évidents et parce qu'un examen de l'évolution des rendements au cours des années quatre-vingt ne permet pas d'aboutir à la conclusion d'une forte surévaluation des marchés avant le krach. L'«écart de rendement» indiqué dans les graphiques ci-après représente le rendement nominal des obligations à long terme moins le dividende (en pourcentage du nominal). Cet écart a été positif pendant de nombreuses années. Théoriquement, son ampleur paraît évoluer positivement selon les anticipations d'inflation et de croissance des gains réels et négativement selon le degré de risque relatif perçu sur les actions. En raison de différences dans les méthodes de mesure, une comparaison entre pays des écarts de rendement ne serait d'aucune utilité; toutefois, les comparaisons avec le passé pour les divers pays peuvent apporter certains enseignements sur la question de la surévaluation. Dans tous les pays représentés dans les graphiques, on constate un certain élargissement de l'écart de rendement avant la crise d'octobre, sans pouvoir en conclure cependant avec certitude que les anticipations que cela implique pour l'accroissement des gains réels

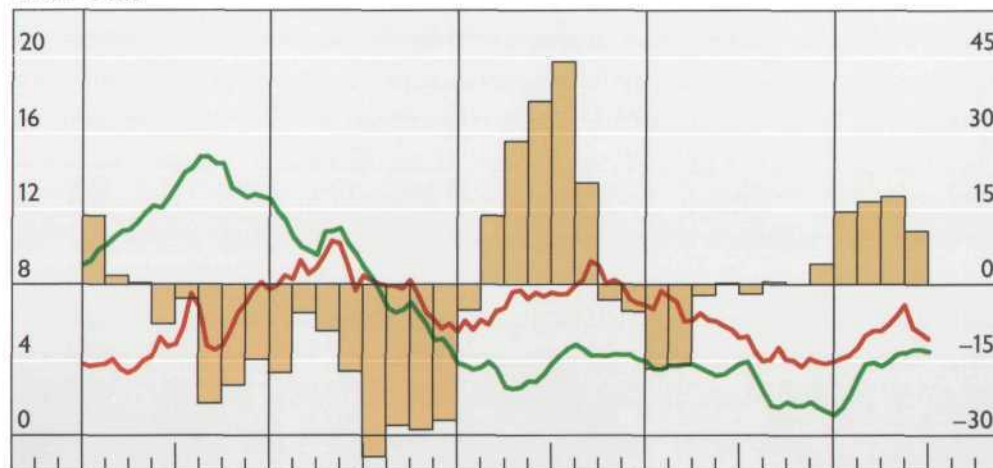
... mais les signes d'une surévaluation ne sont pas probants



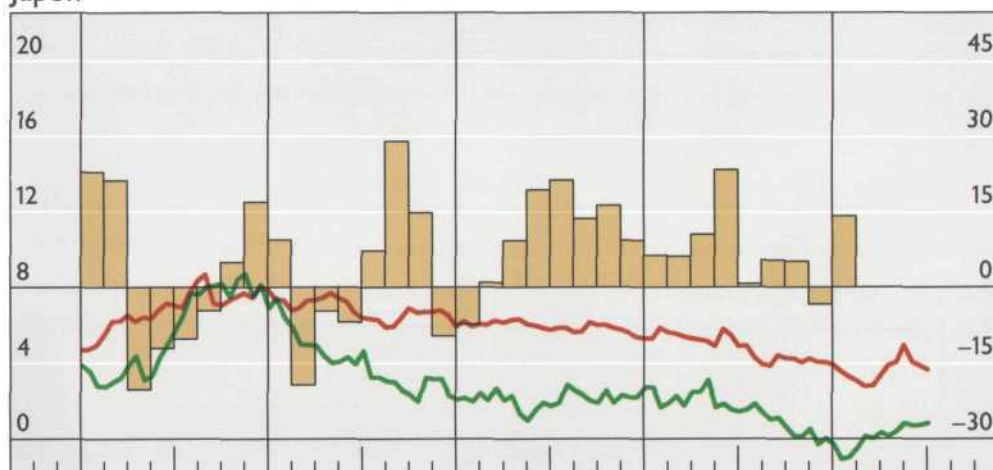
## Indicateurs d'évaluation des actions, 1979–87

- Ecart de rendement, en points<sup>1</sup> (échelle de gauche)
- Inflation, en %<sup>2</sup> (échelle de gauche)
- Croissance du bénéfice réel, en %<sup>3</sup> (échelle de droite)

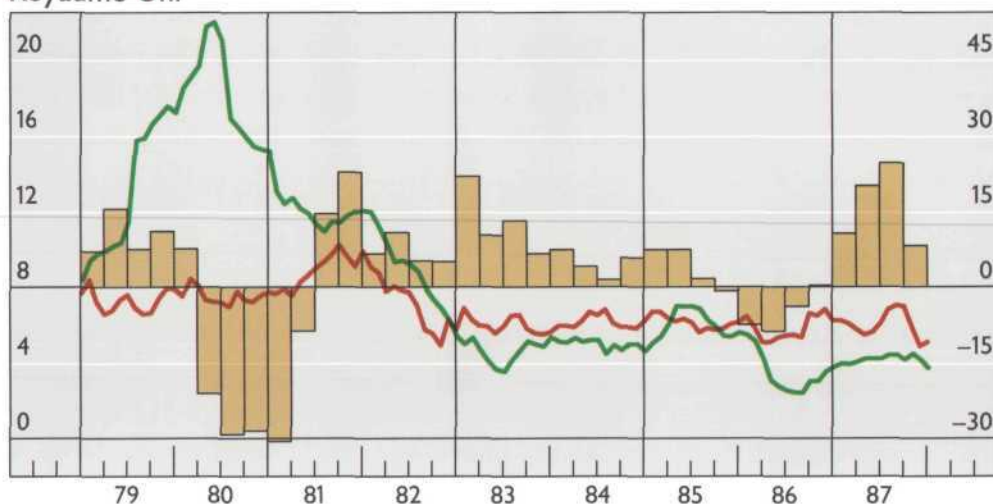
### Etats-Unis



### Japon



### Royaume-Uni



<sup>1</sup> Rendement nominal des obligations à long terme moins dividende (en % du nominal). <sup>2</sup> Variations sur douze mois des prix à la consommation. <sup>3</sup> Variations sur quatre trimestres des bénéfices nominaux avant impôts des sociétés (pour le Royaume-Uni, bénéfices avant impôts de l'ensemble des entreprises et des sociétés publiques) corrigées par le déflateur du PIB.

étaient excessives, surtout si cet élargissement s'explique en partie par une intensification des anticipations inflationnistes dûment prise en compte dans les cours des actions.

Le ratio cours/bénéfices, qui était supérieur à 70 avant le krach pour le marché japonais (contre 22 pour les Etats-Unis et 17 pour le Royaume-Uni), a souvent été avancé comme une preuve de surévaluation, tant en valeur absolue que par rapport aux autres marchés. Si, au Japon, ce coefficient a probablement reflété une certaine surévaluation, son ampleur cependant n'a sans doute pas été aussi prononcée qu'une comparaison brute des chiffres semble l'indiquer. Les procédures fiscales et comptables en vigueur au Japon aboutissent généralement à une sous-évaluation des bénéfices d'exploitation et à une accumulation d'actifs occultes dans le cadre de placements à prix coûtant dans l'immobilier et sous forme d'actions. En outre, des niveaux de taux d'intérêt relativement faibles au Japon justifient un rendement bénéficiaire relativement bas (ratio cours/bénéfices élevé). Par ailleurs, la prédominance de participations croisées inter-entreprises tend à amplifier l'augmentation de la capitalisation totale du marché engendrée par la valorisation du capital-actions des diverses entreprises. Dans la mesure où celle-ci n'est pas liée à un accroissement des bénéfices publiés, son incidence nette se traduit par une progression des ratios cours/bénéfices pour l'ensemble du marché.

Le troisième facteur ayant probablement contribué à déclencher la crise boursière a été une défaillance momentanée de certains mécanismes de marché provoquée au départ par une baisse des cours. Plusieurs causes de cette défaillance peuvent être mises en évidence: insensibilité des ventes à la valeur fondamentale, signaux de cours erronés dus à un volume d'activité sans précédent et insuffisances parallèles des équipements et des procédures, incapacité ou refus, de la part d'investisseurs motivés par la valeur fondamentale, d'agir sur un marché secoué par une crise. Il est possible que, sous l'action de ces facteurs, les cours soient tombés à des niveaux tels que les perceptions des données économiques fondamentales en aient été elles-mêmes modifiées, validant ainsi les nouveaux cours. Il se peut également que l'amélioration généralisée de la vitesse des transmissions et des techniques opérationnelles ait eu des effets assez néfastes en augmentant la probabilité de cette crise. La section suivante examine de manière plus approfondie le comportement de la clientèle institutionnelle pendant la semaine du krach boursier.

Une défaillance momentanée a probablement joué un rôle

## Le krach boursier d'octobre

Le lundi 19 octobre 1987, la Bourse de New York (NYSE) a connu sa plus forte chute en une journée, avec une baisse de 22,6% de l'indice Dow Jones et une perte de valeur des actions de plus de \$EU 500 milliards. Le lendemain, après une brève reprise, l'indice cédait environ 12% en l'espace de deux heures. L'après-midi, le marché parvenait à se redresser, pour gagner 5,9% sur l'ensemble de la journée, mais après avoir frôlé la suspension totale de l'activité et, pour reprendre les termes du Rapport Brady, encouru le risque d'un «effondrement général du système financier». Ce risque a pu être

Effondrement sans précédent des cours



écarté, grâce surtout aux interventions massives des autorités monétaires. Si les Etats-Unis se sont trouvés au centre même du phénomène, à de rares exceptions près les marchés d'actions du monde entier ont été également touchés, nombre d'entre eux enregistrant des records de baisse absolus en une seule journée.

En raison du caractère déstabilisateur exceptionnel et de l'ampleur sans précédent de la baisse des cours des actions, il est important d'analyser les facteurs institutionnels qui peuvent avoir contribué à la défaillance du marché, provoquant une accélération et, dans de nombreux cas, une surréaction de la chute des cours pendant ces jours critiques. A cet égard, les développements récents qui méritent une attention particulière sont l'interaction entre le marché boursier et celui des opérations à terme sur indices d'actions et l'institutionnalisation croissante des portefeuilles d'actions et de la négociation de ces titres.

### *La crise boursière aux Etats-Unis*

Trois raisons notamment incitent à examiner de manière approfondie le rôle des marchés d'opérations à terme sur indices d'actions. Tout d'abord, au milieu de 1987, le volume quotidien en termes nominaux des contrats à terme sur actions a atteint une fois et demie celui de la Bourse de New York (NYSE). Deuxièmement, les marchés à terme d'instruments financiers sont devenus indispensables pour exécuter les nouvelles stratégies, regroupées sous l'appellation d'«opérations programmées», telles que la couverture de portefeuille et l'arbitrage sur indices. Troisièmement, tout en permettant d'effectuer des opérations sur des actifs qui sont d'excellents substituts d'actions, ces marchés sont soumis à des dispositions nettement différentes, en ce qui concerne l'effet de levier et la négociation des contrats, de celles qui sont appliquées au marché au comptant (c'est-à-dire des titres), ce qui pose de sérieuses questions au sujet de leur interaction.

Une attention particulière a été accordée à la capacité potentielle des mécanismes de couverture de portefeuille d'amplifier les variations des cours, en liaison tout particulièrement avec l'effet de levier relativement élevé des marchés financiers à terme; il convient de préciser, en effet, que la stratégie mise en œuvre se traduit par des achats automatiques lorsque le marché est orienté à la hausse et par des ventes lorsqu'il est à la baisse, quelle que soit la valeur sous-jacente des titres. Cette capacité, qui est minimisée dans le Rapport de la «Commodities Futures Trading Commission» (CFTC), a été considérée comme importante dans ceux de la Bourse de New York (NYSE), de la Commission des opérations de Bourse (SEC) et de la Commission Brady. Les constatations effectuées donnent à penser que les mécanismes de couverture de portefeuille ont joué un rôle non négligeable dans la rapidité, et probablement l'amplification, de la baisse des cours. Des ventes d'un volume et d'une concentration inhabituels furent effectuées les 19 et 20 octobre sur les marchés financiers à terme par des investisseurs cherchant à couvrir leur portefeuille (voir tableau de la page suivante). Ces ventes ont contribué à la chute record des cours des instruments à terme et, par voie de

Les ventes de couverture de portefeuille contribuent à submerger les marchés ...

Ventes par «opérations programmées» pendant la crise boursière						
Postes	Bourse de New York (NYSE)			Bourse de Chicago (CME)		
	Ventes totales	Volume maximal de ventes durant la journée <sup>1</sup>	Ventes totales par rapport au volume normal antérieur au krach <sup>2</sup>	Ventes totales	Volume maximal de ventes durant la journée <sup>1</sup>	Ventes totales par rapport au volume normal antérieur au krach <sup>2</sup>
	en % du volume S & P 500 <sup>3</sup>					
	19 octobre 1987					
Couverture de portefeuille <sup>4</sup>	9	31	32	16-26	44	32-53
Arbitrage sur indices <sup>5</sup>	9	27	30	-6 <sup>6</sup>	1 <sup>6</sup>	-12 <sup>6</sup>
Total	18	43	62	10-20	28	21-41
	20 octobre 1987					
Couverture de portefeuille <sup>4</sup>	2	14	8	25-31	41	35-44
Arbitrage sur indices <sup>5</sup>	1	2	3	0 <sup>6</sup>	0 <sup>6</sup>	-1 <sup>6</sup>
Total	3	15	11	25-31	42	34-43

<sup>1</sup> Volume maximal de ventes calculé à partir de données portant sur des périodes d'une demi-heure. <sup>2</sup> Pour la Bourse de New York, le volume normal antérieur au krach est le volume moyen d'une journée en septembre (estimation); pour la Bourse de Chicago, il s'agit du volume moyen d'une journée pour la période janvier-septembre. <sup>3</sup> Nombre d'actions pour la Bourse de New York et nombre de contrats pour celle de Chicago. Le volume des contrats à terme comprend le volume des contrepartistes et celui de la clientèle. <sup>4</sup> Lorsqu'une fourchette est indiquée, le premier chiffre correspond aux estimations de la Commission des opérations de Bourse (SEC) et le second aux estimations des ventes de couverture institutionnelle figurant dans le Rapport CME. Le volume maximal de ventes est également calculé sur la base des estimations de la SEC. <sup>5</sup> Y compris la substitution d'indices. <sup>6</sup> Ventes nettes. Lorsque la différence entre l'indice des instruments financiers à terme et l'indice au comptant est inférieure au coût de portage, les arbitragistes achètent des contrats à terme et vendent les titres sous-jacents.

Sources: Commission des opérations de Bourse des Etats-Unis (SEC), «The October Market Break»; Commodities Futures Trading Commission, «Final Report on Stock Index and Cash Market Activity during October 1987»; Rapport préliminaire de la Commission d'enquête nommée par la Bourse de Chicago; estimations BRI.

conséquence, à une décote déstabilisatrice de ces instruments sur l'indice au comptant. Cette décote a eu, à son tour, pour effet de détourner un volume de ventes sans précédent liées à la couverture des portefeuilles vers le marché au comptant. Les pertes massives enregistrées sur les encours des positions longues sur les contrats à terme d'instruments financiers (quelque \$EU 6 milliards le lundi), conjuguées avec la nécessité immédiate de faire face aux variations des marges en raison de l'obligation du règlement quotidien au comptant par référence aux prix du marché («marking-to-market»), peuvent avoir accentué les ventes forcées sur le marché boursier. En outre, il est apparu qu'un certain nombre de courtiers ont vendu des titres en prévision des pressions à la baisse exercées sur les cours par des ventes de couverture de portefeuille, ce qu'ils auraient sans doute fait s'ils avaient perçu une surévaluation du marché. On a estimé, compte tenu de la chute des cours durant la semaine précédente, que le «volant» de programmes non exécutés de couverture de portefeuille se chiffrait entre \$EU 8 milliards et \$EU 14 milliards à l'ouverture, le lundi.

Le rôle de l'arbitrage sur indices pendant le krach a provoqué de vives controverses. En prenant des positions compensatoires sur les deux marchés,



... et l'arbitrage sur indices répercute les pressions à la vente sur la Bourse de New York

les arbitragistes sur indices veillent normalement à ce que la différence entre les instruments à terme et les indices au comptant corresponde aux coûts de portage des titres — taux d'intérêt à court terme moins dividende. Durant la crise, toutefois, cet arbitrage n'a pu empêcher l'apparition d'une décote persistante et substantielle des instruments à terme par rapport à l'indice au comptant. Le lundi, cette situation était due aux retards dans l'exécution des ordres, aux restrictions sur les ventes à découvert et, d'une manière générale, à l'accroissement des risques. Le mardi, l'origine en a été les limites imposées à l'utilisation de cette stratégie par les membres de la Bourse de New York (NYSE). Le Rapport de cet organisme impute une partie de la responsabilité de la chute du lundi aux ventes particulièrement importantes d'arbitrage sur indices, malgré les difficultés d'exécution (voir tableau de la page précédente). En revanche, le Rapport Brady fait valoir que c'est précisément l'incapacité de l'arbitrage sur indices de combler la décote qui a précipité ce mouvement. Il souligne l'effet déstabilisateur de la décote sur les anticipations des autres investisseurs, soit qu'elle indique la valeur future de l'indice au comptant, soit qu'elle engendre des anticipations de nouvelles ventes d'arbitrage. Le Rapport de la SEC, pour sa part, est très réservé sur ce point. D'une manière plus générale, il ne serait pas raisonnable d'attribuer une grande part de la responsabilité du krach à l'arbitrage sur indices, étant donné que cette stratégie répercutait simplement de manière passive les pressions à la vente du marché à terme d'instruments financiers sur le marché au comptant. Il conviendrait plutôt d'examiner avec attention l'origine des ventes de couverture sur les marchés à terme d'instruments financiers — essentiellement pour la couverture de portefeuille — et les mécanismes qui ont amplifié de manière artificielle la décote sur les instruments à terme.

Les dispositions institutionnelles amplifient les problèmes d'information

L'un de ces mécanismes est l'interaction de dispositions fort différentes régissant l'action des contrepartistes sur le marché au comptant et sur le marché à terme d'instruments financiers. Les contrepartistes n'ont absolument pas réagi de la même façon devant les importants déséquilibres des ordres à l'ouverture du lundi. Les «spécialistes» de la NYSE retardèrent l'ouverture en raison de l'obligation qu'ils ont d'atténuer les fluctuations de cours, alors qu'à Chicago le système d'enchères continues à la criée par les contrepartistes entraîna une chute immédiate des cours. Cette divergence de comportement entre les deux marchés contribua à majorer la décote, à donner un poids excessif à l'arbitrage sur indices, à intensifier le climat d'incertitude et, d'une manière plus générale, à favoriser des transferts déstabilisateurs d'opérations entre les marchés.

En plus de ces différences, les marchés au comptant et ceux des instruments à terme ne disposent d'aucun mécanisme de compensation commun et n'imposent pas les mêmes dépôts de garantie. Le Rapport Brady, en particulier, considère que cette structure institutionnelle a engendré une demande de crédit excessive et masqué la véritable cote de crédit des emprunteurs potentiels; de ce fait, elle a amplifié les problèmes de liquidité, accru la difficulté pour les contrepartistes de prendre des positions à découvert, augmenté l'instabilité du marché et contraint les autorités monétaires à des interventions plus importantes.

Le krach d'octobre a aussi clairement mis en évidence le caractère déstabilisateur de la concentration croissante de la prise de décisions engendrée par l'institutionnalisation de plus en plus grande des marchés d'actions. Entre 1981 et le troisième trimestre de 1987, la part des portefeuilles d'actions détenue par les caisses de retraite et les fonds de placement s'est accrue de moins de 20% à quelque 27%. Cette tendance s'est accompagnée d'une augmentation des opérations groupées (grosses transactions), qui sont passées de quelque 30% à 50% environ du volume d'activité de la Bourse de New York. Les rapports font apparaître que les importants déséquilibres observés au niveau des ordres le lundi ont été provoqués par les ventes d'un nombre étonnamment faible d'institutions, alors que les offres d'achat étaient beaucoup plus dispersées (voir tableau ci-dessous). Les systèmes établissant la contrepartie du marché se sont ainsi trouvés soumis à des tensions considérables. Comme ces institutions sont également les utilisateurs finals des mécanismes de couverture de portefeuille, elles ont constitué le principal moyen de transmission du krach à l'échelle mondiale.

Volume particulièrement important de ventes institutionnelles

Concentration des opérations pendant la crise d'octobre				
Dix premiers opérateurs	Bourse de New York (NYSE)		Bourse de Chicago (CME)	
	ventes	achats	ventes	achats
	en % de la valeur des transactions à la Bourse de New York			
19 octobre 1987	15,2*	8,7	26,7	18,7
20 octobre 1987	7,1	9,7	25,3	25,7
* Les quatre premiers opérateurs ont représenté 14% des ventes totales.				
Source: Rapport de la Commission présidentielle chargée d'examiner les mécanismes des marchés (Rapport Brady).				

### Tableau d'ensemble de la crise

La dimension globale du krach est illustrée par les chutes de cours importantes, et bien souvent records, enregistrées les 19 et 20 octobre sur les places boursières mondiales. Une analyse du déroulement chronologique de la crise dans les divers pays montre clairement que l'effondrement des prix des actions a commencé aux Etats-Unis. Parmi les principaux mécanismes de transmission aux autres centres financiers figurent les ventes effectuées sur les marchés étrangers par les investisseurs américains et d'autres non-résidents, essentiellement des établissements financiers, les réactions communes des intermédiaires financiers internationaux, contrepartistes notamment, opérant dans plusieurs centres et la révision, de la part des résidents sur leurs propres marchés, de leur opinion sur les perspectives d'évolution des actions, devant l'ampleur et la rapidité de la baisse observée sur le marché de New York, réputé le plus liquide au monde.

Propagation de l'effondrement des cours ...

A l'inverse de ce qui s'est passé aux Etats-Unis, les rapports donnent à penser que les ventes massives des non-résidents ont joué un rôle important dans la chute des cours dans certains autres pays. Elles ont été effectuées essentiellement par des investisseurs institutionnels aux prises avec des

... en partie par les ventes des non-résidents



problèmes de liquidité sur leur marché interne ou qui ont préféré se défaire d'avoirs marginaux, en particulier dans les pays où des plus-values de change substantielles pouvaient être réalisées. Ces mêmes rapports font état de cessions opérées par des fonds communs de placement américains à Londres, le lundi matin, avant l'ouverture à New York. En octobre, les ventes nettes d'actions étrangères par les résidents américains se sont élevées à \$EU 2 milliards, contre un montant net moyen de \$EU 0,2 milliard d'achats mensuels entre janvier et septembre. Les institutions établies au Royaume-Uni ont également procédé à des ventes particulièrement importantes, en raison de la forte proportion d'actions étrangères dans leurs portefeuilles.

Le cours des actions des rares fonds accessibles aux investisseurs non résidents en Corée du Sud et à Taïwan, dont les marchés sont par ailleurs fermés aux étrangers, a fléchi beaucoup plus, selon les informations, que les indices de leur marché national. En fait, sur celui de la Corée du Sud, l'indice des cours a même enregistré une hausse durant la semaine de la crise, contrairement à ce qui s'est passé à Hong Kong et Singapour. La perception

**Tableau d'ensemble de la crise boursière**

Pays	Variation durant				
	la semaine précédant le krach	le 19 octobre 1987	le 20 octobre 1987	le 21 octobre 1987	la semaine du krach
variations en % entre deux cours de clôture					
Etats-Unis	- 9,1	-20,4	5,3	9,1	-12,2
Japon	- 0,2	- 5,3	-12,1	9,4	-12,0
Royaume-Uni	- 2,4	-10,1	-11,7	6,1	-23,0
Canada	- 4,8	- 9,1	0,0	-0,4	-14,4
Allemagne	- 2,8	- 7,1	- 5,1	6,8	-11,7
France	- 8,3	- 4,7	- 5,8	5,4	- 9,2
Italie	- 1,0	- 5,7	- 4,4	3,7	-10,4
Suisse	- 2,4	-10,8	- 4,6	5,7	-16,6
Pays-Bas	- 4,6	- 7,8	- 8,4	4,2	-15,0
Espagne	- 5,0	- 1,6	- 5,7	-1,7	-12,3
Belgique	- 4,9	-10,5	- 0,5	8,5	- 6,1
Australie	- 3,4	- 3,7	-25,0	1,2	-29,3
Hong Kong*	- 2,6	- 2,3	fermé	fermé	fermé
Singapour	- 4,3	-12,1	-20,9	férié	-30,8
Taïwan	-10,6	3,2	- 4,7	-4,5	-18,5
Corée du Sud	0,9	0,6	- 2,4	0,4	0,5

\* Lors de la réouverture du marché de Hong Kong le 26 octobre 1987, l'indice des cours accusa une baisse de 33,3% par rapport au cours de clôture précédent.

Sources: voir tableau de la page 97.

par les non-résidents d'une surévaluation peut également expliquer pourquoi ils ont été les seuls vendeurs nets au Japon en octobre, à hauteur de Y 2.000 milliards, soit quatre fois et demie la moyenne mensuelle pour la période janvier-septembre. Des ventes de plus de Y 1.000 milliards ont été effectuées durant la seule semaine du krach. Les besoins de liquidités de précaution seraient en partie à l'origine des ventes importantes réalisées par les non-résidents dans les pays à monnaie forte dotés de mécanismes de

compensation efficaces et de périodes de règlement courtes, tels que l'Allemagne, les Pays-Bas et la Suisse, à la différence de l'Italie et même du Royaume-Uni, la période de règlement dans ce dernier pays étant de deux semaines. En Allemagne, les ventes des non-résidents ont atteint DM 3,6 milliards en octobre, contre des achats mensuels nets de DM 0,5 milliard en moyenne au cours des neuf mois précédents.

Les systèmes de négociation se sont trouvés soumis à des tensions sur l'ensemble des places boursières, et les difficultés relatives rencontrées pour exécuter les ordres paraissent avoir en partie déterminé la répartition des ventes sur les divers marchés. C'est ainsi que la fermeture de Hong Kong aurait détourné des ventes substantielles vers l'Australie et Singapour. L'augmentation des ventes a été la plus faible sur les places qui disposaient de mécanismes officiels de sécurité («circuit breakers») — limites de prix et suspensions des transactions — appliqués de manière rigoureuse, comme au Japon, en France et en Espagne. En revanche, le volume de l'activité a triplé sur certains marchés par adjudication dépourvus de dispositifs de suspension prolongée ou de limites de prix, comme en Allemagne et aux Pays-Bas. Par comparaison, l'accroissement du volume de transactions n'a pas été particulièrement sensible sur les marchés entre courtiers (Londres ou NASDAQ aux Etats-Unis), où il était difficile de contacter les contrepartistes par téléphone pour conclure des opérations, et le fonctionnement des mécanismes d'exécution automatique des transactions a été suspendu en raison des modifications rapides des cotations (NASDAQ).

Les faits observés à l'échelle internationale permettent également de penser que les marchés à terme d'instruments financiers peuvent exercer, en période de crise, des effets déstabilisateurs sur le marché au comptant — même en l'absence de techniques d'opérations programmées, guère utilisées en dehors des Etats-Unis. Hong Kong est le seul autre centre où les marchés à terme sur indices d'actions sont très développés, et leur volume d'activité avant le krach atteignait environ le double de celui des actions sous-jacentes. Or, c'est précisément là que la crise a pris des proportions systémiques: des pertes sans précédent liées à des positions à effet de levier élevé ont fait redouter des défaillances massives et conduit à une fermeture prolongée de la Bourse et des marchés à terme d'instruments financiers. Au Royaume-Uni, à Singapour (indice Nikkei de Tokyo) et en Australie, où la création des marchés financiers à terme est encore très récente, l'effet déstabilisateur a été nettement moins important et s'est probablement limité à l'incidence négative qu'exerce sur les anticipations la décote souvent substantielle appliquée aux instruments à terme.

L'attitude des responsables des marchés boursiers et des autorités monétaires face à la crise a été quelque peu différente selon les pays. Les autorités monétaires ont réagi en commun en assurant au système un approvisionnement en liquidités suffisant pour tenter d'empêcher que les problèmes de liquidité à court terme n'engendrent des défaillances en chaîne (voir Chapitre VI). Cette nécessité paraît avoir été davantage ressentie dans les pays où le système bancaire n'est pas à vocation universelle (Etats-Unis, par exemple) et où les marchés à terme d'instruments financiers sont

Les résultats des marchés sont affectés par les mécanismes de sécurité ...

... et par l'existence des marchés à terme d'instruments financiers

Gestion de la crise



développés (Etats-Unis et Hong Kong notamment). Dans la plupart des pays, les autorités boursières ont relevé les dépôts de garantie sur les instruments financiers à terme pour chercher à rassurer les marchés vis-à-vis du risque-crédit. Toutefois, au Japon, pour freiner les ventes «forcées» provoquées par les appels de marge, les autorités ont abaissé les coefficients des dépôts et assoupli les limites pour les prêts garantis par des portefeuilles d'actions. Ces dernières mesures semblent s'inscrire dans le cadre d'un programme de soutien plus vaste impliquant une concertation entre le ministère des Finances et les quatre grandes maisons financières. Ces diverses actions ont sans doute permis de réduire dès l'origine la nécessité d'une fourniture directe de liquidités.

### *Enseignements et implications au niveau de la réglementation*

Cinq enseignements à tirer du krach

Les expériences enregistrées sur le plan national et à l'échelle internationale durant le krach boursier d'octobre permettent de tirer un certain nombre d'enseignements. Tout d'abord, les gains attendus de la diversification internationale des portefeuilles avaient probablement été surestimés. Il est possible que le processus d'internationalisation des marchés des actions ait atténué l'incidence des divers facteurs qui, dans chaque pays, déterminent les cours, alors que, pendant des périodes critiques, les besoins de liquidités peuvent contraindre à effectuer des ventes généralisées, essentiellement par le biais d'intermédiaires financiers opérant sur plus d'un marché. Deuxièmement, l'existence de disparités d'un marché à l'autre dans les procédures de négociation, la réglementation et le cadre institutionnel pour des instruments assortis d'un degré de substitution élevé peut avoir des effets perturbateurs en temps de crise. Ces différences peuvent stimuler les flux incontrôlables entre les marchés, déformer les signaux émis par les prix et/ou les volumes, estomper la distinction entre les problèmes de liquidité et de solvabilité et, d'une manière plus générale, accroître l'incertitude et affaiblir la capacité du système financier de réagir à des chocs perturbateurs. Ces problèmes se sont manifestés à la fois au niveau national (sous la forme notamment de l'interaction entre les marchés au comptant et les marchés à terme d'instruments financiers) et à l'échelle internationale (avec, par exemple, la concentration des ventes des non-résidents dans un certain nombre de marchés et le report des ventes sur d'autres places à la suite de la fermeture de Hong Kong). Troisièmement, le regroupement éventuel de l'activité dans les mains d'un nombre limité d'institutions, même pour de grands marchés comme la Bourse de New York, peut soumettre à des contraintes excessives le système de contrepartie du marché, accentuer l'instabilité à court terme et exercer une incidence disproportionnée sur les variations des cours. Quatrièmement, l'adoption sur une grande échelle de stratégies de placement automatisées, insensibles aux valeurs fondamentales, peut contribuer à amplifier les fluctuations des cours. Enfin, la crise boursière a mis en évidence le fait que la liquidité n'est qu'en partie un élément lié aux mécanismes de marché (tels que systèmes de contrepartie et moyens de communication), puisqu'elle repose en définitive sur la perception de la valeur des actifs. Dans ce contexte, la prolifération des nouveaux instruments favorisant le transfert du risque peut,

en rendant plus flou le lien entre le risque individuel et le risque systémique, induire les opérateurs à éprouver une fausse impression de sécurité.

Les rapports sur le krach d'octobre présentent une certaine identité de vues au sujet de ses causes. Tous mentionnent, en effet, les facteurs examinés précédemment, mais en leur accordant une importance tout à fait différente. La concordance est toutefois nettement moins évidente en ce qui concerne les recommandations sur la réforme à entreprendre. Les deux seuls domaines qui font vraiment l'unanimité portent sur la nécessité d'augmenter la capacité de transaction du système et le coefficient de fonds propres des contrepartistes. En outre, on s'accorde à reconnaître le besoin d'une plus grande harmonisation dans les méthodes de compensation et de contrôle entre marchés au comptant et marchés à terme d'instruments financiers, mais les avis divergent sur son ampleur souhaitable ou sur les possibilités d'y parvenir. Les mécanismes dits de sécurité, tels que limites de cours et suspension des transactions, suscitent des réactions totalement contradictoires. Certains leur attribuent un caractère déstabilisateur, dans la mesure où ils peuvent précipiter les ventes avant que les limites ne soient atteintes (limites de cours) et empêcher les opérateurs de se couvrir lorsque la nécessité s'en fait le plus sentir (limites de cours et suspension des opérations). D'autres les considèrent comme préférables au chaos que provoque inévitablement en période de crise l'absence de limites sur le volume des transactions. On admet généralement que, si des changements s'imposent, ils devront être coordonnés entre les divers marchés, à la fois au niveau national et, dans le meilleur des cas, à l'échelle internationale. C'est dans cet esprit que la Commission Brady a récemment proposé des limites de cours très larges sur les marchés au comptant et les marchés à terme d'instruments financiers, qui serviraient à déclencher des suspensions généralisées, mais temporaires, des opérations. Bien que les rapports de la CFTC, de la Bourse de Chicago (CME) et de la Bourse britannique n'en fassent guère mention, une plus grande cohérence a été recommandée au sujet de l'importance de l'effet de levier pour les actions et les instruments dérivés. On s'est également préoccupé des possibilités d'«harmoniser» les coefficients des dépôts de garantie, en relevant ceux qui s'appliquent aux instruments dérivés et en adoptant un système reflétant le risque net encouru par les opérateurs sur l'ensemble des marchés. En revanche, il n'y a guère de consensus sur la signification précise de cette «harmonisation» ni sur la faisabilité de ces propositions, en particulier celles qui concernent un système global. L'initiative prise en France, à titre expérimental, de les mettre en œuvre sur les marchés à terme d'instruments financiers et d'options pourrait constituer à cet égard un point de départ utile.

S'agissant des nouvelles techniques d'investissement, les propositions concernant l'arbitrage sur indices vont de celles qui préconisent sa suppression pure et simple dans des situations de crise (NYSE) à celles qui veulent le rendre plus efficace (par exemple, Rapports Brady et de la Bourse britannique). En revanche, si l'on s'accorde à reconnaître que les mécanismes de couverture de portefeuille ont joué un rôle dans les événements d'octobre, on a fait valoir que, comme ils peuvent être appliqués de diverses façons sur

Les recommandations nettement discordantes ...



... augmentent le  
risque de réac-  
tions inappro-  
priées

différents marchés, on ne peut en décourager l'utilisation que de manière indirecte, en majorant leurs coûts (par exemple, par un relèvement des coefficients des dépôts de garantie sur les instruments financiers à terme).

Compte tenu de la grande diversité des recommandations formulées, il est encore difficile à ce stade de savoir quelles propositions seront finalement adoptées. Cette situation risque également de mettre les marchés boursiers en concurrence, des centres financiers essayant de tirer parti de toute restriction éventuelle imposée à des marchés rivaux. Comme cela s'est produit en grande partie en 1929, il est probable que l'évolution future de l'économie réelle décidera de la nécessité d'entreprendre ou non une action. Cependant, il conviendrait de ne pas sous-estimer les risques d'inaction ou de réactions non coordonnées dans ce domaine.

Depuis la crise boursière, un certain nombre de mesures ont été prises de manière unilatérale par les autorités responsables des marchés boursiers. Certaines de ces mesures paraissent d'ailleurs compatibles avec les objectifs d'une approche coordonnée, notamment le renforcement de la capacité de transaction de la Bourse de New York et, probablement, le relèvement des coefficients des dépôts de garantie sur les marchés à terme d'instruments financiers. D'autres, cependant, ne font qu'accentuer la disparité existant entre les dispositions appliquées sur les différents marchés, comme l'illustre parfaitement l'introduction de limites de cours sur les instruments financiers à terme, mais non pas sur le marché au comptant aux Etats-Unis. D'autres encore semblent s'attaquer aux symptômes plutôt qu'aux causes profondes; c'est le cas, par exemple, des restrictions imposées à l'arbitrage sur indices sans qu'il soit tenu suffisamment compte de la nécessité ressentie d'une plus grande convergence des mécanismes de contrepartie entre les marchés des actions et les marchés à terme d'instruments financiers.

## Marchés et flux financiers durant une période d'agitation

### *Institutions et activité des marchés*

Désengagement  
des établisse-  
ments financiers

L'agitation récente sur les marchés des changes, des obligations et des actions a occasionné de lourdes pertes à de nombreux opérateurs, notamment aux intermédiaires financiers spécialisés dans les opérations sur titres. L'arrêt brutal du mouvement ascendant des cours des obligations a marqué le début d'un processus de désengagement généralisé des établissements financiers. L'effondrement des cours des actions a accéléré le phénomène de retrait des marchés ou les réductions d'activité. Ce repli a probablement été d'autant plus important que la période précédente avait été caractérisée par une longue et rapide expansion, tant au niveau national qu'à l'échelle internationale, soutenue par la tendance à la hausse des marchés et par la déréglementation. Il en était résulté une concurrence intense, des frais généraux excessifs, des capacités excédentaires sur un certain nombre de marchés et, dans quelques cas, des procédures inadéquates de contrôle des risques. Cette évolution est illustrée notamment par l'engorgement observé sur le marché des fonds d'Etat au Royaume-Uni à la suite du Big Bang, où le nombre des

contrepartistes s'était accru de cinq initialement à vingt-sept, ce qui était généralement considéré comme non viable à long terme.

L'incidence des pertes subies dans le cadre d'opérations sur titres par les établissements financiers a varié selon l'ampleur de leur engagement sur les marchés particulièrement touchés. Les fonds communs de placement ont accusé les pertes les plus lourdes; de même, la valeur, ainsi que le volume dans certains cas, des titres vendus s'est considérablement réduite à la suite des secousses boursières. Fait plus important, les pertes ont été particulièrement sévères pour les firmes de courtage, notamment aux Etats-Unis et parmi celles qui, au moment du krach, exerçaient une intense activité de prise ferme, de contrepartie et d'arbitrage des risques. En ce qui concerne les banques, il se pourrait que les pertes sur titres aient été substantielles dans des pays comme l'Allemagne, la Suisse et le Japon, où les banques détiennent de gros portefeuilles d'actions. Leur incidence immédiate a toutefois été assez limitée en raison de l'accumulation de gains antérieurs non comptabilisés. En outre, ces pertes ont parfois été en partie compensées par des plus-values sur obligations après la crise d'octobre et/ou des bénéfices d'arbitrages sur les marchés des obligations et des changes. Au Royaume-Uni, où les banques effectuent des opérations sur titres depuis le Big Bang, des pertes considérables ont été enregistrées dans les activités de souscription et de contrepartie en matière d'actions. Aux Etats-Unis, en revanche, les banques se sont trouvées protégées du fait de l'absence d'actions dans leurs portefeuilles.

Les pertes encourues l'an dernier lors des désordres boursiers ont affaibli les entreprises financières, notamment les contrepartistes. Conjointes à celles qu'ont subies les investisseurs finals et à une perception généralisée d'une plus grande instabilité des cours, elles ont eu des répercussions sensibles sur de nombreux marchés sur le plan de la profondeur, de la liquidité et du volume traité. En avril, l'activité avait retrouvé sur certains d'entre eux ses niveaux antérieurs à la crise. Malgré tout, les revenus de commissions étaient souvent nettement plus faibles du fait de la baisse des cours des actifs. En outre, on ne peut encore dire si leur croissance tendancielle antérieure va reprendre. Ainsi, dans la mesure où la poursuite de cette tendance était à la base des décisions des entreprises en matière de placements et de stratégies, il est possible que de nouveaux désengagements se produisent. Dans le même temps, la nécessité de se procurer des revenus dans un environnement relativement moins favorable peut amplifier les pressions concurrentielles dans certains domaines à risque élevé considérés comme potentiellement plus rentables.

Les chocs financiers ont eu une incidence différenciée sur l'activité des marchés secondaires d'actifs (voir tableau de la page suivante). Sur les marchés d'obligations japonais, ce volume a nettement baissé depuis l'effondrement des cours des titres en mai 1987. Dans les autres pays, il a été vivement stimulé durant le mois du krach boursier et a retrouvé des niveaux semblables au Royaume-Uni et en Allemagne au premier trimestre de 1988. En revanche, l'activité du marché obligataire américain a nettement fléchi en novembre et décembre et a continué de faire preuve d'une certaine faiblesse au premier trimestre de 1988. Après avoir été relativement soutenus en

Les pertes  
causées par l'agi-  
tation sur les  
marchés ...

... ont eu jusqu'à  
présent une inci-  
dence inégale sur  
l'activité

Marchés  
d'actions et  
d'obligations



## Volume d'activité sur les principaux marchés secondaires, 1986—88

Périodes	Obligations <sup>1</sup>				Actions <sup>2</sup>			
	Etats-Unis	Japon	Royaume-Uni	Allemagne	Etats-Unis	Japon	Royaume-Uni	Allemagne
	moyennes mensuelles (1987 = 100)							
Année 1986	87	52	36	néant	75	75	52	néant
Janvier—mai 1987	108	151	102	101	97	122	93	89
Juin—septembre 1987	94	75	92	88	95	96	112	117
Octobre 1987	127	54	108	147	147	113	113	133
Novembre—décembre 1987	78	46	109	99	94	45	86	77
Janvier—mars 1988	92	60 <sup>3</sup>	107	156 <sup>4</sup>	95	91	72	105

<sup>1</sup> Valeur du volume d'activité sur titres d'Etat en monnaie locale (pour le Japon, comprend également le volume des opérations sur obligations de sociétés). <sup>2</sup> Nombre d'actions échangées pour les Etats-Unis, le Japon et le Royaume-Uni (activité clientèle uniquement); valeur en monnaie locale corrigée de l'indice des cours des actions pour l'Allemagne. <sup>3</sup> Janvier—février 1988 uniquement. <sup>4</sup> La redéfinition du volume d'activité depuis le début de 1988 représente une hausse d'environ 5% par rapport aux niveaux de 1987.

Sources: données nationales.

octobre, les marchés des actions ont été déprimés au cours des deux derniers mois de l'année. Parallèlement, des informations ont fait état d'une diminution des opérations groupées aux Etats-Unis et d'une détérioration sensible des indicateurs de la qualité du marché au Royaume-Uni (tels que les écarts entre les prix acheteur et vendeur et l'importance des cotations). A l'exception du Royaume-Uni (où le volume d'activité antérieur au krach se trouvait probablement grossi par la concurrence intense pour la conquête de parts de marché), le volume des opérations sur actions au premier trimestre de 1988 avoisinait la moyenne de 1987. De même, l'instabilité des cours des actions (mesurée par la fréquence des fortes variations journalières des cours) se situait de nouveau pratiquement à ses niveaux antérieurs à la crise (voir graphique de la page 115). Néanmoins, d'autres mesures de la qualité du marché effectuées tant à Londres qu'aux Etats-Unis laissaient penser que le marché demeurerait fragile.

### Instruments dérivés

Sur les marchés des instruments financiers dérivés, l'activité a été relativement affectée par la crise boursière et présente un contraste saisissant par rapport à la croissance antérieure. Toutefois, la seule preuve d'une réduction durable de l'activité concerne les contrats à terme sur indices boursiers et les marchés d'options aux Etats-Unis et à Hong Kong. Dans le cas des Etats-Unis, au premier trimestre de 1988, le volume des opérations effectuées sur certains de ces produits caractéristiques était inférieur de moitié environ à son niveau de septembre, tandis qu'à Hong Kong l'activité sur les contrats à terme avait fléchi de 98%. Cette chute traduit les pertes sévères subies tant par les arbitragistes que par les spéculateurs sur tous les marchés durant la crise d'octobre, les relèvements des dépôts de garantie appliqués ultérieurement et, aux Etats-Unis, un recours moindre aux stratégies d'opérations programmées, en particulier aux mécanismes de couverture de portefeuille. La déception suscitée par les résultats des marchés d'instruments dérivés par rapport aux anticipations formulées au cours de la période de hausse du marché a été particulièrement vive dans le cas des options sur actions; on

s'est alors rendu compte qu'une partie de la clientèle des particuliers, qui étaient les souscripteurs finals d'options soutenant le marché, n'avait en fait pas pleinement conscience des risques encourus.

Un domaine d'activité où l'agitation paraît avoir eu un effet de freinage d'une durée étonnamment courte est celui des restructurations d'entreprises, y compris les opérations impliquant un degré d'endettement élevé. Après une brève accalmie en novembre et en décembre, la vague des fusions et des acquisitions a repris. Aux Etats-Unis, en janvier et février, un montant total de plus de \$EU 70 milliards de transactions de ce type a été annoncé, contre moins de \$EU 50 milliards au cours de la même période en 1987. Cette reprise s'explique en partie par les niveaux relativement plus attrayants des cours des actions, comme l'indique apparemment le choix de la période des tentatives d'offres publiques d'achats hostiles en Europe continentale, notamment en Belgique et en France, où ce genre d'initiatives était rare auparavant. Plus important cependant est le fait qu'elles ont été encouragées par la possibilité d'obtenir des financements à des coûts avantageux. Les investisseurs semblent s'être de nouveau tournés vers le marché des obligations déclassées (rendement élevé, faible qualité). L'écart de rendement entre ces titres et ceux des obligations du Trésor s'est sensiblement accru juste après le krach mais paraît être revenu depuis lors à des niveaux correspondant plus ou moins à ceux qui prévalaient au début de 1987. Un grand nombre de financements-relais ont été accordés par des maisons financières et des banques commerciales, attirées par les perspectives de rendement élevé sur ces opérations et poussées par la nécessité d'accroître leurs revenus. L'augmentation des engagements dans ce domaine peut constituer une source de préoccupations, compte tenu des risques élevés encourus.

Forte reprise des restructurations d'entreprises

### *Flux de financement et endettement*

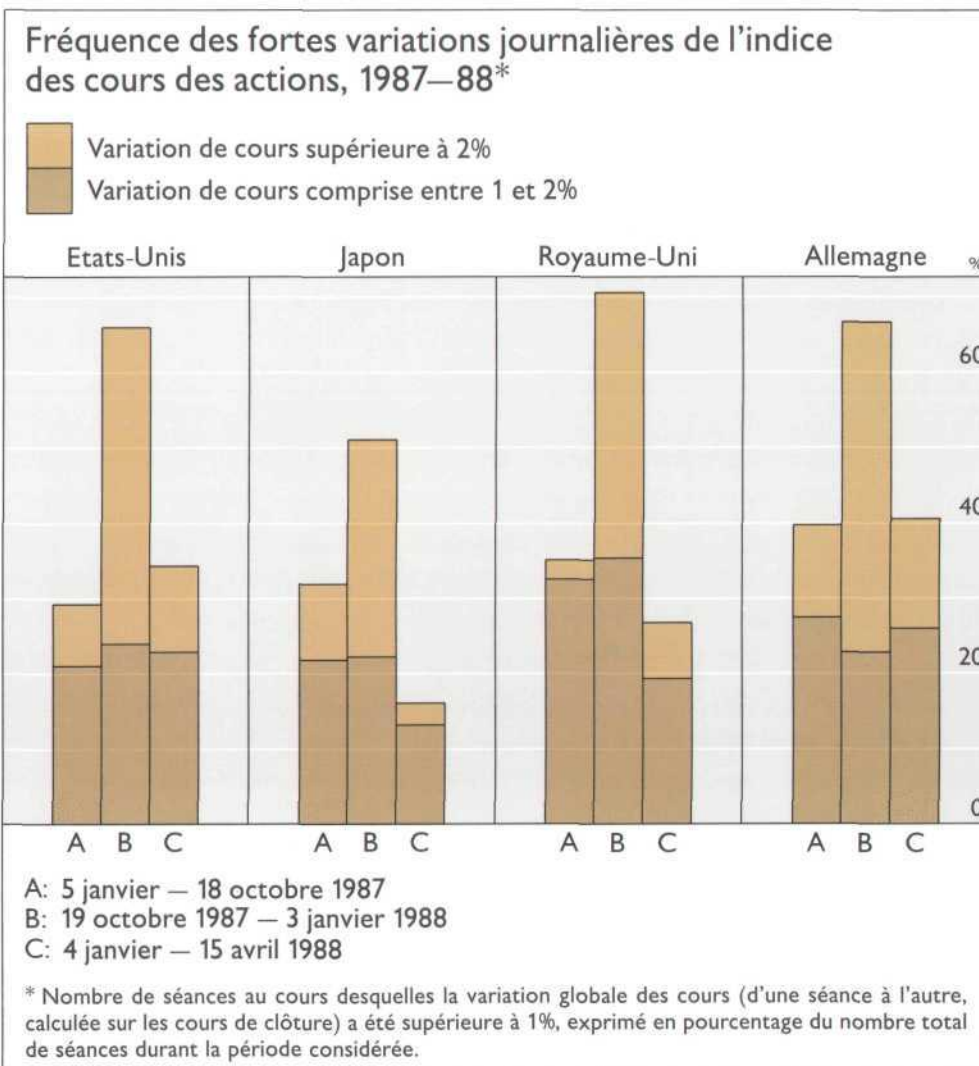
Dans la plupart des pays, les nouvelles émissions d'actions ont reflété l'évolution des marchés: augmentation durant la phase ascendante, puis contraction spectaculaire à partir de la crise d'octobre, en raison de l'attrait nettement moindre des cours et/ou de la perception d'une plus grande illiquidité. En outre, les programmes de privatisations ont été temporairement différés dans un certain nombre de pays, notamment en France et en Allemagne. La principale exception à cette tendance générale a été constituée par les Etats-Unis, où l'augmentation modérée des émissions brutes d'actions au cours des trois premiers trimestres a été éclipsée par la poursuite de l'évolution antérieure, marquée par des reprises d'actions liées à des rachats d'entreprises financés par l'emprunt.

Les émissions d'actions reflètent l'évolution des cours

Par opposition au profond changement qui s'est produit sur les marchés internationaux des capitaux où les prêts bancaires ont été préférés au financement sous forme d'obligations (voir Chapitre V), la tendance déjà ancienne à la mobiliérisation des emprunts sur les marchés internes semble s'être poursuivie l'an dernier. Aux Etats-Unis, la part des émissions d'obligations dans le total du financement externe des entreprises s'est encore accrue en 1987. En outre, comme mentionné précédemment, même le compartiment

Poursuite de la mobiliérisation





des obligations déclassées à risque élevé et de faible qualité paraît s'être redressé de manière étonnamment rapide à la suite des perturbations qui ont affecté le marché. Les entreprises japonaises, en revanche, se sont montrées particulièrement actives dans le domaine des émissions d'obligations liées à des actions, malgré de fortes réductions notées de temps à autre dans le sillage des événements d'octobre. De plus, l'ouverture du marché du papier commercial au Japon en novembre 1987 a conféré un nouvel essor au processus de mobiliérisation.

Le Rapport de l'an dernier soulignait les risques inhérents à l'accroissement relativement rapide de l'endettement dans plusieurs grands pays industriels. L'augmentation, en particulier, des ratios endettement/revenu du secteur privé, si elle n'est pas compensée par une amélioration parallèle de la valeur et de la liquidité des actifs du bilan, se traduit généralement par une plus grande vulnérabilité aux mouvements défavorables des flux de trésorerie et des cours des actifs. Cette vulnérabilité sera d'autant plus grande que l'expansion des ratios d'endettement du secteur privé ira de pair avec une tendance analogue pour le secteur public. Dans l'ensemble, les risques associés à l'accumulation de l'endettement semblent s'être aggravés en 1987, du

Les risques d'accumulation d'un endettement excessif se sont peut-être accrus

fait de la conjonction d'un recours accru au crédit et de la baisse des cours des actions.

La situation ne s'est pas modifiée de manière sensible depuis 1986 en ce qui concerne les ratios d'endettement du secteur public. Ce ratio a continué de fléchir au Royaume-Uni et en France, alors qu'il est demeuré stable en Allemagne et au Canada et a encore augmenté aux Etats-Unis et en Italie. Selon des chiffres provisoires, il pourrait avoir diminué au Japon. De même, le ratio endettement/revenu du secteur privé n'a apparemment guère baissé; il s'est même accru, dans de nombreux cas, par rapport à son niveau déjà relativement haut, notamment dans le secteur des entreprises aux Etats-Unis. Des préoccupations se sont fait jour au sujet de l'expansion très rapide des concours accordés aux particuliers au Royaume-Uni, qu'il s'agisse des prêts à la construction ou des crédits à la consommation. Les prêts personnels se sont également développés de manière substantielle au Canada, en Italie et au Japon. On s'est aussi préoccupé de la tendance au financement par le crédit d'activités spéculatives, essentiellement sur les marchés des actions et des biens immobiliers. C'est au Japon que ces inquiétudes ont été les plus vives, au point d'inciter la banque centrale et le ministère des Finances à intervenir auprès des établissements financiers pour leur demander de ne pas octroyer de prêts pour des investissements immobiliers à caractère spéculatif.

Dans un tel contexte, et à l'exception toutefois du Japon, la baisse des cours des actions depuis le krach revêt une importance particulière. Bien que ses effets aient été atténués dans un certain nombre de pays, y compris aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, par la hausse substantielle antérieure, l'effondrement des cours a entraîné une détérioration des bilans, tant des ménages que des entreprises. La crise a également affaibli la capacité des détenteurs de portefeuilles d'actions de compenser la diminution de leurs flux de trésorerie par la mobilisation de leurs actifs; ce problème a encore été aggravé par la perception croissante de l'instabilité et de l'illiquidité des marchés d'actions. Cette situation pourrait s'avérer particulièrement délicate dans le cas de restructurations d'entreprises impliquant un endettement élevé.

## La réglementation financière l'an passé: tendances et implications

### *Libéralisation financière*

Le processus de déréglementation et de restructuration de l'activité financière s'est poursuivi dans tous les grands pays. Les contrôles, tels que le plafonnement des taux d'intérêt, la limitation des flux de capitaux et l'interdiction d'utiliser certains instruments, ne demeurent en vigueur que dans quelques grands pays et leur importance a été réduite l'an passé. Au Japon, le montant unitaire minimum des dépôts bancaires assortis de taux d'intérêt liés à ceux du marché a été abaissé à Y 10 millions (quelque \$EU 80.000). En outre, à compter du 1er avril 1988, le gouvernement a aboli le système des comptes d'épargne exonérés d'impôts («maruyu»), les mettant ainsi sur un pied d'égalité avec les autres formes de placement des ménages. En Italie, des

Poursuite du processus de libéralisation



assouplissements sont apportés aux restrictions sur les mouvements de capitaux avec l'étranger, conformément à la nouvelle législation approuvée en novembre dernier. Au début de 1987, la France a achevé le démantèlement de l'encadrement du crédit. En Allemagne, le préavis fixé à l'émission d'euro-obligations en deutsche marks a été ramené de deux semaines à deux jours.

L'an passé, plusieurs marchés des capitaux ont été ouverts et d'autres, déjà existants, étendus. En novembre, un marché du papier commercial a été instauré au Japon. Il convient de noter que les banques commerciales ainsi que les maisons financières ont été autorisées à souscrire de tels instruments. Des contrats sur des obligations d'Etat japonaises ont commencé à être négociés sur le marché à terme d'instruments financiers au Royaume-Uni. Un marché de contrats à terme et d'options s'est récemment créé en Suisse, tandis qu'en France la gamme des contrats à terme a été élargie.

Du fait notamment de ces évolutions, l'Allemagne, qui a été l'un des pionniers dans le mouvement de libéralisation, présente la particularité de posséder un éventail d'instruments financiers à court terme relativement étroit. Ainsi, c'est le seul pays parmi les sept plus grandes nations industrielles à ne pas disposer de fonds communs de placement en instruments du marché monétaire ni, avec l'Italie, de marché actif pour le papier commercial ou les instruments financiers à terme. Certes, ces produits ne sont pas spécifiquement interdits en Allemagne, mais l'application d'un impôt sur la valeur des titres échangés rend le papier commercial peu compétitif, et, aux termes des dispositions légales sur le jeu, les contrats à terme n'ont pas force exécutoire. Des modifications sont toutefois prévues, et les mesures législatives actuellement à l'étude devraient permettre l'instauration d'ici 1989 d'un marché de contrats à terme et d'options ainsi que de fonds communs de placement en instruments du marché monétaire.

Extension des  
pouvoirs des  
établissements  
financiers

Par suite de la suppression des contrôles directs sur l'activité financière, une plus grande attention est accordée aux autres contraintes, en particulier les restrictions appliquées aux activités que peuvent exercer les entreprises du secteur financier. Ces limites sont de plus en plus considérées comme une entrave à la concurrence et un obstacle empêchant les entreprises financières d'effectuer des activités complémentaires rentables; c'est la raison pour laquelle elles ont été relativement assouplies dans beaucoup de grands pays. Toutefois, dans certains pays, le démantèlement de ces contraintes ne progresse que lentement.

Ainsi, ce n'est que récemment qu'ont été précisées au Japon les nombreuses réglementations qui définissent les activités autorisées des diverses institutions financières. La différenciation entre activités bancaires et opérations sur titres s'est quelque peu atténuée avec l'autorisation donnée aux banques au Japon de souscrire du papier commercial. Les banques à vocation nationale ou régionale, soumises pendant longtemps à l'interdiction d'emprunter au-delà de deux à trois ans, se trouvaient autorisées à fin 1987 à émettre des obligations à plus long terme liées à des actions; cette mesure facilitera la collecte des fonds propres supplémentaires requis pour répondre aux nouvelles normes internationales. Une disposition qui

prendra effet en cours d'année permettra aux caisses mutuelles d'épargne et de prêt (Sogo) de se convertir en banques commerciales. Toutefois, aucun calendrier n'a été fixé pour la suppression de nombreuses autres restrictions sur les opérations des banques, telles que les limites relatives aux échéances d'emprunt et de prêt et l'exclusion de la plupart des banques commerciales des opérations fiduciaires. L'octroi aux banques de pouvoirs élargis en matière d'activité sur titres est soumis à une étude complémentaire dans l'attente, probablement, des décisions prises aux Etats-Unis sur cette question.

Si des progrès modestes ont été accomplis aux Etats-Unis l'an passé pour atténuer les barrières entre l'activité bancaire et les autres opérations financières, les perspectives de réforme en profondeur demeurent cependant incertaines. Les responsables de la réglementation bancaire ont accordé à certaines banques commerciales un pouvoir limité de souscrire du papier commercial, des obligations garanties par leurs fonds propres ou par des hypothèques immobilières ainsi qu'une gamme plus vaste de titres de dette des collectivités locales. L'utilisation de ces nouveaux pouvoirs a toutefois été différée, en vertu d'un moratoire du Congrès, jusqu'au 1er mars 1988; de ce fait, les banques ont fait preuve de prudence en raison de l'incertitude entourant les décisions éventuelles de l'autorité législative.

Le projet soumis actuellement au Congrès vise à assouplir les restrictions contenues dans la loi Glass-Steagall sur la séparation des activités bancaires et des opérations sur titres. L'abrogation de cette loi, sous réserve de la mise en place de contrôles prudentiels appropriés, a été appuyée par le Conseil d'administration de la Réserve fédérale et les autres responsables de la réglementation bancaire. Toutefois, la plupart des propositions actuellement à l'étude ne prévoient pas une abrogation complète; il est possible que la permission pour les banques d'acquérir des actions de sociétés soit rejetée ou différée. D'autre part, un projet de loi limiterait les nouveaux pouvoirs en matière de souscription aux domaines déjà approuvés par les autorités réglementant l'activité bancaire.

Le Canada ainsi que de nombreux pays européens ont encore atténué les barrières entre les entreprises financières. Au Canada, le «Little Bang» a supprimé beaucoup de séparations entre les banques, les maisons de courtage, les sociétés de fiducie et les compagnies d'assurances. Toute entreprise, financière ou non, a été autorisée à effectuer des opérations sur titres; dès la fin de 1987, cinq grandes banques du Canada s'étaient associées à un établissement de courtage. En février 1987, l'Italie a autorisé les banques commerciales à établir des filiales opérant comme banques d'affaires. Au Royaume-Uni, le «Big Bang» de 1986 avait déjà élargi l'activité financière en supprimant la distinction entre courtiers et contrepartistes et en permettant aux banques commerciales d'exercer une activité de courtage. La France a privatisé plusieurs grandes banques et entreprises financières et réduit ainsi de manière substantielle le rôle du secteur public dans l'activité financière. L'Allemagne a autorisé les banques et sociétés d'investissement japonaises à être chef de file d'un consortium pour les émissions d'euro-obligations en deutsche marks. En janvier dernier, la Commission des communautés



européennes a présenté des propositions pour l'établissement d'une charte bancaire commune dans la CEE dont la mise en application est prévue pour 1990. Ces propositions se traduiraient par une suppression de la plupart des contraintes géographiques entravant l'activité bancaire au sein de la CEE et favoriseraient, en outre, l'harmonisation des réglementations bancaires nationales.

### *Le contrôle bancaire*

#### Renforcement du contrôle bancaire

Les risques que comporte l'extension des pouvoirs des entreprises financières et des marchés des capitaux ont longtemps constitué un sujet de discussion et, de plus en plus, une incitation au renforcement du contrôle bancaire. Ce renforcement s'est traduit de manière très explicite par la décision des banques centrales et des responsables du contrôle bancaire des principaux pays industriels de proposer une norme commune de fonds propres, fondée sur le risque, pour les banques opérant à l'échelle internationale. La proposition, élaborée par le Comité de Bâle des règles et pratiques de contrôle des opérations bancaires (Comité Cooke), a innové dans deux domaines. Tout d'abord, elle comporte une définition commune des fonds propres, qui accorde la primauté au capital social. Deuxièmement, pour un grand nombre des pays concernés, les coefficients de fonds propres des banques seraient explicitement liés pour la première fois à des formules mesurant le risque de leurs portefeuilles, y compris leurs engagements hors bilan. Il est prévu que d'ici 1992 les banques opérant à l'échelle internationale maintiennent un montant minimal de fonds propres égal à 8% de leurs actifs pondérés en fonction des risques, dont 4% constitués sous forme de capital social, de manière à offrir une marge de sécurité substantielle aux déposants.

Cette proposition fait actuellement l'objet de consultations et d'examen, un accord définitif devant intervenir cet été. Quelle que soit la nature exacte de cet accord, les normes prudentielles de l'activité bancaire devraient être renforcées, dans la mesure où les systèmes bancaires de plusieurs pays seront contraints d'accroître leurs fonds propres ou de freiner l'expansion de leurs prêts afin de se conformer aux objectifs proposés. Tout aussi important, dans une perspective plus vaste, est le fait que les autorités de contrôle bancaire de douze pays dotés de systèmes bancaires différents sont parvenues à un accord de principe sur des normes communes, montrant ainsi l'exemple pour les efforts de coopération future entre responsables de la surveillance de l'activité financière.

La proposition du Comité Cooke est également importante en ce sens qu'elle s'inscrit dans le cadre d'une tendance générale à une amélioration du contrôle exercé sur les marchés des capitaux et les entreprises financières. Les sept plus grands pays ont récemment procédé pour la plupart à un renforcement des normes de fonds propres des banques ou ont émis des propositions à cet effet. Au Canada, la responsabilité de la réglementation concernant les banques et compagnies d'assurances a été confiée à une autorité unique. Le Royaume-Uni a décidé la mise en place progressive d'organismes autorégulateurs dans les divers secteurs de l'activité financière, y compris les

marchés de titres internationaux, peu réglementés jusque-là. Les dispositions appliquées à l'information de nature financière ont été renforcées en France, et les sanctions sur les opérations d'initiés ont été, ou vont être, durcies au Royaume-Uni, au Japon, en Allemagne, en France et en Suisse.

Si ces actions s'éloignent quelque peu des tendances précédentes à la libéralisation, elles ne sauraient cependant en aucun cas être qualifiées de «reréglementation». Le fait de libéraliser les marchés pourrait plutôt inciter davantage les responsables des entreprises financières à faire preuve de prudence dans la conduite de leur politique, les forces du marché exerçant elles-mêmes un rôle de freinage et de contrôle. Le fait de demander aux banques, par exemple, de relever leurs ratios de fonds propres devrait amener ceux qui apportent ces fonds — actionnaires et créanciers ordinaires — à renforcer leur surveillance sur la gestion des banques elles-mêmes. Toutefois, l'intégration des marchés internationaux des capitaux peut entraver sérieusement les initiatives en matière de contrôle bancaire et souligner ainsi la nécessité d'un cadre général de consultation et de coopération entre les autorités nationales. Pour l'instant, de tels forums n'existent qu'à une échelle limitée, comme le Comité Cooke pour les autorités de contrôle bancaire et les contacts bilatéraux entre responsables nationaux de la surveillance des opérations sur titres.

Nécessité d'une plus grande coopération à l'échelle internationale

### *Quelques implications*

Les quelques pages qui précèdent décrivent deux évolutions récentes sur le plan de la réglementation des marchés des capitaux: la tendance à accorder la priorité, en matière de libéralisation, à l'expansion des activités autorisées des entreprises financières et le renforcement du contrôle prudentiel. Ces deux évolutions sont, bien sûr, interdépendantes puisque le contrôle remplace les restrictions plus directes. Dans le même temps, il est déjà possible de déceler des domaines où des tensions ont commencé à se faire sentir entre la poursuite de la libéralisation et le maintien des normes prudentielles.

Des tensions peuvent intervenir, par exemple, au niveau du dosage optimal des activités financières des divers établissements. Les autorités de contrôle bancaire ont longtemps considéré comme essentielles certaines divisions ou barrières. En effet, une protection peut être nécessaire pour se prémunir contre le risque commun de pertes de la part d'établissements du même groupe; en outre, des séparations nettes devraient exister pour éviter l'apparition de conflits d'intérêts. Les efforts mis en œuvre pour maintenir ces barrières peuvent cependant aller à l'encontre de mesures autorisant les entreprises financières à tirer profit d'une gamme plus large d'activités. Ces dernières initiatives visent à accroître l'efficacité et la concurrence ainsi qu'à favoriser la réalisation des objectifs prudentiels en stimulant l'investissement sous forme d'actions.

Les dispositions prudentielles peuvent limiter la portée des nouveaux pouvoirs

Le problème consiste naturellement à trouver le juste milieu entre ces deux objectifs, à savoir le maintien de barrières prudentielles et l'extension des pouvoirs des établissements financiers. Pour que ces pouvoirs puissent



être pleinement utilisés, leur combinaison au sein d'une entreprise doit procurer un certain avantage économique et être suffisamment libre de toute réglementation. Les synergies ou économies d'échelle — c'est-à-dire les avantages économiques résultant de la conjonction d'activités différentes — entre les opérations bancaires et l'activité sur titres ou entre la finance et le commerce dépendent des liens opérationnels existant entre ces activités, tels que la mise en commun de ressources ou de listes de clientèle, la prospection conjointe des marchés ou la coordination des positions en matière d'investissement et d'arbitrage pour compenser les risques. Mais, de par leur nature, ces liens sont également ceux que les autorités de contrôle bancaire peuvent désirer atténuer pour éviter la propagation de pertes ou limiter les conflits d'intérêts. Ce dilemme apparaît clairement dans le débat qui se déroule aux Etats-Unis sur la réforme de la loi Glass-Steagall. Dans le cadre de cette réforme, il est proposé, pour des raisons d'ordre prudentiel, de n'autoriser la combinaison d'activités bancaires et d'opérations sur titres que sous la forme de sociétés holding et de réglementer les transactions entre la banque et sa filiale financière. Cette réglementation serait, dans certains cas, plus stricte que celle qui régit les transactions entre établissements de groupes différents, ce qui conduit à douter du caractère rentable de ces combinaisons.

La concurrence peut faire peser des tensions supplémentaires sur les établissements plus faibles

L'intensification de la concurrence est un autre avantage attendu de l'abaissement des barrières qui risque de créer des dilemmes pour les responsables de la réglementation. De nombreuses barrières qui, dans le passé, mettaient les établissements financiers à l'abri de la concurrence ont été supprimées ou sont en passe de l'être. Ces initiatives amplifient les tensions au niveau de la concurrence du fait de l'extension des domaines dans lesquels les entreprises sont autorisées à opérer. Si la concurrence comporte de toute évidence des aspects positifs, sous la forme notamment d'une plus grande efficacité dans l'affectation des ressources et l'offre de services financiers, son intensification ne peut que soumettre les entreprises à des contraintes plus sévères. En outre, dans le même temps, il est demandé aux banques de relever leurs ratios de fonds propres. Etant donné que l'expansion implique une absorption de ressources, l'aptitude des banques à entreprendre de nouvelles activités se trouve fortement limitée.

Ces tensions sont de nature à élargir le fossé existant entre les grandes banques et les établissements de dimension modeste. Sur le plan international, les grandes agences d'évaluation financière font depuis peu une distinction entre différents groupes de banques: celles qui sont situées au Canada et dans les principaux pays européens, et qui disposent généralement d'abondantes ressources propres ou de parts importantes et protégées des marchés internes; les établissements sis au Japon, dont le capital social est faible et qui doivent faire face à des problèmes d'ajustement du fait de la déréglementation; les banques aux Etats-Unis, où le risque encouru vis-à-vis des prêts au Tiers Monde est relativement élevé, où de nombreux établissements intervenant sur le marché monétaire possèdent peu de fonds propres et où la concurrence est intense. Au sein même des Etats-Unis, l'écart se creuse entre plusieurs banques régionales en pleine expansion, détenant peu

d'actifs à risque et fortement implantées sur leurs marchés internes, et les banques des grands centres financiers.

Du fait de ces disparités, la concurrence peut entraver les efforts entrepris par les autorités de surveillance pour relever les normes prudentielles. L'intensification de la concurrence est susceptible d'aggraver les difficultés existantes dans l'activité bancaire et qui, dans certains cas, ont déjà nécessité des interventions des autorités de contrôle. La fourniture d'une assistance officielle à une institution faible peut, à son tour, soulever des problèmes de risque moral, par le fait que l'octroi d'une assurance ou d'une autre forme de garantie gouvernementale encourage généralement à prendre davantage de risques dans le reste de l'activité. En outre, compte tenu de l'ampleur des engagements interbancaires dans la plupart des pays et du fait que les banques sont très sensibles à une crise de confiance du public, la solidité du système bancaire peut dépendre de manière disproportionnée de l'établissement le plus faible.

Un tel dilemme s'est posé aux Etats-Unis au printemps lorsqu'une grande banque commerciale et un important organisme d'épargne ont sollicité l'aide des pouvoirs publics. Comme ces deux établissements étaient aux prises avec un problème d'insolvabilité plutôt que d'illiquidité, le crédit de la banque centrale ne pouvait résoudre entièrement les difficultés. La dimension de ces institutions et le volume de leurs transactions avec le reste du système financier présentaient des risques systémiques manifestes en cas de défaillance de leur part. En fait, les fonds de garantie publics assurant leurs dépôts se trouvaient eux-mêmes soumis à des contraintes, étant donné que dans un cas comme dans l'autre une défaillance aurait engendré d'importants engagements potentiels pour le fonds de garantie concerné. En définitive, les deux établissements ont bénéficié d'une garantie officielle pour l'ensemble de leurs engagements, y compris pour la part dépassant le montant maximal assuré.

Du fait de la poursuite de la libéralisation de la réglementation financière et, partant, de l'atténuation des barrières entre les entreprises financières, les tensions entre la concurrence et la rentabilité, d'une part, et les normes prudentielles, de l'autre, vont vraisemblablement s'accroître. Certes, il est encore trop tôt pour savoir si la libéralisation a désormais atteint les limites autorisées par les impératifs de sécurité et de solidité. Il n'est pas vrai non plus que la libéralisation soit toujours en conflit avec la stabilité; la suppression des contraintes sur les entreprises financières peut renforcer leur stabilité en permettant une diversification et une couverture des risques. Toutefois, les préoccupations d'ordre prudentiel imposent à la libéralisation des limites qui pèsent d'un poids de plus en plus lourd dans le débat de politique économique, et leur importance ne peut que s'accroître à l'avenir.



## V. Marchés internationaux des capitaux

### Faits saillants

En 1987, les marchés internationaux des capitaux ont connu un environnement sans cesse plus difficile, caractérisé par des variations rapides des conditions du marché et par de grandes incertitudes à l'égard des taux d'intérêt et de change. Néanmoins, le montant des nouveaux fonds acheminés par leur intermédiaire s'est encore sensiblement accru, en raison de l'ampleur considérable de l'activité au premier semestre. En données corrigées des effets des variations de change, des duplications d'écritures et des chevauchements entre les divers secteurs, l'augmentation peut être estimée à \$315 milliards, soit 12%; cette progression dépasse largement celles de \$245 milliards et de \$175 milliards enregistrées en 1986 et 1985 respectivement. Toutefois, contrairement aux années précédentes, la croissance n'a pas été également répartie sur tous les secteurs. Les prêts bancaires internationaux se sont intensifiés, tandis que les émissions d'obligations internationales se sont fortement contractées.

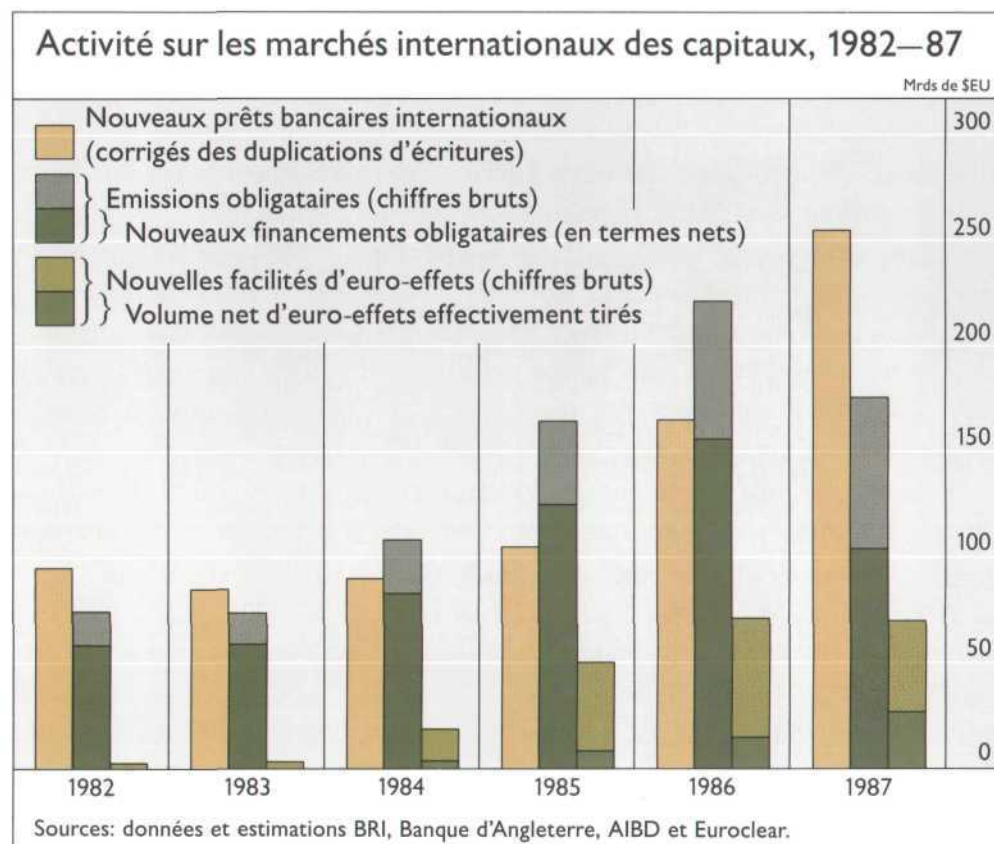
La progression supplémentaire du montant global des nouveaux financements internationaux s'explique principalement par le processus d'internationalisation des marchés des capitaux, entretenu par l'incidence persistante des innovations, de la déréglementation et des nouvelles technologies mises en œuvre antérieurement. En revanche, les facteurs fondamentaux de l'offre et de la demande semblent avoir joué un rôle plus modeste. L'activité s'est concentrée plus que jamais sur la zone déclarante elle-même, tandis que, à de rares exceptions près, les crédits aux pays extérieurs à cette zone ont encore diminué. Certes, les importants déséquilibres des paiements courants entre les principaux pays industriels ont largement facilité les mouvements de capitaux, mais l'activité des marchés internationaux a parfois accru plutôt que réduit les besoins de financement officiel, et ce sont les résidents du principal pays, non pas déficitaire, mais excédentaire, qui ont été les plus gros emprunteurs.

La situation de l'endettement international a été contrastée l'année dernière. A la suite de la forte détérioration survenue en 1986, les ratios d'endettement se sont quelque peu réduits, mais la situation économique fondamentale des pays débiteurs en difficulté ne s'est guère améliorée et on n'a pas noté de reprise des flux de crédits spontanés vers ces pays. Néanmoins, après certains signes d'affrontement en début d'année, un esprit de coopération constructive s'est de nouveau instauré entre créanciers et débiteurs. Les opérations de conversion et de règlement de dette avec décote ont gagné en importance, et de nouvelles initiatives ont été lancées en vue de procurer des fonds officiels à des conditions privilégiées aux pays débiteurs les plus pauvres.

## Vue d'ensemble

On a assisté en 1987 à une modification sensible de la composition des flux de crédits internationaux: les marchés des titres à long terme ont été délaissés au profit de l'intermédiation par les banques commerciales et des titres à court terme. Les nouveaux prêts bancaires, nets de duplications, qui avaient déjà connu une très forte expansion en 1986, ont encore progressé (+55%), pour s'inscrire à \$255 milliards, ce qui constitue un record absolu. Cette augmentation s'est aussi accompagnée d'une vive reprise des prêts consortiaux, dont le volume est quasiment remonté aux

Forte expansion des crédits bancaires internationaux



niveaux atteints au cours des premières années de la présente décennie. Parallèlement, les banques ont réduit leur activité d'emprunteurs et investisseurs sur le marché obligataire, en raison notamment de la crise affectant le compartiment des notes à taux variables (NTV). Il en est résulté une diminution sensible des chevauchements entre les financements bancaires et obligataires.

Le volume des effets à court et moyen terme émis dans le cadre de facilités d'euro-effets (y compris les opérations sur europapier commercial) s'est très nettement gonflé, passant de \$29 milliards à \$53 milliards. Toutefois, les montages de nouvelles facilités se sont légèrement contractés.

Par opposition au dynamisme du secteur bancaire, les emprunts sur le marché obligataire ont subi leur première grande baisse en six ans, les nouvelles émissions annoncées tombant du niveau record de quelque \$220 milliards en 1986 à environ \$175 milliards, soit un recul d'approximativement

Diminution des émissions d'obligations internationales



20%. Compte tenu des amortissements aux échéances et des remboursements anticipés, le montant net des nouveaux financements obligataires a régressé de \$156 milliards à \$104 milliards, soit d'un tiers (voir tableau ci-dessous). En outre, ces chiffres globaux masquent la vigueur de l'activité au début de 1987 et son fort ralentissement au second semestre. Après la crise boursière d'octobre, en particulier, les opérations se sont pratiquement interrompues pour les grands secteurs, comme ceux des obligations classiques à taux fixe en dollars et des émissions liées à des actions.

**Prêts sur les marchés internationaux (estimations corrigées des duplications d'écritures): prêts bancaires et émissions de titres**

	Variations, hors incidence des modifications de taux de change <sup>1</sup>						Montants à fin 1987
	1982	1983	1984	1985	1986	1987	
	en milliards de dollars EU						
Montant total des créances extérieures des banques déclarantes <sup>2</sup>	180,5	105,7	124,1	233,5	517,3	567,8	4.157,2
moins: duplications d'écritures résultant des dépôts successifs entre banques déclarantes <sup>2</sup>	85,5	20,7	34,1	128,5	352,3	312,8	1.937,2
A = Prêts bancaires internationaux (chiffres nets) <sup>3</sup>	95,0	85,0	90,0	105,0	165,0	255,0	2.220,0
Emissions d'euro-obligations et d'obligations étrangères	74,3	73,8	108,4	164,5	221,5	175,6	
moins: amortissements et rachats	15,8	15,8	25,4	39,5	65,5	71,6	
B = Financements sous forme d'obligations internationales (chiffres nets)	58,5	58,0	83,0	125,0	156,0	104,0	984,0
C (A + B) = Montant total des financements sous forme de prêts bancaires et d'obligations	153,5	143,0	173,0	230,0	321,0	359,0	3.204,0
moins: duplications d'écritures <sup>4</sup>	8,5	13,0	28,0	55,0	76,0	44,0	284,0
D = Montant total net des financements sous forme de prêts bancaires et d'obligations	145,0	130,0	145,0	175,0	245,0	315,0	2.920,0

<sup>1</sup> Les variations annuelles des créances bancaires représentent la somme des variations trimestrielles, calculées, dans le cas des avoirs en devises autres que le dollar, sur la base des taux de change en vigueur à la fin du trimestre considéré. Sauf mention contraire, cette méthode est utilisée tout au long du présent chapitre. Les obligations libellées en monnaies autres que le dollar sont converties aux taux de change en vigueur aux dates d'annonce. <sup>2</sup> Jusqu'en 1983, la zone déclarante comprend 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, les créances sur les banques sises hors zone déclarante, étant admis que ces banques «périphériques» n'emprunteront généralement pas des fonds auprès des banques de la zone pour les redéposer auprès de ces dernières; deuxièmement, les créances sur les banques 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 les banques établies dans le pays d'émission de la monnaie concernée, par exemple, les créances en dollars de banques londoniennes sur les banques situées aux Etats-Unis; là encore, on suppose que les banques emprunteuses se procurent les fonds essentiellement à des fins internes et non pour les prêter à l'étranger; une déduction est toutefois opérée pour tenir compte des fonds de roulement et d'autres postes semblables. <sup>4</sup> Obligations internationales 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 et supposées étayer leurs activités internationales de crédit.

Cette contraction du marché obligataire international a découlé principalement du redressement temporaire des taux d'intérêt à long terme et, plus généralement, des incertitudes à l'égard des taux de change et d'intérêt suscitées par l'ampleur et la persistance des déséquilibres des paiements entre les grands pays industriels (voir Chapitre IV). Outre ces phénomènes macro-économiques défavorables, le marché obligataire a été affecté par une conjonction rare d'influences micro-économiques négatives: concurrence excessive et tarification inadéquate; paralysie du secteur des NTV qui en est résultée; annonce de modifications du régime fiscal de certaines catégories d'obligations; enfin, répercussions de l'effondrement boursier sur la liquidité des euro-obligations. Ces développements ont incité à une réévaluation fondamentale des stratégies sur les marchés. Pour un certain nombre de banques commerciales et d'investissement, cette adaptation a revêtu plusieurs formes: participation en baisse sur les marchés des titres, effort de réduction des coûts, en particulier par des compressions de personnel, révision approfondie des politiques de gestion des risques et, parfois, fusion avec d'autres établissements. De même, certains investisseurs internationaux ont, au moins temporairement, réorienté l'essentiel de leurs activités vers les marchés internes.

Causes de la contraction des nouveaux financements obligataires

Cependant, d'après l'évolution constatée au premier trimestre de 1988, lorsqu'une meilleure stabilité des taux d'intérêt et des taux de change a entraîné une vive reprise des émissions, il serait prématuré de conclure que les tendances à l'internationalisation et à la mobiliérisation se sont interrompues. Premièrement, des flux de capitaux considérables seront nécessaires pour financer les profonds déséquilibres des paiements courants qui devraient s'accumuler dans les années à venir. Deuxièmement, des pays comme le Japon, qui ont longtemps limité de diverses manières l'accès de leurs résidents aux marchés étrangers des capitaux, ont continué d'assouplir leurs réglementations. Au sein de la Communauté économique européenne, le processus d'internationalisation s'accélérera sans doute du fait du démantèlement attendu d'ici 1992 de toutes les barrières érigées entre les marchés des capitaux des pays membres. Troisièmement, bien que les événements de 1987 aient pu notamment contribuer à raviver l'intérêt des investisseurs pour les marchés obligataires nationaux, ces marchés sont plus ouverts que par le passé aux emprunteurs et investisseurs non résidents ainsi qu'aux intermédiaires financiers étrangers. Cela s'explique par la rationalisation et la libéralisation des marchés internes ainsi que par l'identité croissante entre les pratiques en vigueur sur les marchés nationaux et internationaux. Cette tendance, qui se manifeste sur les marchés monétaires, du crédit et des capitaux depuis plusieurs années, ne s'est renforcée que récemment sur les marchés des actions, où, à la suite de la crise boursière, l'harmonisation internationale des réglementations et la mise en œuvre de dispositions plus efficaces en matière de compensation et de règlement des opérations sur titres commencent à être sérieusement envisagées. Quatrièmement, la reprise de l'activité sur le marché des crédits consortiaux est allée de pair avec la création de nouveaux instruments, tels que les

Mobiliérisation et globalisation: renversements de tendance temporaires ou durables?



facilités à options multiples, qui représentent en partie seulement un retour aux prêts bancaires. Enfin, la faiblesse persistante des bilans d'un grand nombre de banques, à la suite de la crise d'endettement des pays en développement, continue de limiter les perspectives d'extension de l'intermédiation bancaire internationale. Par ailleurs, les propositions relatives à un accord international sur des normes minimales de fonds propres pour les banques pourraient, si elles sont acceptées, affecter l'expansion de l'activité bancaire dans le monde.

Stagnation des  
prêts bancaires  
aux pays exté-  
rieurs à la zone  
déclarante

En fait, si l'on peut facilement expliquer la contraction des opérations sur les marchés obligataires internationaux l'année dernière, il est plus difficile d'expliquer la poursuite de l'expansion rapide de l'activité bancaire internationale. L'octroi des prêts aux pays extérieurs à la zone déclarante, en particulier dans le monde en développement, s'est encore ralenti. Comme le montrent les décotes croissantes sur le marché secondaire des créances sur ces pays, la qualité de la signature de la plupart des pays débiteurs en difficulté ne s'est pas améliorée. Parallèlement, certains des nouveaux pays industrialisés d'Asie enregistrant de bons résultats et dont la cote de crédit est intacte ont préféré réduire leurs emprunts auprès des banques ou effectuer des remboursements effectifs nets.

Causes de la vive  
expansion des  
prêts bancaires  
au sein de la  
zone déclarante

Les nouveaux prêts bancaires internationaux se sont donc presque entièrement concentrés sur la zone déclarante elle-même, où l'on ne peut guère dire qu'il y a eu pénurie de crédit. Certes, les graves déséquilibres de paiements entre les principaux pays industriels ont persisté et il semble que, contrairement aux marchés des titres, le secteur bancaire international a contribué plus qu'en 1986 au financement du déficit de la balance des paiements courants des Etats-Unis. Toutefois, cela a surtout été le cas aux premier et troisième trimestres de 1987, lorsque le dollar s'est temporairement stabilisé sur les marchés des changes.

Autre facteur expliquant le dynamisme de l'activité bancaire internationale l'année dernière: les difficultés qui sont apparues dans le secteur des obligations internationales et la paralysie du marché des NTV, en particulier. Bien que ces développements aient entraîné une diminution des opérations sur titres des banques, ils ont donné lieu à une «réintermédiation» sensible des flux de capitaux au profit du secteur bancaire.

Un troisième facteur a été le fait que, à la différence des marchés obligataires, l'activité bancaire a bénéficié des possibilités d'arbitrage qu'offraient l'instabilité des taux d'intérêt, les modifications des courbes de rendements et les fluctuations des écarts de taux d'intérêt dans le monde. En outre, la grande instabilité des taux d'intérêt et des taux de change a stimulé la demande d'emprunts aux fins de couverture.

Osmose de plus  
en plus grande  
entre les mar-  
chés nationaux  
et internationaux

D'une façon plus générale, toutefois, c'est la même raison essentielle qui explique à la fois la persistance de l'expansion rapide de l'activité bancaire internationale et le caractère très vraisemblablement transitoire de la contraction enregistrée sur le marché international des titres: l'osmose de plus en plus grande entre les marchés des capitaux nationaux et internationaux. Cette globalisation ne se traduit pas seulement par un accroissement des mouvements internationaux de capitaux; elle signifie aussi qu'une partie

importante des ressources acheminées par les marchés internationaux se substitue aux crédits internes ou s'y ajoute.

Le cas du Japon illustre parfaitement ces tendances; en effet, les banques et autres entités de ce pays ont continué de jouer un rôle capital, l'année dernière, en tant qu'emprunteurs, investisseurs et intermédiaires dans la croissance des marchés internationaux des capitaux. Bien que le Japon reste le plus important pays excédentaire, les entités nippones ont été les emprunteurs les plus actifs. Selon les estimations, plus de 40% des crédits internationaux nets acheminés l'an dernier par les banques déclarantes ont pris la direction du Japon. En termes nets des remboursements, les emprunts des entités japonaises ont représenté un tiers du total des fonds collectés sur les marchés internationaux des titres et près des deux tiers de l'ensemble des émissions d'obligations liées à des actions. Parallèlement, les investisseurs japonais auraient été le plus gros groupe d'acheteurs des divers types d'effets émis par les résidents.

Prééminence du Japon sur les marchés internationaux

Le rôle des institutions financières japonaises en tant qu'intermédiaires est tout aussi frappant. Les banques commerciales nippones ont joué un rôle dominant, ces dernières années, dans la croissance du secteur bancaire international, et, par voie de conséquence, leurs créances internationales (à l'exclusion des positions externes entre établissements du même groupe) sont maintenant trois fois supérieures environ à celles des banques américaines. En 1987, les maisons de courtage japonaises ont dirigé 32% du total des émissions d'euro-obligations, chiffre auquel il faut ajouter la part des filiales des banques commerciales japonaises (7%).

La présence croissante des entités japonaises sur les marchés internationaux a tenu à plusieurs facteurs. Tout d'abord, l'instabilité des taux de change et des taux d'intérêt a incité de temps à autre à recourir à des aménagements actifs de portefeuilles pour couvrir les pertes et exploiter les possibilités de gains. Cette attitude a entraîné un gonflement considérable des emprunts en devises du secteur non bancaire japonais, utilisés pour le financement d'énormes achats de titres internationaux. Ensuite, sur le marché interbancaire, les flux croisés de fonds en provenance et à destination du Japon ont été remarquables dans le cas de son marché extraterritorial ouvert en décembre 1986 et dont l'activité, en particulier avec les autres centres financiers d'Asie, a connu depuis lors un dynamisme considérable. Il s'agit, pour une part importante, de transactions entre établissements du même groupe visant à contourner les dispositions et règlements nationaux. De même, le rôle prépondérant joué par les institutions japonaises sur les marchés internationaux des titres tient principalement au fait que leurs opérations ne sont pas soumises, comme c'est le cas dans leur pays, à des contraintes réglementaires ou coutumières. En fait, la forte augmentation des emprunts japonais sur les marchés internationaux l'année dernière s'est accompagnée d'un fléchissement des émissions internes d'obligations de sociétés japonaises et, malgré l'essor du marché boursier, d'une pénurie des émissions internes d'actions autres que celles qui résultent de l'exercice des droits de conversion en actions dont sont assorties certaines obligations internationales.

Raison de la présence croissante des entités japonaises



Enfin, toujours dans le même ordre d'idées, les institutions japonaises ont essayé d'exploiter l'avantage comparatif que leur offraient l'excédent considérable de l'épargne de leur pays et l'importance grandissante du yen pour renforcer leur position sur les marchés internationaux. Ce phénomène a été amplifié par le fait qu'elles utilisent ces marchés pour rivaliser entre elles en vue d'accroître leurs parts de marché et de gonfler leur bilan.

## Le secteur bancaire international

### *Evolution des agrégats globaux*

Accroissement  
record des  
agrégats ban-  
caires

L'an dernier, les positions extérieures des banques déclarantes, en dollars courants, ont connu de loin les plus fortes augmentations jamais enregistrées, avec \$885 milliards pour leurs avoirs et \$959 milliards pour leurs engagements. Toutefois, une grande partie de cette expansion a été imputable à l'appréciation de monnaies telles que le deutsche mark et le yen vis-à-vis du dollar EU, ce qui a renforcé la valeur en dollars des positions des banques dans ces monnaies. Abstraction faite de ces effets des variations de change, l'accroissement en volume s'est élevé à \$568 milliards (16%) pour les avoirs et à \$663 milliards (19%) pour les engagements. Du fait du gonflement particulièrement important de ces derniers, les banques déclarantes en tant que groupe sont passées en 1987, pour la première fois depuis 1980, d'une position créditrice nette à une position débitrice nette. Cette situation a résulté principalement du recours accru des banques aux fonds extérieurs pour les prêts locaux en devises, destinés essentiellement à financer et à couvrir des achats de titres étrangers par des résidents.

Comme de coutume, l'accroissement des bilans des banques déclarantes a été dû pour l'essentiel aux positions interbancaires au sein de la zone déclarante, mais les créances directes sur le secteur non bancaire ont, elles aussi, fortement progressé l'année dernière. Même si l'on ne tient pas compte des duplications d'écritures résultant des dépôts successifs de fonds entre les banques déclarantes elles-mêmes, l'expansion des nouveaux prêts ressort à \$255 milliards, soit 55% de plus qu'en 1986.

---

### *Origines et emplois des fonds bancaires internationaux au sein de la zone déclarante*

Concentration  
de l'activité sur la  
zone déclarante

La progression totale des prêts finals a été le fait de la zone déclarante elle-même pour environ \$235 milliards, soit largement plus de 90%, selon les estimations. Dans cette augmentation, pas moins de \$163 milliards ont été représentés par des crédits directs au secteur non bancaire, tandis que la part des fonds d'origine externe utilisés par les banques déclarantes pour des prêts internes s'est élevée à \$72 milliards. Les plus gros emprunteurs ont incontestablement été le secteur non bancaire japonais (\$84 milliards) et les banques sises aux Etats-Unis (plus de \$50 milliards).

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

Postes	Avoirs					Engagements				
	Variations, hors incidence des modifications de taux de change				Montants à fin 1987	Variations, hors incidence des modifications de taux de change				Montants à fin 1987
	1984	1985	1986	1987		1984	1985	1986	1987	
	en milliards de dollars EU									
Positions externes sur:										
banques au sein de la zone déclarante	94,1	182,4	450,9	484,5	2.780,2	108,9	197,5	441,6	540,5	3.009,0
entités non bancaires au sein de la zone déclarante	16,9	23,1	39,8	63,1	542,2	12,0	23,3	72,1	39,5	513,4
pays extérieurs à la zone déclarante	13,1	23,8	13,5	7,4	726,1	28,8	19,3	-2,1	50,6	490,0
non attribué	0,0	4,2	13,1	12,8	108,7	0,3	2,5	31,0	32,4	189,0
Total des positions externes	124,1	233,5	517,3	567,8	4.157,2	150,0	242,6	542,6	663,0	4.201,4
dont: en monnaies étrangères et Ecus	82,7	184,1	383,5	440,8	3.005,1	92,0	173,5	426,0	475,6	3.203,5
Positions internes en monnaies étrangères:										
interbancaires*	4,6	48,5	79,2	62,5	551,8	15,1	65,1	95,6	98,9	668,5
sur entités non bancaires*	22,9	14,9	68,4	100,1	427,7	5,7	7,1	17,3	19,6	119,3
Total des positions internes	27,5	63,4	147,6	162,6	979,5	20,8	72,2	112,9	118,5	787,8
Montant total des positions en monnaies étrangères	110,2	247,5	531,1	603,4	3.984,6	112,8	245,7	538,9	594,1	3.991,3
* Pour les banques situées en Europe, au Canada et au Japon uniquement. Du côté des engagements, les chiffres du secteur non bancaire concernant le Japon sont compris dans les chiffres du secteur interbancaire.										

Du côté «origines» du marché, les nouveaux crédits ont émané de la zone déclarante pour un peu plus de \$170 milliards. Les dépôts identifiés du secteur non bancaire se sont élevés à \$59 milliards, les entités du Royaume-Uni et des Etats-Unis étant les plus gros fournisseurs de fonds. De plus, le secteur non bancaire a acheminé quelque \$20 milliards de nouveaux fonds sur le marché par l'intermédiaire des comptes fiduciaires de banques situées en Suisse. Du fait de l'évolution enregistrée sur les marchés des changes, les organismes officiels, en particulier les banques centrales de la zone déclarante, ont également été d'importants fournisseurs de nouveaux fonds l'année dernière, et les banques déclarantes ont elles-mêmes largement alimenté le marché international en fonds d'origine interne.

Les chiffres concernant l'approvisionnement du marché par la zone déclarante ne comprennent pas l'augmentation de quelque \$33 milliards du poste «Non attribué», accroissement dû en partie aux émissions de titres à court et à long terme effectuées par les banques pour leur propre compte. Bien que les détenteurs de ces titres ne puissent être en général identifiés, on peut supposer que la plupart d'entre eux appartiennent à la zone déclarante.



Origines et emplois des fonds bancaires internationaux (estimations)							
	Variations, hors incidence des modifications de taux de change						Montants à fin 1987
	1982	1983	1984	1985	1986	1987	
	en milliards de dollars EU						
Emplois							
Zone déclarante	42	52	77	77	138	235	1.385
Hors zone	39	28	13	24	14	7	726
Non attribué	14	5	0	4	13	13	109
Total	95	85	90	105	165	255	2.220
Origines							
Zone déclarante	93	81	61	83	136	172	1.541
Hors zone	-12	1	29	19	- 2	50	490
Non attribué	14	3	0	3	31	33	189
Total	95	85	90	105	165	255	2.220
Solde							
Zone déclarante	-51	-29	16	-6	2	63	-156
Hors zone	51	27	-16	5	16	-43	236
Non attribué	0	2	0	1	-18	-20	- 80

### *Evolution de l'activité des banques déclarantes avec les pays extérieurs à la zone*

Les entités hors zone sont devenues d'importants fournisseurs nets de nouveaux fonds aux banques déclarantes

On a assisté l'année dernière à un renversement spectaculaire des mouvements de fonds entre les banques déclarantes et les pays hors zone. En 1986, ces pays étaient encore emprunteurs nets de nouveaux fonds pour près de \$16 milliards; en 1987, en revanche, ils sont devenus fournisseurs nets à concurrence de \$43 milliards environ. Ce retournement de près de \$60 milliards s'explique principalement par le renforcement marqué (\$50 milliards) de leurs dépôts, qui avaient été réduits de \$2 milliards en 1986. Deuxième facteur à l'origine de ce renversement: le nouveau ralentissement de la croissance des créances des banques déclarantes sur les pays hors zone, qui est tombée du niveau déjà très modeste de \$13,5 milliards en 1986 à \$7,4 milliards seulement, soit la plus faible progression jamais enregistrée depuis que l'on dispose de données élargies sur les prêts bancaires.

Evolution de l'activité des banques déclarantes avec les pays en développement

Ces modifications de tendances très prononcées ont porté principalement sur les pays en développement, en particulier les exportateurs de pétrole. Du fait de l'effondrement des prix pétroliers en 1986, les pays de l'OPEP avaient réduit de \$22 milliards leurs dépôts auprès des banques déclarantes. L'an passé, ils ont réussi à abaisser de façon radicale leur déficit extérieur et à renforcer de \$19 milliards leurs avoirs auprès des banques. Les autres pays en développement ont également accru leurs dépôts, qui sont passés de \$12,8 milliards en 1986 à \$24,4 milliards. En revanche, les pays en développement n'ont pas été de gros emprunteurs de fonds l'année dernière. Les créances des banques déclarantes ont progressé légèrement (\$2,3 milliards) vis-à-vis des pays de l'OPEP, mais elles ont diminué envers les autres

pays en développement, et ce d'autant plus si l'on exclut les prêts à Taïwan, qui constitue un cas spécial.

Parmi les pays de l'OPEP, c'est l'Arabie Saoudite qui a été de loin le plus gros déposant de nouveaux fonds (\$9 milliards, à l'exclusion des dépôts auprès des banques situées aux Etats-Unis) et également le principal emprunteur. L'évolution de la position globale des banques déclarantes envers les pays en développement hors OPEP a été fortement influencée par les opérations avec Taïwan. Leurs nouveaux crédits à ce pays ont sensiblement augmenté, pour se situer à \$8,3 milliards, sous l'effet, en grande partie, des

### Modifications des positions des banques de la zone déclarante de la BRI envers les groupes de pays extérieurs à la zone (estimations)<sup>1</sup>

Positions des banques déclarantes envers les groupes de pays suivants:	Variations, hors incidence des modifications de taux de change							Montants à fin 1987
	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	
	en milliards de dollars EU							
<b>Pays de l'OPEP<sup>2</sup></b>								
Créances	4,2	8,2	9,8	- 1,9	0,2	0,4	2,3	127,4
Engagements	3,2	-18,2	-13,0	2,1	7,6	-22,0	18,9	169,7
Position nette <sup>3</sup>	1,0	26,4	22,8	- 4,0	- 7,4	22,4	-16,6	-42,3
<i>Pour mémoire:</i>								
Réserves de change <sup>4</sup>	- 8,8	- 7,5	- 8,3	- 3,4	6,5	-13,9	4,7	51,9
Soldes des paiements courants	53,0	- 8,5	-21,5	- 6,5	5,0	-26,5	- 4,0	
<b>PVD hors OPEP</b>								
Créances	39,9	19,8	12,6	9,8	11,1	3,0	- 1,2	384,9
Engagements	9,5	4,6	10,4	19,3	5,7	12,8	24,4	229,8
Position nette <sup>3</sup>	30,4	15,2	2,2	- 9,5	5,4	- 9,8	-25,6	155,1
<i>Pour mémoire:</i>								
Réserves de change <sup>4</sup>	- 0,1	- 2,4	8,5	17,4	4,5	24,0	44,9	158,5
Soldes des paiements courants	-78,0	-62,5	-34,0	-21,5	-29,0	-13,0	7,5	
<b>Autres pays développés</b>								
Créances	16,8	16,0	7,2	5,3	6,8	6,7	4,6	129,8
Engagements	3,8	- 0,1	1,3	3,1	3,2	7,2	8,0	58,6
Position nette <sup>3</sup>	13,0	16,1	5,9	2,2	3,6	- 0,5	- 3,4	71,2
<i>Pour mémoire:</i>								
Réserves de change <sup>4</sup>	- 1,6	1,8	2,4	- 1,0	- 1,2	5,1	3,6	21,7
Soldes des paiements courants	-25,5	-24,5	-13,5	-15,5	- 9,0	- 9,0	- 7,0	
<b>Europe de l'Est</b>								
Créances	4,8	- 4,6	- 1,1	- 0,1	5,7	3,4	1,7	84,0
Engagements	0,1	2,0	2,7	4,3	2,8	- 0,1	- 0,7	31,9
Position nette <sup>3</sup>	4,7	- 6,6	- 3,8	- 4,4	2,9	3,5	2,4	52,1

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 qui est utilisée dans les Chapitres II, III et VII. Cela vaut en particulier pour le groupe «Autres pays développés», qui comprend seulement les pays ne faisant pas partie du système de déclaration.

<sup>1</sup> La zone déclarante est définie dans la note 2 du tableau de la page 125. <sup>2</sup> Ce groupe inclut Brunei, Oman ainsi que Trinité-et-Tobago mais ne comprend plus Bahreïn à compter de 1984. <sup>3</sup> Un signe moins correspond à des dépôts nets. <sup>4</sup> A taux de change courants.



Opérations des banques déclarantes avec les divers groupes de pays en développement (hors OPEP)									
	Variations, hors incidence des modifications de taux de change								Montants à fin 1987
	1980	1981	1982	1983	1984*	1985	1986	1987	
	en milliards de dollars EU								
Avoirs									
Amérique latine	27,4	30,5	12,1	8,3	5,3	1,7	1,6	-7,1	225,7
Moyen-Orient	2,1	2,3	1,7	0,3	-0,4	0,2	-0,8	-1,0	17,0
Afrique	2,0	2,0	1,7	0,6	0,1	0,9	-0,3	-0,6	25,0
Asie	7,4	5,1	4,3	3,4	4,8	8,3	2,5	7,5	117,2
Total	38,9	39,9	19,8	12,6	9,8	11,1	3,0	-1,2	384,9
Engagements									
Amérique latine	-0,9	4,7	-1,9	5,8	10,1	0,4	0,8	7,4	80,0
Moyen-Orient	2,7	1,5	1,8	-0,9	-1,6	1,5	-1,0	1,5	25,0
Afrique	0,7	0,5	-0,8	0,2	1,0	1,4	-0,1	1,4	15,8
Asie	1,5	2,8	5,5	5,3	9,8	2,4	13,1	14,1	109,0
Total	4,0	9,5	4,6	10,4	19,3	5,7	12,8	24,4	229,8

\* 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.

emprunts à l'étranger effectués par les résidents de Taïwan en prévision d'une baisse du dollar EU. Parallèlement, les dépôts identifiés de Taïwan auprès des banques ont nettement fléchi.

Contraction des crédits bancaires aux pays en développement hors OPEP

Abstraction faite des positions à l'égard de Taïwan, l'encours des créances des banques déclarantes sur les pays en développement non membres de l'OPEP a sensiblement diminué l'année dernière (-\$9,5 milliards), malgré un montant de \$5,6 milliards de nouveaux prêts accordés dans le cadre des montages financiers placés sous l'égide des autorités. Si ces chiffres renvoient une image très sombre de la situation en matière de financement des pays lourdement endettés, ils surestiment de beaucoup le renversement des flux de crédits bancaires, car les programmes de conversion de dette, les ventes directes d'avoirs, le non-enregistrement des arriérés d'intérêts et, dans quelques cas, les annulations pures et simples de créances ont influé sur les données bancaires. En outre, la situation a été très différente d'un pays à l'autre.

Evolution en Amérique latine

Par région, c'est en Amérique latine que les créances des banques déclarantes ont enregistré la plus forte contraction (-\$7,1 milliards), tandis que les dépôts émanant de ce groupe de pays augmentaient d'un montant équivalent. Les créances sur le Brésil, qui, au début de 1987, a annoncé un moratoire sur les paiements d'intérêts relatifs à sa dette privée à moyen et à long terme, ont fléchi de \$2,7 milliards, du fait en grande partie du non-renouvellement de crédits commerciaux, de conversions de dettes et de certains rachats de dettes par des emprunteurs privés. Parallèlement, les banques n'ont généralement pas inclus dans leurs avoirs les arriérés d'intérêts relatifs à la dette

brésilienne. Les dépôts de ce pays ont par ailleurs régressé de \$1 milliard. La situation a été assez différente au Mexique où, grâce à un excédent de la balance des paiements courants, à des tirages (\$4,4 milliards) opérés dans le cadre d'un montage financier placé sous l'égide des autorités et à des entrées spontanées de capitaux induites par une politique de crédit rigoureuse, les réserves officielles ont enregistré une forte progression l'année dernière. C'est l'un des principaux facteurs expliquant le renforcement de \$5 milliards des dépôts du Mexique auprès des banques déclarantes. Malgré un montant important de nouveaux prêts accordés dans le cadre de concours financiers négociés avec les autorités, les créances bancaires sur ce pays se sont inscrites en recul, du fait des remboursements effectués par des débiteurs privés et des programmes de conversion de dettes.

Les créances des banques déclarantes sur l'Argentine, qui a prélevé \$1,2 milliard dans le cadre d'un montage financier bénéficiant d'une garantie officielle, se sont accrues de \$0,5 milliard. Une contraction de \$1,6 milliard a été enregistrée pour les créances sur le Chili, qui a recouru massivement à des programmes de conversion de dette d'une valeur nominale de près de \$2 milliards. Parallèlement, les dépôts du Chili auprès des banques déclarantes se sont renforcés de \$1,2 milliard.

Si l'on exclut les positions à l'égard de Taïwan, il apparaît que les créances des banques déclarantes sur l'Asie, où la plupart des pays ont conservé une bonne cote de crédit, ont légèrement diminué. Dans le même temps, leurs engagements vis-à-vis de ces pays ont augmenté de \$7,5 milliards. Le plus gros emprunteur de ce groupe a été la Chine (\$4,8 milliards), qui a également renforcé de \$5,3 milliards ses dépôts auprès des banques déclarantes.

Par ailleurs, les créances sur le Moyen-Orient et l'Afrique se sont réduites de \$1,6 milliard au total, tandis que les apports en provenance de ces pays se sont élevés à près de \$3 milliards.

L'activité des banques déclarantes avec l'Europe de l'Est n'a pas non plus été très soutenue l'an dernier. Il est vrai que, en dollars courants, leurs créances se sont accrues de près de \$12 milliards, mais cette augmentation a été imputable pour l'essentiel aux effets des variations de change, une part importante de l'endettement bancaire de ces pays étant libellée dans des monnaies autres que le dollar. Après élimination des effets des variations de change, l'accroissement ressort à \$1,7 milliard seulement. Il a essentiellement été le fait de la République démocratique allemande, de la Hongrie, de la Bulgarie et de la Tchécoslovaquie. Les créances sur la Roumanie et la Pologne ont diminué, mais aucune modification sensible n'est intervenue vis-à-vis de l'Union Soviétique. A noter toutefois que ce pays a obtenu des devises convertibles en réduisant de \$2 milliards ses dépôts auprès des banques.

Lente expansion de l'activité des banques déclarantes avec l'Europe de l'Est

Le gonflement des créances sur les pays développés hors zone a été très important en dollars courants (\$14,1 milliards) mais modeste en dollars constants (\$4,6 milliards). La Nouvelle-Zélande (\$3,2 milliards) et la Turquie (\$1,6 milliard) ont été les principaux bénéficiaires de nouveaux crédits, tandis que l'Australie a été le plus gros déposant (\$2,8 milliards).



### Evolution dans les divers centres

Très forte expansion de l'activité bancaire internationale au Japon

En ce qui concerne les divers centres, les banques sises au Japon ont encore enregistré des taux de croissance très élevés. La valeur en dollars courants de leurs avoirs extérieurs a progressé de \$232 milliards, pour atteindre \$577 milliards, bien que cette augmentation ait tenu pour près de 30% aux effets des variations de change. Du fait de cette forte expansion, le Japon est passé en 1987 au deuxième rang derrière le Royaume-Uni, et avant les Etats-Unis, pour ce qui est du volume de l'activité bancaire internationale.

En raison d'un accroissement encore plus prononcé de leurs engagements extérieurs, les banques situées au Japon ont été l'an dernier, malgré l'excédent élevé de la balance des paiements courants du pays, importateurs

### Evolution dans les divers centres bancaires

Evolution dans les divers centres bancaires										
Positions extérieures des banques dans les pays suivants:	Variations, hors incidence des modifications de taux de change								Montants à fin 1987	
	Avoirs				Engagements				Avoirs	Engage- ments
	1984	1985	1986	1987	1984	1985	1986	1987		
	en milliards de dollars EU									
Royaume-Uni	23,1	30,7	87,5	89,1	35,6	45,7	97,1	95,5	875,6	927,6
France	8,2	7,5	14,9	37,9	6,6	4,8	13,8	36,3	266,4	271,4
Allemagne	7,4	19,4	38,8	17,0	5,5	6,4	11,0	12,9	206,0	131,8
Luxembourg	7,3	9,6	15,2	19,0	5,8	9,5	16,6	17,9	182,3	168,9
Belgique	10,8	16,1	22,4	22,2	12,4	16,9	23,5	24,8	164,8	189,3
Suisse	2,2	9,1	10,3	16,4	1,0	8,1	9,6	11,8	130,2	82,0
Pays-Bas	3,9	5,2	5,9	12,7	1,7	4,2	9,7	11,5	115,3	107,6
Italie	2,9	8,7	3,8	-1,6	6,6	5,7	8,5	3,6	63,4	93,5
Autriche	1,9	5,2	6,1	1,6	3,8	5,6	6,8	3,5	54,9	60,0
Espagne	1,3	1,7	2,8	-0,1	0,6	-1,3	4,4	5,1	25,5	31,5
Suède	0,0	1,6	1,2	4,9	-0,3	3,0	3,4	10,6	17,1	37,1
Danemark	1,2	4,1	-1,2	4,0	1,4	4,8	-0,9	3,4	17,1	17,0
Autres pays européens déclarants <sup>1</sup>	2,2	1,3	3,5	2,8	3,6	4,8	7,4	10,5	21,4	53,3
Total des pays européens déclarants	72,4	120,2	211,2	225,9	84,3	118,2	210,9	247,4	2.140,0	2.171,0
IBF aux Etats-Unis	17,1	11,8	35,7	30,5	19,4	16,2	52,9	49,6	277,3	306,0
Autres banques aux Etats-Unis	-2,5	-8,8	14,6	-1,1	12,6	22,1	21,0	29,6	231,6	226,4
Ensemble des banques aux Etats-Unis	14,6	3,0	50,3	29,4	32,0	38,3	73,9	79,2	508,9	532,4
Japon	21,9	53,4	126,6	166,6	23,8	41,4	147,6	191,0	576,9	592,0
<i>dont: marché extraterritorial</i>			88,7	89,9			88,0	90,2	191,9	191,2
Canada	1,8	2,0	6,7	-1,3	1,2	2,4	3,8	1,7	52,9	73,3
Autres pays déclarants <sup>2</sup>	13,4	54,9	122,5	147,2	8,7	42,3	106,4	143,7	878,5	832,7
Total	124,1	233,5	517,3	567,8	150,0	242,6	542,6	663,0	4.157,2	4.201,4

<sup>1</sup> Comprend la Finlande, l'Irlande et la Norvège. <sup>2</sup> Banques exerçant une activité internationale aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Hong Kong et à Singapour, tous les établissements extraterritoriaux à Bahreïn, toutes les banques extraterritoriales opérant aux Antilles néerlandaises et les succursales des banques américaines au Panama.

nets de fonds. En effet, l'augmentation de leur position débitrice extérieure nette en devises, qui est passée de \$47 milliards à \$80 milliards, n'a été compensée qu'en partie par le renforcement de leur position créditrice extérieure nette en yens. Les emprunts nets en devises à l'étranger ont été effectués uniquement aux deuxième et quatrième trimestres, lorsque le dollar a fait l'objet de fortes pressions sur les marchés des changes et que les entités japonaises ont cherché à couvrir les risques de change liés à leurs investissements à l'étranger.

Le marché extraterritorial du Japon, qui avait été ouvert en décembre 1986, a connu une expansion vigoureuse tout au long de 1987 et représentait, à la fin de l'année, un tiers environ des avoirs et engagements extérieurs des banques au Japon.

Comme on l'a vu, les banques situées aux Etats-Unis ont été de gros importateurs nets de fonds l'an dernier. Pour la première fois depuis 1975, elles sont passées d'une position créditrice extérieure nette (\$27,5 milliards à la fin de 1986) à une position débitrice nette (\$23,5 milliards). Cette entrée de fonds de \$51 milliards a sensiblement contribué au financement de l'énorme déficit de la balance des paiements courants du pays, mais elle a été liée en partie à d'importants placements de réserves officielles en devises sur le marché de l'eurodollar.

Importants  
emprunts nets à  
l'étranger des  
banques aux  
Etats-Unis

Les avoirs extérieurs des banques situées dans les pays européens déclarants se sont accrus de 12% en dollars constants, soit d'un tiers de moins que les banques sises au Japon. Cette expansion a été très largement répartie et a couvert tous les grands centres européens; l'Italie et l'Espagne sont les deux seuls pays où les banques n'ont pas enregistré d'augmentation de leurs créances sur l'étranger.

### *Composition par monnaie de l'activité bancaire internationale et croissance du marché de l'Ecu*

Compte tenu de l'évolution sur les marchés des changes, il n'est guère surprenant que l'on ait assisté, l'an dernier, à une diminution de l'importance relative du dollar EU dans les transactions bancaires internationales. Même en termes réels, l'accroissement des avoirs extérieurs (des banques sises uniquement dans les pays industrialisés de la zone déclarante) en monnaies autres que le dollar s'est accéléré, passant de \$163 milliards en 1986 à \$221 milliards, tandis que l'augmentation des avoirs en dollars se ralentissait de \$232 milliards à \$200 milliards. Cette inversion des rôles apparaît encore plus prononcée si on l'évalue en dollars courants. A taux de change courants, les avoirs extérieurs non libellés en dollars ont progressé de \$517 milliards, soit à un rythme deux fois et demie supérieur à celui des avoirs en dollars, et leur part dans le total de l'encours des avoirs extérieurs des pays industriels déclarants, qui se situait juste au-dessous de 42%, s'est accrue à 48%.

Intense activité  
en monnaies  
autres que le  
dollar

Les principaux facteurs de la forte progression en termes réels des avoirs libellés dans des monnaies autres que le dollar ont été la brusque accélération de la croissance des avoirs extérieurs en yens des banques sises au Japon, soit \$93 milliards, et l'expansion de \$34 milliards des prêts en eurodeutsche



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

Monnaies		Variations, hors incidence des modifications de taux de change								Montants à fin 1987	
		Avoirs				Engagements				Avoirs	Engage- ments
		1984	1985	1986	1987	1984	1985	1986	1987		
en milliards de dollars EU											
Dollar EU	A	22,0	52,9	188,8	186,4	40,1	41,3	210,1	196,1	1.238,2	1.377,9
	B	8,8	1,4	43,2	13,5	27,9	33,5	63,1	63,4	458,2	477,4
Autres monnaies	A	47,5	77,9	72,8	107,2	43,1	90,7	110,1	136,5	893,1	996,2
	B	32,4	46,4	90,0	113,5	30,2	34,8	52,9	123,3	689,2	517,2
<i>dont:</i> <sup>2</sup>											
deutsche mark	A	10,6	13,5	1,1	33,8	16,4	16,0	28,7	43,1	297,7	338,8
	B	4,2	15,5	26,4	4,0	2,9	3,0	2,3	4,4	147,9	80,7
franc suisse	A	2,9	15,3	7,8	-1,8	2,7	18,9	17,5	10,0	139,2	181,5
	B	1,6	2,8	3,3	3,5	1,0	2,4	1,4	4,7	66,4	25,3
yen	A	6,4	21,0	20,9	30,9	1,8	19,4	21,2	23,9	147,8	137,2
	B	11,9	22,1	43,9	92,6	11,3	17,9	29,4	89,9	288,6	223,8
livre sterling	A	5,0	4,8	8,7	5,8	4,7	7,1	10,3	14,5	48,3	67,0
	B	6,7	2,3	8,8	8,3	8,3	5,6	9,4	14,9	72,2	94,0
Ecus		12,8	13,7	7,4	9,9	10,5	12,4	4,2	8,7	78,5	69,4

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.

marks, qui n'avaient quasiment pas varié en 1986. L'augmentation des avoirs en euro-yens s'est, elle aussi, accélérée puisqu'elle est passée de \$21 milliards en 1986 à \$31 milliards. En revanche, le rythme d'accroissement des nouveaux prêts en eurolivres s'est ralenti et l'encours des avoirs en eurofrancs suisses a même légèrement diminué.

Accélération de l'expansion de l'activité bancaire en Ecus

Grâce à des perspectives un peu plus favorables en ce qui concerne la stabilité des rapports de change entre les monnaies composantes, la croissance des avoirs bancaires en Ecus (y compris les opérations locales avec des résidents) s'est également renforcée, de \$7,4 milliards en 1986 à \$12,7 milliards, mais elle se situe bien en deçà de ses niveaux des années précédentes. Les prêts directs au secteur non bancaire ont connu une progression remarquable, passant de \$1,9 milliard en 1986 à \$5,2 milliards. Cet accroissement s'explique essentiellement par les prêts en Ecus accordés aux résidents par les banques en France, où les autorités encouragent activement l'utilisation de l'Ecu.

Un renversement important s'est produit du côté «origines» du marché, les dépôts en Ecus du secteur non bancaire ayant augmenté de \$0,7 milliard l'année dernière, alors que des retraits de \$0,9 milliard avaient été effectués en 1986. Toutefois, la levée, en Allemagne, de l'interdiction partielle frappant l'utilisation de l'Ecu dans le pays (voir Chapitre VII, page 207) ne s'est pas accompagnée d'un renforcement sensible des dépôts en Ecus des résidents allemands. Les fonds en Ecus provenant de banques situées hors de la CEE ont enregistré une augmentation substantielle (\$4,8 milliards) en termes réels.

Structure du marché bancaire de l'Ecu								
	Avoirs				Engagements			
	Variations, hors incidence des modifications de taux de change			Montants à fin 1987	Variations, hors incidence des modifications de taux de change			Montants à fin 1987
	1985	1986	1987		1985	1986	1987	
	en milliards de dollars EU							
Positions envers des entités non bancaires:								
internes	-0,7	0,0	3,0	11,1	1,7	-0,5	0,1	4,2
externes au sein de la CEE	1,2	0,7	1,2	8,6	0,9	-0,4	0,2	2,6
externes auprès de résidents hors CEE	0,9	0,9	0,2	2,9	0,4	0,0	0,2	0,9
non attribué*	0,6	0,3	0,8	3,6	0,3	0,0	0,2	1,1
Ensemble des positions envers des entités non bancaires	2,0	1,9	5,2	26,2	3,3	-0,9	0,7	8,8
Positions envers des banques:								
internes	3,6	0,0	-0,2	16,5	3,7	-0,2	0,2	16,1
externes au sein de la CEE	7,6	0,6	2,2	40,0	7,6	1,7	1,9	41,7
externes auprès de résidents hors CEE	2,0	3,3	3,8	13,1	2,6	2,6	4,8	14,8
non attribué*	1,4	1,6	1,7	10,3	0,6	0,3	1,4	8,3
Ensemble des positions interbancaires	14,6	5,5	7,5	79,9	14,5	4,4	8,3	80,9
Total	16,6	7,4	12,7	106,1	17,8	3,5	9,0	89,7
* Comprend les institutions internationales autres que la BRI.								

### Structure par nationalité de l'activité bancaire internationale

Si on examine l'évolution de l'activité bancaire internationale sous l'angle du pays d'origine des banques déclarantes, on constate qu'elle a été essentiellement caractérisée, comme toutes ces dernières années, par le rôle dominant des établissements japonais dans la croissance globale de l'activité internationale, c'est-à-dire à la fois des opérations transfrontières et des transactions en devises sur les marchés internes. Les avoirs internationaux des banques japonaises, y compris leurs établissements dans les autres pays industriels déclarants, ont progressé de \$432 milliards, soit de 39%, l'année dernière, entrant ainsi pour près de moitié dans l'accroissement total de \$927 milliards enregistré par l'ensemble des banques couvertes par le recensement. A titre de comparaison, les avoirs internationaux des banques françaises, suisses, allemandes et italiennes ont augmenté à des rythmes s'échelonnant entre 30% et 27,5%, tandis que ceux des banques américaines et canadiennes ne se renforçaient que de 8% et 2,5% respectivement. Par voie de conséquence, la part des banques japonaises dans le total des avoirs internationaux a continué de s'élargir, passant de 32,4% à la fin de 1986 à 35,4%; par contre, celle des banques américaines est revenue de 17,3% à 14,8%.

Prééminence des banques japonaises dans l'expansion de l'activité bancaire internationale



La différence d'évolution entre les banques nord-américaines et les banques d'autres nationalités apparaît particulièrement frappante si l'on exclut les créances entre établissements du même groupe. Les opérations internationales des banques aux Etats-Unis ne révèlent alors pratiquement aucune augmentation l'an dernier; avec \$357 milliards, ces créances ne représentent qu'un tiers environ de celles des banques japonaises et, fait peut-être plus surprenant, à peine plus que celles des banques françaises (\$325 milliards) et allemandes (\$293 milliards). On est bien loin de la situation d'il y a cinq ans seulement, lorsque les avoirs internationaux des banques américaines étaient encore sensiblement supérieurs à ceux des banques japonaises et d'un ordre de grandeur bien différent de ceux des banques sises en Europe. Cet amoindrissement spectaculaire de la part de marché des banques américaines a été imputable en partie aux effets des variations de change. Les opérations internationales des banques japonaises et européennes se composent, dans des proportions beaucoup plus importantes, d'avoirs libellés dans des monnaies autres que le dollar, dont la valeur en dollars s'est accrue par suite de l'évolution des taux de change. Le recul de la part de marché des banques américaines a cependant été dû principalement aux efforts déployés par elles, devant l'ampleur de leurs engagements à l'égard de l'Amérique latine et du fait de certains problèmes de crédit au niveau interne, pour renforcer leurs structures de bilan en réduisant leur activité internationale.

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

Pays d'origine de la banque	Décembre 1985		Décembre 1986		Décembre 1987	
	en milliards de dollars EU	part (en %) du total	en milliards de dollars EU	part (en %) du total	en milliards de dollars EU	part (en %) du total
Allemagne	191,2	7,0	270,1	7,8	347,9	7,9
Etats-Unis	590,2	21,7	599,2	17,3	647,6	14,8
France	244,0	9,0	289,6	8,4	375,5	8,6
Italie	113,3	4,2	145,1	4,2	185,0	4,2
Japon	707,2	26,1	1.120,1	32,4	1.552,1	35,4
Royaume-Uni	192,9	7,1	211,5	6,1	253,9	5,8
Suisse	109,2	4,0	152,0	4,4	196,1	4,5
Divers	566,8	20,9	666,4	19,4	823,2	18,8
<b>Total</b>	<b>2.714,8</b>	<b>100,0</b>	<b>3.454,0</b>	<b>100,0</b>	<b>4.381,3</b>	<b>100,0</b>
<i>dont: envers le secteur non bancaire</i>	<i>785,0</i>	<i>28,9</i>	<i>954,4</i>	<i>27,6</i>	<i>1.200,1</i>	<i>27,4</i>

\* 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, 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, 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.

En outre, il convient d'ajouter que ces chiffres tendent à surestimer la part de marché des banques américaines et à sous-estimer celle des banques japonaises puisque, contrairement à ce qui se passe pour les autres nationalités, les données sur les banques américaines comprennent leurs établissements dans les grands centres extraterritoriaux des Caraïbes et d'Extrême-Orient. En revanche, l'activité substantielle des établissements japonais à Singapour et à Hong Kong n'entre pas dans les statistiques.

### *Marché des prêts consortiaux*

Après plusieurs années d'activité peu soutenue, le marché international des prêts consortiaux a connu une vive reprise en 1987. Les nouvelles facilités annoncées se sont élevées à \$88 milliards, soit plus du double de l'année précédente. Cependant, la tendance à l'intermédiation bancaire n'a pas constitué un retour à la structure du début des années quatre-vingt, lorsque les pays en développement et les pays d'Europe de l'Est jouaient un rôle prédominant en tant qu'emprunteurs sur le marché des crédits consortiaux. En 1987, près de 90% des nouveaux crédits sont allés aux emprunteurs des pays développés, sociétés non financières pour l'essentiel. En revanche, les gouvernements de certains de ces pays ont profité d'une meilleure cote de crédit pour se tourner principalement vers le marché international des titres.

Forte reprise de l'activité

La composition des nouvelles facilités a été, elle aussi, fort différente de celle des années précédentes. Les facilités à options multiples ont de nouveau progressé, pour se situer à \$40 milliards, ce qui a permis aux emprunteurs de se procurer des ressources dans plusieurs monnaies et sous diverses formes, telles que papier commercial, acceptations bancaires et avances à court terme. L'an passé, ce sont les nouveaux crédits consortiaux mis sur pied pour des sociétés non financières du Royaume-Uni qui ont atteint le plus gros volume avec \$30,7 milliards, dont \$8 milliards destinés à la construction du tunnel sous la Manche. D'autres facilités portant sur des montants notables ont été accordées à des emprunteurs aux Etats-Unis (\$15,8 milliards) et en France (\$6,3 milliards).

Caractéristiques structurelles et pays d'origine des emprunteurs

## **Les marchés internationaux de titres**

### *Le marché des euro-effets*

En 1987, la structure du marché des euro-effets (terme par lequel on désigne les billets à ordre avec ou sans garantie de prise ferme émis sur le marché international) a présenté un grand nombre des caractéristiques déjà apparues au second semestre de 1986. Le volume global des nouvelles facilités à moyenne échéance mises sur pied en vue de l'émission d'euro-effets à court et moyen terme s'est chiffré à \$70,2 milliards, en légère baisse par rapport à 1986. L'encours effectif des billets émis dans le cadre de ces facilités s'est toutefois accru de \$23,3 milliards en 1987, selon les estimations, pour s'inscrire au total à \$52,7 milliards en fin d'année. Pour près de 95%, les nouvelles facilités ont pris la forme d'opérations sur europapier commercial (EPC),

Réduction en volume des nouvelles facilités, mais taux d'utilisation plus élevé



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

Emprunteurs Marchés	Etats-Unis	Japon	Autres pays industriels déclarants	Autres pays développés	Europe de l'Est	Pays en développement (OPEP comprise)	Divers <sup>1</sup>	Total
	en milliards de dollars EU							
<b>Emissions obligataires</b>								
1982	15,3	5,9	34,4	4,0	0,0	3,1	11,6	74,3
1983	7,9	11,3	34,3	3,6	0,0	1,8	14,9	73,8
1984	24,8	15,8	45,4	6,1	0,1	2,8	13,4	108,4
1985	40,6	20,0	67,8	9,4	0,4	6,1	20,2	164,5
1986	41,6	31,8	109,5	15,4	0,6	2,9	19,7	221,5
1987	22,6	42,3	76,7	11,9	0,6	2,0	19,5	175,6
1988, 1er trimestre	3,0	9,4	35,7	3,4	0,4	0,9	6,7	59,5
<b>Facilités d'euro-effets<sup>2</sup></b>								
1982	0,4	0,0	0,9	0,4	0,0	0,5	0,2	2,4
1983	0,4	0,6	1,0	1,0	0,1	0,2	0,0	3,3
1984	3,0	0,2	9,4	4,8	0,1	0,6	0,7	18,8
1985	16,5	0,5	21,1	9,7	0,1	1,2	1,2	50,3
1986	19,0	10,4	27,6	11,0	0,1	1,3	1,7	71,1
1987	15,0	10,0	31,6	11,8	0,0	1,3	0,5	70,2
1988, 1er trimestre	4,1	0,0	15,1	2,1	0,1	0,4	0,4	22,2
<b>Ensemble des marchés de titres</b>								
1982	15,7	5,9	35,3	4,4	0,0	3,6	11,8	76,7
1983	8,3	11,9	35,3	4,6	0,1	2,0	14,9	77,1
1984	27,8	16,0	54,8	10,9	0,2	3,4	14,1	127,2
1985	57,1	20,5	88,9	19,1	0,5	7,3	21,4	214,8
1986	60,6	42,2	137,1	26,4	0,7	4,2	21,4	292,6
1987	37,6	52,3	108,3	23,7	0,6	3,3	20,0	245,8
1988, 1er trimestre	7,1	9,4	50,8	5,5	0,5	1,3	7,1	81,7
<b>Crédits bancaires consortiaux<sup>3</sup></b>								
1982	7,0	0,1	22,9	12,5	0,8	53,5	2,6	99,4 <sup>4</sup>
1983	3,4	0,1	13,6	5,6	0,8	26,6	1,7	51,8 <sup>4</sup>
1984	3,6	0,3	8,3	4,2	2,5	17,1	0,6	36,6 <sup>4</sup>
1985	2,1	0,0	5,1	2,4	3,6	7,8	0,1	21,1 <sup>4</sup>
1986	3,8	0,3	10,6	3,5	2,0	16,4	1,2	37,8 <sup>4</sup>
1987	15,8	0,5	52,0	7,8	1,9	8,9	1,0	87,9 <sup>4</sup>
1988, 1er trimestre	3,4	0,0	15,5	2,6	0,2	2,2	0,0	23,9 <sup>4</sup>

<sup>1</sup> Centres extraterritoriaux, institutions internationales plus montants non attribués.

<sup>2</sup> Comprend toutes les facilités d'euro-effets avec engagement de prise ferme (NIF: facilités d'émission d'effets, RUF: prises fermes renouvelables et facilités à composantes multiples avec option d'émission d'effets) et les facilités sans engagement de prise ferme ni d'octroi de fonds, qui revêtent, pour la plupart, la forme d'opérations sur europapier commercial (EPC — Euro-commercial paper: ECP).

<sup>3</sup> A l'exclusion des crédits réaménagés, lorsque la modification ne porte que sur les marges.

<sup>4</sup> Comprend les prêts suivants accordés dans le cadre de montages financiers sous l'égide des autorités: \$ 11,2 milliards en 1982, \$ 13,7 milliards en 1983, \$ 6,5 milliards en 1984, \$ 2,3 milliards en 1985, \$ 8 milliards en 1986 et \$ 4,7 milliards en 1987. Ces prêts se sont élevés à \$ 1,7 milliard au premier trimestre de 1988.

Source: Banque d'Angleterre.

dont le placement est confié à des courtiers sans que les banques commerciales apportent un engagement de prise ferme. Certains emprunteurs ont même annulé des facilités assorties d'une garantie de prise ferme pour les remplacer par des opérations EPC. En outre, l'accroissement des tirages effectifs est intervenu pour la quasi-totalité sur l'europapier commercial, qui représentait, à la fin de 1987, 63% du total de l'encours d'euro-effets. A noter également la poursuite de l'expansion en volume des nouvelles facilités en vue de l'émission de notes à moyen terme (définies comme des instruments dont l'échéance va au-delà de neuf mois et jusqu'à dix ans), pour un montant de \$11 milliards en 1987.

Mouvement en faveur des facilités sans engagement de prise ferme

La part prépondérante des opérations EPC explique principalement la similitude de plus en plus grande entre le marché des euro-effets et le marché interne du papier commercial aux Etats-Unis. Le rôle croissant des agences d'évaluation financière et la publication par la Banque d'Angleterre, depuis août 1987, de taux d'intérêt représentatifs pour l'europapier commercial sont deux éléments qui devraient permettre au marché des euro-effets à court terme d'opérer sur des bases plus solides. L'évaluation financière d'une émission exige que l'emprunteur ait accès au crédit bancaire, même si cet accès n'est pas associé de manière contractuelle à l'émission de papier. La publication de taux représentatifs pour l'europapier commercial de diverses échéances permet de fixer le prix d'émission sans tenir compte de taux liés à ceux du marché bancaire, tels que le LIBOR, même si ces nouveaux points de référence n'ont pas fait jusqu'à maintenant l'objet d'une utilisation aussi large que prévu. Il apparaît, en outre, que le marché EPC s'adapte également au modèle américain, en ce sens que les échéances y sont maintenant modulées en fonction des besoins des divers emprunteurs et investisseurs, et qu'il s'écarte ainsi des échéances standards à trois mois dont était généralement assorti l'europapier. Par ailleurs, on a enregistré une baisse du nombre des intermédiaires financiers exerçant une importante activité de contrepartiste pour les euro-effets avec garantie de prise ferme et les opérations EPC. Ce désengagement, analogue à celui que l'on constate dans d'autres secteurs, traduit le rétrécissement spectaculaire des marges pratiquées; il représente aussi une évolution vers une structure similaire à celle du marché du papier commercial aux Etats-Unis, sur lequel les courtiers sont habituellement relativement peu nombreux.

Convergence entre le marché des euro-effets et le marché américain de papier commercial

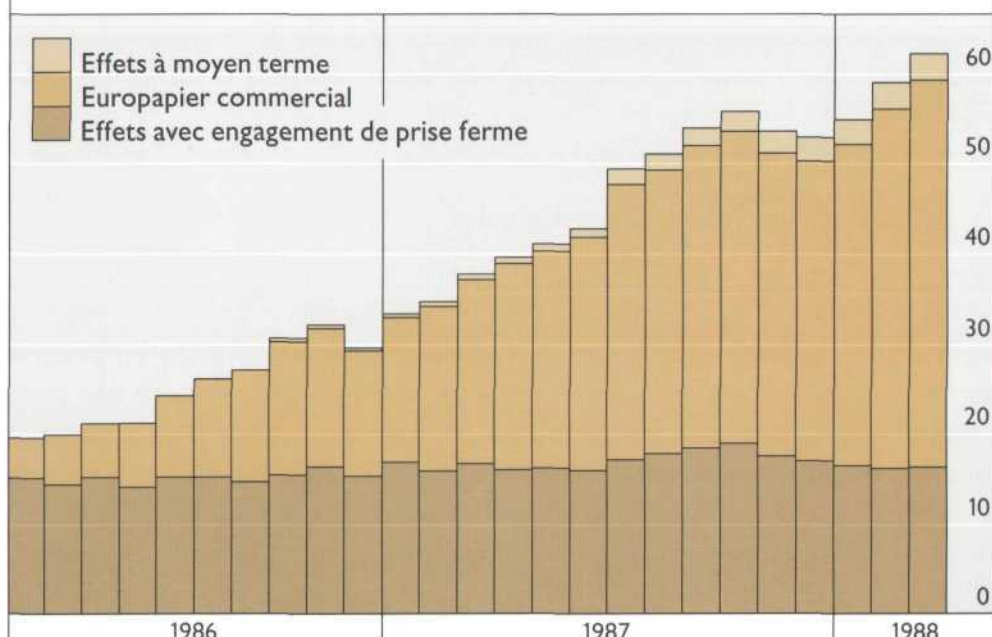
Certaines différences subsistent, malgré cette convergence, entre le marché interne du papier commercial aux Etats-Unis et le marché international. Ainsi, les principaux acheteurs de papier commercial aux Etats-Unis sont de grands établissements nationaux, en particulier les organismes de placement en titres du marché monétaire, alors que les euro-effets sont acquis par les investisseurs internationaux les plus divers. En outre, les deux marchés diffèrent au niveau des méthodes de placement et de règlement.

Bien que le dollar EU constitue la monnaie de libellé de la majorité des nouvelles opérations EPC et autres facilités à court terme, un nombre croissant de transactions ont été assorties d'options d'émission d'effets en d'autres monnaies et en Ecus. Le recours de plus en plus grand à d'autres devises s'est accompagné d'une expansion des marchés nationaux du papier



## Facilités d'euro-effets: volume des tirages effectifs, 1986—88

Chiffres de fin de mois, en milliards de dollars EU



Remarque: ces chiffres comprennent un faible montant de papier commercial libellé en monnaie nationale sur les marchés internes européens ainsi que les certificats de dépôt émis par les banques du Royaume-Uni dans le cadre de facilités d'euro-effets.

Source: Euroclear.

Expansion des marchés nationaux du papier commercial

commercial hors des Etats-Unis, mais ces marchés demeurent essentiellement tournés vers l'activité interne. En France, l'encours des billets de trésorerie a augmenté de 70% en 1987, pour s'inscrire à FF 40,8 milliards, montant détenu presque intégralement par des résidents. Au Royaume-Uni, le volume émis s'est fortement accru, passant de £0,5 milliard à £2,9 milliards entre la fin de 1986 et la fin de mars 1988, ce montant ayant été souscrit à hauteur de 5% seulement par des sociétés étrangères.

Pays d'origine des emprunteurs

En ce qui concerne le pays d'origine des emprunteurs, ce sont les résidents américains qui ont conclu le plus d'opérations sur euro-effets (\$15 milliards). Les entités japonaises ont également été très actives (\$10 milliards), principalement dans le cadre d'émissions de certificats de dépôt des banques. Bien que les émissions d'europapier commercial en yens n'aient été autorisées que depuis la fin de novembre 1987, le volume des nouvelles opérations mises sur pied pour des entités japonaises n'en atteignait pas moins \$1,5 milliard à la fin de l'année. D'autres nouvelles facilités de volume important ont été destinées aux résidents du Royaume-Uni (\$9,1 milliards), d'Australie (\$8 milliards), de Norvège et de Nouvelle-Zélande (\$3,2 milliards dans chaque cas).

S'agissant des encours à fin décembre 1987, les résidents australiens ont été les emprunteurs les plus importants (\$11,2 milliards). Les entités américaines, pour lesquelles on a enregistré le plus gros volume de facilités organisées depuis l'ouverture du marché des euro-effets, n'ont émis que \$7,9 milliards. Les autres principaux emprunteurs ont été les résidents des Pays-Bas (\$4,3 milliards), de France (\$4,1 milliards) et de Suède (\$3,9 milliards).

Au premier trimestre de 1988, le volume des nouvelles facilités d'euro-effets s'est élevé à \$22,2 milliards, ce qui constitue la plus forte expansion trimestrielle jamais enregistrée. Parallèlement, le volume des tirages effectifs, qui s'était contracté durant les deux mois ayant précédé la crise des marchés boursiers, s'est vivement accru, atteignant \$62 milliards à la fin du mois de mars.

### Le marché des obligations internationales

Après plusieurs années de croissance record, le volume des nouvelles émissions obligataires internationales annoncées l'an dernier s'est réduit à \$176 milliards, contre \$222 milliards en 1986. Ce ralentissement s'est amorcé au cours du deuxième trimestre, après le niveau sans précédent des trois premiers mois de l'année, et a pris un tour très marqué dans la période qui a immédiatement suivi l'effondrement boursier d'octobre.

Contraction du volume d'émission

Trois séries de facteurs ont exercé une forte influence sur la structure et le volume d'activité du marché obligataire international. Tout d'abord, après une baisse éphémère des taux d'intérêt au premier trimestre, la conjoncture macro-économique est devenue moins favorable.

Rôle de l'instabilité des taux d'intérêt

Caractéristiques structurelles des marchés obligataires internationaux <sup>1</sup>									
Postes	1984	1985	1986	année	1er trim.	1987 2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.	1988 1er trim.
	en milliards de dollars EU								
Total des émissions	108,4	164,5	221,5	175,6	60,1	45,7	42,2	27,6	59,5
par catégorie d'émission:									
obligations à taux fixe	74,4	108,6	173,7	163,6	57,4	44,0	39,6	22,6	56,8
notes à taux variable	34,0	55,9	47,8	12,0	2,7	1,7	2,6	5,0	2,7
dont: émissions liées à des actions <sup>2</sup>	8,5	11,6	27,5	43,3	7,8	15,7	17,2	2,6	7,9
par monnaie d'émission:									
dollar EU:									
euro-émissions	66,9	95,5	115,3	57,8	18,5	16,0	18,7	4,6	15,5
émissions étrangères	1,9	3,9	6,4	5,0	1,3	0,4	1,0	2,3	1,6
yen:									
euro-émissions	1,2	6,9	18,2	23,1	8,5	8,6	0,9	5,1	4,9
émissions étrangères	4,7	5,4	4,4	1,6	0,6	0,0	0,7	0,3	0,9
franc suisse	13,1	14,9	23,3	24,0	6,1	4,9	7,9	5,1	10,0
deutsche mark	7,0	11,3	16,2	15,0	6,6	2,5	2,2	3,7	7,6
livre sterling:									
euro-émissions	4,1	5,6	10,9	14,9	5,3	4,2	2,5	2,9	7,4
émissions étrangères	1,4	1,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
dollar australien	0,3	3,2	3,4	8,7	3,1	3,3	2,2	0,1	1,6
Ecu <sup>3</sup>	2,9	7,3	6,8	7,4	3,7	1,7	1,1	0,9	2,1
Divers	4,9	9,5	16,2	18,1	6,4	4,1	5,0	2,6	7,9

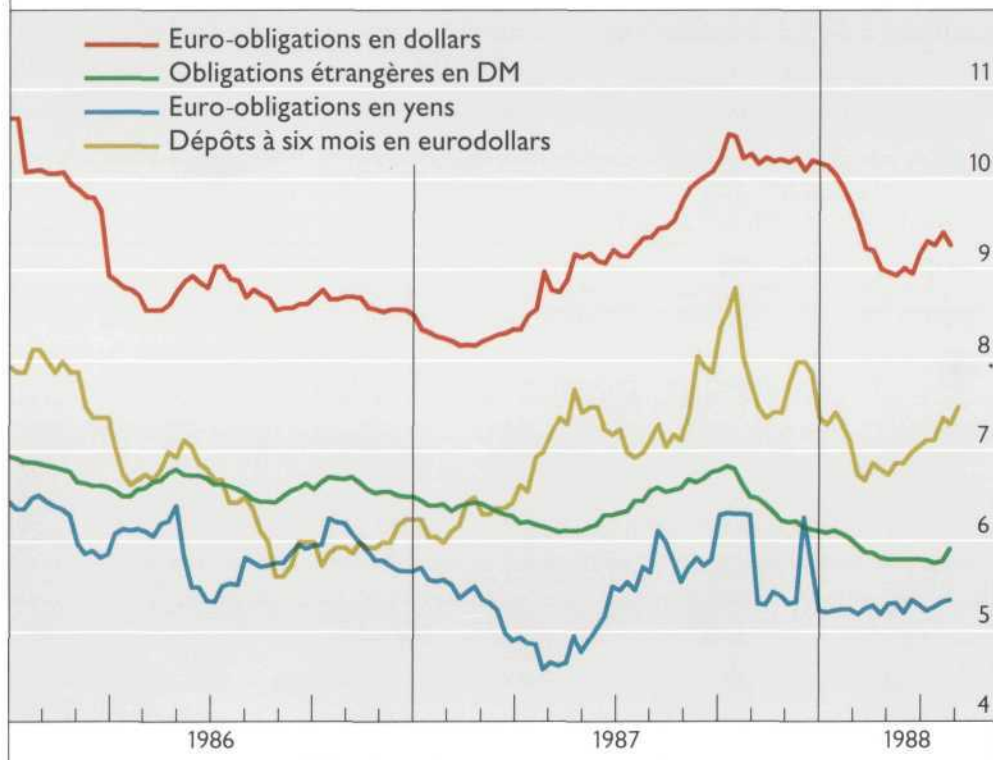
<sup>1</sup> Chiffres calculés sur la base des dates d'annonce. <sup>2</sup> Obligations convertibles et obligations avec droit de souscription d'actions (warrant). <sup>3</sup> A l'exclusion des obligations émises par les emprunteurs sur leur marché national.

Source: Banque d'Angleterre.



## Rendements de certaines obligations internationales et taux des dépôts en eurodollars, 1986—88

Chiffres du mercredi, en %



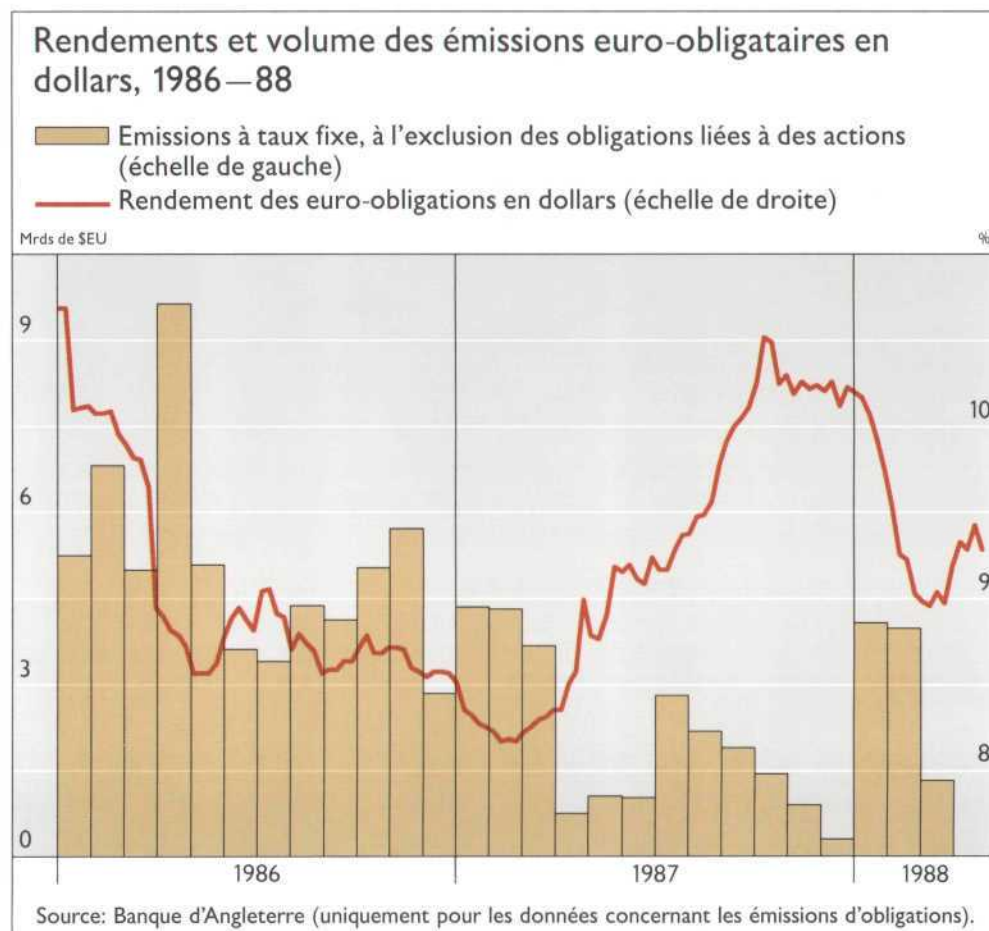
Le raffermissement des taux d'intérêt du dollar, à partir du mois de mars, a tempéré l'intérêt des emprunteurs et des investisseurs pour les émissions classiques à taux fixe, alors que le marché des NTV restait léthargique. Les activités de prise ferme ont également souffert du redressement des taux, en ce sens qu'il devenait plus difficile pour les banques d'assurer la couverture des positions ainsi prises. En conséquence, les émissions à taux fixe, qui s'étaient inscrites à \$57,4 milliards au premier trimestre, se sont contractées pendant le reste de l'année, pour s'établir à quelque \$35 milliards seulement en moyenne trimestrielle. Les émissions en yens ont été très sérieusement affectées par l'élévation des taux d'intérêt, qui a eu lieu au Japon avec quelques mois de retard par rapport aux Etats-Unis. Après une progression continue jusqu'à un sommet de \$8,6 milliards au deuxième trimestre de 1987, elles sont retombées à \$0,9 milliard seulement au troisième.

Influence des  
taux de change

La faiblesse du dollar EU et la crainte qu'une nouvelle dépréciation de la monnaie américaine ne soit pas intégralement compensée par l'écart de taux d'intérêt en sa faveur ont été les principaux facteurs à l'origine du recul marqué, à 37% seulement, soit le plus bas niveau jamais atteint, de la part du dollar dans le total des émissions à taux fixe. Si l'activité sur les autres monnaies s'est intensifiée, cela n'a pas suffi à contrebalancer la baisse des émissions en dollars, d'autant plus que les opérations de swap, tout en étant dynamiques, ne sont pas toujours venues soutenir le marché primaire.

Etant donné les difficultés persistantes rencontrées par le marché des notes à taux variable, le seul élément moteur de l'activité primaire a été constitué, jusqu'en octobre, par la vigueur des marchés boursiers. Les émissions liées à des actions, principalement avec bons de souscription, se sont fortement gonflées, à \$43,3 milliards, soit 25% du total des émissions en 1987. Durant les deuxième et troisième trimestres, elles ont même représenté en moyenne 40% des obligations à l'émission.

Incidence de l'évolution sur les marchés des actions



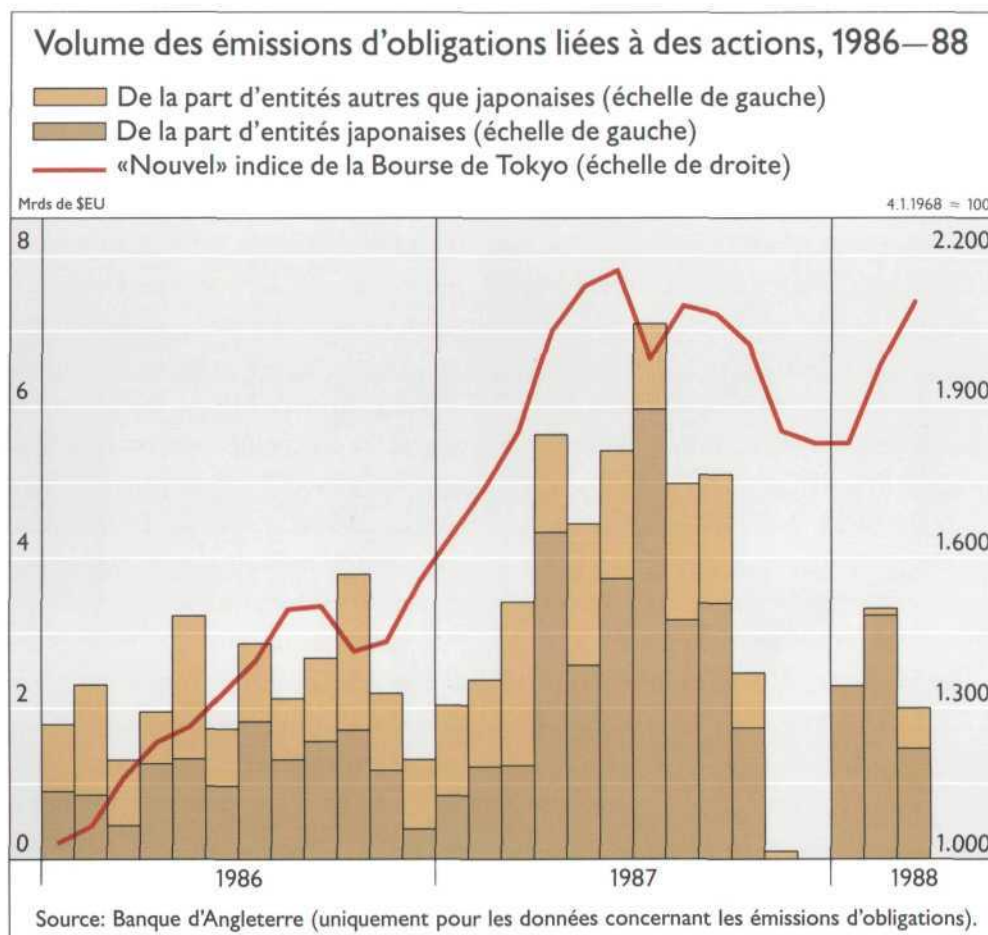
Le dynamisme des marchés boursiers jusqu'en octobre a également stimulé l'activité dans le compartiment des actions internationales. En 1987, les nouvelles émissions internationales d'actions et instruments apparentés à des actions se sont inscrites à \$15,5 milliards, soit presque le double du total de l'année précédente. Dans une grande proportion, elles étaient destinées à des non-résidents et organisées dans le cadre de la privatisation d'entreprises du secteur public.

La deuxième série de facteurs ayant affecté le marché des obligations internationales tient à certains projets de modifications fiscales, et en particulier aux ambiguïtés concernant leur application. Fin juin, le Trésor des Etats-Unis a annoncé son intention d'abroger la convention de double imposition avec les Antilles néerlandaises, ce qui a laissé présager une application de la clause de remboursement anticipé dont sont assorties de nombreuses

Incertitudes fiscales



obligations. Bien que le Trésor américain ait ensuite retiré sa proposition, le cours des valeurs émises sous le régime favorable de la convention fiscale a fortement chuté sur le marché secondaire, et les transactions ont même cessé pour un bon nombre de titres. Les marchés ont également souffert de l'annonce par les autorités allemandes d'une retenue à la source sur les revenus d'intérêts, dont le champ d'application est apparu peu clair dans un premier temps. L'écart de taux d'intérêt entre l'euromarché et le marché



interne sur les titres libellés en deutsche marks s'en est trouvé nettement rétréci, et l'on a assisté à une modification des préférences des investisseurs en faveur d'obligations libellées en monnaies perçues comme de proches substituts du deutsche mark.

Le troisième facteur important a été constitué par le comportement des intermédiaires financiers, et surtout par la concurrence qui les a opposés pour la direction des émissions ou la conquête de parts de marché, et qui a eu des répercussions importantes sur la détermination des prix d'émission et des marges. Les conséquences inhérentes aux prix d'émission inadéquats ont commencé de se manifester à la fin de 1986, avec l'effondrement du marché des NTV sans échéance puis avec les problèmes de liquidité rencontrés sur l'ensemble du marché des NTV. Malgré la hausse des taux d'intérêt et l'accroissement des courbes des rendements, qui auraient dû augmenter l'attrait des

Conséquences  
de la sous-  
évaluation des  
prix d'émission

instruments à taux variable, le volume des nouvelles émissions de NTV en 1987 a été le plus faible depuis 1981 (\$12 milliards). Au second semestre, les problèmes de liquidité se sont étendus à d'autres compartiments. Dans la mesure où les investisseurs témoignaient leur préférence pour des instruments très liquides et à court terme, il devenait impossible de négocier sur le marché secondaire des obligations incorrectement évaluées sans subir de perte en capital. Ces problèmes sont venus accroître les difficultés pour l'émission de titres.

En partie sous l'effet des perturbations enregistrées sur le marché des NTV et du recul des émissions libellées en dollars, les swaps ont grandement contribué à soutenir l'activité. Le volume des swaps de taux d'intérêt ou de devises identifiés et directement liés au marché primaire s'est accru de 28%, pour atteindre \$38,1 milliards. Durant le premier semestre, les swaps ont été étroitement associés à des opérations libellées en monnaies autres que le dollar, les nouvelles émissions en dollars australiens, Ecus et yens étant globalement rattachées pour près de 50% à des swaps de taux d'intérêt ou de devises. Tandis qu'au second semestre, le volume de nouvelles émissions ayant fait l'objet de swaps identifiés était en nette régression, les difficultés rencontrées pour le lancement de NTV a favorisé à la fois le montage de swaps sans lien avec les nouvelles émissions et la croissance du volume des swaps sur actifs, utilisés dans le cadre d'opérations de gestion de portefeuille.

Dynamisme des  
opérations de  
swap

De façon plus générale, le développement du marché des swaps s'est accompli l'an dernier de manière à offrir davantage de souplesse aux émetteurs souverains et aux grandes entreprises pour restructurer leurs positions en matière de créances et dettes. Malgré la diversification des applications de la technique des swaps, indépendamment des nouvelles émissions, ce type d'activité n'a cependant pas été insensible à la crise boursière d'octobre et les marges pratiquées sur les swaps ont atteint des niveaux records. Deux facteurs ont contribué à cette évolution. En premier lieu, l'offre d'instruments à taux fixe a dépassé la demande du fait de la baisse des taux d'intérêt. Deuxièmement, il est devenu beaucoup plus difficile de procéder à des opérations de couverture en raison de l'instabilité accrue des taux d'intérêt et de change et de l'aggravation des risques prudentiels.

Au premier trimestre de 1988, les obligations internationales ont connu un très net retour en force, les nouvelles émissions s'inscrivant à \$59,5 milliards, montant pratiquement identique au niveau record enregistré durant le premier trimestre de l'année précédente. Trois facteurs principaux ont concouru à cette vive expansion: le climat favorable en matière de taux d'intérêt, la plus grande stabilité des taux de change et, principalement dans le cas du Japon, le redressement des marchés boursiers. Alors que le volume des NTV retombait après un léger redémarrage au trimestre précédent, les émissions à taux fixe enregistraient une reprise, passant de \$20 milliards à \$49 milliards. Les obligations liées à des actions, qui avaient connu une interruption après la crise boursière d'octobre, sont remontées à près de \$8 milliards, essentiellement pour le compte d'emprunteurs japonais.

Le contexte assez favorable en matière de taux de change a contribué à un net redressement des émissions en dollars, de \$6,9 milliards au quatrième



trimestre à \$17,1 milliards, mais les nouvelles émissions libellées dans la plupart des autres devises ont également été très dynamiques: en francs suisses, elles ont atteint le niveau record de \$10 milliards, et en deutsche marks, livres sterling et Ecus, elles ont plus que doublé.

### *Encours de la dette et flux nets de crédits sur les marchés obligataires internationaux*

Nouvelle base de données sur l'encours d'obligations internationales

Les tableaux des pages 150 et 151 présentent pour la première fois un classement systématique des données relatives à l'encours d'obligations internationales et aux flux nets de crédits sur les marchés obligataires internationaux. Ces nouvelles données, organisées selon les mêmes conceptions que les statistiques de la BRI sur l'activité bancaire internationale, sont principalement établies à partir de chiffres concernant les émissions communiqués par la Banque d'Angleterre et l'OCDE ainsi que d'informations sur l'encours d'obligations et les remboursements (à échéance et par anticipation) transmises par l'Association des courtiers en obligations internationales (AIBD: Association of International Bond Dealers). La vue d'ensemble des flux nets de crédits sur les marchés des obligations internationales, telle qu'elle apparaît d'après ces données, peut révéler des différences sensibles avec celle qui ressort des statistiques sur l'activité brute d'émission. Ces données seront désormais régulièrement présentées dans le cadre des publications trimestrielles de la BRI sur l'évolution des marchés financiers internationaux.

Caractéristiques structurelles de l'encours d'obligations internationales

Si l'on commence par résumer les principales caractéristiques structurelles de l'encours à fin 1987 des obligations internationales, on remarque tout d'abord la proportion prépondérante des émissions en dollars (43,2%) sur un total de \$981 milliards. Par comparaison avec la fin de 1982, cette part relative a cependant fortement régressé, puisqu'elle s'établissait alors à 56,5%. Pendant cette même période de cinq ans, on note également une diminution des parts du franc suisse (de 16,9% à 16%) et du deutsche mark (de 12,2% à 10%), malgré l'appréciation de ces monnaies vis-à-vis du dollar. A l'inverse, la proportion d'obligations libellées en yens a nettement augmenté (de 6,5% à 12,4%) et, contrairement à la situation de 1982, on relève un montant significatif d'obligations en livres sterling (5,5%) et en Ecus (3,9%) à fin 1987. En ce qui concerne les catégories d'instruments, on observe que les obligations classiques à taux fixe représentent la majeure partie de l'encours, mais la part relative des obligations liées à des actions a vivement progressé depuis 1982, de même que celle des émissions ayant fait l'objet de swaps identifiés.

Catégories d'émetteurs

L'examen des données par catégorie d'émetteurs montre un accroissement marqué par rapport à 1982 (de 21,6% à 30,8%) du rôle des institutions financières, tandis que la part des sociétés privées non financières a fléchi de 39,2% à 37,8%. Le classement par pays d'origine fait apparaître une prédominance encore accrue des emprunteurs résidant dans les pays industriels, tandis que la part des pays en développement hors OPEP s'est contractée davantage, à 2,9% (contre 5,9% à la fin de 1982), et que celle des institutions

## Encours de la dette et emprunts nets sur les marchés obligataires internationaux, par catégorie et monnaie d'émission

	Montants à		Variations en 1986			Mon- tants à fin 1986	Variations en 1987			Mon- tants à fin 1987
	fin 1982	fin 1985	nou- velles émis- sions brutes <sup>1</sup>	rem- bourse- ments <sup>2</sup>	effets des varia- tions de change		nou- velles émis- sions brutes <sup>1</sup>	rem- bourse- ments <sup>2</sup>	effets des varia- tions de change	
	en milliards de dollars EU									
Total des émissions par catégorie d'émission:	255,0	557,4	218,8	-62,1	58,5	772,6	180,6	-71,9	100,0	981,3
obligations à taux fixe	225,0	436,6	170,1	-40,7	56,3	622,3	168,7	-59,8	93,2	824,4
notes à taux variable	30,0	120,8	48,7	-21,4	2,2	150,3	11,9	-12,1	6,8	156,9
dont:										
émissions liées à des actions	17,0	44,0	26,1	- 3,5	5,2	71,8	44,7	- 7,2	10,2	119,5
swaps identifiés	3,0	28,9	27,7	- 0,9	2,4	58,1	41,5	- 1,7	9,7	107,6
par monnaie d'émission:										
dollar EU:										
euro-émissions	102,0	267,8	113,7	-37,7	0,0	343,8	61,0	-32,9	0,0	371,9
émissions étrangères	42,0	48,0	6,0	- 4,0	0,0	50,0	5,2	- 3,3	0,0	51,9
yen:										
euro-émissions	1,5	9,7	18,1	- 0,3	3,5	31,0	24,1	- 0,8	13,6	67,9
émissions étrangères	15,0	33,0	4,2	- 2,0	8,8	44,0	1,9	- 3,8	11,7	53,8
franc suisse	43,0	78,9	23,3	- 7,7	23,0	117,5	23,7	-16,1	31,9	157,0
deutsche mark	31,0	50,4	16,5	- 5,1	14,6	76,4	13,7	- 9,0	17,4	98,5
livre sterling:										
euro-émissions	2,0	13,3	10,6	- 0,3	0,2	23,8	15,1	- 0,8	8,6	46,7
émissions étrangères	2,0	5,9	0,5	- 0,3	0,1	6,2	0,0	- 0,3	1,6	7,5
dollar australien	0,1	3,4	3,4	0,0	-0,2	6,6	9,0	0,0	0,9	16,5
Ecu <sup>3</sup>	2,0	16,5	6,1	- 1,9	3,8	24,5	8,2	- 0,8	6,4	38,3
Divers	14,4	30,5	16,4	- 2,8	4,7	48,8	18,7	- 4,1	7,9	71,3

<sup>1</sup> Chiffres calculés sur la base des dates de réalisation, qui peuvent différer de ceux qui sont calculés à partir des dates d'annonce et figurent dans d'autres tableaux. Convertis aux taux de change courants. <sup>2</sup> Remboursements des émissions à échéance (y compris les fonds d'amortissement) et par anticipation (-), plus le total des intérêts implicites cumulés des obligations à coupon zéro (+). Les chiffres exprimés en monnaies autres que le dollar sont convertis aux taux de change en vigueur en début de période. <sup>3</sup> A l'exclusion des obligations émises par les emprunteurs sur leur marché national.

internationales, qui subviennent dans une large mesure aux besoins des pays en développement, s'est réduite de 19% à 14,2%.

En matière de flux de crédits, il apparaît que l'encours des emprunts obligataires s'est accru de \$209 milliards l'an dernier, soit une progression de 27%. Il convient toutefois d'attribuer une partie de cet accroissement (\$100 milliards) aux effets de change dus à l'appréciation de certaines monnaies par rapport au dollar. En volume, la croissance de l'endettement obligataire se

Forte contraction des nouveaux financements obligataires nets



chiffre à \$109 milliards et atteint 14%. Ce volume net est beaucoup plus faible qu'en 1986, non seulement parce que les nouvelles émissions ont régressé en termes bruts, mais aussi parce que les remboursements d'emprunts obligataires ont augmenté, de \$62 milliards en 1986 à \$72 milliards.

La ventilation par catégorie d'émission permet de constater que presque tous les nouveaux emprunts nets ont été lancés sous forme d'obligations à taux fixe, le faible volume de NTV à l'émission ayant été intégralement compensé par le remboursement de souscriptions antérieures de ce type. Dans le compartiment à taux fixe, les émissions liées à des actions ou ayant fait l'objet de swaps identifiés représentent une importante proportion des nouveaux emprunts nets, tandis que les autres formules de financement à

### Encours de la dette et emprunts nets sur les marchés obligataires internationaux, par catégorie d'émetteurs et pays d'origine

	Montants à fin		Variations en 1986			Montants à fin 1986	Variations en 1987			Montants à fin 1987
	1982	fin 1985	nouvelles émissions brutes <sup>1</sup>	rem-bourse-ments <sup>2</sup>	effets des variations de change		nouvelles émissions brutes <sup>1</sup>	rem-bourse-ments <sup>2</sup>	effets des variations de change	
	en milliards de dollars EU									
Total des émissions par catégorie d'émetteurs:	255,0	557,4	218,8	-62,1	58,5	772,6	180,6	-71,9	100,0	981,3
Banques	40,0	123,4	50,9	-14,9	7,3	166,7	39,3	-13,4	16,0	208,6
Autres établissements financiers	15,0	38,9	30,6	- 4,0	3,6	69,1	19,5	- 4,4	9,1	93,3
Secteur privé non bancaire	100,0	202,3	79,6	-19,2	22,7	285,4	77,1	-29,1	37,5	370,9
Divers <sup>3</sup>	100,0	192,8	57,7	-24,0	24,9	251,4	44,7	-25,0	37,4	308,5
par pays d'origine de l'émetteur:										
Etats-Unis	35,0	100,5	42,1	- 7,1	5,9	141,4	24,0	-12,6	10,2	163,0
Japon	15,0	63,2	31,0	- 4,1	9,5	99,6	43,2	- 7,3	15,2	150,7
Autres pays industriels déclarants	125,0	242,3	107,4	-34,2	22,4	337,9	78,6	-32,8	43,6	427,3
Autres pays développés	12,0	30,4	15,3	- 3,7	3,9	45,9	11,7	- 4,0	7,1	60,7
Europe de l'Est	0,2	1,0	0,6	0,0	0,1	1,7	0,6	- 0,1	0,2	2,4
Pays de l'OPEP	2,8	4,0	0,4	- 0,3	0,3	4,4	0,1	- 0,4	0,5	4,6
Autres pays en développement	15,0	23,7	2,5	- 2,4	2,3	26,1	1,8	- 2,4	3,3	28,8
Autres pays <sup>4</sup>	1,5	2,7	1,1	- 0,4	0,0	3,4	0,5	0,0	0,2	4,1
Institutions internationales	48,5	89,6	18,4	- 9,9	14,1	112,2	20,1	-12,3	19,7	139,7

<sup>1</sup> Chiffres calculés sur la base des dates de réalisation, qui peuvent différer de ceux qui sont calculés à partir des dates d'annonce et figurent dans d'autres tableaux. Convertis aux taux de change courants. <sup>2</sup> Remboursements des émissions à échéance (y compris les fonds d'amortissement) et par anticipation (-), plus le total des intérêts implicites cumulés des obligations à coupon zéro (+). Les chiffres exprimés en monnaies autres que le dollar sont convertis aux taux de change en vigueur en début de période. <sup>3</sup> Y compris les institutions internationales. <sup>4</sup> Centres extraterritoriaux plus poste «Non attribué».

taux fixe se sont fortement réduites, de \$80 milliards en 1986 à \$32 milliards. Du point de vue de la répartition par devise, on note une diminution marquée (plus de 60%) des émissions nettes en dollars, à \$30 milliards seulement, soit à peine 28% des nouveaux financements nets par voie obligataire. Les marchés du franc suisse et du deutsche mark ont également connu un déclin sensible. En revanche, les emprunts nets libellés en yens, livres sterling, dollars australiens et Ecus se sont accrus.

En ce qui concerne les catégories d'emprunteurs, les banques ont ramené leurs nouveaux emprunts nets de \$36 milliards en 1986 à \$26 milliards, ce phénomène étant lié à la stagnation des NTV. Les autres établissements financiers ont également réduit, dans une très forte mesure, leur recours net aux obligations internationales, tandis que les entreprises non financières empruntaient encore pour un volume relativement élevé (\$48 milliards). Les données relatives au pays d'origine des emprunteurs montrent que les résidents américains, qui étaient auparavant les principaux émetteurs, ont abaissé leurs emprunts nets à \$11 milliards, soit moins du tiers du niveau de 1986. Cette régression s'explique principalement par la faiblesse du dollar et la dégradation des cotes de crédit de sociétés américaines consécutive à la vague de prises de contrôle et de fusions. A l'opposé, les résidents japonais ont augmenté d'un tiers, à \$36 milliards, leur appel aux prêts obligataires internationaux, ce qui représente 33% des nouveaux financements nets sous cette forme. Pour près de 70% des capitaux collectés, les instruments utilisés par les Japonais ont été liés à des actions et ont bénéficié ainsi de la vigueur exceptionnelle des marchés boursiers au Japon. Les autres pays développés ont ramené leurs emprunts de \$85 milliards à \$54 milliards. Pour leur part, les pays en développement ont effectué des remboursements nets.

Volume de financement important pour les Japonais, modeste pour les Américains

## La situation de l'endettement

L'évolution de l'endettement international en 1987 a été quelque peu ambiguë, revêtant des aspects à la fois positifs et négatifs. En ce qui concerne ces derniers, les résultats économiques internes des quatorze principaux pays débiteurs en développement (les quinze pays du plan Baker moins la Yougoslavie) se sont de nouveau détériorés. La croissance économique a été plus lente qu'au cours des trois années précédentes, l'inflation s'étant accélérée et les investissements ayant fléchi. Les cotations sur le marché secondaire des créances des banques envers la plupart des pays débiteurs ont nettement chuté.

Principaux pays débiteurs: détérioration des résultats économiques internes ...

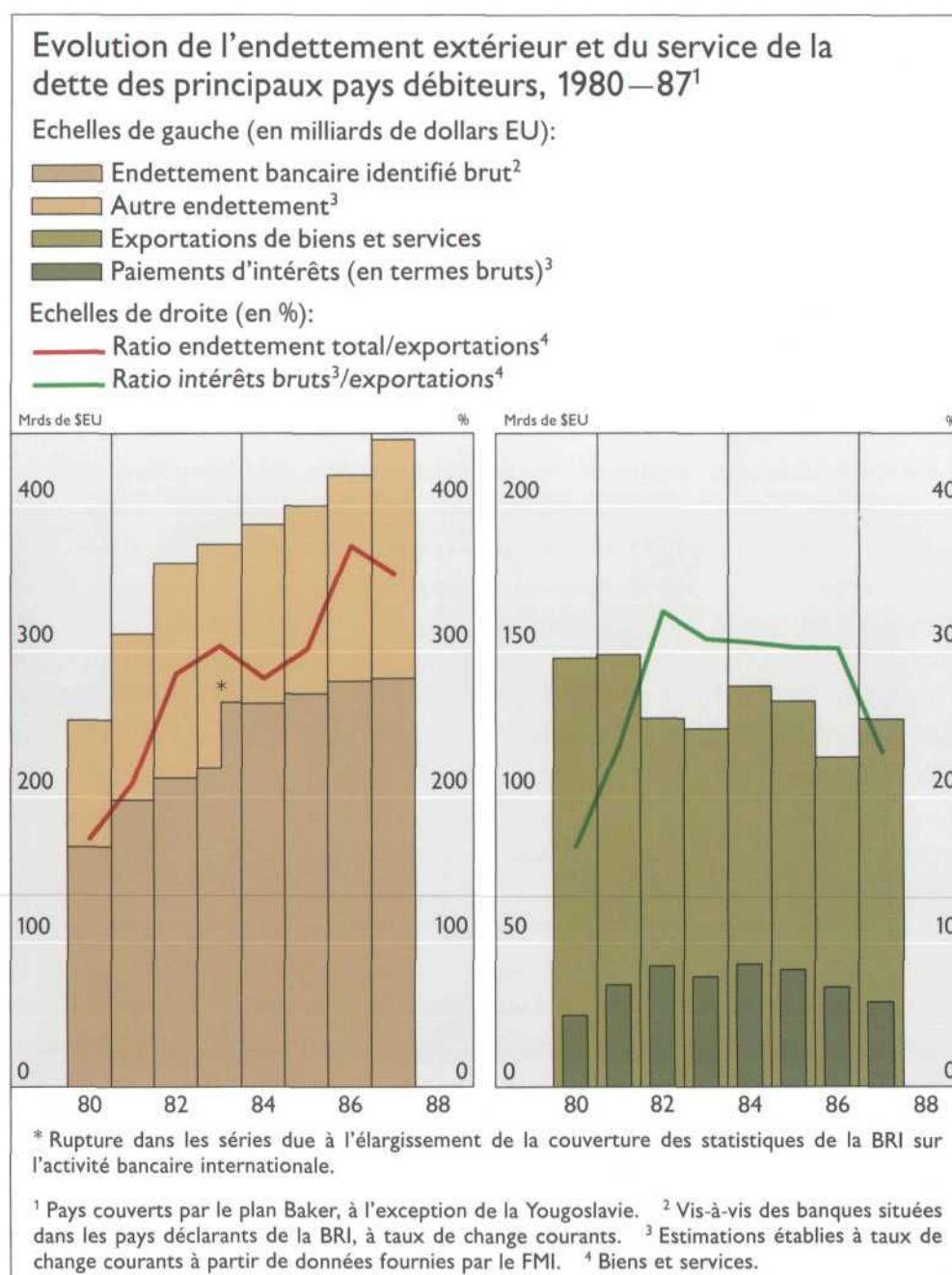
Parallèlement, sous l'effet d'une reprise des exportations en volume et d'un léger redressement des termes de l'échange, la position extérieure des principaux pays débiteurs s'est quelque peu améliorée l'année dernière. Le déficit global de leurs paiements courants a été ramené de \$16 milliards en 1986 à \$8,6 milliards, tandis que leur ratio endettement/exportations, qui était monté en flèche de 302% à 372% en 1986, revenait à 353%. Malgré l'augmentation du LIBOR, le ratio paiements d'intérêts bruts/exportations de biens et services est tombé de 30% en 1986 à 23% en 1987, son niveau le plus

... légère amélioration de la position extérieure



faible depuis le déclenchement de la crise de l'endettement, mais cette amélioration a découlé en partie de suspensions unilatérales de paiements d'intérêts.

La persistance et la gravité des problèmes de service de la dette que connaissent un grand nombre de pays en développement, leur situation économique interne qui laisse à désirer et leur frustration grandissante font douter de plus en plus du caractère approprié de la stratégie utilisée jusqu'à présent pour lutter contre la crise financière internationale. Ces doutes, ainsi que les inquiétudes sincères que suscite l'évolution à plus long terme de la situation économique et sociale dans les pays débiteurs, ont incité à prendre de nouvelles initiatives qui ont permis d'assouplir le processus de renégociation de la dette.



En ce qui concerne l'endettement vis-à-vis des banques commerciales — qui constitue le cœur du problème — de nouveaux instruments et techniques ont été conçus pour accélérer les longues négociations sur les questions de rééchelonnement et d'octroi de nouveaux crédits, par exemple par le biais d'incitations sous forme de commissions de participation anticipées pour les banques acceptant de fournir de l'argent frais avant une date donnée. En outre, des instruments de «sortie», élaborés à l'intention des petites banques qui ne souhaitent pas participer à de futurs accords de rééchelonnement ni à de nouveaux montages financiers, ont figuré dans un certain nombre de programmes récents de restructuration de dette, notamment pour l'Argentine, l'Equateur, le Mexique et la Côte-d'Ivoire. Du fait, en partie, de cette plus grande souplesse et des conditions plus favorables que les banques sont disposées à accorder (voir page 156), on peut dire que le climat des négociations, qui avait parfois été fort tendu, est devenu bien meilleur au début de 1988.

En outre, la gestion de la dette a fait l'objet de nouvelles approches qui, contrairement à l'octroi de crédits bancaires dans le cadre de montages financiers officiels, ne reposent pas principalement sur l'apport de ressources mais visent directement à réduire la dette extérieure. Ces méthodes comportent notamment des conversions de dette et des rachats avec d'importantes décotes, financés dans un cas précis au moyen de dons venant de l'étranger. Ces techniques de réduction de la dette se sont appuyées directement ou indirectement sur l'existence d'un marché secondaire des créances bancaires. Les rachats directs auprès des banques créancières, bien que restreints dans de nombreux cas par des dispositions juridiques imposant l'égalité de traitement pour tous les créanciers et par une pénurie de devises, sont bien accueillis par les pays débiteurs, qui peuvent ainsi bénéficier d'un rabais implicite sur la valeur nominale de leur dette. Au Mexique, la dette du secteur privé couverte par l'accord mexicain de garantie de change a fait l'objet d'une opération de rachat, d'un montant considérable, qui a consisté à reprendre, contre \$2,7 milliards, une dette de \$3,5—4 milliards contractée auprès de banques commerciales. L'accord de rachat bolivien, qui comportait un abattement de 89% sur la valeur nominale de la dette, a été négocié directement entre les autorités du pays et les banques créancières; il a été financé par des dons volontaires provenant d'autres Etats et géré par le FMI. Cet accord a permis d'effacer près de la moitié de l'endettement du pays auprès des banques commerciales étrangères.

Plusieurs pays emprunteurs ont mis en place, dans le cadre parfois d'accords de restructuration de l'endettement conclus avec les banques, des programmes de conversion de dette. Ces programmes prévoient l'échange d'une dette extérieure contre des obligations en monnaie nationale ou des participations dans des entreprises du pays. Reposant souvent sur une succession complexe de transactions entre un grand nombre de parties, ils ont permis à plusieurs pays endettés de réduire leur charge d'intérêts globale et de favoriser un rapatriement des capitaux évadés. En 1987, les conversions de dette se sont élevées à près de \$4 milliards, portant leur total cumulé depuis 1984 à \$7,6 milliards. Bien qu'elles n'aient dans l'ensemble réduit que de 3% depuis 1984

Mécanismes de réduction de la dette

Programmes de conversion de dette



Limitations et  
inconvenients  
des techniques  
de réduction de  
l'endettement

l'encours de la dette auprès des créanciers privés, elles ont permis, dans le cas du Chili, de racheter 26% de l'endettement bancaire du pays.

Toutes ces formules visant à réduire l'endettement se sont révélées utiles, mais leur extension éventuelle paraît limitée. En ce qui concerne les banques créancières, des considérations d'ordre juridique, réglementaire et comptable tendent à rétrécir leur marge de manœuvre dans le domaine de la négociation des obligations incombant aux pays débiteurs. De plus, la cession de prêts avec de fortes décotes pourrait exercer une incidence négative sur les bilans des principales banques créancières. Il est également possible que l'utilisation de ces instruments comporte des inconvenients pour les pays débiteurs. Premièrement, ils peuvent contraindre à un détournement de maigres réserves en devises et n'apportent généralement pas de nouvelles ressources aux pays débiteurs, à moins qu'ils ne soient liés à des entrées supplémentaires de capitaux. Deuxièmement, l'affectation indispensable de fonds d'origine interne au remboursement de l'endettement extérieur risque d'intensifier les pressions inflationnistes. Troisièmement, un grand nombre de programmes de conversion de dette impliquent un transfert de parts de capital à des étrangers, ce qui peut être considéré comme inacceptable politiquement.

Enfin, il convient de noter que, d'un point de vue systémique, les rachats et les programmes de conversion de dette reposant sur les cotations du marché secondaire ne vont pas sans poser de problèmes. Ils tendent à récompenser les pays dont la dette fait l'objet de la plus grosse décote. En assortissant ainsi d'une prime implicite les résultats médiocres, ils ne fournissent pas les incitations appropriées et soulèvent des questions d'équité. Parallèlement, des décotes substantielles sur le marché secondaire rendent les banques plus réticentes à participer à de nouveaux montages financiers. Le danger, c'est qu'une dépendance excessive à l'égard du marché secondaire risque d'apporter au problème de l'endettement international une solution qui irait à l'opposé d'une stratégie fondée sur des politiques saines et un ajustement bien conçu.

Diminution des  
créances des  
banques sur les  
pays en dévelop-  
pement

Les diverses innovations en matière de gestion de l'endettement ont eu globalement pour résultat d'effacer un montant considérable de créances dans les bilans des banques. Par voie de conséquence, les variations de l'encours des créances sur les pays débiteurs ne donnent plus une image exacte des flux effectifs de crédits entre les banques et ces pays. Exprimées en dollars courants, les créances brutes des banques déclarantes de la BRI sur les principaux pays débiteurs ne se sont que légèrement accrues (\$1,7 milliard), alors qu'à taux de change constants en fin de trimestre, elles se sont en fait contractées de \$8,7 milliards, et ce pour la première fois depuis le début de la crise de l'endettement. Dans le même temps, le total des décaissements de fonds opérés dans le cadre de montages financiers concertés s'est élevé à \$5,6 milliards, soit \$2,4 milliards de plus qu'en 1986. Même si l'on tient compte de la différence entre les variations de l'encours des créances et les véritables flux de trésorerie, il semble que les crédits spontanés ont régressé.

La diminution des créances bancaires à l'égard des principaux pays débiteurs s'est accompagnée d'une modification de leur composition par monnaie.

En termes de dollars courants, la part des monnaies autres que le dollar dans le total de l'encours des créances est passée de 15% à 20% en 1987, mais cette augmentation a résulté, pour plus de 60%, des effets des variations de change. Néanmoins, au cours des cinq dernières années il semble qu'une partie importante du montant total de l'endettement en dollars ait été convertie dans d'autres monnaies à la suite de restructurations.

Modification de la composition par monnaie des créances bancaires

Certains aspects du processus de rééchelonnement ont également subi des modifications notables en 1987. On note, en particulier, une augmentation significative du montant rééchelonné de la dette à long terme envers les banques commerciales et les créanciers officiels. Au total, un volume de \$92 milliards de créances détenues par les banques commerciales a été restructuré, contre \$72 milliards en 1986. En outre, un montant record (plus de \$25 milliards) a été rééchelonné par accord avec les créanciers officiels dans le cadre du Club de Paris. Dans la plupart des cas, ces opérations se sont accompagnées d'une amélioration des conditions régissant le service de la dette. Par rapport à 1986, l'échéance de la dette renégociée avec les banques commerciales a été portée de dix à quinze ans et, en moyenne, le différé d'amortissement est passé de quatre à cinq ans et la durée de la période prise en compte aux fins de consolidation de deux ans et neuf mois à quatre ans. De surcroît, la marge de rémunération moyenne au-dessus du LIBOR a été ramenée de 1,3% en 1986 à moins de 1%. Des conditions plus souples ont été consenties pour les frais de dossier et, parfois, le calendrier des paiements d'intérêts.

Plus grande souplesse des accords de rééchelonnement

Les relations entre banques créancières et pays débiteurs ont été affectées par une évolution particulièrement importante. Il s'agit de l'augmentation substantielle et généralisée des provisions constituées par les banques, ce qui a été facilité dans certains cas par des modifications effectives ou attendues des dispositions réglementaires ou fiscales. Les banques, en particulier des Etats-Unis, du Japon, du Royaume-Uni et du Canada, dont les réserves pour créances douteuses sur les pays débiteurs en difficulté étaient auparavant modestes, ont relevé leurs niveaux pour les rapprocher de ceux de certains pays d'Europe continentale. Dans ces derniers, toutefois, les banques ont également accru leurs provisions, de sorte qu'un décalage subsiste entre les deux groupes.

Renforcement des provisions constituées par les banques

En améliorant la capacité des établissements financiers d'absorber des pertes, cette augmentation des provisions a eu pour effet immédiat de raffermir la position des banques en matière de négociations et de renforcer l'aptitude du système financier à résister aux chocs. L'accumulation d'importantes réserves affectées au risque-pays a, en outre, exercé un certain nombre d'incidences complexes et indirectes sur la situation de l'endettement. Si la décision d'élargir les provisions peut être influencée par une montée des anticipations de pertes, d'autres facteurs peuvent également jouer un rôle: ampleur des bénéfices, fiscalité, règles de contrôle bancaire et sentiment des marchés des actions. Il ne faut donc pas nécessairement voir dans ce renforcement des provisions un changement d'attitude des banques qui les conduirait à considérer comme plus probable l'éventualité de pertes effectives, pas plus qu'il n'atténue l'obligation des débiteurs d'honorer leurs dettes. Dans le même



temps, il rend plus difficile l'octroi d'argent frais par les banques à ces mêmes débiteurs, surtout lorsque les nouveaux financements doivent être provisionnés de la même manière que les engagements existants. Cette évolution des provisions peut également avoir pour conséquence d'inciter davantage les banques à se défaire de leurs créances par le biais de cessions de prêts. C'est la raison pour laquelle il ne faut peut-être pas entièrement attribuer à la perception d'une détérioration de la cote de crédit des emprunteurs la forte chute des cotations sur le marché secondaire des créances envers les pays débiteurs.

Prêts officiels à des conditions privilégiées en faveur des pays débiteurs les plus pauvres

Un autre développement marquant de l'évolution de la situation de l'endettement l'an dernier a été le fait que, de plus en plus, les créanciers officiels et, dans une moindre mesure, privés admettent le caractère spécifique des problèmes rencontrés par les pays à faible revenu, particulièrement ceux de l'Afrique subsaharienne, par rapport aux principaux pays débiteurs à revenu moyen. En raison de leur détresse économique générale, bon nombre des pays les plus pauvres et les plus endettés ont bénéficié, conformément à l'esprit des déclarations du sommet de Venise, d'un allongement important des périodes de remboursement et des différés d'amortissement lors du rééchelonnement de leur dette dans le cadre du Club de Paris. Parmi les autres initiatives, on peut signaler un élargissement de la facilité d'ajustement structurel du FMI, l'assouplissement des conditions des accords de rééchelonnement avec des créanciers officiels et les propositions d'aide de la part de la Banque mondiale en faveur des pays surendettés à faible revenu d'Afrique subsaharienne engagés dans des programmes d'ajustement.

Rôle des institutions officielles multilatérales de développement

Enfin, les institutions officielles multilatérales de développement ont, comme par le passé, constitué une importante source de financement pour les pays en développement, même si les décaissements effectifs nets se sont contractés de \$11,2 milliards à \$9,6 milliards entre 1986 et 1987. Une place de plus en plus grande a été accordée aux prêts liés à des politiques d'ajustement structurel, surtout pour les pays les plus lourdement endettés. En ce qui concerne la Banque mondiale, qui fournit approximativement 75% du total des ressources octroyées par les banques de développement, la part de tels prêts dans le montant des nouveaux engagements de crédit en faveur des principaux pays débiteurs s'est élevée de 14% en 1984-85 à 36% en 1986-87. L'augmentation de \$75 milliards de son capital, approuvée en avril 1988, va lui permettre de porter le niveau annuel de ses prêts à plus de \$20 milliards en chiffres bruts au début des années quatre-vingt-dix. La nouvelle Agence multilatérale de garantie des investissements mise en place en avril 1988 sous l'égide de la Banque mondiale offrira une garantie des risques politiques et similaires liés aux placements à l'étranger.

Affrontement et coopération: évolution dans les principaux pays débiteurs

Comme lors des années précédentes, cette situation globale de l'endettement recouvre des évolutions divergentes selon les pays. Le contraste le plus frappant est offert par le Mexique et le Brésil. Si les difficultés du Mexique ont occupé le devant de la scène en 1986, c'est le Brésil qui a rencontré les problèmes les plus sérieux en 1987. Au dernier trimestre de 1986, la balance commerciale du Brésil est devenue déficitaire, et le pays a principalement financé ses paiements d'intérêts en prélevant sur ses réserves de change, qui s'étaient

réduites à \$4 milliards à la fin du mois de février, soit l'équivalent de trois mois d'importations seulement. Les autorités ont alors annoncé qu'elles suspendaient tout paiement d'intérêts sur leur dette à moyen et long terme envers les banques commerciales jusqu'à ce qu'un accord soit conclu sur l'octroi de nouveaux concours bancaires. Cette décision a été à l'origine de la forte augmentation, l'an dernier, des provisions constituées par les banques créancières, qui a eu une incidence sensible sur leurs résultats; elle a aussi fortement réduit les possibilités pour le Brésil d'obtenir des crédits commerciaux. L'expérience a servi de leçon aux créanciers comme aux débiteurs, en ce sens qu'elle a démontré que la coopération était préférable à l'affrontement. En novembre, le Brésil acceptait de payer une partie de ses arriérés de dette, tandis que les banques s'engageaient à en financer une fraction. Des règlements d'intérêts ont été effectués à la fin de 1987 et au début de 1988 pour un montant de \$1,5 milliard. En outre, un an après la déclaration du moratoire, un montage à moyen terme était annoncé, prévoyant l'apport de \$5,2 milliards de ressources supplémentaires ainsi que la réouverture de lignes de financement interbancaire et de facilités de crédit commercial à court terme.

Le Mexique se distingue de la plupart des autres pays débiteurs en raison de la légère amélioration, en 1987, de ses résultats économiques et de sa position extérieure. Grâce en partie à un décaissement de \$4,4 milliards dans le cadre du nouveau montage financier organisé en 1986, ses réserves de change se sont accrues de \$6,1 milliards l'an dernier, malgré le rachat d'un volume notable de dettes du secteur privé. De surcroît, une partie des réserves officielles a été affectée à un programme d'échange de dette annoncé en décembre 1987, grâce auquel l'endettement contracté à moyen terme vis-à-vis des consortiums bancaires serait converti en obligations à vingt ans de l'Etat mexicain. Le gouvernement s'engageait à payer une marge de 15/8% au-dessus du LIBOR, soit le double de la marge dont est assortie la dette bancaire rééchelonnée, et à garantir le nominal des obligations par nantissement de titres à coupon zéro à vingt ans émis par le Trésor des Etats-Unis et achetés par les autorités mexicaines. Dans un premier temps, on avait espéré que ce programme permettrait de convertir jusqu'à \$20 milliards de créances bancaires, le montant définitif étant fonction de l'attrait des offres soumises par les banques. Finalement, un total de \$3,7 milliards seulement de prêts bancaires a fait l'objet d'un échange, contre un volume de \$2,6 milliards d'obligations avec des décotes allant de 23% à 37%, réduisant ainsi d'environ \$1 milliard l'encours de la dette mexicaine. Un élément important de ce programme a été l'appui dont il bénéficiait de la part des autorités de divers pays créanciers. Ainsi, les autorités américaines ont déclaré que les autres créances sur le Mexique ne devraient pas être déclassées dans les livres des banques, la Banque d'Angleterre a indiqué qu'elle n'exigerait pas de relèvement des provisions en regard de ces nouveaux titres et les autorités japonaises ont fait savoir que toute perte encourue par les banques du fait de cette opération de conversion serait déductible des bénéfices imposables.

En avril 1987, l'Argentine a conclu avec ses banques créancières un accord prévoyant la restructuration de dettes d'un montant de \$30 milliards et a achevé les négociations relatives à un montage financier portant sur

Le programme mexicain de conversion de la dette



\$1,55 milliard de nouveaux fonds et sur l'octroi de \$400 millions supplémentaires dans le cadre d'une facilité de crédit commercial à quatre ans. A la fin de 1987, les deux tiers environ de ces nouveaux financements avaient fait l'objet de tirages. De surcroît, le principal de la dette venant à échéance jusqu'en juin 1988 ainsi que les arriérés d'intérêts sont maintenant couverts par un plan de restructuration convenu en mai dans le cadre du Club de Paris. En février 1988, le Trésor américain a accordé un crédit-relais de \$550 millions dans l'attente de la mise à disposition de financements du FMI et de la Banque mondiale. Le montage organisé pour l'Argentine est le premier qui offre des instruments spécifiques en cas de retrait des banques créancières, mais celles-ci n'y ont guère recouru en raison du peu d'intérêt qu'ils présentent.

En résumé, on peut dire que la situation de l'endettement international au début de 1988 apparaît contrastée. Certains nuages, parmi les plus menaçants qui obscurcissaient l'horizon il y a un an, se sont dissipés pour faire place à quelques rayons de soleil. En 1987, les pays débiteurs sont parvenus à améliorer leur situation en matière d'endettement et de ratios de service de la dette, tandis que les banques créancières ont poursuivi le renforcement de leurs provisions pour créances douteuses. Sous l'effet notamment de l'expérience brésilienne, la tendance antérieure à un affrontement entre créanciers et pays débiteurs a généralement disparu, au profit d'attitudes plus constructives. La coopération des banques et des gouvernements débiteurs a permis d'élaborer de nouveaux programmes et instruments qui, d'une part, tiennent davantage compte de la situation spécifique des divers pays tout en fournissant de nouvelles ressources et, d'autre part, comportent de plus en plus d'éléments concourant à atténuer le fardeau des paiements d'intérêts et des remboursements de capital.

De nombreux problèmes subsistent néanmoins. Les nouvelles initiatives et les instruments récents ont une portée trop limitée d'un point de vue quantitatif, dans la plupart des cas, pour apporter une solution aux causes fondamentales du problème. Malgré une conjoncture internationale relativement favorable, l'économie de nombreux pays débiteurs demeure précaire sur les plans interne et externe. Les chiffres du PNB et de l'investissement réel par habitant sont encore nettement inférieurs, le plus souvent, à leurs niveaux du début de la présente décennie; en outre, on ne voit guère comment ces pays pourraient retrouver le chemin d'une croissance économique satisfaisante en l'absence d'apports abondants de ressources ou d'une forte réduction de leurs paiements d'intérêts. Dans le même temps, la persistance de profonds déséquilibres dans les pays industriels soulève un certain nombre de questions concernant l'évolution future des taux d'intérêt du dollar, du libre-échange et de l'environnement économique en général, qui sont autant de problèmes auxquels les pays débiteurs devront faire face.

Malgré certains signes d'amélioration, la situation de l'endettement international est donc loin d'être une «affaire classée». L'idée de base du plan Baker — le progrès par la croissance — n'a certes pas perdu de sa validité. Toutefois, pour obtenir ce renforcement nécessaire de la croissance, des efforts supplémentaires devront être mis en œuvre à la fois dans les pays créanciers et dans les pays débiteurs. Ces derniers devront s'efforcer de

mieux utiliser les ressources disponibles et d'assurer une plus grande continuité de leur politique économique. Il incombera, par ailleurs, aux pays créanciers de rechercher les moyens permettant d'augmenter les flux nets de ressources en faveur des pays débiteurs et de créer un environnement économique international de nature à favoriser les échanges commerciaux et la croissance économique dans le monde.



## VI. Evolutions et politiques monétaires

### Faits saillants

L'an dernier, la politique monétaire a été largement utilisée pour faire face aux problèmes de change. Dans l'ensemble, on peut la qualifier de non restrictive. Les taux d'intérêt à court terme ont été abaissés et la masse monétaire a connu une expansion rapide dans la plupart des pays, à l'exception des Etats-Unis. Bien qu'il ait suscité quelques préoccupations et un certain malaise, le rythme de croissance de la monnaie n'a pas dominé les décisions de politique monétaire, en raison du comportement relativement favorable des prix et des incertitudes entourant les facteurs d'évolution des agrégats. Devant la chute des cours des actions intervenue à l'échelle internationale en octobre, la politique monétaire s'est vu affecter deux objectifs spécifiques: parer à la fragilité du système financier et prévenir une récession.

Les dispositifs de contrôle à moyen terme des agrégats ont été maintenus mais, dans plusieurs pays, la politique monétaire s'est révélée très pragmatique dans un contexte où il était extrêmement difficile d'évaluer les conséquences à plus long terme d'une expansion monétaire rapide.

Ce n'est que dans certaines limites que l'on peut établir un lien direct entre les évolutions constatées et les interventions officielles sur les marchés des changes, même si, de fait, les autorités monétaires des pays industriels ont procédé à des achats massifs de dollars. L'expansion de la masse monétaire a été fortement influencée par l'action sur les taux d'intérêt mise en œuvre par les banques centrales en fonction des tendances de l'économie interne et des marchés des changes. Dans de nombreux cas, le rythme de progression des agrégats monétaires larges a également dépendu de facteurs tels que le développement rapide des crédits bancaires sous l'effet de la baisse des taux d'intérêt, la déréglementation, l'intensification de la concurrence entre établissements financiers, la vigueur de la croissance économique et la spéculation sur actifs immobiliers et financiers.

Etant donné la convergence des taux d'inflation entre les pays adhérant au mécanisme de change du Système monétaire européen, l'incidence, différenciée selon les pays membres, de la dépréciation du dollar EU sur les comptes extérieurs (paiements courants et mouvements de capitaux) a provoqué des tensions comparativement plus fortes sur le système que les écarts d'inflation. Des appels ont été lancés en faveur d'une plus grande «symétrie» dans la définition des objectifs et la mise en œuvre des politiques monétaires des pays membres. Dans une perspective beaucoup plus lointaine, un débat s'est engagé sur la centralisation, sous forme institutionnelle, des décisions de politique monétaire en Europe. Même si l'on peut considérer que cette perspective fait implicitement partie de l'objectif politique final d'intégration économique et financière au sein de la Communauté économique européenne, la

question qui se pose pour l'avenir immédiat est de savoir comment réunir les conditions préalables à cette centralisation.

Les conflits entre gestion des relations de change et contrôle monétaire interne sont devenus particulièrement aigus l'an dernier dans un autre groupe de pays comprenant le Royaume-Uni, le Canada, la Suède et l'Espagne. Pour des raisons de politique de change, il a parfois fallu maintenir les taux d'intérêt à court terme au-dessous des niveaux requis pour ralentir une expansion rapide de la monnaie et du crédit qui alimentait une croissance économique risquant de devenir insoutenable.

Les objectifs de taux de change que se sont assignés les pays moyens et petits, au cours des dernières années, comme supports de politiques monétaires anti-inflationnistes ainsi que leur engagement à défendre ces objectifs ont considérablement varié. Si l'on éprouve actuellement plus d'inquiétudes quant à la capacité de certains pays d'atteindre des objectifs de croissance, on en est encore à se demander dans quelle mesure une baisse du cours de change peut entraîner une atténuation sensible et durable des contraintes extérieures dans des économies très ouvertes. Les pays doivent également tenir compte des conséquences que pourrait avoir une perte de leur crédibilité sous forme d'une majoration de la prime de risque affectant les taux d'intérêt à long terme.

La maîtrise de la hausse des prix dans les principaux pays industriels est nécessaire à la réalisation, à moyen terme, de performances économiques satisfaisantes à travers le monde. L'inflation demeure certes faible ou modérée dans les grandes économies, mais si l'évolution des prix devait se modifier, on peut craindre que la politique monétaire ne soit trop sollicitée pour des résultats à court terme. Or, seules des politiques prudentes à moyen terme peuvent assurer une stabilité durable des prix.

## La politique monétaire des principaux pays industriels dans le contexte des déséquilibres de l'économie mondiale

En 1987, la conduite de la politique monétaire dans les principaux pays industriels a été fortement marquée par la volonté de mieux coordonner les efforts en vue de corriger les déséquilibres de l'économie mondiale et de faire face aux turbulences sur les marchés des capitaux et des changes. Jusqu'ici, les politiques axées sur le contrôle des agrégats de monnaie ou du crédit avaient joué un rôle essentiel en permettant de modérer l'inflation dans le monde industrialisé. Toutefois, les difficultés apparues dans l'interprétation des agrégats ont imposé, à des degrés divers, une approche plus pragmatique de la politique monétaire. Par ailleurs, on en était progressivement venu à considérer que les distorsions et l'instabilité, parfois extrême, observées sur les marchés des changes constituaient une faiblesse fondamentale du système de changes flottants. On a ainsi été amené à considérer qu'il fallait recourir à des politiques tenant davantage compte des taux de change afin d'empêcher un nouveau cycle de «surréaction», surtout vis-à-vis du dollar EU.

Recours à la politique monétaire en 1987 pour faire face aux problèmes des marchés des changes et des capitaux



## *L'évolution des marchés des changes: une contrainte pour la politique monétaire*

Reconnaissance  
des avantages de  
la stabilité des  
taux de change

Bien qu'un consensus plus large se soit dégagé l'an dernier sur les avantages de la coopération internationale en vue de stabiliser les taux de change, les contraintes susceptibles d'être exercées sur la politique monétaire par les tensions sur les marchés des changes ne sont apparues dans toute leur rigueur qu'après l'accord du Louvre de février 1987. De nombreux pays s'étaient déjà fixé des objectifs spécifiques de taux de change comme point d'appui pour une politique monétaire anti-inflationniste, et d'autres avaient parfois réorienté leur politique dans l'espoir de prévenir une dépréciation excessive ou trop rapide de leur monnaie. A l'inverse, dans le cadre de leur action visant à stabiliser le dollar, les principaux pays en dehors des Etats-Unis ont dû recourir, l'an dernier, à la politique monétaire pour éviter un ralentissement grave de l'activité économique interne. Etant donné le niveau élevé des taux d'intérêt réels aux Etats-Unis au début des années quatre-vingt, la question de la stabilisation des relations de change entre les monnaies clés n'avait jamais été sérieusement envisagée, même si d'autres pays se seraient alors réjouis d'un soutien américain à leurs efforts pour éviter une appréciation excessive du dollar. L'attitude des autorités américaines ayant changé, la coopération internationale a contribué, à la suite de l'accord du Plaza, à empêcher une baisse désordonnée du dollar. Au début de 1987, la baisse significative du dollar, qui s'était produite durant les deux années précédentes, permettait d'espérer une réduction substantielle des énormes déséquilibres des balances des paiements courants entre les principaux pays. Par ailleurs, l'incidence de la dépréciation du taux de change sur la hausse des prix internes commençait à susciter des préoccupations croissantes aux Etats-Unis, tandis qu'au Japon et en Allemagne le rapide renchérissement de la monnaie érodait la confiance des industriels.

La politique  
monétaire au  
service de  
l'accord du  
Louvre ...

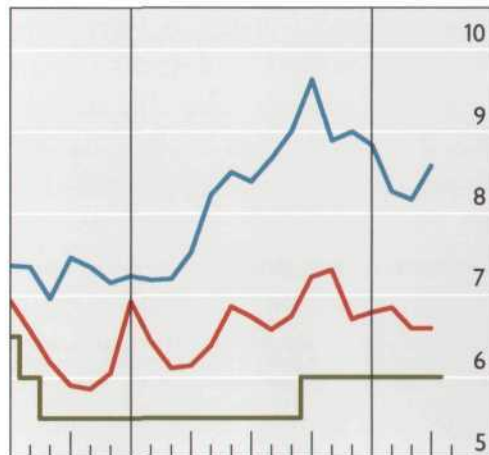
La politique monétaire a été largement mise à contribution lors de l'application de l'accord du Louvre. La Réserve fédérale restreignant peu à peu les réserves non empruntées mises à la disposition du système bancaire des Etats-Unis, on a assisté à une progression «en douceur» du taux des fonds fédéraux entre février et mai, cependant que la Banque du Japon ramenait le loyer de l'argent au jour le jour à un niveau plus proche de celui du taux d'escompte. Une déclaration conjointe américano-japonaise en avril a précisé quelle était l'incidence recherchée sur les marchés des changes de ces mouvements divergents de taux d'intérêt. En Allemagne, le taux des opérations de prise en pension de titres de la Bundesbank a été abaissé en janvier puis, de nouveau, en mai. Au Royaume-Uni et au Canada, après des interventions massives sur les marchés des changes visant à limiter la revalorisation de la monnaie, les taux d'intérêt à court terme ont été également réduits au printemps de 1987, tandis que le relâchement des tensions au sein du mécanisme de change du Système monétaire européen permettait, là encore, une certaine diminution temporaire du taux du marché monétaire en France et en Italie.

A partir du printemps, la politique monétaire a été confrontée à des tensions sur les marchés financiers. Du fait des accès de faiblesse répétés du

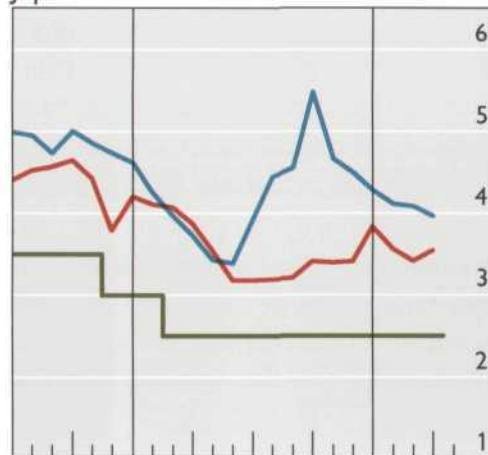
## Taux d'intérêt officiels et taux du marché, 1986—88

- Taux des appels d'offres de la banque centrale<sup>1</sup>
- Taux d'escompte officiel publié
- Taux maximum publié des concours de la banque centrale<sup>2</sup>
- Taux de l'argent au jour le jour sur le marché monétaire
- Rendement des obligations d'Etat<sup>3</sup>

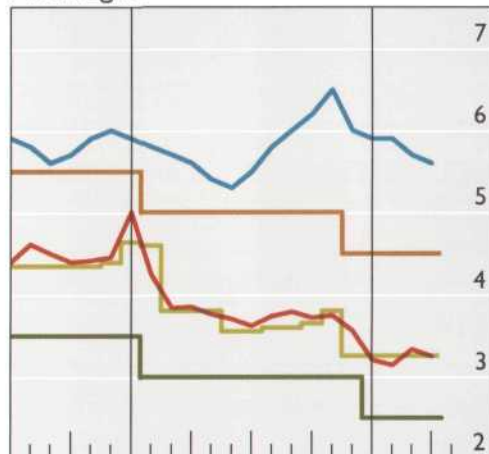
Etats-Unis



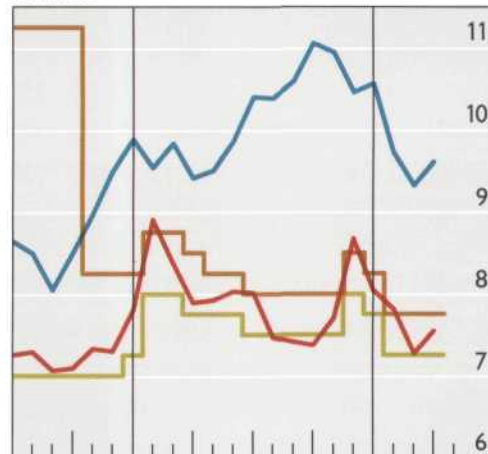
Japon



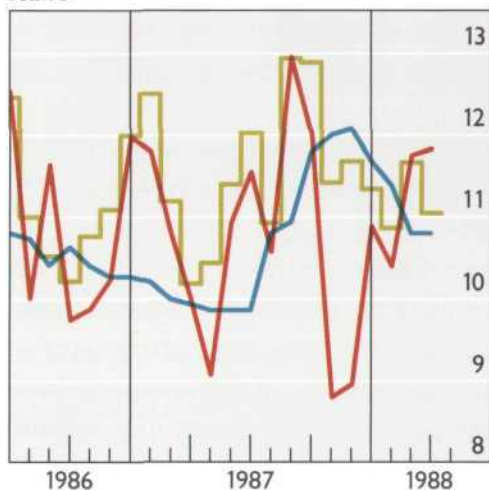
Allemagne



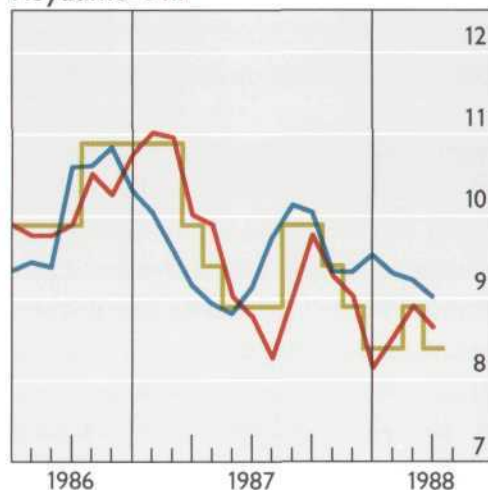
France



Italie



Royaume-Uni



<sup>1</sup> Pour le Royaume-Uni, achats d'effets bancaires à très court terme. <sup>2</sup> Pour l'Allemagne, taux lombard; pour la France, pensions sur effets à sept jours. <sup>3</sup> Pour l'Italie, bons du Trésor à six mois.



... mais aux prises avec la hausse généralisée des rendements obligataires

dollar, en particulier à l'égard du yen, malgré des achats massifs de soutien par les banques centrales, les taux d'intérêt à long terme ont continué de décroître jusqu'en mai en Allemagne et au Japon, alors que les rendements en dollars avaient commencé de s'élever en janvier. Toutefois, lorsque les taux d'intérêt aux Etats-Unis sont remontés, pendant l'été, après une brève contraction en mai, les rendements se sont également redressés dans la plupart des autres pays. Aux Etats-Unis, ce mouvement s'explique par la faiblesse tendancielle de la demande privée de titres de la part des non-résidents, mais aussi par les préoccupations au sujet des risques d'inflation résultant de la dépréciation du dollar, de la hausse des prix des produits de base et du fait que certaines industries s'approchaient du taux maximum d'utilisation de leurs capacités. En Allemagne et au Japon, où le renchérissement antérieur de la monnaie avait contribué à ralentir le rythme de la hausse des prix sans parvenir, apparemment, à dissiper totalement les craintes d'une éventuelle recrudescence de l'inflation, cette progression des taux d'intérêt a été également due à la modification des flux de capitaux liés à la structure des portefeuilles internationaux. Au début de l'automne, les courbes des rendements à terme fixe étaient très accentuées dans la plupart des pays.

La rapide expansion monétaire: un facteur d'inquiétude

Aux Etats-Unis, où les autorités ont davantage réagi devant les signes évidents des pressions exercées sur l'économie par la demande et les prix qu'à l'évolution des agrégats monétaires, la légère augmentation du taux au jour le jour entre banques observée durant l'été s'est doublée d'un relèvement du taux officiel d'escompte en septembre. La Banque du Japon craignait depuis quelque temps déjà que l'expansion rapide de la monnaie et du crédit ne favorise une vive élévation des prix des actifs immobiliers et financiers. Vers le milieu de l'année 1987, l'accélération de l'ajustement économique au Japon a commencé de se traduire par des goulots d'étranglement dans la construction, par une accumulation de stocks à caractère spéculatif dans certains cas et par une augmentation des prix des produits de base. Les autorités monétaires ont donc infléchi leur politique et se sont opposées à toute nouvelle baisse des taux d'intérêt. A cette époque, les précédentes interventions coordonnées des banques centrales sur les marchés des changes et les légers signes de progrès vers l'application concrète des intentions budgétaires formulées dans l'accord du Louvre, le communiqué des ministres du Groupe des Sept publié à Washington en avril, puis lors du sommet de Venise en juin semblaient avoir contribué à stabiliser le dollar. Dans tous les pays européens du Groupe des Sept et au Canada, les taux d'intérêt à court terme ont été relevés pendant l'été et au début de l'automne, dans des proportions cependant moindres que sur le marché monétaire américain. En Allemagne, la Bundesbank a admis un dépassement permanent de son objectif de masse monétaire mais a cherché à contrecarrer les anticipations inflationnistes en approvisionnant moins largement les banques en réserves et en laissant les pressions du marché porter le taux de ses pensions aux alentours du niveau de février.

Les autorités face au risque de fragilité du système financier ...

L'effondrement des marchés boursiers en octobre a soudain placé les autorités monétaires devant les risques, plus grands dans certains pays que dans d'autres, liés à la fragilité du système financier. Dans plusieurs pays importants, elles ont réagi par des mesures de grande ampleur. Aux

Etats-Unis, les effets de richesse que la chute des cours des actions risquait d'exercer sur l'activité économique et sur les perspectives d'inflation semblaient justifier une baisse des taux d'intérêt: le recul du taux interbancaire au jour le jour s'est chiffré à environ 100 points de base en deux semaines. La politique monétaire des autres pays a, en outre, dû prendre en compte les conséquences de la rechute du dollar qui s'en est suivie et a déclenché de nouvelles tensions au sein du Système monétaire européen. La faiblesse de la monnaie américaine a duré jusqu'en janvier 1988, lorsque les marchés des changes se sont stabilisés sous l'effet des achats massifs et coordonnés de dollars par les banques centrales, de l'annonce de mesures budgétaires de soutien aux Etats-Unis et en Allemagne et de la publication d'un nouveau communiqué du Groupe des Sept. A partir d'octobre, les taux d'intérêt à court terme se sont légèrement détendus au Japon. La Bundesbank a progressivement diminué son taux de prise en pension et a abaissé en décembre son taux d'escompte à un niveau sans précédent. Certains de ces mouvements ont été associés à des relèvements parallèles des taux directeurs dans les autres pays européens. Aux Etats-Unis et au Japon, les rendements obligataires ont également enregistré d'importantes baisses fin 1987 et début 1988. En Allemagne, cependant, les taux à long terme ont peu fléchi et, au début de 1988, la courbe des rendements était à nouveau très accentuée.

... et à une  
rechute du  
dollar EU

#### *Les taux d'intérêt à long terme: une contrainte pour la politique monétaire*

Dans les principaux pays, en dehors des Etats-Unis, il n'y a pas eu de lien étroit l'an dernier entre l'évolution des marchés obligataires et les variations des taux d'intérêt internes à court terme. Il a été amplement démontré au cours des dix dernières années que, même dans un cadre purement national, les rendements des obligations fluctuent souvent en fonction de l'opinion du marché concernant les perspectives à long terme de l'économie et, en particulier, des anticipations inflationnistes. A longue échéance, ces anticipations se fondent principalement sur les résultats du pays en matière d'inflation, mais certaines variables intermédiaires, telles que le comportement de la masse monétaire par rapport aux objectifs fixés par les autorités, peuvent également jouer un rôle important à court terme.

Par ailleurs, les banques centrales ont, de plus en plus, dû prendre en compte les conséquences de l'internationalisation des marchés des titres, laquelle a réduit, même dans les plus grands pays, les possibilités d'influencer les taux d'intérêt à long terme par le biais des taux courts. Divers facteurs, comme l'abrogation des restrictions aux mouvements internationaux de capitaux et à la participation des non-résidents aux marchés nationaux, les nouvelles technologies de communication et les innovations financières, facilitent de plus en plus, depuis le milieu des années soixante-dix, les arbitrages entre les marchés nationaux. Dans tous les pays, la mobilité internationale des capitaux a amplifié la sensibilité des rendements du marché aux politiques suivies et aux forces du marché s'exerçant dans les pays étrangers, limitant par là même la réaction des rendements aux conditions internes. L'an dernier aux Etats-Unis, la demande de titres d'Etat à l'émission semble avoir été parfois

Les effets de la  
mondialisation  
des marchés  
financiers ...



... et des anticipations de taux de change

grandement influencée par les préférences des investisseurs étrangers. Au Japon, la confiance plus ou moins grande des investisseurs résidents à l'égard du dollar a exercé une influence majeure sur la demande d'obligations nationales. En Allemagne, les entrées substantielles de capitaux au titre des placements en portefeuille ont contribué à faire décroître les rendements au début de 1987, avant de faire place à des sorties de capitaux au second semestre.

Les anticipations de modification des taux de change flottants au fil du temps ont souvent fait diverger les rendements obligataires entre pays à rythmes d'inflation différents. A cet égard, la crédibilité de la politique monétaire a continué de tenir une place de premier plan dans la détermination des rendements dans les divers pays. D'autres facteurs ont cependant été amenés à jouer un grand rôle, dans un contexte de «surréaction» ou après un ajustement important des taux de change, comme cela a été le cas au début de l'an dernier. Les écarts entre les rendements des obligations libellées en monnaies différentes peuvent avoir tendance à se creuser, comme au début de 1987, si les interventions sur les marchés des changes ne paraissent pas suffisantes pour retarder durablement l'appréciation des monnaies à relativement faible rythme d'inflation ou s'il subsiste des incertitudes sérieuses quant aux perspectives d'évolution des taux de change. En revanche, dans l'hypothèse où les marchés sont convaincus que les autorités coopéreront effectivement dans ce domaine sur une longue période, comme cela a été, de toute évidence, le cas durant l'été 1987, les rendements évolueront généralement davantage en parallèle dans les divers pays. Etant donné la taille des marchés financiers américains, les taux d'intérêt à long terme pourraient ainsi s'établir dans les autres pays à des niveaux élevés alors même que les rythmes de hausse des prix internes y sont actuellement assez faibles.

Dans une telle situation, les mesures visant à abaisser les taux d'intérêt à court terme seront très probablement impuissantes à faire fléchir les taux longs. A l'opposé, le relèvement des taux courts, qui semblerait indiqué pour freiner l'expansion monétaire et prévenir une perte de crédibilité, pourrait être incompatible avec la nécessité d'éviter, à courte échéance, les pressions sur le taux de change.

#### *La fragilité des systèmes financiers: une contrainte pour la politique monétaire*

Dans la conduite journalière de leurs opérations monétaires en 1987, les banques centrales ont dû évaluer avec soin les conséquences de la plus grande incertitude des marchés des capitaux sur la demande effective et potentielle de liquidités de la part des secteurs bancaire et non bancaire. Pour faire face à l'effondrement des cours des actions en octobre, les autorités monétaires des Etats-Unis et du Japon ont déclaré publiquement qu'elles se tenaient prêtes à approvisionner en liquidités les marchés des capitaux. Plusieurs banques centrales ont pris des dispositions spécifiques pour financer des besoins de réserves bancaires d'une ampleur inhabituelle au moyen d'opérations à court terme. Au cours des journées critiques, les banques centrales des plus grands pays sont demeurées en contact étroit les unes avec les autres et avec les opérateurs. Début novembre, les gouverneurs des

banques centrales des pays du Groupe des Dix ont exprimé leur satisfaction devant les mesures prises pour assurer la bonne marche du système financier et ils ont réaffirmé leur engagement à cet égard.

Comme la crise a été bien évidemment plus aiguë aux Etats-Unis que dans les autres pays, il est intéressant de retracer avec quelque détail la riposte du Système de Réserve fédérale. Entre le 19 et le 30 octobre 1987, la Réserve fédérale est intervenue sur le marché monétaire de façon très ostensible, mettant chaque jour des volumes importants de liquidités à la disposition des banques, notamment par des opérations d'open market, souvent avant l'heure habituelle. Pendant plusieurs semaines, les autorités monétaires ont renoncé à régler ces opérations en fonction des objectifs fixés pour leurs concours au guichet de l'escompte. En l'occurrence, les crédits d'escompte, aux fins d'ajustement ou à caractère saisonnier, ont decru pour s'établir à quelque \$300 millions début novembre, contre \$500 millions environ avant la crise.

Tout en surveillant attentivement à la fois la liquidité, les positions des contrepartistes et les conditions de règlement sur les marchés des actions, des instruments financiers à terme et des options, la Réserve fédérale a cherché à apaiser les préoccupations relatives aux risques de contrepartie sur le marché des titres d'Etat et a assoupli les modalités de prêt des titres qu'elle détient en portefeuille. Pour faciliter le versement des dépôts de garantie en temps opportun sur les marchés à terme d'instruments financiers, la Réserve fédérale a porté à deux jours le délai de dénouement des opérations dans le cadre de son système de transfert de fonds. Les livraisons de billets ont fait l'objet d'un contrôle étroit afin de permettre de détecter immédiatement d'éventuels retraits massifs de dépôts bancaires. Tout en appliquant une surveillance rigoureuse de l'encours de crédits des banques, la Réserve fédérale a examiné avec elles l'importance qu'il y avait à garantir un niveau adéquat de liquidité et à octroyer des ressources aux courtiers et opérateurs en valeurs mobilières. La banque centrale américaine a également fourni des réserves à un niveau suffisant pour éviter aux banques de connaître une vive hausse de leurs coûts de financement. Elle a adapté ses concours en fonction de la croissance de la demande de réserves excédentaires des banques, ainsi que de l'augmentation des réserves obligatoires liée au gonflement de leurs exigibilités sous forme de dépôts à vue, conséquence de la multiplication des opérations financières. La politique monétaire a ainsi été assouplie, comme l'indique la baisse du taux interbancaire au jour le jour.

Par la suite, la demande de réserves obligatoires et excédentaires de la part des banques américaines est revenue à des niveaux plus normaux et la distribution des concours a été révisée à la baisse. La nette élévation, pendant la crise, des prêts aux banques garantis par des titres s'est également inversée. On n'a perçu aucun signe de modification durable de la préférence pour la liquidité de la clientèle, et la croissance des agrégats monétaires s'est ralentie en novembre et décembre. Au cours de cette période, on a assisté à une chute des taux d'intérêt à court terme dans plusieurs autres pays, notamment au Royaume-Uni et au Canada.

Les événements d'octobre 1987 illustrent parfaitement le rôle essentiel joué par la banque centrale en temps de crise financière. Devant la tourmente,

Action ostensible de la Réserve fédérale en octobre ...

... pour surveiller la liquidité du marché ...

... en fournissant généreusement des réserves bancaires et en abaissant les taux d'intérêt

Un double impératif: des réactions mûrement réfléchies ...



... et une surveillance appropriée

elle devra définir la riposte adéquate selon les circonstances et évaluer les besoins de liquidités. En l'occurrence, le risque de perte de confiance a été écarté. Cependant, la rapidité avec laquelle on a depuis lors dissipé les craintes d'instabilité financière et de récession économique met en lumière la prudence dont la banque centrale doit faire preuve pour déterminer dans quelle mesure et pour quelle période elle doit fournir des liquidités supplémentaires aux banques. A plus longue échéance, la mise en œuvre de politiques appropriées de réglementation et de surveillance des activités bancaires et des marchés des titres permettra de minimiser les risques globaux que la fragilité du système financier fait peser sur l'économie, car il s'agit là d'un préalable indispensable à la viabilité des politiques monétaires.

### Objectifs et stratégies de rechange pour la politique monétaire

Réorientation des stratégies monétaires

En se fixant et en publiant des normes d'expansion monétaire ces dernières années, la plupart des grands pays industriels, et certains plus petits, cherchaient à définir un «point d'ancrage» pour la politique monétaire et les anticipations inflationnistes. Certaines difficultés ont surgi au fil des ans dans la mise en œuvre de ces stratégies, mais le dépassement marqué des objectifs de masse monétaire (tant vers le haut que vers le bas) dans les principaux pays au cours des deux dernières années a donné lieu à un réexamen non seulement des lignes d'action suivies, mais aussi d'éventuels objectifs intermédiaires de rechange.

Mise en place d'objectifs monétaires

La mise en place d'objectifs pour les agrégats est fondée sur l'opinion suivante: d'une part, le taux d'accroissement de la masse monétaire au-delà du potentiel de production de l'économie, compte tenu de l'évolution tendancielle du rythme de croissance de la vitesse-revenu, vient finalement alimenter l'inflation, d'autre part, il est indispensable d'assurer une stabilité durable des prix pour obtenir des résultats économiques satisfaisants à moyen terme. Les banques centrales refusent généralement de croire à la validité à court terme de ce point de vue. Lorsqu'on se fixe des agrégats spécifiques, il convient en principe, chacun le sait, de faire la part de certaines formes de variation de la demande de monnaie sur les plans tant interne qu'international, ainsi que des influences exercées par les taux de change et d'intérêt. On se prive cependant de certains avantages que présente l'affichage des objectifs s'ils ne peuvent pas être directement liés à la croissance économique constatée ou potentielle et aux taux de hausse des prix d'une manière qui explicite publiquement les intentions des autorités.

Dans le cadre de cette stratégie, les autorités ont introduit certains éléments de flexibilité dans la définition des objectifs. Ces dernières années, aux Etats-Unis et en Allemagne, les fourchettes de croissance annuelle ont été élargies et assises sur les agrégats monétaires larges. En règle générale, les banques centrales n'ont pas cherché à contrôler étroitement le comportement à court terme des agrégats, principalement parce qu'elles désiraient éviter des mouvements déstabilisateurs de taux d'intérêt. Cependant, des facteurs spéciaux d'évolution des agrégats — telles les variations des taux de change réels qui déforment les relations entre agrégats ou encore les

modifications des niveaux des prix dans les divers pays — font évidemment naître des problèmes lorsqu'ils persistent pendant plusieurs années, même si des relations plus normales peuvent être rétablies à plus longue échéance.

On peut considérer que les objectifs de taux de change poursuivis ces dernières années par de nombreux petits pays européens et un nombre croissant de pays plus grands constituent des points d'ancrage de rechange pour la politique monétaire. Aux Etats-Unis l'an dernier, on a admis que le taux de change apparaissait comme un prix relatif important pour l'économie, et que son incidence sur les coûts, les bénéfices et l'activité économique ne pouvait être négligée dans la formulation de la politique monétaire. Toutefois, orienter la politique monétaire en fonction d'objectifs de taux de change ne permet pas toujours de garantir un comportement satisfaisant à long terme des salaires et des prix. Dans la pratique, si divers pays ont pu tirer avantage de l'utilisation des taux de change comme point d'ancrage de la politique monétaire, c'est grâce au maintien de la stabilité des prix au moins dans un grand pays dont la politique monétaire est formulée en termes d'objectifs ou d'indicateurs internes.

En règle générale, on ne peut considérer que les objectifs de taux d'intérêt nominal peuvent se substituer à des objectifs de masse monétaire ou de taux de change. Presque toutes les banques centrales des pays industriels se fixent maintenant des normes d'orientation des taux d'intérêt qui leur servent à atteindre les objectifs finals ou intermédiaires de la politique monétaire. La plupart d'entre elles continuent également à considérer les taux d'intérêt comme un élément essentiel du mécanisme de transmission de la politique monétaire, à en faire en réalité «la pierre angulaire» de cette politique. Il n'est toutefois pas certain qu'en l'absence d'autres éléments de référence les taux d'intérêt soient constamment fixés aux niveaux adéquats pour lutter contre l'accumulation de tensions inflationnistes. Les variations des rendements obligataires, qui sont fortement soumises aux influences du marché, sont de plus en plus perçues dans bon nombre de grands pays comme l'indication d'une modification des anticipations inflationnistes. Mais la difficulté est précisément de distinguer ces influences des autres.

Des variables moins sensibles à l'action de l'institut d'émission ont également été proposées comme indicateurs de la politique monétaire. Ainsi, dans certains grands pays, l'évolution des agrégats est de plus en plus interprétée à la lumière des dernières statistiques sur les résultats économiques et le comportement des prix. En principe, une norme explicite de PNB nominal peut servir de point d'ancrage, mais en pratique, elle risque d'assujettir la politique monétaire à des efforts de pilotage de la production et de l'emploi. Les cours des produits de base sur des marchés internationaux largement ouverts à la concurrence peuvent servir d'indicateurs clés des pressions exercées par la demande ou les coûts, mais ils sont également subordonnés aux conditions de l'offre et ne sont pas toujours étroitement liés aux prix de la production finale, que vise précisément à réguler la politique monétaire. Les Etats-Unis cherchent désormais à stabiliser leur économie en ayant recours à toute une gamme d'indicateurs.

Des objectifs  
de rechange: les  
taux de change ...

... les taux  
d'intérêt ...

... le PNB  
nominal et les  
cours des pro-  
duits de base



Les risques  
du pragmatisme

De façon générale, ce pragmatisme comporte cependant certains risques si, à un moment donné, les marchés restent dans l'incertitude quant à l'indicateur de référence. La publication de normes de croissance des agrégats a généralement été conçue de façon à mettre en relief les objectifs à moyen terme de la politique monétaire et, en particulier, à contrecarrer les pressions en faveur d'un abaissement des taux d'intérêt. Certes, la politique monétaire a dès lors plus de mal à réagir avec souplesse aux modifications de l'environnement, mais, l'an dernier, les banques centrales ont consenti des efforts particuliers pour expliquer les raisons techniques responsables du non-respect des objectifs et les limites de ce qu'on peut attendre de la politique monétaire. Le maintien des normes publiées, concluaient les autorités, même si elles sont temporairement dépassées, pourrait aider à préserver la crédibilité de la politique monétaire et stabiliser les anticipations de taux d'intérêt à long terme ainsi que d'inflation.

### Objectifs à moyen terme de politique monétaire et normes de croissance de la monnaie

Alors qu'elle s'est notablement ralentie aux Etats-Unis, l'expansion des agrégats monétaires est demeurée très rapide dans de nombreux autres pays. Préoccupées par l'accumulation apparente d'anticipations inflationnistes durant l'été 1987, les autorités monétaires des principaux pays ont pris des mesures prudentes afin de la modérer, mais ces politiques ont été, dans la plupart des cas, assouplies après l'effondrement des cours des actions en octobre. Si les autorités ont continué de rencontrer des difficultés dans l'interprétation de tel ou tel agrégat de monnaie ou de crédit, elles sont néanmoins restées vigilantes, dans la crainte d'une réapparition à plus longue échéance d'un lien entre l'expansion monétaire et l'inflation.

Ralentissement  
de la croissance  
monétaire aux  
Etats-Unis

Aux Etats-Unis, l'expansion monétaire s'est fortement ralentie en 1987. Cette décélération a été surtout marquée pour  $M_1$ , auquel les autorités avaient renoncé à assigner un objectif en début d'année. La croissance de  $M_2$  et  $M_3$  est tombée au-dessous de la limite basse de leur fourchette respective. L'accroissement de l'endettement total des secteurs internes non financiers s'est établi au milieu de sa fourchette de surveillance, excédant toutefois la progression du revenu nominal.

Forte expansion  
ailleurs

Au Japon, la Banque Nationale a ajusté en hausse tout au long de 1987 son estimation du taux de croissance de  $M_2 + CD$  sur quatre trimestres. En fin d'année, l'accroissement effectif s'est inscrit à quelque 12%, chiffre jamais enregistré depuis près de dix ans. En Allemagne, l'expansion de la quantité de monnaie de banque centrale a largement dépassé la limite supérieure de sa fourchette-objectif pour la deuxième année consécutive.

En France, la croissance de  $M_2$  a été proche de la limite inférieure de la fourchette l'an dernier, mais celle de  $M_3$  a dépassé l'objectif. Au Royaume-Uni, le gonflement de  $M_0$  est tout juste resté dans les limites de sa fourchette, tandis que le PIB nominal progressait au-delà des prévisions du gouvernement. En Italie, l'expansion des crédits au secteur autre que l'Etat s'est ralentie après l'été, mais, sur l'ensemble de l'année, l'agrégat du crédit et  $M_2$

ont approché la limite supérieure de leur fourchette-objectif. En Espagne, la croissance des actifs liquides détenus par le public a nettement dépassé l'objectif initial.

En Suisse, la croissance annuelle moyenne de la base monétaire ajustée a été supérieure à l'objectif. Aux Pays-Bas, l'expansion des crédits bancaires s'est fortement ralentie l'an dernier, mais la progression des engagements bancaires à long terme (non monétaires) a également fléchi, et la création interne nette de monnaie par les banques pour la période de deux ans se terminant en décembre 1987 a légèrement dépassé la norme assignée.

### *Interprétation des rythmes d'expansion monétaire*

Dans les principaux pays, l'évolution des agrégats clés par rapport au PNB nominal l'an dernier s'explique essentiellement par les variations de taux

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			
					Période de référence <sup>4</sup>		Variation sur quatre trimestres <sup>5</sup>	
		1986 <sup>3</sup>	1987 <sup>3</sup>	1988 <sup>3</sup>	1986	1987	1987 T 1	1988 T 1
en %								
Etats-Unis	M <sub>1</sub>	3-8	-	-	15,6	6,3	16,8	3,9
	M <sub>2</sub>	6-9	5½-8½	4-8	9,4	4,0	9,5	4,1
	M <sub>3</sub>	6-9	5½-8½	4-8	9,2	5,3	8,6	5,4
	EITANF	8-11	8-11	7-11	13,3	9,8	11,9	9,5
Japon	M <sub>2</sub> +CD	8-9	11-12	12	8,3	11,8	8,8	12,1
Allemagne	MBC	3½-5½	3-6	-	7,7	8,1	7,7	8,3
	M <sub>3</sub>	-	-	3-6	7,3	6,1	7,4	6,0
France	M <sub>2</sub>	-	4-6	4-6	4,9	4,1	3,8	3,1
	M <sub>3</sub>	3-5	3-5	-	4,5	9,2	5,2	8,1
Royaume-Uni	M0	2-6	2-6	1-5	5,8 <sup>6</sup>	5,8 <sup>6</sup>	4,4	5,2
	M <sub>3</sub>	11-15	-	-	20,7 <sup>6</sup>	20,7 <sup>6</sup>	19,5	20,9
Italie	CSP	7	5-9	6-10	11,4	10,2	13,4	9,9
	M <sub>2</sub>	7-11	6-9	6-9	9,4	8,4	10,2	7,0
Espagne	ALP	9½-12½	6½-9½	8-11	11,9	14,0	11,5	13,8
Suisse	MCA	2	2	3	2,0	3,0	3,2	1,3
Pays-Bas	M <sub>2</sub> l	5½-6	11-12 <sup>7</sup>	-	9,6	13,6 <sup>7</sup>	6,9	n.d.

<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 (y compris certaines entreprises publiques); ALP = actifs liquides détenus par le public; 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 exigibilités 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> D'un dernier trimestre à l'autre pour les Etats-Unis, le Japon (sauf 1988: d'un deuxième trimestre à l'autre), l'Allemagne et la France; et de décembre à décembre pour l'Italie, l'Espagne et les Pays-Bas. Pour le Royaume-Uni, périodes de douze mois se terminant en mars. Moyennes annuelles pour la Suisse. Au Royaume-Uni, l'objectif de M<sub>3</sub> sterling (appelé ensuite M<sub>3</sub>) pour 1986 a été suspendu en octobre 1986. <sup>4</sup> Calculée sur la même base que l'objectif. <sup>5</sup> Sur la base de moyennes trimestrielles. <sup>6</sup> Périodes de douze mois se terminant en mars 1987 et mars 1988. <sup>7</sup> Pour une période de vingt-quatre mois se terminant en décembre 1987.

Sources: données nationales.



Influence  
manifeste des  
taux d'intérêt

d'intérêt à court terme, mais aussi, dans certains cas, par l'incidence des conditions de change ou par le volume de l'activité financière. Aux Etats-Unis, l'accélération de la vitesse de circulation de  $M_2$  et  $M_3$  a étroitement reflété en 1987 la hausse des taux d'intérêt des trois premiers trimestres. En Allemagne et au Japon, la baisse des taux d'intérêt a contribué à ralentir davantage la vitesse-revenu des agrégats retenus comme normes ou faisant l'objet de projections.

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 <sub>1</sub> <sup>2</sup>	Dépôts à terme	Comptes d'épargne <sup>3</sup>	Titres négociables <sup>4</sup>	Augmentation de M <sub>3</sub> en % de la variation de la liquidité
	variation de décembre à décembre, en % de l'augmentation de la masse monétaire au sens large						
Etats-Unis							
1972-86	5	6	7	29	28	25	85
1986	4	13	19	-9	54	19	95
1987	10	-9	14	35	5	46	89
Japon							
1972-86	7	18	néant	71	néant	5 <sup>5</sup>	60
1987	6	6	néant	88	néant	-1	66
Allemagne							
1972-86	10	22	néant	26	42	néant	néant
1987	19	23	néant	13	44	néant	néant
France							
1978-86	5	37	néant	18	37	12 <sup>6</sup>	88
1987	3	17	néant	24	17	39	68
Royaume-Uni							
1972-86	12	20 <sup>7</sup>	23 <sup>7</sup>	46	néant	néant	56
1987	2	10	37	50	néant	néant	81

<sup>1</sup> Masse monétaire au sens large: M<sub>3</sub> (pour le Japon, M<sub>2</sub>+CD); liquidité totale: pour les Etats-Unis et la France, L; pour le Japon, M<sub>3</sub>+CD; pour le Royaume-Uni, M<sub>4</sub>. <sup>2</sup> Composantes rémunérées de M<sub>1</sub>. <sup>3</sup> Pour les Etats-Unis, comprend les comptes de dépôt rémunérés au taux du marché monétaire et les parts de sociétés d'investissement détenues par le public. <sup>4</sup> Pour les Etats-Unis, dépôts importants à terme; pour le Japon et la France, certificats de dépôt. <sup>5</sup> 1979-86. <sup>6</sup> 1985-86. <sup>7</sup> 1976-86.

Sources: données nationales.

Les agrégats  
américains plus  
sensibles aux  
taux d'intérêt

Aux Etats-Unis, la forte décélération de la croissance monétaire observée en 1987 a exagéré l'importance du resserrement de la politique monétaire en début d'année. La demande de certaines composantes des agrégats monétaires est devenue nettement plus sensible aux taux d'intérêt à la suite de leur déréglementation, achevée en 1986. La lenteur avec laquelle les banques et les organismes d'épargne ont ajusté la rémunération des dépôts aux variations des taux du marché monétaire a provoqué d'amples fluctuations dans l'incitation à détenir des dépôts bancaires. Ce facteur, qui avait joué un grand rôle dans l'expansion rapide des agrégats étroits en 1986,

a concouru à son ralentissement l'an dernier. C'est principalement pour cette raison que la progression des comptes de dépôt de  $M_1$  ouvrant droit à règlement par chèques et des comptes d'épargne n'a guère contribué à l'expansion de la monnaie au sens large, tandis que les placements en dépôts à terme et en instruments du marché monétaire ont connu un fort développement.

Au Japon, l'accélération assez vive de  $M_2+CD$  l'an dernier peut s'expliquer en partie par l'accroissement rapide et continu du solde des dépôts à terme, après le nouvel abaissement, début 1987, du seuil à partir duquel certains placements peuvent être rémunérés à des taux non réglementés. La vitesse de circulation des avoirs monétaires détenus par les entreprises a notablement baissé sous l'effet de l'augmentation du volume des opérations sur actifs financiers. L'agrégat plus large  $M_3+CD$  a continué de progresser à un rythme légèrement moins soutenu que  $M_2+CD$ , ce qui reflète dans l'ensemble la hausse relativement modeste des dépôts sur comptes postaux.

En Allemagne, l'évolution des agrégats monétaires a généralement été conforme aux relations, déjà constatées, avec le revenu nominal et les taux d'intérêt. La Bundesbank avait fréquemment noté que le renforcement, en 1986 et 1987, de la quantité de monnaie de banque centrale (laquelle se compose des billets et pièces en circulation et du montant des réserves obligatoires devant être constituées par les banques sur leurs exigences envers les résidents et calculées aux coefficients de réserves de 1974) était influencé par le net gonflement de la forte composante «billets et monnaies», ce qui pouvait donner une image quelque peu exagérée de la croissance monétaire tendancielle. La sensibilité de la demande de monnaie aux taux d'intérêt est depuis longtemps bien plus élevée en Allemagne que dans certains autres pays, quoique la récente croissance rapide de la demande puisse être également liée directement à des anticipations de revalorisation du taux de change. L'expansion de  $M_3$  résulte en grande partie d'entrées de capitaux au cours du premier semestre, qui ont eu pour effet de maintenir les taux d'intérêt à long terme à des niveaux trop faibles pour attirer les investisseurs nationaux vers les obligations émises par les banques.

En France, la forte expansion de  $M_3$  peut être attribuée, dans une large mesure, à un renforcement de la préférence des investisseurs pour la liquidité, qui traduit leur anticipation d'une hausse des taux à long terme. L'accroissement des dépôts à vue et, plus spécialement, des certificats de dépôt — institués en 1985 et intégrés à  $M_3$  mais non à  $M_2$  — s'est maintenu à un rythme élevé, en dépit d'une augmentation spécifique, en juin, du coefficient de réserves obligatoires auquel ils sont assujettis. On a notamment assisté à un report des portefeuilles des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) vers les créances classées dans  $M_3$ , tandis que les investissements de la clientèle dans les SICAV spécialisées du marché monétaire se sont grandement développés. Au Royaume-Uni, la concurrence que continuent de se faire les banques et les sociétés de crédit immobilier s'est traduite l'an dernier par une expansion rapide de  $M_4$  et une augmentation encore plus forte de  $M_3$ , qui ne comprend pas les exigences des sociétés de crédit immobilier. Cette dernière augmentation est partiellement due à un transfert d'actifs par les sociétés de crédit immobilier des titres d'Etat vers

Déréglementation au Japon

Influences externes et des taux d'intérêt en Allemagne

Préférence pour la liquidité et changements structurels dans d'autres pays



les dépôts bancaires et à un fort accroissement des dépôts d'autres intermédiaires financiers sous l'effet du développement de leurs activités.

En Suisse, le vif accroissement de la demande de billets a entraîné au premier semestre une accélération du rythme de progression de la monnaie de banque centrale. Au début de l'été, la Banque Nationale est parvenue à la conclusion que si l'on voulait éviter un dépassement de l'objectif monétaire, il faudrait une limitation des réserves bancaires si rigoureuse qu'il pourrait en résulter des tensions excessives sur le taux de change du franc suisse à l'égard des autres monnaies européennes, et elle a fait savoir qu'elle préférerait tolérer un tel dépassement.

La croissance du crédit bancaire: l'une des principales contreparties de l'expansion monétaire rapide

Dans de nombreux autres pays, l'évolution monétaire doit être interprétée à la lumière du rythme très soutenu de progression des concours des banques au secteur privé. Les crédits bancaires ont notablement contribué l'an dernier à l'accroissement de la masse monétaire large au Japon, en France, au Royaume-Uni, au Canada, en Suède et en Espagne. Si cette progression traduit en partie la forte croissance tendancielle de la demande interne, elle a également servi, dans maints pays, à financer des opérations de caractère spéculatif sur actifs immobiliers et financiers. Au Japon, le coût des prêts bancaires a de nouveau été abaissé, mais en outre les entreprises ont largement placé sous forme de titres nationaux ou étrangers les ressources prêtées par les banques. En Italie, les crédits en liras au secteur autre que l'Etat, dont l'accélération au premier semestre de 1987 reflétait en partie une spéculation sur devises, ont été freinés par le plafonnement mis en place en septembre, mais la contribution à la croissance monétaire des crédits à l'Etat a pratiquement doublé. En France et en Suède, le démantèlement antérieur des contrôles quantitatifs du crédit et la concurrence accrue entre établissements financiers ont permis un net gonflement des prêts bancaires, en particulier aux ménages. Au Royaume-Uni, l'accroissement large et continu des crédits hypothécaires traduit le dynamisme des banques dans ce secteur, qu'elles considèrent maintenant comme particulièrement rentable. Dans de nombreux pays, l'endettement des ménages est favorisé par des incitations fiscales comme la possibilité de déduire les paiements d'intérêts relatifs à des crédits hypothécaires, quoique des mesures de restriction aient été prises récemment dans certains cas. Aux Etats-Unis, où a commencé en 1987 l'élimination progressive des avantages fiscaux consentis aux paiements d'intérêts des crédits à la consommation, les banques ont instauré des lignes de crédit sur gage immobilier qui permettent aux propriétaires d'obtenir plus facilement des crédits hypothécaires, dont les intérêts demeurent entièrement déductibles.

Faible contribution externe à la croissance monétaire, sauf en Allemagne

Dans la plupart des cas, les mouvements de capitaux à court terme n'ont pas constitué une contrepartie importante à la création de monnaie au sens large en 1987. Dans de nombreux pays, y compris au Japon, l'augmentation des avoirs de change nets de la banque centrale a été en partie compensée par une dégradation de la position extérieure nette des banques. L'Allemagne, où l'excédent de la balance des opérations courantes ne s'est pas accompagné de sorties massives de capitaux dans le secteur non bancaire, offre à cet égard un contraste frappant. En Allemagne comme aux Pays-Bas,

Variation de la masse monétaire au sens large et contributions de certaines contreparties								
Pays	Masse monétaire au sens large <sup>1</sup>		Crédits aux entreprises et aux ménages <sup>2</sup>		Créances sur les administrations publiques <sup>3</sup>		Avoirs de change nets <sup>4</sup>	
	1986	1987	1986	1987	1986	1987	1986	1987
	variation de décembre à décembre, en % de la masse monétaire au sens large							
Etats-Unis	9,3	4,8	7,3	5,5	3,1	2,0	-2,2	-2,6
Japon	9,2	10,8	9,6	11,3	1,3	0,1	-2,3	-0,9
Allemagne	6,7	5,8	7,5	5,8	0,8	2,5	5,7	5,1
France	4,7	9,0	9,6	14,4	1,2	-0,6	2,3	-0,8
Italie	9,4	8,4	5,3	4,2	5,6	10,6	-0,5	0,2
Royaume-Uni	20,4	22,8	24,3	25,4	-1,0	-1,0	-1,9	1,7
Espagne	12,2	13,6	7,0	10,6	7,9	4,9	0,9	2,9
Pays-Bas	5,1	3,9	14,0	8,9	4,5	-0,6	-5,5	1,6
Belgique	10,3	8,0	5,1	6,6	7,1	4,9	-4,3	-0,1
Suède	10,9	4,0	12,6	13,7	1,7	-3,0	-1,2	-0,9

<sup>1</sup> Pour le Japon, M<sub>2</sub>+CD; pour l'Italie, les Pays-Bas et la Belgique, M<sub>2</sub>; pour l'Espagne, ALP; pour les autres pays, M<sub>3</sub>. <sup>2</sup> Pour les Etats-Unis, crédits des banques commerciales et organismes d'épargne, à l'exclusion des titres du Trésor; pour le Royaume-Uni, crédits en livres sterling. <sup>3</sup> Pour les Etats-Unis, achats de titres du Trésor par la Réserve fédérale, les banques commerciales et les organismes d'épargne; pour la France et la Suède, administration centrale exclusivement. <sup>4</sup> Avoirs du système bancaire; pour les Etats-Unis, sont également compris les avoirs officiels de réserve et les engagements officiels envers les autorités étrangères, plus les autres créances nettes sur les non-résidents déclarées par les banques.

Sources: données nationales.

l'excédent de la position extérieure du secteur non bancaire qui en résulte a diminué la demande de crédits bancaires internes de ce secteur. Dans ces deux pays, un recul des concours bancaires à court terme et une hausse substantielle des prêts à long terme consentis par les banques semblent indiquer que les emprunteurs anticipaient un relèvement des taux d'intérêt longs.

### *Evolution des procédures de fixation des objectifs*

Au début de 1988, les perspectives de l'économie réelle, de l'inflation et des paiements courants étaient plus incertaines que de coutume dans de nombreux pays. Etant donné que les causes de l'instabilité sur les marchés des capitaux et des changes, qui avaient si manifestement exercé des contraintes sur la politique monétaire en 1987, n'avaient pas totalement disparu, le réexamen des procédures de fixation des objectifs en fin d'année a constitué un exercice très difficile. En l'absence d'indice net d'accélération immédiate de la hausse des prix, la nécessité du maintien de stratégies de contrôle quantitatif des agrégats a également suscité des discussions. Néanmoins, tous les pays ont maintenu une politique orientée sur le moyen terme, même si la procédure de fixation des objectifs a fait l'objet de diverses modifications. De surcroît, on estime dans certains pays que le fait de rendre publiques des normes ou projections concernant tel ou tel agrégat de monnaie ou du crédit

Poursuite et adaptation des procédures de fixation des objectifs



peut favoriser la conduite de la politique monétaire, et ce bien que des engagements officiels sur les objectifs ne se justifient sans doute pas.

Elargissement  
des fourchettes  
de croissance  
de  $M_2$  et  $M_3$  aux  
Etats-Unis

Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale a abaissé de 7% à 6% le point médian des objectifs pour  $M_2$  et  $M_3$  en 1988, mais elle a élargi les fourchettes afin de permettre une évolution de la croissance monétaire compatible avec des résultats économiques satisfaisants. Tout en prévoyant une expansion de  $M_2$  et  $M_3$  proche de la trajectoire médiane, le Comité de l'open market a admis qu'elle pouvait s'en écarter s'il devenait nécessaire de modifier sensiblement les taux d'intérêt pour contrecarrer une faiblesse inattendue de la demande globale ou une poussée de l'inflation. La progression de l'agrégat d'endettement continue à faire l'objet d'une surveillance, mais aucun objectif n'a été assigné à  $M_1$ , car le Comité estime que  $M_1$  a été davantage affecté par la déréglementation et les innovations financières que les agrégats plus larges et que, par conséquent, ses relations avec les autres variables économiques sont encore difficiles à prévoir.

Forte croissance  
de  $M_2$ +CD  
prévue au Japon

En 1987, la Banque du Japon a affirmé à plusieurs reprises que la stabilité des prix était indispensable à une croissance soutenue de la demande interne et qu'une expansion monétaire excessive pourrait amener à long terme une accélération de l'inflation. Des mesures ont été prises pour ralentir la progression des crédits bancaires, en particulier pour l'acquisition de terrains ou de titres. Toutefois, selon les projections officielles, le rythme de croissance de  $M_2$ +CD au deuxième trimestre de 1988 devrait rester de l'ordre de 12%.

$M_3$  agrégat de  
référence en  
Allemagne

En janvier 1988, avec un mois de retard par rapport à l'usage établi, la Bundesbank a annoncé qu'elle fixait un objectif de 3 à 6% pour l'expansion de la masse monétaire en Allemagne en 1988. Si cette norme était la même qu'en 1987, l'objectif reposait cette fois sur  $M_3$  et non plus sur l'agrégat de monnaie de banque centrale, qui avait toujours servi de base depuis la première publication (pour 1975) d'un objectif monétaire officiel. Etant donné que la majeure partie des exigibilités des banques envers les résidents soumises à réserves obligatoires (et effectivement intégrées à la monnaie de banque centrale après pondération par les coefficients de réserves) sont incluses dans  $M_3$ , les rythmes de progression de ces deux agrégats ont été semblables sur de longues périodes. L'an dernier, le taux de croissance de  $M_3$ , à 6% environ, a approché la limite supérieure de sa fourchette-objectif. Le point médian de 4½% assigné à  $M_3$  en 1988 a été établi en tenant compte de l'augmentation à moyen terme du potentiel de production économique (estimée à 2%), d'une hausse inévitable des prix (2%) et de la faible incidence de la baisse tendancielle de la vitesse de circulation de l'agrégat.

Maintien des  
objectifs de  $M_2$   
en France et en  
Italie

En France, les objectifs assignés aux agrégats monétaires ont été conçus, dans une certaine mesure, de façon à renforcer la confiance du marché dans la politique de taux de change. Les prévisions officielles pour 1988 tablent sur une croissance économique réelle légèrement plus rapide et un ralentissement de l'inflation, les autorités ont décidé de maintenir à 4—6% la fourchette-objectif pour  $M_2$ . Elles ont en outre affirmé que l'évolution des autres agrégats, particulièrement  $M_3$  et  $L$ , ferait l'objet d'une surveillance étroite et qu'une attention particulière serait portée à l'expansion du crédit intérieur. En Italie, l'accroissement du crédit intérieur total est essentiellement dû aux

concours à l'Etat. Puisque le gouvernement s'était engagé à diminuer en 1988 les besoins de financement du secteur public, une évolution de  $M_2$  parallèle à celle du PIB nominal semblait devoir être compatible avec un léger relèvement, à 8%, du point médian de la fourchette d'expansion des crédits au secteur autre que l'Etat (qui comprend certaines entreprises publiques). Cet objectif tient compte, d'une part, d'un fléchissement possible de la demande de crédit du secteur privé et, d'autre part, d'un éventuel recours accru aux prêts bancaires de la part des entreprises publiques.

Au Royaume-Uni, le Chancelier de l'Echiquier a indiqué lors de la présentation du projet de loi de finances, en mars 1988, que sa stratégie financière à moyen terme continuerait à créer les conditions pour un ralentissement de la croissance du PIB nominal et que l'évolution des agrégats monétaires larges serait prise en compte. Bien qu'une nouvelle fourchette-objectif ait été fixée pour  $M_0$ , il a été souligné que les considérations de taux de change joueraient, comme par le passé, un rôle central dans les décisions de politique monétaire interne.

En Suisse, où l'expansion de la monnaie de banque centrale a approché 3% durant la majeure partie de 1987, le relèvement de l'objectif de base monétaire ajustée pour 1988 n'a pas donné le signal d'un assouplissement de la politique monétaire. On s'attend à une inflation modérée et la norme plus élevée devrait permettre aux autorités de réagir avec souplesse aux perturbations des marchés des capitaux et des changes. Il n'est pas exclu que la croissance monétaire se situe au-dessous de l'objectif si l'institution de nouvelles réglementations en matière de liquidités bancaires ou les modifications récentes du système de compensation conduisaient à un recul de la demande de réserves des banques.

Au Canada, où les innovations financières ont provoqué l'abandon en 1982 des normes assises sur  $M_1$ , les autorités ont poursuivi la recherche d'autres agrégats pouvant servir d'objectifs intermédiaires de la politique monétaire. Depuis 1982, la gestion du marché des changes a tenu une place importante, particulièrement au moment où le manque de confiance dans la politique suivie s'est traduit par une forte pression à la baisse du dollar canadien. Plus récemment, les craintes au sujet des conséquences inflationnistes de la forte expansion de la demande interne se sont amplifiées et l'attention s'est de nouveau portée sur les agrégats monétaires. Ces dernières années, les agrégats plus larges  $M_2$  et  $M_2+$  ont eu tendance à évoluer parallèlement à la dépense nominale sur des périodes de douze à vingt-quatre mois environ. L'accélération de leur croissance à plus de 10%, au début de 1987, a incité les autorités monétaires à resserrer leur politique. Le but recherché n'est toutefois pas de rétablir des normes quantitatives officielles, mais de permettre à la politique d'utiliser les agrégats comme guides.

Aux Pays-Bas, l'accord conclu par l'institut d'émission avec les banques en vue d'une réduction de leur contribution nette à la création monétaire d'origine intérieure est arrivé à échéance l'an dernier. En vue de se doter d'un autre moyen d'action sur la structure des taux d'intérêt, de manière à inciter le secteur non bancaire à investir en instruments du marché financier et à ralentir ainsi l'expansion de la masse monétaire, la banque centrale des Pays-Bas a pris

Importance  
accrue du taux  
de change au  
Royaume-Uni ...

... et en Suisse ...

... mais retour  
aux agrégats en  
tant que guides  
au Canada

Nouveaux  
instruments aux  
Pays-Bas



des dispositions avec le Trésor afin de se constituer un portefeuille d'obligations d'Etat grâce auquel elle pourra effectuer des opérations sur le marché financier. Dans le même ordre d'idées, un accord a été conclu pour l'introduction d'un système de réserves obligatoires applicables aux banques.

En résumé, les stratégies fondées sur des objectifs monétaires ont été maintenues dans la plupart des pays, même si les procédures en vigueur ménagent une large liberté d'action à court terme.

## Intervention sur le marché des changes et politique monétaire

Le Chapitre VII traite des conséquences sur la liquidité internationale des interventions des autorités sur les marchés des changes. La présente section analyse la manière dont les achats de devises par les banques centrales, qui ont été suffisants en volume pour financer — directement et indirectement — une partie importante du déficit des paiements courants des Etats-Unis, ont affecté l'évolution de la situation monétaire dans les autres pays l'an dernier.

Facteurs d'influence de la monnaie de banque centrale								
Rubriques et périodes	Japon	Alle- magne	France	Italie	Royaume- Uni	Canada	Belgique	Pays-Bas
	variation, en % de la monnaie de banque centrale à la fin de l'année précédente <sup>1</sup>							
Créances nettes de la banque centrale sur l'étranger <sup>2</sup>								
1979-86 moyenne <sup>3</sup>	- 1,4	-2,6	6,9	0,7	- 4,1	- 1,5	- 3,3	3,3
1987	18,4	17,5	-20,7	4,9	79,4	19,9	20,2	19,2
Concours de la banque centrale, interventions sur le marché <sup>4</sup>								
1979-86 moyenne <sup>3</sup>	4,3	3,1	1,7	0,9	17,6	5,3	- 2,5	2,9
1987	3,0	-4,4	29,2	-3,5	-52,0	5,0	- 0,4	-16,5
Autres facteurs internes <sup>5</sup>								
1979-86 moyenne <sup>3</sup>	2,6	5,1	0,8	12,1	- 8,9	1,1	7,5	- 0,2
1987	-12,3	-4,8	- 0,4	8,5	-23,1	-15,7	-17,2	9,2
Monnaie de banque centrale <sup>6</sup>								
1979-86 moyenne <sup>3</sup>	5,5	5,6	9,4	13,7	4,6	4,9	1,7	6,0
1987	9,1	8,3	8,1	9,9	4,3	9,2	2,6	11,9

<sup>1</sup> Flux nets des variations de change, partiellement estimés par la BRI. Pour l'Allemagne, la France et le Canada, sur la base de moyennes mensuelles de données journalières ou hebdomadaires; pour les autres pays, chiffres de fin de mois.  
<sup>2</sup> A l'exclusion des swaps de devises destinés à réguler la liquidité bancaire. Pour le Japon, le Royaume-Uni et le Canada, interventions du Fonds de stabilisation des changes du Trésor. <sup>3</sup> Pour le Royaume-Uni, 1981-86. <sup>4</sup> Crédits lombards et (sauf pour l'Allemagne) crédits d'escompte; achats et ventes fermes sur le marché monétaire de bons et autres titres, concours spéciaux aux taux du marché et encaisses du Trésor placées sur le marché. <sup>5</sup> Comprend les mouvements dans les comptes de l'Etat ainsi que, dans le cas de l'Allemagne, l'incidence des modifications des obligations de réserves et des contingents de réescompte. <sup>6</sup> Pour l'Allemagne, à taux de réserves obligatoires de décembre 1974; pour le Royaume-Uni, M0; pour les autres pays, billets et monnaies plus réserves constituées par les banques.

Sources: données nationales.

L'augmentation des réserves officielles de change constatée l'an dernier s'est en grande partie concentrée sur les pays industriels autres que les Etats-Unis. Il est intéressant de confronter les achats nets de devises effectués par les autorités monétaires des principaux pays aux autres éléments de leur bilan. L'une des méthodes consiste à comparer les opérations sur actifs internes et étrangers contribuant à l'expansion de la monnaie de banque centrale (essentiellement monnaies et billets et réserves bancaires). Les ventes nettes, par les autorités, de monnaie nationale contre devises au cours de l'année sont ainsi rapportées au stock de monnaie de banque centrale à la fin de l'année précédente. Cette comparaison met en relief la très grande ampleur des interventions, par rapport au niveau des huit années précédentes, dans presque tous les pays figurant dans le tableau, même si l'on tient compte de certaines différences dans la définition des données correspondant aux divers pays. Le chiffre très élevé pour le Royaume-Uni, relativement faible pour l'Italie et négatif pour la France, témoigne de l'importance des politiques de stabilisation des relations de change entre monnaies européennes.

Ampleur des interventions

On présume généralement, sans en analyser le mécanisme, qu'une forte augmentation des liquidités internationales est, par nature, inflationniste. En fait, l'incidence des modifications des positions extérieures des banques centrales sur l'évolution monétaire dans les divers pays est beaucoup moins directe qu'on ne le suppose fréquemment. Dans la plupart des pays industriels, les autorités assignent à leur taux d'intérêt à court terme des objectifs opérationnels, qui sont déterminés de façon à être compatibles avec les objectifs intermédiaires et finals de la politique monétaire. En d'autres termes, la fixation des taux d'intérêt implique normalement une décision politique explicite, qui peut néanmoins prendre également en compte des considérations de taux de change. La banque centrale utilise les instruments servant à réguler l'approvisionnement des banques en réserves dans le respect de ses objectifs opérationnels de taux d'intérêt. En courte période, la demande de réserves des banques se trouve ainsi satisfaite et les effets pervers des achats ou ventes de devises par les autorités sur la fourniture de réserves se trouvent plus ou moins automatiquement compensés, de même que les conséquences inopportunes des perturbations internes, par exemple des variations de la position du Trésor auprès de la banque centrale. Il n'y a guère de sens à parler d'interventions «stérilisées» pour décrire ce mécanisme. Les contraintes, de nature institutionnelle ou liées au comportement des agents économiques, exercées sur les ajustements de portefeuille des secteurs bancaire et non bancaire sont telles qu'il n'y a pratiquement aucune autre voie ouverte aux autorités. En l'absence de toute action de la banque centrale visant à contrecarrer les facteurs perturbant l'alimentation en réserves bancaires, il se produirait d'amples renversements de tendance des taux d'intérêt du marché monétaire dénués de toute utilité au regard de la politique monétaire.

Interventions, politiques de marché monétaire et réserves bancaires

Bien que les instruments mis en œuvre pour la régulation de l'approvisionnement des banques en réserves diffèrent d'un pays à l'autre, ils se sont révélés adaptés à cette fin dans presque tous les cas, même dans le contexte des interventions massives de l'an dernier. Aux Etats-Unis, des opérations sur le marché monétaire ont systématiquement compensé l'effet potentiel, relativement



Les méthodes  
de neutralisation  
des effets des  
interventions  
sur les réserves  
bancaires

limité, exercé sur la fourniture de réserves bancaires par les interventions de la Réserve fédérale et du Trésor sur le marché des changes, ainsi que par les variations des encaisses en dollars des banques centrales étrangères auprès de la Réserve fédérale. Au Japon, où les interventions, certes beaucoup plus volumineuses en termes de dollars, sont demeurées cependant modestes par comparaison avec la variation des comptes du gouvernement auprès de la banque centrale et avec l'émission de billets, la Banque du Japon a réduit la progression de ses concours aux banques et, en plusieurs occasions, a procédé à des cessions de bons du Trésor pour des montants très élevés afin d'annuler l'incidence sur les réserves bancaires des interventions officielles sur les marchés des changes. En Allemagne, la procédure mise en œuvre par la Bundesbank a reposé sur des swaps de devises avec les banques, une réduction des montants des prises en pension, la vente de titres à court terme du Trésor, le renforcement des réserves obligatoires et l'abaissement des contingents de réescompte. En France, où les pressions sur le taux de change se sont inversées en cours d'année, la Banque de France a ajusté le volume de ses appels d'offres périodiques et a en outre effectué des pensions au jour le jour pour des montants exceptionnellement importants. Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre a réduit ses acquisitions d'effets privés. Au Canada, la neutralisation s'est faite au moyen de swaps conclus par la Banque du Canada avec le Compte du fonds des changes et de mouvements sur les dépôts de l'administration centrale auprès des banques. En Italie et en Belgique, le processus s'est opéré en partie par l'intermédiaire de modifications, sous l'effet des achats officiels de devises, de la demande de bons du Trésor de la part des secteurs bancaire et non bancaire et donc des besoins de financement résiduels du gouvernement auprès de la banque centrale. En Belgique, des compressions importantes ont été effectuées sur la ligne de crédit du Fonds des rentes auprès de la Banque Nationale (par l'intermédiaire de laquelle l'Etat peut se financer indirectement).

Autres effets  
monétaires des  
mouvements de  
devises

Les mouvements de devises peuvent toutefois se répercuter par une série d'autres biais sur les conditions monétaires internes. Même les interventions qui ne produisent pas d'effets sur les réserves des banques peuvent avoir une incidence différée sur les crédits bancaires et la masse monétaire si, comme cela a été le cas l'an dernier au Japon et en Allemagne, l'action entreprise par la banque centrale pour annuler les conséquences des interventions mène à un accroissement des actifs liquides secondaires (bons du Trésor par exemple) détenus par les banques. Au Royaume-Uni, où les réserves officielles de change sont détenues sur un compte du Trésor, le principe de financement intégral des besoins d'emprunt du secteur public implique une neutralisation plus ou moins complète des effets des interventions sur la masse monétaire au sens large, à tout le moins à moyen terme, par des ventes de titres de la dette publique en dehors du secteur des institutions participant au processus de création monétaire. Comme il a été noté plus haut, la rapide expansion des crédits bancaires observée l'an dernier dans de nombreux pays s'explique dans une large mesure par la déréglementation, la baisse des taux d'intérêt à court terme, la reprise économique et une part de spéculation. Mais on ne peut totalement dissocier ces phénomènes des évolutions sur les marchés des changes et des politiques suivies dans ce domaine.

## Conduite de la politique monétaire axée sur le taux de change dans les pays industriels petits et moyens

### *Pays participant au mécanisme de change du SME*

Dans les pays participant au mécanisme de change du SME, la convergence des rythmes d'inflation amorcée dans le passé et les perturbations provoquées pour l'essentiel par les mouvements du dollar EU ont marqué l'évolution comparée des taux d'intérêt en 1987. En recourant à un point d'ancrage en termes de taux de change nominal dans le cadre de politiques monétaires destinées à freiner des rythmes d'inflation relativement élevés, certains pays ont parfois sciemment accepté une perte de compétitivité vis-à-vis de l'étranger. Malgré des ajustements de change au sein du SME en 1985 et 1986, les disparités persistantes des paiements courants ont donné à penser que tous les pays n'étaient pas en mesure de supporter de la même manière la dépréciation du dollar EU. Les décalages qu'on constate encore entre les rythmes de hausse des prix à la consommation pourraient sembler suffisamment faibles pour ne pas compromettre la stabilité des relations de change. Ils ont pourtant paru requérir, dans la plupart des pays, le maintien de taux d'intérêt à court terme supérieurs à ceux de l'Allemagne et des Pays-Bas. Dans de nombreux cas, les écarts de taux d'intérêt nominaux qui en sont résultés ont eu tendance à attirer des entrées inopportunes de capitaux en période de stabilité prévisible des parités, sans pour autant s'avérer assez forts pour empêcher les sorties de fonds au cas où les marchés anticiperaient un réalignement prochain.

En France, les taux d'intérêt à court terme ont été abaissés après le réajustement de janvier 1987 au sein du SME, puis ont été maintenus à leur niveau. En novembre, la Banque de France a relevé le taux de ses appels d'offres, en concertation avec la Bundesbank, qui a diminué le taux de ses prises en pension pour contrecarrer des tensions passagères liées à la chute du dollar EU. En Italie, alors que la politique monétaire visait à faire échec aux pressions sur la lire, le taux interbancaire au jour le jour s'est fortement élevé au printemps et en été, mais le taux des bons du Trésor n'a suivi cette hausse qu'avec retard. Un contrôle temporaire des mouvements de capitaux à court terme a été institué en septembre et levé dès janvier 1988, avant le terme prévu. Pour lutter contre les tensions sur le florin, parfois plus fortes que sur le deutsche mark, la banque centrale des Pays-Bas a abaissé son taux des avances sur titres de façon autonome, en quatre étapes entre novembre 1987 et janvier 1988. En mars, son taux des concours spéciaux, qui agit en général plus directement sur les taux du marché monétaire, était inférieur de plusieurs points à son niveau de l'année précédente. En Belgique et au Danemark, les taux du marché monétaire ont été soumis à de légères pressions à la hausse en novembre, mais au total, entre mars 1987 et mars 1988, ils se sont inscrits en baisse. En Belgique, ils ont continué d'être guidés par le taux des bons du Trésor à trois mois, fixé par la Banque Nationale, qui l'ajuste fréquemment et par petites touches afin de refléter les modifications des conditions du marché des changes. Au Danemark, où les banques conservent un endettement auprès de la Banque Nationale, les taux du marché ont généralement

Les taux d'intérêt reflètent la convergence des taux d'inflation ...

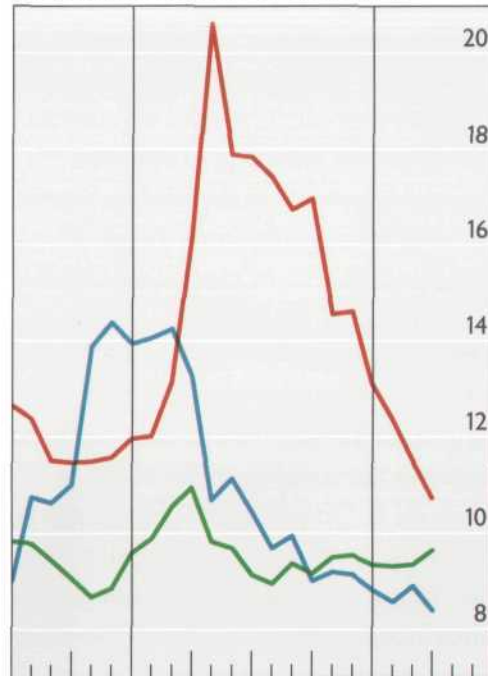
... mais aussi les tensions sur les marchés des changes

Evolution par pays

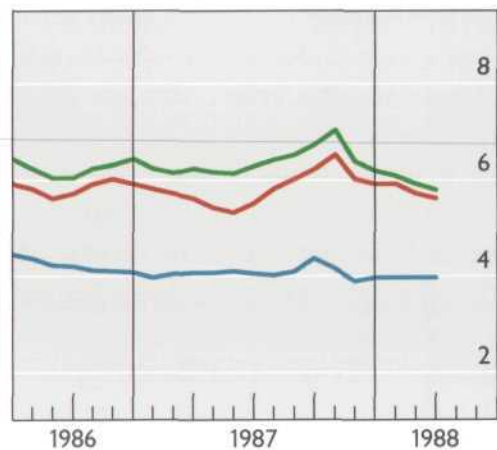
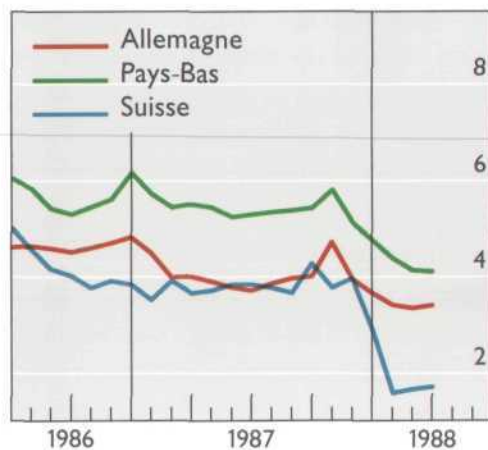
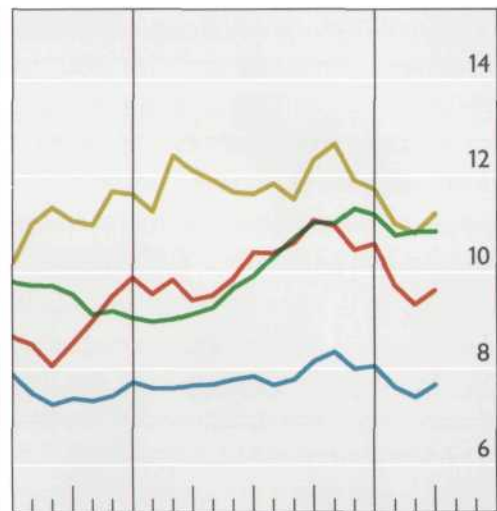
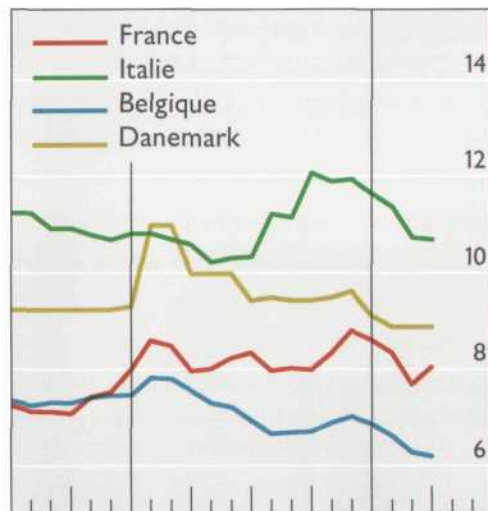
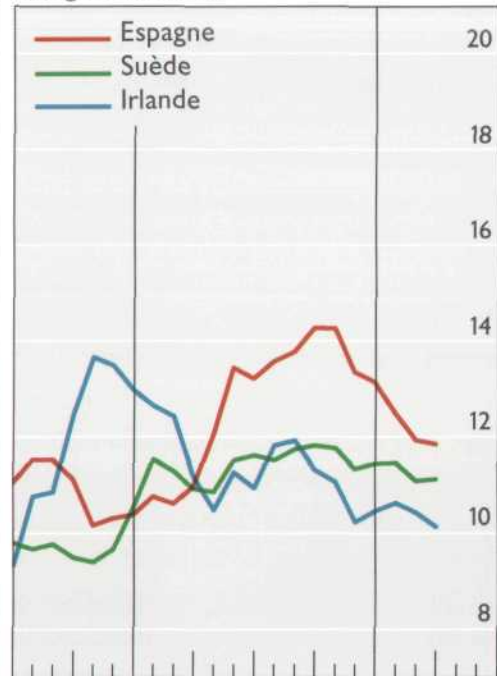


## Taux d'intérêt dans certains pays européens, 1986—88

Crédits interbancaires à trois mois<sup>1</sup>



Obligations d'Etat<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Pour l'Italie et la Suède, instruments du Trésor à trois mois; pour le Danemark, prêts au jour le jour. <sup>2</sup> Pour la France, l'Italie et l'Espagne, obligations du secteur public; pour le Danemark, moyenne pondérée des obligations du secteur public et des obligations hypothécaires.

suivi jusqu'en juillet le taux des concours contre certificats de dépôt et, ultérieurement, le taux de la nouvelle facilité de tirages sur compte courant, ces deux taux étant fixés par la banque centrale. En Irlande, après les sommets atteints au début de 1987, les taux du marché monétaire ont été abaissés et se situaient au début de 1988 à des niveaux proches de ceux de la France. Les rendements représentatifs des obligations du secteur public ou des administrations centrales ont démontré en 1987 et au début de 1988 une étonnante tendance à la convergence en France, en Italie, au Danemark et en Irlande. Après l'annonce d'une proposition de retenue à la source sur les revenus d'intérêts en Allemagne, les taux d'intérêt à long terme se sont également rapprochés à la fin de 1987 aux Pays-Bas et dans la République fédérale. En Belgique, les rendements sont demeurés dans une position intermédiaire.

Bien que les pays participants estiment que le mécanisme de change du SME a apporté une contribution notable à la stabilité des monnaies et des prix dans la région, on s'est récemment interrogé sur les conséquences de la libéralisation des mouvements de capitaux au sein de la Communauté économique européenne pour la conduite des politiques de taux d'intérêt dans les pays membres. On se demande également s'il serait possible de conférer davantage de «symétrie» aux ajustements des politiques face à des perturbations exerçant des pressions à la baisse sur certaines monnaies et à la hausse sur d'autres. A échéance plus lointaine, on a formulé maintes hypothèses sur la nature de la politique monétaire et des dispositions institutionnelles qui pourraient découler de l'objectif politique d'intégration économique et financière totale.

Dans les pays participant au mécanisme de change du SME, les perturbations auxquelles la politique de taux d'intérêt à court terme a dû faire face tiennent au fait que le marché anticipe les réaménagements de parités, sachant par expérience qu'ils interviennent à un moment dont le choix obéit plus souvent à des considérations politiques qu'à des nécessités économiques. Au début des années quatre-vingt, la spéculation a parfois pu être découragée par de fortes augmentations des taux d'intérêt à très court terme sur les marchés extraterritoriaux des monnaies en proie à des faiblesses passagères. Ce n'est toutefois pas une solution séduisante quand on ne peut plus recourir au contrôle des changes pour isoler les taux d'intérêt internes. Les ajustements des taux d'intérêt à court terme nécessaires si l'on veut éviter un réaligement ont, de toute évidence, exercé un effet nettement moindre sur les taux d'intérêt à long terme que les réajustements eux-mêmes, mais ce sont surtout les pays dont on attendait une dépréciation de la monnaie qui en ont supporté le coût, ce qui était inéluctable étant donné la faible marge de manœuvre des autres pays pour diminuer les taux d'intérêt. Dans la mesure où le problème se ramène maintenant à convaincre peu à peu le marché que l'on évitera désormais tout réaménagement des cours-pivots de grande ampleur, la spéculation pourrait être plus onéreuse et n'avoir que des incidences limitées sur les taux d'intérêt si les pays participants acceptaient plus volontiers que les taux de change varient à l'intérieur de la bande de fluctuation.

Par-delà ces considérations liées au choix du moment des réaligements, les pressions sur les relations de taux d'intérêt à court terme au sein du SME, dues à la modification des préférences pour certaines devises, ont été

Les questions posées par la poursuite de la libéralisation des mouvements de capitaux

Les réactions aux risques de réaligement demeurent la principale source de perturbation



Nouveaux  
accords sur le  
financement des  
interventions

relativement mineures. Les conséquences des perturbations — de grande envergure l'an dernier — trouvant leur origine dans le marché du dollar EU devraient se réduire si la convergence et la libéralisation des capitaux tendent à faciliter la substitution entre deutsche mark et autres monnaies européennes dans les portefeuilles des investisseurs internationaux. L'accord de Bâle/Nyborg conclu en septembre 1987, qui prévoit l'accès au Fonds européen de coopération monétaire pour le financement des interventions intra-marginales, permet que de telles interventions puissent influencer les réserves bancaires dans les pays créanciers comme dans les pays débiteurs. Il convient également de souligner les exemples récents d'actions coordonnées sur les taux d'intérêt.

Possibilités de  
modifications  
ultérieures au  
sein du SME

La convergence des rythmes d'inflation a été favorisée par la décision des gouvernements et des banques centrales des pays participants de limiter le nombre et l'ampleur des réajustements de parités à l'intérieur du système. A l'évidence, la lutte contre l'inflation a été relativement coûteuse dans les pays où la hausse des prix atteignait auparavant un rythme rapide. Ces pays ne souhaitent évidemment pas compromettre maintenant des progrès si cher payés par des modifications de taux de change et espèrent naturellement que les éventuelles tensions exercées sur le système par la dépréciation du dollar se révéleront transitoires ou qu'on pourra y remédier par des ajustements de politique budgétaire dans les pays membres ainsi que par une consultation accrue dans le domaine des taux d'intérêt. Des propositions qui visent à aller au-delà en appellent à une coopération plus explicite dans la définition des objectifs de la politique monétaire, une diversification des avoirs de réserve afin de réduire le rôle particulier du deutsche mark et une répartition plus équitable du fardeau des interventions. Les dispositions de l'accord de Bâle/Nyborg relatives au financement des interventions traduisent un compromis sur la répartition des charges, mais, dans le cadre des conventions existantes, il est nécessaire, pour atteindre les objectifs communs de politique monétaire, de maintenir dans les divers pays une certaine autonomie des taux d'intérêt et une asymétrie des réactions dans ce domaine. Le rôle joué par les objectifs de taux de change dans la lutte contre l'inflation diffère encore d'un pays à l'autre, mais de tels objectifs ne peuvent suffire à garantir la stabilité des prix dans l'ensemble du système.

Les obstacles à  
l'intégration  
financière ...

L'intégration financière devrait s'accroître dans la Communauté sous l'effet des nouvelles mesures prévues pour libéraliser les mouvements de capitaux dans les pays membres et ouvrir à la concurrence intracommunautaire le secteur des services financiers. Cette évolution peut susciter des conflits avec l'objectif de stabilisation des parités et limiter un peu plus la marge d'autonomie des politiques monétaires nationales. On sait que de nombreux obstacles continuent d'entraver les progrès en matière d'accords monétaires en Europe. Même à l'intérieur des pays appartenant au mécanisme de change du SME, la liberté des mouvements de capitaux privés n'est pas totalement acquise; une monnaie conserve une bande de fluctuation large; d'autres pays de la Communauté ne participent pas au mécanisme de change.

En dernière analyse, l'union économique et monétaire nécessite soit la détermination de relations de change fixées de façon permanente entre les

monnaies de la Communauté, soit, comme cela vient d'être proposé, la création d'une monnaie commune et la centralisation, sous une forme ou une autre, du pouvoir de décision en matière de politique monétaire. Ces perspectives soulèvent manifestement de nombreux problèmes politiques aux répercussions multiples. Deux questions ne manqueront pas de se poser à cet égard. Quel cadre institutionnel serait en mesure de garantir que la future politique monétaire commune aurait bien pour objectif central la stabilité des prix, et quelles dispositions assureraient son indépendance vis-à-vis du pouvoir politique? Par ailleurs, de nouvelles institutions favoriseraient-elles les efforts d'intégration, ou bien conviendrait-il de s'attaquer résolument aux problèmes économiques fondamentaux et d'admettre qu'ils ne peuvent être réglés en s'en remettant exclusivement à des dispositifs d'ordre monétaire? Assurément, les experts sont à même de trouver des solutions audacieuses à certains aspects techniques, mais le fond du problème réside dans la nécessité de procéder à des choix politiques difficiles entraînant le sacrifice d'une part de souveraineté nationale. Rien n'indique que les gouvernements et les électeurs y soient disposés.

... et à l'achèvement de l'union monétaire

### *Politiques monétaires orientées sur le taux de change dans d'autres pays*

Dans certains pays industriels, les critères de taux de change retenus pour la conduite de politiques monétaires anti-inflationnistes laissent une certaine marge pour la poursuite d'objectifs de paiements courants ou de PNB nominal. Ailleurs, les références choisies ont permis, sans qu'on l'ait voulu, de limiter une perte de compétitivité vis-à-vis de l'étranger. Au Royaume-Uni, la dépréciation du taux de change en 1986 a paru compatible avec les nouvelles phases de ralentissement modeste de l'inflation dues à la diminution des prix des produits pétroliers. Au Canada, on a estimé que la dévalorisation du taux de change en 1984 et 1985, consécutive à la baisse des prix relatifs des ressources exportées, serait sans doute sans conséquences notables sur l'inflation, étant donné la faiblesse de la demande globale à cette époque. En Espagne, la stabilité assez grande du taux de change effectif a, en fait, comporté une dépréciation en termes réels par rapport à l'ensemble des partenaires commerciaux européens en 1985 et 1986 en raison de la chute du dollar. Le poids attribué au dollar dans l'indice composite de devises utilisé par la Banque de Suède comme norme monétaire est à l'origine de l'ajustement en baisse, depuis 1985, de la couronne suédoise vis-à-vis de la plupart des monnaies européennes. Dans tous ces pays, les autorités se sont trouvées, l'an dernier, placées devant un dilemme: d'une part, l'expansion trop rapide de la demande interne et la menace d'une poussée d'inflation à moyen terme paraissaient exiger des taux d'intérêt à court terme relativement élevés; d'autre part, l'existence d'écarts favorables des taux d'intérêt nominaux vis-à-vis de certaines devises avait tendance à attirer les capitaux étrangers. Dans la plupart de ces pays, une revalorisation de la monnaie ne semblait pas opportune, soit que le gouvernement souhaitait préserver les gains de compétitivité précédemment acquis, soit qu'il voulait parvenir

Dilemme résultant des pressions à la hausse du taux de change en présence d'une expansion rapide de la monnaie et du crédit



progressivement à asseoir sa politique à moyen terme sur des relations de change stables. Les signes précurseurs d'une détérioration des balances des paiements courants laissaient entrevoir un possible renversement des pressions exercées par le marché des changes.

La réaction des  
autorités du  
Royaume-Uni ...

Au printemps de 1987, les autorités du Royaume-Uni ne souhaitent pas entamer la confiance des milieux d'affaires en cédant aux tensions à la hausse de leur monnaie émanant du marché. Elles se sont notamment opposées à une revalorisation de la livre vis-à-vis du deutsche mark en procédant à des interventions massives sur les marchés des changes et en abaissant les taux d'intérêt à court terme. Elles étaient cependant de plus en plus préoccupées par les perspectives d'inflation et par le rythme soutenu de la croissance économique. Les taux d'intérêt courts ont donc été relevés en été, puis réduits après l'effondrement du marché boursier et de nouveau augmentés en janvier 1988. En mars, après de nouvelles interventions massives, il a été décidé de laisser le taux de change dépasser le seuil de DM 3,0, niveau considéré par le marché comme la limite supérieure de la fourchette-objectif implicite défendue par les autorités. Quelques jours plus tard cependant, après la présentation du budget, les autorités ont accepté une réduction des taux d'intérêt à court terme. Les conditions de l'année dernière n'ont pas permis de savoir quelle serait la réaction des autorités dans une situation où la livre s'affaiblirait sensiblement face au deutsche mark; à plus longue échéance, on ne sait toujours pas si, en l'absence d'un engagement de change plus contraignant, la stabilisation effective des taux de change peut concourir à la modération des pressions sur les coûts internes.

... du Canada ...

Au Canada, la perspective de tensions dans l'utilisation des capacités de production a nourri l'an dernier des inquiétudes croissantes au sujet d'une éventuelle accélération de la hausse des prix. Tout en recourant largement aux interventions sur les marchés des changes pour s'opposer aux variations à court terme des taux de change, la Banque du Canada a favorisé un élargissement de l'écart de taux d'intérêt à court terme avec les Etats-Unis et a accepté une revalorisation du dollar canadien par rapport à la monnaie américaine, afin de contribuer à ralentir la croissance économique.

... d'Espagne ...

En Espagne, où la politique de décélération de l'inflation a principalement été axée sur des objectifs de masse monétaire, les autorités se sont appuyées sur des trajectoires de référence pour le taux de change, afin d'établir une projection du rythme de dépréciation de la monnaie permettant de compenser l'écart d'inflation avec les partenaires commerciaux européens.

...

Au début de 1987, dans un contexte d'expansion rapide de la demande interne, les taux d'intérêt courts ont été relevés. Malgré de volumineux achats de devises par les autorités et le rétablissement du contrôle des changes, la peseta s'est fortement appréciée. Les taux d'intérêt à court terme ont été abaissés en fin d'année, et les autorités ont admis un dépassement de l'objectif monétaire, bien que le rythme de croissance économique ait continué à susciter des préoccupations. En Suède, la hausse des prix relativement élevée et la progression trop rapide des dépenses de consommation ont également nécessité une politique monétaire de fermeté l'an dernier. Pour contrecarrer de fortes entrées de fonds à caractère spéculatif, la

... et de Suède

Banque de Suède a permis au taux de change effectif d'atteindre parfois la limite supérieure de sa fourchette de fluctuation.

### *Souplesse des politiques monétaires fondées sur le taux de change*

Dans la mesure où les objectifs de taux de change ont été utilisés par les pays comme point d'ancrage pour une politique monétaire anti-inflationniste, on peut difficilement considérer qu'ils soient entrés en conflit avec des considérations internes à long terme. Les politiques de taux de change adoptées par de nombreux pays européens se fondent sur la conviction que la meilleure façon de parvenir aux ajustements économiques nécessaires consiste à prendre des mesures budgétaires et structurelles. Dans certains cas, toutefois, où l'on peut douter de la capacité de l'économie d'atteindre les objectifs de croissance, notamment après une dépréciation sensible du dollar par rapport aux autres monnaies, on peut avoir à se pencher de nouveau sur des questions que l'on pensait déjà résolues. Au Canada, en cherchant à maîtriser la hausse des prix à moyen terme, la politique monétaire a souvent visé à contrebalancer l'incidence sur la dépense nominale des variations des taux d'intérêt et des mouvements à court terme du taux de change. Tout à l'opposé, les politiques d'alignement sur les monnaies fortes appliquées dans de nombreux pays européens sont davantage liées aux préoccupations au sujet de l'incidence exercée par les modifications de taux de change sur les prix internes. Dans certains cas, les mesures prises au cours des dernières années pour réduire le rôle de l'indexation dans la détermination des salaires ont pu atténuer cet effet. Toutefois, l'expérience de tout un ensemble de pays dotés de références de taux de change différentes n'a pas apporté de réponse définitive à la question de savoir dans quelle mesure les gains de compétitivité procurés par une dévalorisation du taux de change sont durables dans des économies relativement ouvertes.

Avantages  
et risques  
potentiels ...

Rendements des obligations, corrigés de l'inflation, mars 1988 <sup>1</sup>							
Alle- magne	France	Italie	Belgique	Pays-Bas	Irlande	Espagne	Portugal
4,6	7,1	5,9	6,7	5,2	8,2	7,3	5,5 <sup>2</sup>
Autriche	Suisse	Dane- mark	Suède	Norvège	Finlande	Royaume- Uni	Canada
4,4	2,0	6,5	5,6	6,6	6,4	5,5	6,0
<sup>1</sup> Rendement (en %) des obligations représentatives à long terme, diminué de la variation des prix à la consommation au cours des douze derniers mois. <sup>2</sup> Février. Sources: données nationales.							

Les autorités doivent également prendre en compte l'effet probable des modifications des rapports de change sur les taux d'intérêt à long terme. Dans certains pays, on se préoccupe de la relation entre les rendements obligataires et la hausse courante des prix à la consommation. Au début de 1988, les rendements, corrigés de l'inflation, s'inscrivaient entre 4% et 8% dans la plupart des pays européens. Les écarts constatés ne semblaient pas

... notamment les  
effets indésirables  
sur les taux  
d'intérêt à long  
terme



correspondre fidèlement à la situation budgétaire des gouvernements, peut-être parce que ceux-ci avaient fait diversement appel aux concours extérieurs et aux crédits à court terme pour couvrir de très larges besoins de financement. Les anticipations d'évolution à long terme des taux de change ont apparemment revêtu une plus grande importance dans le contexte de la libéralisation croissante des marchés financiers. Quel que soit le système de change en vigueur, les anticipations en la matière semblent liées dans de nombreux cas aux écarts d'inflation attendus, car l'expérience a montré que le taux de change et le rythme d'inflation ont généralement évolué de façon étroitement parallèle dans tous les pays, à l'exception des plus grands. Les marchés peuvent également porter attention à la situation et aux perspectives des paiements courants. Cependant, les pays ont été de plus en plus nombreux à prendre conscience, ces dernières années, du mécanisme par lequel une dépréciation passée du taux de change retarde apparemment le retour à la confiance à l'égard de la politique des autorités et diffère la décade des taux d'intérêt longs en période de recul de l'inflation. Il n'est donc pas surprenant que les pays intègrent cet élément dans leur stratégie de taux de change.

### Le risque d'une sollicitation excessive de la politique monétaire

Déséquilibres  
extérieurs et  
rigidité budgétaire ...

... confèrent un  
rôle important  
aux interven-  
tions et à la poli-  
tique des taux  
d'intérêt

En 1987, la politique monétaire a dû être formulée dans un contexte de déséquilibres persistants et importants des paiements internationaux, d'instabilité périodique des relations de change et de réduction, hors des Etats-Unis, de la demande privée d'actifs financiers américains. Pour diverses raisons, les pays sont convenus de s'efforcer de stabiliser le dollar. Cela ne signifie pas qu'il y avait un consensus sur les conditions de croissance permettant le mieux de résorber les déficits extérieurs, mais il existait un accord assez large sur la nécessité de prendre des mesures d'accompagnement sous forme d'un ajustement des finances publiques. Etant donné les difficultés rencontrées par l'Administration et le Congrès des Etats-Unis pour parvenir à une compression substantielle du déficit budgétaire et l'accueil généralement favorable, dans les autres pays, à un assainissement des finances publiques, les autorités monétaires ont dû faire face à la situation du mieux qu'elles pouvaient. A partir du moment où les investisseurs privés hors des Etats-Unis se sont révélés peu disposés à continuer d'amasser des actifs en dollars EU aux taux de change en vigueur, les banques centrales se sont substituées à eux en procédant à des acquisitions massives de monnaie américaine. L'ajustement externe s'étant déroulé à un rythme parfois éprouvant pour les marchés, et même pour les autorités, le recours aux interventions et à la politique monétaire en vue de la stabilisation des taux de change semble avoir servi à reporter les tensions sur les marchés des obligations et des actions. Le maintien de faibles taux d'intérêt a entraîné une accélération de l'expansion monétaire dans de nombreux pays. Au début de 1988, un plus grand calme régnait sur les marchés des changes, mais on continuait d'éprouver des préoccupations quant à la stabilité des principales relations de change face aux écarts de croissance entre pays, au besoin toujours pressant d'une

correction budgétaire aux Etats-Unis et à l'amélioration, certes perceptible, mais encore modeste, des paiements extérieurs de ce pays.

Depuis quelque temps, la politique monétaire des Etats-Unis a été adaptée de façon à contrebalancer les conséquences, sur la demande globale, de la rigueur budgétaire et des variations du déficit des paiements courants, tout en permettant à l'activité économique de poursuivre son développement. Cet objectif n'ayant pas été toujours compatible avec le contrôle de la trajectoire des agrégats de monnaie, on en est donc venu à conduire la politique monétaire sur la base de l'observation de toute une batterie d'indicateurs. Les autres grands pays n'ont pu s'en tenir strictement à une stratégie fondée sur des objectifs à moyen terme de politique monétaire en 1987, en raison de la conjoncture. Les autorités monétaires demeurent cependant convaincues que la stabilité des prix est indispensable à une croissance économique durable. Même dans un environnement caractérisé par une inflation faible ou modérée, les banques centrales restent attentives à tout symptôme de résurgence de l'inflation et des anticipations inflationnistes. Si la stratégie à court terme de soutien de la croissance économique devait par trop retarder le retour à une orientation stable à moyen terme de la politique monétaire, les résultats — pourtant chèrement acquis — de la lutte contre l'inflation pourraient bien ne pas être très durables.

Les risques  
d'une stratégie  
à court terme en  
cas de reprise de  
l'inflation



## VII. Le système monétaire international

### Faits saillants

L'évolution sur le marché du dollar a continué de dominer la scène monétaire internationale en 1987 et au début de 1988. La monnaie américaine s'étant déjà fortement dépréciée, les autorités ont manifesté une réticence croissante à l'égard d'une nouvelle baisse incontrôlée du dollar. Parallèlement, la lenteur du processus d'ajustement international (voir Chapitre III) a pesé lourdement sur l'opinion du marché des changes, et les investisseurs privés ont quelquefois été moins enclins à accroître leurs créances en dollars aux taux de change en vigueur. L'écart qui en est résulté entre les besoins de financement effectifs des balances des paiements et le volume des flux spontanés de capitaux a obligé les autorités monétaires à jouer un rôle de plus en plus actif sur les marchés des changes. Leur stratégie, telle qu'elle ressort de l'accord du Louvre, a consisté à stimuler la confiance des intervenants en stabilisant les taux de change autour de leurs niveaux en vigueur tout en soutenant le processus d'ajustement international par une coordination adéquate des politiques macro-économiques. Cependant, malgré un renforcement remarquable de la coopération monétaire internationale, quelques dérapages en matière de politique économique ont été perçus ou effectifs. Par voie de conséquence, le dollar a connu des accès de faiblesse répétés, et parfois la confiance du marché n'a pu être rétablie qu'après une nouvelle dépréciation sensible de la monnaie américaine et des interventions massives des autorités.

Le marché de l'or n'a pas été épargné, non plus, par les perturbations des taux de change et les préoccupations inflationnistes qui en découlaient. Malgré l'accroissement de l'offre, le cours de l'or en dollars a augmenté pour la troisième année consécutive.

La place grandissante occupée par les autorités monétaires dans le financement du déficit de la balance des paiements courants des États-Unis, les interventions au sein du SME et les politiques de diversification ont contribué l'année dernière à une forte expansion des réserves internationales. Toutefois, ce phénomène s'est limité pour l'essentiel à un nombre restreint de pays et ne semble pas présenter de graves menaces d'inflation pour l'avenir de l'économie mondiale.

### Marchés des changes

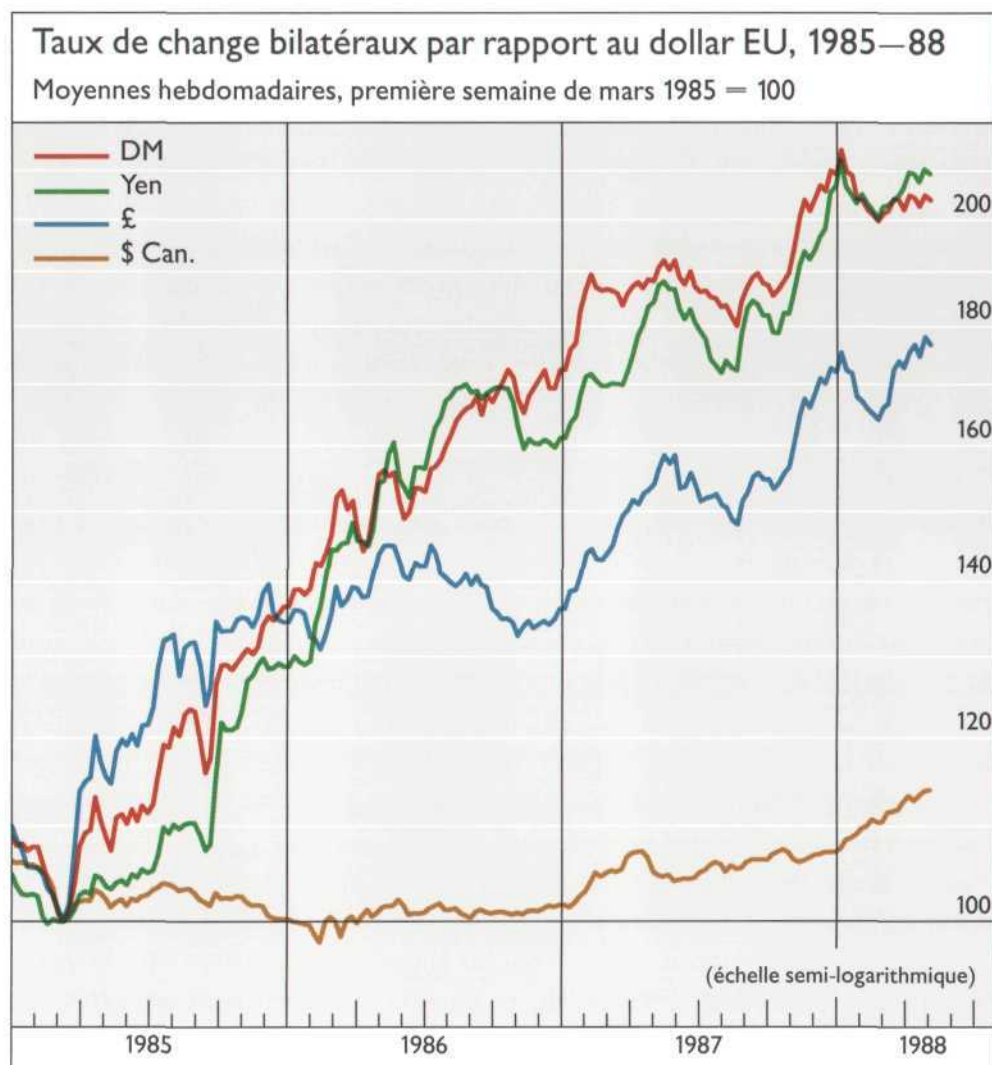
#### *Evolution des taux de change courants*

La période sous revue est restée dominée par les accès de faiblesse répétés du dollar. Cependant, si l'on s'était largement félicité en 1986 de sa baisse de valeur, jugée indispensable au processus d'ajustement international, un

Les autorités s'efforcent de freiner la chute du dollar

consensus a commencé à se dégager au début de 1987 sur le fait qu'une nouvelle dépréciation incontrôlée comportait des risques considérables.

Le Rapport annuel de l'an dernier décrivait déjà de manière assez détaillée les mesures prises pendant les premiers mois de 1987 pour stabiliser les taux de change autour des niveaux alors en vigueur, en particulier dans le cadre de l'accord du Louvre, ainsi que les fortes pressions à la baisse qui s'étaient ensuite exercées sur le dollar de fin mars à début mai.



La faiblesse prononcée du dollar, au début du printemps 1987, s'explique principalement par les doutes du marché quant à la détermination des autorités de respecter l'accord du Louvre en axant leurs politiques économiques sur la stabilité des taux de change. En outre, des signes de graves tensions commerciales entre les principaux pays industrialisés avaient ébranlé la confiance du marché. Les pressions à la baisse du dollar ont commencé à s'exercer pendant la deuxième moitié de mars et se sont concentrées en particulier sur le taux de change vis-à-vis du yen. L'opinion du marché à l'égard du dollar a rapidement subi une telle dégradation qu'il a fallu adopter toute une série de mesures officielles pour rétablir le calme et la stabilité.

Les doutes  
du marché et  
les réactions  
officielles



Des interven-  
tions d'une  
ampleur sans  
précédent

La première ligne de défense a reposé sur des interventions étroitement coordonnées et d'une ampleur sans précédent sur le marché des changes. Les Etats-Unis eux-mêmes sont entrés en jeu en vendant, de la mi-mars à la mi-mai, des avoirs officiels en devises à hauteur de \$4 milliards environ. Les réserves de change du Japon ont enregistré un gonflement de \$16 milliards en mars et avril et celles du Royaume-Uni, où la stabilité de la livre vis-à-vis du deutsche mark revêtait également une certaine importance, se sont accrues de près de \$10 milliards pendant la période de trois mois courant de mars à mai.

La réaction des  
taux d'intérêt

C'est la politique monétaire qui a constitué la deuxième ligne de défense. Certes, les craintes relatives au taux de change ont influé en général sur les taux d'intérêt aux Etats-Unis et dans les pays excédentaires, mais ces variations du loyer de l'argent ont été encouragées ou entérinées par des mesures monétaires internes. Là encore, le trait dominant a été l'ampleur de l'ajustement, notamment pour les taux d'intérêt à long terme. Au Japon, le taux de rendement des obligations à dix ans, par exemple, est tombé à un creux de 2,5% vers la mi-mai, cédant ainsi plus de 200 points de base par rapport à son niveau de février. Des variations des rendements obligataires à long terme d'un tel rythme et d'une telle importance constituaient une évolution sans précédent. Les taux d'intérêt à long et à court terme aux Etats-Unis ont augmenté de quelque 150 et 100 points de base respectivement entre la mi-mars et la mi-mai. Par voie de conséquence, l'écart entre les taux à long terme aux Etats-Unis et au Japon s'est accentué, passant de 2,5 points à plus de 6 points.

Une politique de  
persuasion

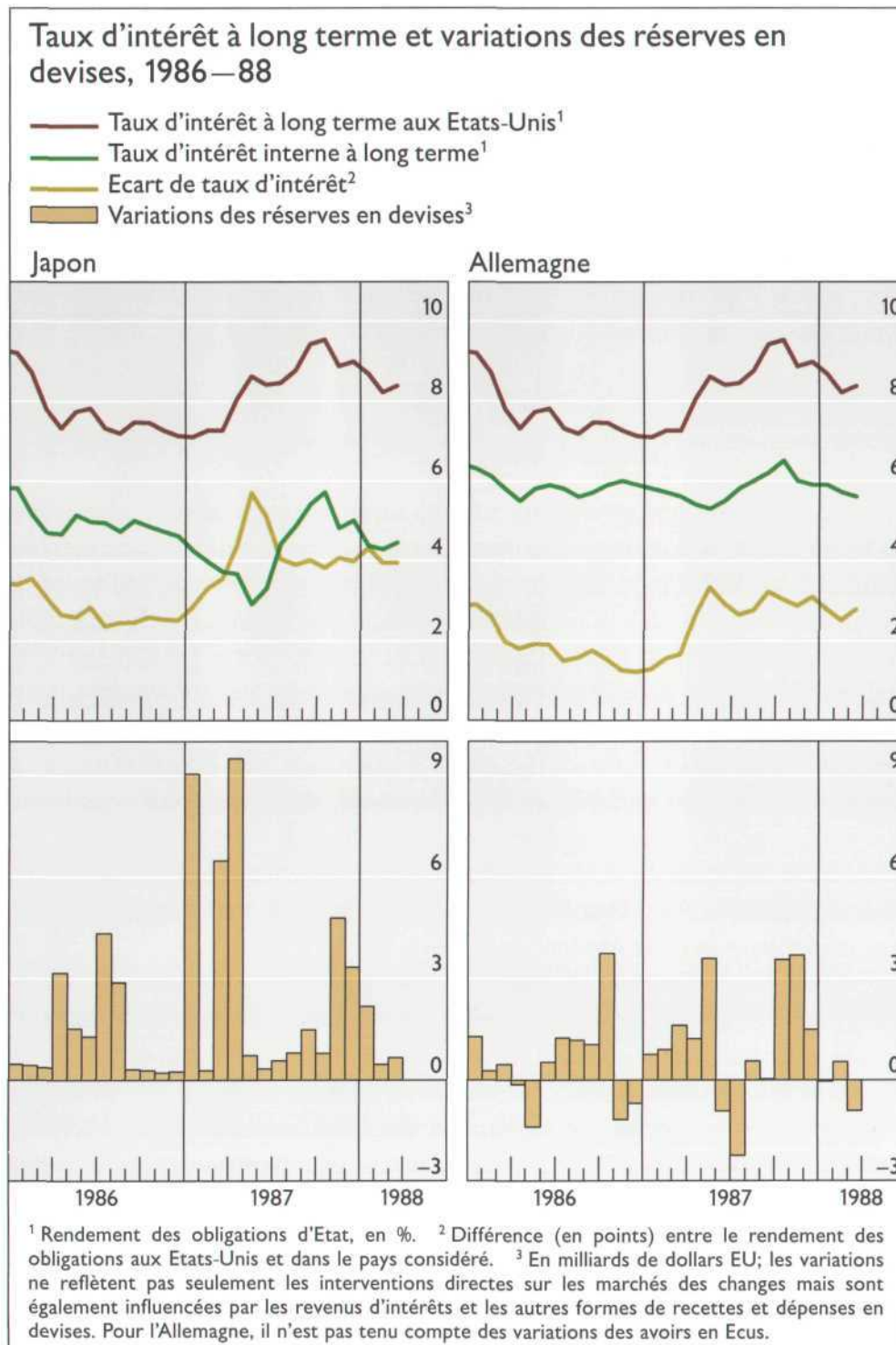
La troisième ligne de défense s'est appuyée sur la persuasion. Au début du mois d'avril, à l'occasion des réunions de printemps des institutions de Bretton Woods, les pays du Groupe des Sept ont réaffirmé leur adhésion à l'accord du Louvre et à la coopération qu'il prône en matière de politique économique. Quelques jours plus tard, la Banque du Japon a indiqué qu'elle était parvenue à un accord avec d'autres banques centrales sur des swaps de monnaies destinés à soutenir le dollar par rapport au yen. Fin avril, le Premier Ministre du Japon, en visite officielle à Washington, et le Président de la Réserve fédérale ont déclaré que la politique monétaire dans leur pays ferait l'objet d'un nouvel ajustement en vue de stabiliser, si nécessaire, le taux de change du dollar vis-à-vis du yen. Par ailleurs, les autorités japonaises ont vivement exhorté les principaux opérateurs du marché des changes au Japon à modérer leurs activités spéculatives sur le dollar.

Enfin, un ajustement plus profond de l'économie a pu être constaté. Début avril, le gouvernement japonais a proposé un important collectif budgétaire global destiné à stimuler l'activité économique et les importations, et en mai sa mise en application était en bonne voie.

L'action des  
autorités l'em-  
porte sur les  
forces du  
marché

Par cette approche sur plusieurs fronts, les autorités ont finalement réussi à rassurer les marchés en leur prouvant leur détermination de maintenir la stabilité des taux de change de sorte qu'à partir du milieu de mai le dollar s'est mis à remonter. Malgré un marché demeuré nerveux et sensible aux mauvaises nouvelles, le dollar, qui était tombé fin avril à Y 138, soit à 10% au-dessous du niveau auquel il se situait lors de la conclusion de l'accord du Louvre, s'est raffermi, pour atteindre Y 145 au début du mois de juin.

Les résultats du sommet du Groupe des Sept à Venise début juin n'ont pas, de prime abord, impressionné outre mesure les marchés. Les responsables politiques avaient non seulement réaffirmé leur adhésion à l'accord du Louvre mais s'étaient accordés sur le principe d'un renforcement des mécanismes destinés à coordonner les politiques économiques et à exercer une surveillance multilatérale de ces politiques, en vue de «promouvoir une croissance globale soutenue et non inflationniste et une plus grande stabilité des monnaies». Or, les marchés s'étaient attendus à des mesures plus précises.





Raffermissement temporaire du dollar

Quoi qu'il en soit, le dollar, stimulé par une légère amélioration des résultats du commerce extérieur des Etats-Unis, a poursuivi sa reprise pendant la deuxième moitié de juin. Les craintes d'une nouvelle dépréciation de la monnaie américaine s'atténuant, le niveau élevé des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis a commencé à exercer un fort attrait sur les investisseurs étrangers. Malgré une hausse des taux d'intérêt japonais et allemands et, de ce fait, un resserrement des écarts de taux favorables au dollar, les entrées de capitaux aux Etats-Unis se sont mises à dépasser les besoins de financement extérieur du pays et à provoquer une augmentation de la valeur de la monnaie américaine. A la mi-juillet, le taux de change du dollar par rapport au yen était revenu à Y 151 environ, soit à seulement 2% au-dessous de son niveau au moment de l'accord du Louvre. Vis-à-vis du deutsche mark, le cours de la monnaie américaine s'est alors élevé nettement au-delà de DM 1,83, niveau correspondant à l'accord du Louvre, et a même atteint DM 1,90 durant la première quinzaine d'août. En fait, début août, les pressions à la hausse du dollar résultant de l'accroissement des tensions dans le Golfe persique sont devenues telles que les autorités américaines, en coordination avec la Deutsche Bundesbank et d'autres banques centrales, ont commencé à intervenir assez massivement pour modérer son envolée. A elles seules, les autorités américaines ont cédé plus de \$600 millions contre deutsche marks pendant cette période.

Nouvelles incertitudes à l'égard du dollar

La vigueur du dollar n'a toutefois été que de courte durée. Vers la mi-août, les résultats décevants du commerce extérieur des Etats-Unis ont semé le doute sur la persistance de l'amélioration des paiements courants du pays. L'opinion du marché s'est brusquement renversée, et les autorités ont dû procéder à des interventions coordonnées pour soutenir le dollar qui reperdait du terrain. Parallèlement, les craintes d'une recrudescence de l'inflation ont contribué au redressement des taux américains à long terme. Le 4 septembre, le taux de l'escompte aux Etats-Unis a été porté de 5,5% à 6%. Cette mesure, qui visait en premier lieu à «faire face de manière efficace et opportune aux pressions inflationnistes potentielles», a également eu un effet d'apaisement sur les marchés des changes. Le dollar est même légèrement remonté lorsque, fin septembre, les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales du Groupe des Sept ont réaffirmé, à l'occasion de l'assemblée annuelle du FMI, leur adhésion à l'accord du Louvre dont ils se sont montrés satisfaits.

Lacunes de la coordination des politiques économiques

Toutefois, ce répit a été éphémère. Etant donné que l'augmentation des taux d'intérêt au Japon et en Allemagne a parfois précédé le mouvement de hausse aux Etats-Unis, il en est résulté un nouveau fléchissement du dollar début octobre. Divers facteurs ont, en outre, contribué à l'inquiétude des marchés: annonce de nouveaux résultats décevants du commerce extérieur américain, critiques formulées aux Etats-Unis à l'égard du relèvement à l'étranger des taux d'intérêt directeurs, absence de tout progrès sur le plan budgétaire aux Etats-Unis et allusions, dans les milieux gouvernementaux américains, à de nouveaux ajustements possibles de la monnaie.

La chute spectaculaire des cours des actions sur les places financières américaines, le 19 octobre, ne s'est pas répercutée immédiatement sur le

dollar mais s'est d'abord accompagnée d'un rapatriement de fonds américains détenus à l'étranger. Cependant, de vives tensions se sont fait sentir quelques jours plus tard lorsque les marchés se sont mis à reconsidérer la position du dollar. Le krach boursier avait instantanément balayé les craintes d'inflation. Ce phénomène, conjugué aux apports officiels considérables de liquidités et à une «recherche de la qualité», a entraîné une forte baisse des taux d'intérêt à court et à long terme aux Etats-Unis. En outre, il semblait probable dans ce contexte que la politique monétaire américaine resterait orientée vers le maintien de la stabilité des marchés financiers et la lutte contre la récession, en laissant le dollar trouver son niveau d'équilibre. En fait, la spirale de hausse des taux à long terme dans le monde avant la crise boursière ainsi que l'absence de tout indice d'une amélioration suffisante sur le plan budgétaire aux Etats-Unis avaient érodé la confiance des marchés dans l'accord du Louvre. Malgré les interventions massives des autorités, auxquelles participaient également les Etats-Unis, le dollar s'est inscrit en recul marqué, tombant d'un niveau légèrement supérieur à DM 1,80 dans les jours qui ont suivi la crise boursière à un creux de DM 1,65 le 10 novembre. Les réductions des taux directeurs opérées début novembre par trois pays européens à monnaie forte, Allemagne, Suisse et Pays-Bas, ont certes permis d'atténuer les tensions au sein du Système monétaire européen (voir page 209) mais elles sont passées quasiment inaperçues sur le marché du dollar.

Turbulences boursières et réactions sur les marchés des changes

Le 10 novembre, la déclaration du Président des Etats-Unis indiquant qu'il ne souhaitait pas que le dollar continue de diminuer a soulagé quelque peu le marché, mais la situation de la monnaie américaine est restée précaire malgré la poursuite des interventions. Le compromis budgétaire auquel l'Administration et la délégation du Congrès étaient parvenus le 20 novembre et qui portait sur une réduction de \$75 milliards du déficit en deux ans n'a pas totalement convaincu les marchés. Les nouvelles séries d'abaissements concertés des taux officiels en Europe le 24 novembre, puis le 3 décembre, n'ont eu, elles aussi, qu'un effet limité, bien qu'elles aient provoqué un élargissement des écarts de taux à court terme en faveur de la monnaie américaine.

Affaiblissement croissant du dollar malgré les déclarations réitérées des autorités

Les pressions à la baisse sur le dollar se sont de nouveau intensifiées après l'annonce, le 10 décembre, d'un déficit sans précédent de la balance commerciale des Etats-Unis pour octobre. La déclaration dans laquelle le Groupe des Sept réaffirmait, le 22 décembre, les objectifs fondamentaux de l'accord du Louvre en matière de politique économique et convenait qu'un nouveau recul du dollar irait à l'encontre du but recherché n'a pas réussi dans un premier temps à impressionner les marchés. Malgré les interventions massives et coordonnées des autorités — les Etats-Unis achetant à eux seuls \$1,7 milliard au cours de la seconde quinzaine de décembre — la chute de la monnaie américaine s'est accélérée pendant les derniers jours du mois, en particulier vis-à-vis du yen japonais. Vers la fin de l'année, le taux de change de la monnaie américaine par rapport au yen et au deutsche mark s'inscrivait à de nouveaux creux, avec Y 122 et DM 1,58, soit en recul de 21% et 14% respectivement depuis l'accord du Louvre.

A ce stade, toutefois, les marchés s'étaient engagés à l'excès, et les autorités n'ont pas hésité à en profiter. En opérant une série d'interventions



Des interven-  
tions oppor-  
tunes et fruc-  
tueuses

Une plus grande  
stabilité du  
dollar

Renforcement  
du yen par  
rapport au  
deutsche mark

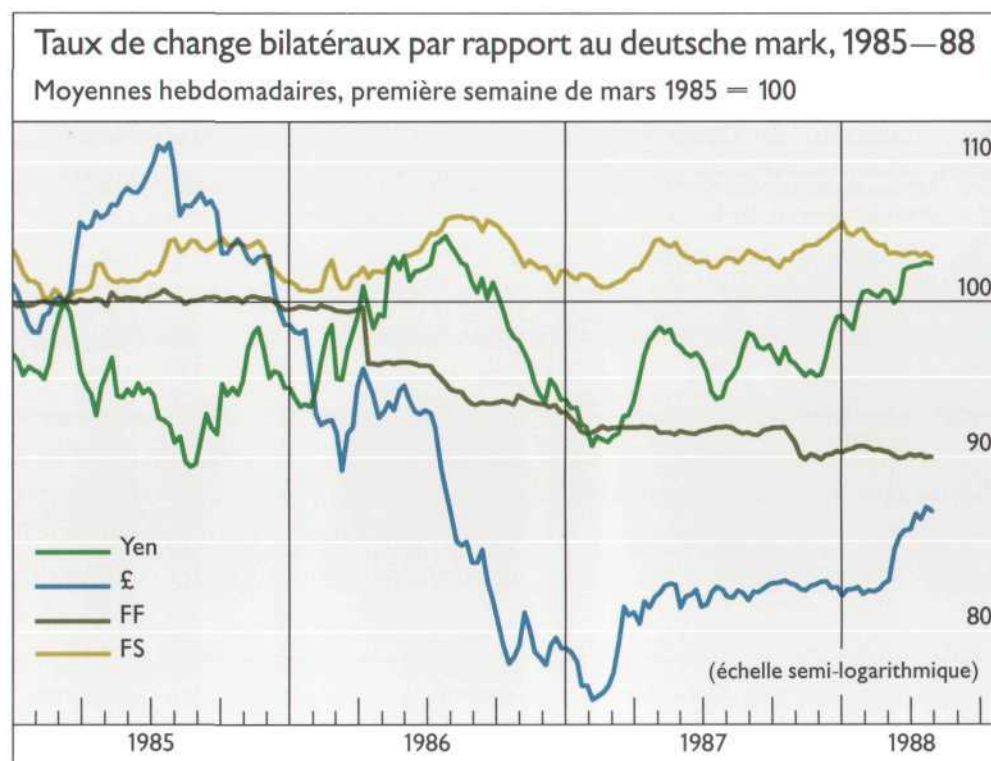
Grande fermeté  
de la livre sterling

agressives et étroitement coordonnées, elles ont montré que la déclaration de décembre du Groupe des Sept n'était pas une simple déclaration d'intention. De ce fait, l'attitude du marché a commencé à changer et le dollar s'est inscrit en hausse rapide. Le 13 janvier 1988, le Président Reagan et le Premier Ministre japonais, M. Takeshita, ont conclu un accord aux termes duquel les Etats-Unis pouvaient obtenir des yens en échange de DTS, mesure qui semblait encore souligner la détermination qui avait abouti à l'accord de décembre 1987 du Groupe des Sept. La publication de chiffres nettement meilleurs du commerce extérieur américain, faisant penser que le processus d'ajustement était enfin amorcé, accentuait alors le redressement du dollar. Des statistiques japonaises indiquant une diminution de l'excédent de la balance des paiements courants du pays sont d'ailleurs venues confirmer cette impression. A partir de la mi-janvier, le dollar a fluctué dans une marge étroite autour de Y 129 et de DM 1,69, avant de s'inscrire de nouveau en recul à fin mars, amenant ainsi les autorités à effectuer des interventions répétées, en particulier vis-à-vis du yen. Au cours de la deuxième semaine d'avril, la réunion de printemps des institutions de Bretton Woods a permis de réaffirmer les conceptions antérieures du Groupe des Sept sur la coordination des politiques économiques et la coopération sur les marchés des changes. Au milieu d'avril, l'annonce de chiffres décevants du commerce extérieur américain a déclenché de nouvelles cessions de dollars, mais les interventions énergiques et coordonnées des autorités ont rapidement enrayer ce fléchissement, et la monnaie américaine s'est alors établie autour de Y 125 et DM 1,70.

Le dollar s'étant stabilisé pendant les premiers mois de 1988, l'attention des marchés s'est reportée temporairement sur les taux bilatéraux du deutsche mark, du yen et de la livre sterling. En fait, la vigueur relativement plus marquée du yen vis-à-vis du deutsche mark a été l'un des traits dominants de la période sous revue. Après avoir vivement reculé par rapport au deutsche mark au second semestre de 1986 et en janvier 1987, la monnaie japonaise a regagné quelque 15% au cours des seize mois suivants. Elle s'est montrée particulièrement ferme en mars-avril 1987, quand elle a subi de plein fouet les effets de la chute du dollar, puis entre décembre 1987 et mai 1988. Pendant cette dernière période, le contraste entre les résultats des économies japonaise et allemande est devenu assez frappant. L'économie japonaise semblait s'être adaptée en douceur au nouvel environnement en matière de change, les bénéfices des entreprises ainsi que l'activité économique étant alors en pleine expansion. En revanche, en Allemagne, la croissance était modérée et l'on craignait généralement qu'une nouvelle appréciation du deutsche mark n'ait de graves conséquences pour l'économie du pays. Dans ce contexte, les marchés ont estimé que le Japon s'accommoderait mieux que l'Allemagne d'une politique économique alliant un resserrement de la politique monétaire à une certaine augmentation du taux de change.

Bénéficiant de la plus grande stabilité des prix du pétrole et du niveau élevé des taux d'intérêt internes, la livre sterling a été soumise à des tensions à la hausse durant la majeure partie de la période sous revue. Du fait de la vigueur sous-jacente de l'activité économique en Grande-Bretagne et de

certaines tendances inflationnistes, la politique monétaire se devait de maintenir un équilibre délicat entre les nécessités de l'austérité sur le plan interne et les considérations de change.



Après avoir fortement baissé pendant le second semestre de 1986 et en janvier 1987, la livre n'a cessé de s'apprécier par rapport aux monnaies des autres pays de la CEE, et davantage encore vis-à-vis du dollar EU, jusqu'à début mai 1987, où elle s'est fixée juste au-dessous de DM 3,00. Cette augmentation de 8% environ à l'égard du deutsche mark n'a pu être enrayée par la forte réduction des taux officiels d'intervention, qui s'est opérée en quatre étapes entre début mars et début mai, ni par le volume sans précédent des interventions sur les marchés des changes, qui ont gonflé les avoirs officiels de réserve de près de \$10 milliards de mars à mai.

Parallèlement au redressement progressif du dollar, les tensions à la hausse de la livre se sont atténuées par la suite. Au début d'août, les autorités ont profité du fléchissement de la livre pour relever d'un point leurs taux d'intervention, cette mesure ayant été précipitée par la vigueur de la demande intérieure et la dégradation des résultats des échanges commerciaux. De la fin d'août au début de février 1988, la livre a pratiquement suivi la même évolution par rapport au dollar que les monnaies des autres pays de la CEE. A l'évidence, les autorités visaient à placer leur monnaie dans le sillage du deutsche mark, ou tout au moins à l'empêcher de s'apprécier au-delà de DM 3,00. Pendant les derniers mois de l'année, lorsque le dollar s'est inscrit en net recul à la suite de la crise boursière, la Banque d'Angleterre, en accord avec d'autres banques centrales européennes, a non seulement abaissé, en trois étapes, ses taux d'intervention, mais elle est également intervenue

Dans le sillage  
du deutsche  
mark



massivement sur les marchés des changes, ses réserves officielles en devises s'accroissant de \$12,6 milliards d'octobre à décembre.

Les autorités  
laissent la livre  
s'apprécier par  
rapport au  
deutsche mark

En janvier 1988, le redressement du dollar s'est traduit par un répit temporaire pour la livre et, à la suite d'une série de résultats décevants du commerce extérieur, la Banque d'Angleterre a relevé de 0,5 point ses taux officiels d'intervention au début de février. Toutefois, les marchés s'étant départis de toute attitude négative, l'ampleur des écarts d'intérêt en faveur de la livre a rapidement provoqué une vive recrudescence des tensions à la hausse du taux de change. L'économie tournant à plein régime et les augmentations de salaires s'accéléralant, les autorités britanniques en sont venues à penser qu'il était trop risqué d'axer uniquement la politique économique sur le taux de change. Début mars, la livre a dépassé son plafond officiel fixé à DM 3,00. Les marchés n'ont d'abord exploité cette nouvelle marge de manœuvre qu'avec prudence, mais, après le bon accueil réservé au budget, la livre s'est élevée au-dessus de DM 3,10 pendant la seconde quinzaine de mars. Malgré deux réductions des taux d'intervention de la Banque d'Angleterre et des résultats commerciaux peu encourageants, elle s'est inscrite en hausse progressive, dépassant DM 3,18 à la mi-mai, avant qu'un nouvel abaissement de 0,5 point des taux officiels britanniques ne déclenche un léger fléchissement du taux de change.

Fermeté du  
dollar canadien

Soutenu par la vigueur de l'économie, le niveau élevé des taux d'intérêt, l'enchérissement des matières premières et la perspective d'un accord de libre-échange entre le Canada et les États-Unis, le dollar canadien est resté généralement assez ferme par rapport au dollar EU. Entre le début de 1987 et la mi-mai 1988, son taux de change bilatéral a augmenté de près de 12%. Ce mouvement de hausse s'est concentré sur les premiers mois de 1987 ainsi que de 1988. Pendant cette dernière période, le dollar canadien s'est apprécié non seulement à l'égard du dollar EU, mais également de manière sensible vis-à-vis du yen et du deutsche mark.

### *Perspectives à plus long terme*

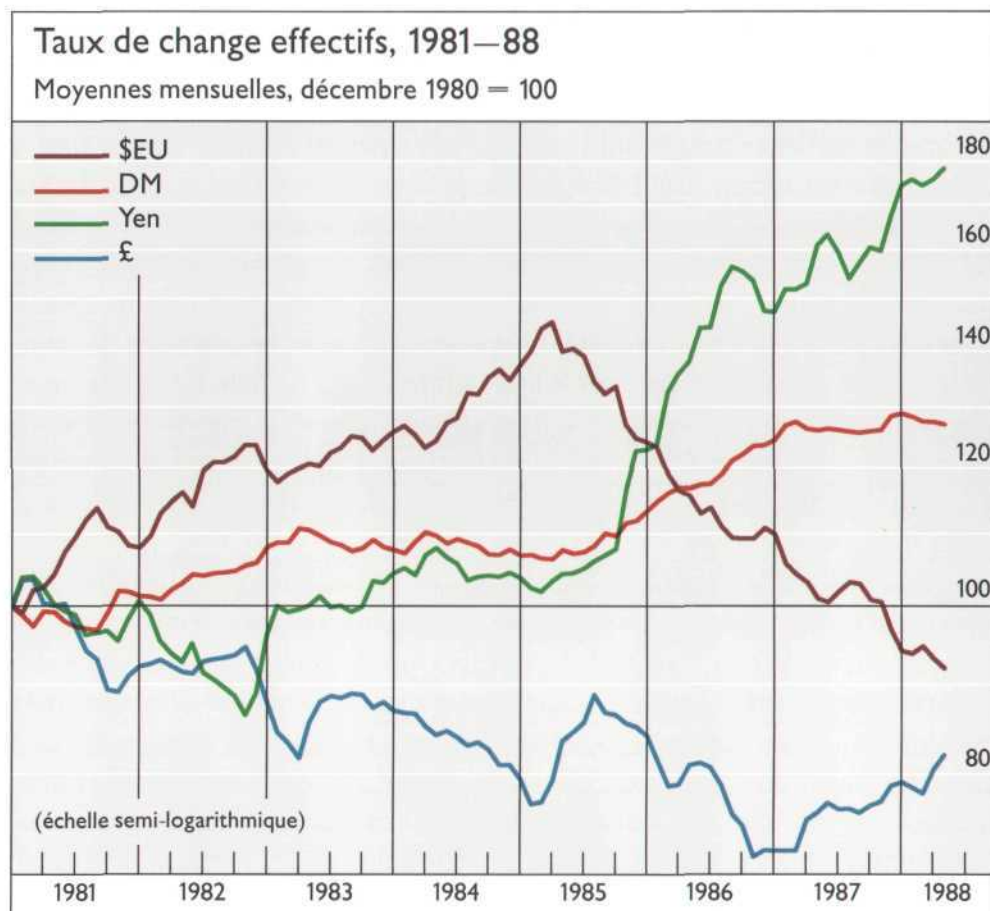
Taux de change  
pondérés en  
fonction des  
échanges com-  
merciaux

Les graphiques des pages 200 et 201 présentent l'évolution des taux de change dans une perspective à plus long terme. Celui de la page 200 montre la tendance suivie, depuis la fin de 1980, par les taux de change nominaux de quatre grandes monnaies, pondérés en fonction des parts d'importation bilatérales et des parts d'exportation bilatérales et multilatérales de vingt et un pays industrialisés. A la fin de 1980, année de référence de ce graphique, le deutsche mark et le yen se sont inscrits en léger recul par rapport à leurs niveaux élevés de la fin des années soixante-dix, qui avaient contribué, avec la reprise de la hausse des prix du pétrole, à l'apparition de déficits considérables des paiements courants en Allemagne et au Japon. La balance des paiements courants des États-Unis était à cette époque plus ou moins en équilibre.

En termes pondérés des échanges commerciaux, le dollar a perdu environ 35% de sa valeur par rapport au sommet atteint au début de 1985, tandis que le yen japonais s'est apprécié de quelque 75% et le deutsche mark

de 20%. Si l'on observe l'évolution des monnaies pendant toute la période indiquée sur le graphique, on peut voir que le dollar se situe maintenant légèrement en deçà de son niveau de la fin de 1980; en revanche, le yen et le deutsche mark ont augmenté de près de 80% et 30% respectivement. Cette divergence d'évolution au cours de cette période de sept ans et un trimestre

Divergence  
d'évolution du  
yen et du  
deutsche mark



résulte du poids beaucoup plus grand du dollar dans le taux de change effectif du Japon que dans celui de l'Allemagne, une proportion très élevée des échanges commerciaux allemands s'effectuant avec d'autres pays européens. Ce phénomène explique la hausse nettement plus prononcée du yen depuis début 1985 et permet de comprendre pourquoi, depuis l'accord du Louvre, le taux de change effectif du deutsche mark ne s'est pratiquement pas apprécié, alors que le yen a encore progressé de 17%.

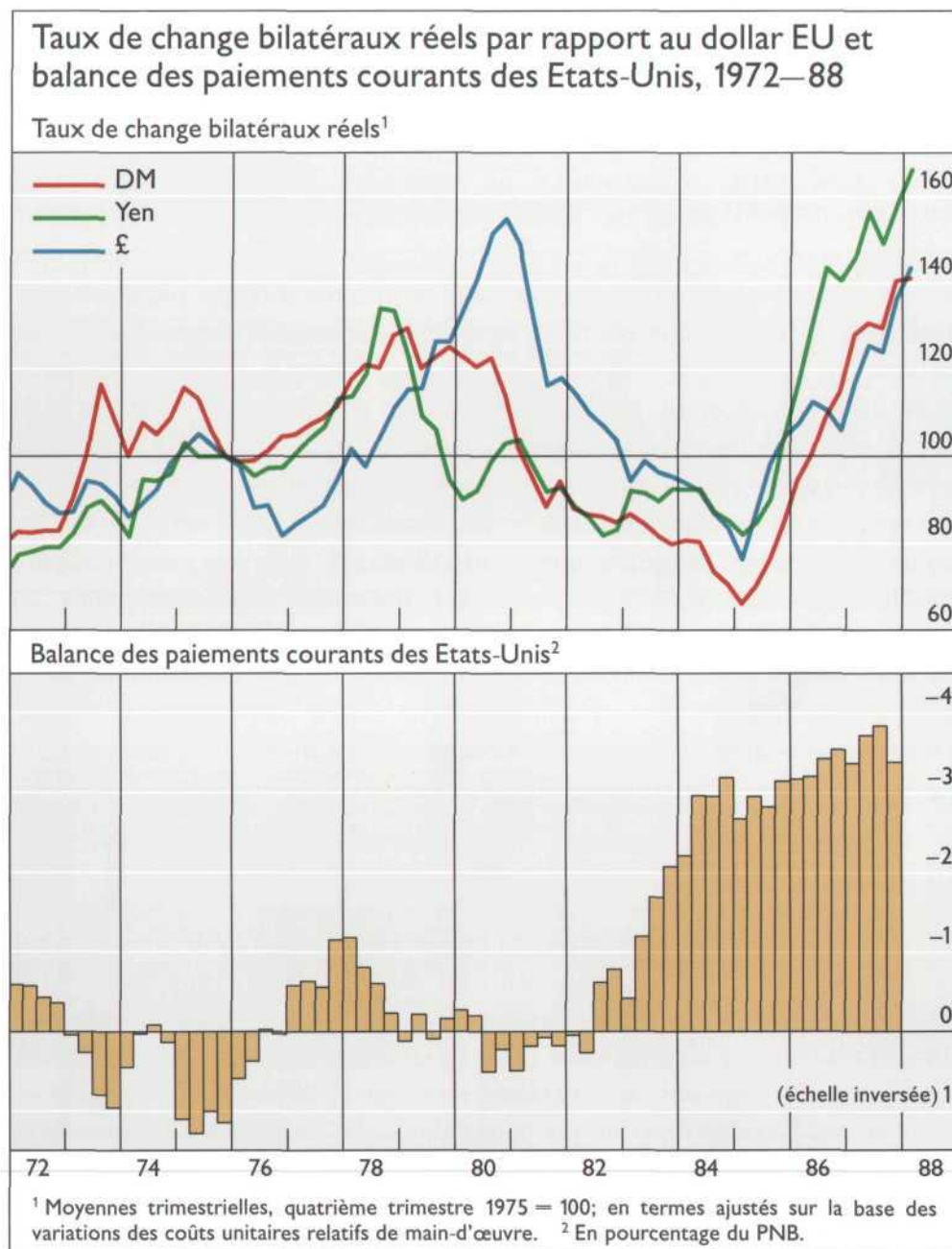
On peut ajouter qu'à la fin de 1980 la livre se situait à un niveau particulièrement élevé en raison des nouvelles augmentations des prix du pétrole et d'une politique monétaire interne très restrictive. Malgré le fléchissement de près de 20% enregistré depuis cette date, la livre n'est donc pas loin de ses niveaux records (voir également le graphique ci-contre).

Il faut noter enfin que, en raison de la très grande diversité des pondérations utilisées pour le calcul de ces taux de change effectifs, le graphique ci-dessus ne devrait pas servir de base à des comparaisons bilatérales, telles que l'évolution de la compétitivité de l'Allemagne par rapport à

Taux de change  
bilatéraux réels



celle du Japon. Pour ce faire, il convient d'examiner directement les taux de change bilatéraux. Tel est l'objectif du graphique ci-dessous qui montre, en tenant compte des variations des coûts unitaires de main-d'œuvre, l'évolution du deutsche mark et du yen vis-à-vis du dollar EU depuis l'accord de Washington.



Grâce à ces taux de change bilatéraux «réels», on peut voir que le yen et le deutsche mark se sont appréciés de quelque 60% et 25% respectivement vis-à-vis du dollar depuis la fin de 1980 et qu'ils se situent maintenant nettement au-dessus de leurs sommets de la fin des années soixante-dix.

Toutefois, ce graphique illustre surtout les fortes fluctuations à moyen terme des taux de change réels, caractérisées par une ampleur croissante. En fait, les taux de change réels du yen et du deutsche mark ont progressé de

Fortes fluctuations à moyen terme des taux de change réels

100% environ vis-à-vis du dollar par rapport à leurs creux du début de 1985. Dans la mesure où l'on ne peut guère faire valoir que les données économiques fondamentales, à l'exception des taux de change eux-mêmes, se sont sensiblement modifiées au cours de ces dernières années, il est difficile de nier que le plus souvent les taux de change ont été largement déconnectés de la réalité économique et que, compte tenu de l'ampleur du déficit des paiements courants des Etats-Unis, le mouvement, désormais inversé, de vive hausse du dollar pendant les trois ou quatre années qui ont précédé 1985 était de toute évidence excessif.

Les coûts des fluctuations injustifiées des taux de change à plus long terme sont notoires: distorsions au niveau de la concurrence, signaux erronés pour l'affectation des ressources, effets perturbateurs sur la stabilité des prix intérieurs, incitation à une attitude protectionniste et renforcement de l'incertitude générale qui accroît les risques inhérents aux décisions d'investissement à plus long terme. L'instabilité excessive à moyen terme des taux de change comporte une conséquence supplémentaire: dans le cadre de leurs décisions en matière d'investissement, d'affectation des ressources et de fixation des prix, les entreprises tiennent de moins en moins compte de ces fluctuations et se fondent sur leurs propres estimations de taux de change d'équilibre. Cette attitude est judicieuse dès lors que les mouvements de taux de change vont dans la mauvaise direction, mais elle peut poser des problèmes lorsque, comme on l'a vu récemment, un ample ajustement des taux de change s'impose. Dans ce cas, les effets de la courbe en J risquent de se faire sentir encore plus longtemps. Il faudra, par exemple, attendre quelque temps avant que les entreprises ne soient convaincues que la faiblesse actuelle du dollar persistera et ajustent en conséquence leurs dispositions en matière d'investissement et d'affectation des ressources.

Coûts des sur-  
réactions des  
taux de change

### *L'expérience de l'accord du Louvre*

La période sous revue a été caractérisée par le rôle de premier plan joué par les autorités sur les marchés des changes. Cela étant, si les événements de ces dernières années ont fourni la preuve éclatante que les interventions coordonnées au niveau international peuvent exercer une influence prépondérante sur l'évolution des taux de change, en particulier lorsqu'elles s'appuient sur d'autres mesures de politique économique, on ne peut pas affirmer avec autant de certitude que les autorités ont tiré tout le parti possible de cette influence.

Rôle des  
interventions  
coordonnées

L'accord du Louvre de fin février 1987 a été conclu à un moment où le dollar avait déjà subi une très forte dépréciation et où la confiance des marchés risquait de s'effondrer si les autorités ne faisaient pas la démonstration de leur préoccupation et de leur détermination face à ce problème. Les développements survenus sur les marchés des changes avant et après le réalignement du SME au début de janvier 1987 avaient déjà donné une indication de ce qui pouvait alors se passer.

L'accord visant à stabiliser les taux de change autour des niveaux alors en vigueur et à entériner cet objectif officiel par une coordination



Les raisons  
de la politique  
de soutien du  
dollar

appropriée des politiques nationales ne reposait pas sur l'hypothèse que l'on pouvait défendre indéfiniment ces rapports de change nominaux. Toutefois, compte tenu de l'expérience antérieure de sursuraction des taux de change et de l'ampleur des ajustements déjà intervenus, on a estimé qu'il serait très avantageux de prévenir dans l'immédiat toute nouvelle baisse marquée du dollar. Ainsi, on éviterait d'ajouter de nouveaux effets de la courbe en J aux effets déjà existants tout en se ménageant le répit nécessaire pour que la nouvelle structure des taux de change puisse se traduire par une réduction correspondante des déséquilibres des paiements courants. En fait, les chiffres du commerce extérieur publiés récemment avaient fait espérer que la correction de ces déséquilibres était en cours et qu'une modification supplémentaire des taux de change pourrait encore se produire si les ajustements déjà réalisés se révélaient insuffisants ou excessifs.

Rien ne venant indiquer que le renforcement de la coordination des politiques économiques généralement attendu au lendemain de l'accord du Louvre était effectivement imminent, les marchés des changes ont sérieusement mis à l'épreuve, à peine quelques semaines plus tard, la détermination des autorités d'honorer leur accord. Face à ce manque de crédibilité, seules des interventions massives, confortées par des signaux explicites en matière de politique monétaire et, en particulier dans le cas du Japon, par des preuves manifestes de progrès dans la voie d'un ajustement plus fondamental, ont pu rétablir la confiance des marchés (voir pages 192—193).

Absence de  
concordance  
entre les écarts  
substantiels de  
taux d'intérêt et  
les anticipations  
de taux de  
change stables

Cependant, un nouveau type de problème est apparu alors même que les marchés avaient acquis la conviction que les autorités étaient décidées et aptes à défendre la structure de taux de change en vigueur. L'hypothèse d'une nouvelle dépréciation du dollar étant écartée, les taux d'intérêt américains ont paru extrêmement attrayants et ont donc commencé à exercer une influence prépondérante sur les mouvements de capitaux. En conséquence, le dollar s'est considérablement raffermi malgré la hausse des taux d'intérêt dans les pays excédentaires. Il a fallu dès lors recourir aux interventions pour empêcher une remontée excessive du dollar qui risquait de retarder encore davantage le processus d'ajustement.

La spirale de  
hausse des taux  
d'intérêt et ses  
répercussions

A la mi-août, le scénario s'est de nouveau modifié lorsqu'une série de résultats médiocres du commerce extérieur américain a remis en question l'une des hypothèses de base de l'accord du Louvre, à savoir que ces résultats tendaient résolument à s'améliorer. Le dollar a alors fait l'objet de nouvelles pressions à la baisse et a dû être soutenu une fois encore. Les inquiétudes suscitées par les taux de change n'ont fait qu'accroître les anticipations inflationnistes, et les taux d'intérêt du dollar se sont inscrits en forte hausse. C'est à ce moment que des conflits de politique économique ont commencé à se dessiner. Les craintes relatives aux taux de change, qui avaient contribué à faire monter les taux d'intérêt du dollar, auraient dû en même temps exercer des pressions à la baisse sur ceux des pays excédentaires. Au lieu de cela, en Allemagne et au Japon, où la forte croissance des agrégats monétaires internes suscitait des inquiétudes considérables, les taux ont, eux aussi, continué à augmenter avec l'encouragement des autorités. Les marchés ont alors jugé que cette tendance exigeait un nouveau relèvement des taux

d'intérêt américains, d'autant plus que les Etats-Unis ne semblaient pas vouloir passer à l'offensive sur le front budgétaire et que le dollar ne cessait de subir le contrecoup des résultats médiocres du commerce extérieur. Cette hausse en spirale des taux d'intérêt dans les pays excédentaires et aux Etats-Unis allait visiblement à l'encontre de l'esprit de l'accord du Louvre et minait sa crédibilité. En faisant sérieusement douter de l'évolution future de l'économie mondiale, elle a incontestablement influé sur le déroulement chronologique de l'effondrement des marchés boursiers et contribué à un regain d'agitation sur les marchés des changes qui, malgré la coordination des mesures monétaires et des interventions massives, n'a pu être contenu qu'après une nouvelle baisse sensible du dollar.

On a affirmé que l'accord du Louvre, en essayant de geler les taux de change à des niveaux irréalistes, était non seulement voué à l'échec mais qu'il entraînait également des distorsions des politiques suivies dans d'autres domaines. Il reposait entre autres sur l'hypothèse qu'une nouvelle baisse du dollar serait inutile dans l'immédiat. On pourrait cependant faire valoir qu'à partir du moment où il était devenu clair, au début de l'automne, qu'un léger fléchissement supplémentaire du dollar serait peut-être nécessaire pour accélérer et renforcer le processus d'ajustement, les autorités auraient pu accepter et justifier cette dépréciation en invoquant l'accord du Louvre sans porter atteinte à sa crédibilité.

Une deuxième critique pourrait être également formulée; en effet, vouloir stabiliser les taux de change nominaux n'a guère de sens lorsque les écarts de taux d'intérêt dans le monde sont substantiels et liés à l'inflation. Si les autorités parviennent à convaincre le marché de leur capacité de défendre les taux de change en vigueur, les écarts de taux d'intérêt nominaux en faveur des pays à inflation plus forte auront valeur de taux d'intérêt réels pour les investisseurs étrangers. Les capitaux tendront alors à affluer de manière excessive vers les pays à inflation relativement plus élevée et pousseront les taux de change dans la mauvaise direction, comme cela s'est produit au début de l'été 1987 où le dollar a connu une vigueur anormale. En revanche, à partir du moment où le marché doute de la capacité des autorités de défendre les taux de change existants, les écarts de taux d'intérêt nominaux perdent leur efficacité et les flux de capitaux tendent à s'inverser. On se trouve alors généralement en présence d'une situation de déséquilibre dans un sens ou dans l'autre. Il serait davantage approprié de recourir à un objectif plus souple qui permettrait aux taux de change de varier parallèlement à l'inflation ou aux écarts de taux d'intérêt.

Hormis ces points techniques, il est difficile de se rallier aux critiques accusant l'accord du Louvre d'avoir suscité les dérapages des politiques qui ont pu contribuer à l'effondrement des marchés boursiers, ou tout au moins à son déclenchement. Il n'y a eu, en effet, aucun conflit important entre les impératifs nationaux et les objectifs internationaux énoncés dans l'accord du Louvre. Aux Etats-Unis, une action plus déterminée sur le plan budgétaire aurait été bénéfique, à plus long terme, pour l'économie du pays et l'ajustement extérieur. En Allemagne, des mesures de relance budgétaire plus résolues auraient eu un effet favorable non seulement sur la balance des

La stabilisation  
des taux de  
change et le  
conflit  
«nominal/réel»

Rôle de l'accord  
du Louvre



paiements mais aussi sur l'économie. De même, au Japon, l'effort d'expansion consenti sous la pression des événements extérieurs aurait pu être justifié pour des raisons purement internes.

### *Répercussions d'une mobilité rapide des capitaux sur la stabilité des taux de change*

Flux de capitaux: facteurs de stabilité ou d'instabilité?

Les fluctuations excessives des taux de change, ces dernières années, soulèvent une autre question concernant le rôle, stabilisateur ou non, des mouvements internationaux de capitaux dans le contexte du processus en cours d'intégration globale des marchés nationaux. On fait parfois valoir que la mobilité croissante des capitaux dans le monde a été l'un des principaux facteurs de l'instabilité accrue des marchés des changes ces dernières années et que, en particulier, les flux de capitaux à court terme sont susceptibles de provoquer des mouvements désordonnés des taux de change.

Mouvements de capitaux à court terme et fonctionnement du marché des changes

Si l'on ne peut nier que les flux de capitaux à court terme puissent parfois contribuer à l'instabilité excessive des taux de change, il convient de remarquer cependant que leur rôle est en général indispensable au bon fonctionnement d'un système de taux de change flottants. Même lorsque la balance des paiements courants d'un pays est en équilibre sur l'ensemble d'un cycle économique, elle tendra à enregistrer des déséquilibres conjoncturels et saisonniers, ainsi que, à une échelle mensuelle, hebdomadaire, journalière et horaire, des déséquilibres passagers. Il est généralement admis que les fluctuations des taux de change n'ont pas d'effets stabilisateurs à court terme sur les transactions courantes; du fait des effets de la courbe en J, elles vont même jusqu'à aggraver les déséquilibres. Les flux authentiques de capitaux à long terme peuvent, eux aussi, ne pas réagir très rapidement aux fluctuations des taux de change. Par conséquent, en l'absence d'interventions officielles sur les marchés des changes, seuls les flux de capitaux à court terme dits «spéculatifs» et les activités de contrepartie des banques assurent un équilibre permanent sur les marchés des changes. De fait, c'est surtout par leur incidence sur les flux de capitaux à court terme que les fluctuations des taux de change peuvent exercer un effet stabilisateur immédiat.

Volume important des opérations de change dérivées

Les marchés des changes diffèrent des autres marchés financiers dans la mesure où tous les cours sont directement interdépendants. Ainsi, une modification du taux de change du deutsche mark par rapport au dollar se traduit obligatoirement par un ajustement des taux bilatéraux de toutes les autres monnaies vis-à-vis du dollar et/ou du deutsche mark. Par conséquent, un changement donné des flux de paiements internationaux qui se répercute, par exemple, sur la relation de change dollar/deutsche mark tendra à multiplier une série d'opérations de change jusqu'à l'obtention d'une nouvelle structure cohérente d'équilibre des taux de change. C'est en raison de ces activités continues d'arbitrage, de stabilisation et de contrepartie des banques que les transactions commerciales ne représentent qu'une partie mineure du volume d'activité total des marchés des changes. Toutefois, cela ne signifie pas que les opérations sur les marchés des changes et des flux de capitaux à court terme ne sont pour l'essentiel que «funeste agitation». Au

contraire, ces flux sont indispensables au fonctionnement sans heurts des marchés.

Cependant, nul ne saurait nier que les flux de capitaux à court terme, y compris les transactions sur actifs à long terme à des fins de spéculation à court terme, peuvent avoir parfois une forte incidence déstabilisatrice sur les marchés des changes. En outre, il est tout à fait exact que, du fait de l'intégration globale croissante des marchés nationaux, ces flux déstabilisateurs peuvent prendre des proportions considérables. Néanmoins, la solution ne réside pas dans l'introduction de nouveaux contrôles et obstacles qui entraveraient également les transactions de change et les flux de capitaux stabilisateurs; elle passe plutôt par des politiques économiques nationales plus stables et mieux coordonnées au niveau international.

### *Importance d'un environnement prévisible et cohérent au niveau international pour les politiques économiques*

Le bon fonctionnement d'un système de taux de change flottants dépend de la capacité des opérateurs du marché de se former une idée réaliste et ferme du niveau ou de la trajectoire d'équilibre des taux de change à plus long terme. Si cette condition est remplie, l'élément stabilisateur des flux de capitaux «spéculatifs» permettra aux taux de change de ne pas trop s'écarter de leur niveau d'équilibre approximatif en cas de turbulences temporaires. En revanche, si les taux ne font pas l'objet d'anticipations stables, leurs fluctuations risquent de provoquer des déplacements parallèles des anticipations; elles se perpétueront alors d'elles-mêmes et deviendront autonomes. Au lieu d'agir comme mécanisme stabilisateur, elles pourront être à l'origine de difficultés économiques et de déséquilibres de la balance des paiements.

Rôle des anticipations

Pour que les opérateurs du marché soient en mesure de se faire une opinion réaliste et relativement durable du niveau d'équilibre à plus long terme des taux de change, il importe en premier lieu que la politique économique s'inscrive dans un environnement stable et prévisible. Pour cela, non seulement les politiques économiques des différents pays doivent être saines et transparentes, mais il faut aussi que la physionomie d'ensemble de l'économie et la structure globale de la balance des paiements résultant de leur interaction soient cohérentes. On ne devrait pas considérer les taux de change comme une question secondaire que l'on aborde seulement après avoir déterminé les autres politiques; il conviendrait, au contraire, d'intégrer la recherche d'une stabilité raisonnable des relations de change dans le cadre d'une politique économique plus générale. De ce point de vue, l'accord du Louvre a certainement représenté un pas dans la bonne direction.

Importance de la stabilité de l'environnement de la politique économique

La nécessité d'une coordination accrue des politiques économiques au niveau international est la conséquence inévitable du renforcement de l'interdépendance et de l'intégration à l'échelle internationale, tendance qui se traduit nécessairement par une perte d'autonomie nationale et exige une volonté de compromis. Il s'agit là d'une évolution sans doute politiquement douloureuse mais difficilement évitable, qui présente des avantages en ce sens



Les tâches futures des autorités

qu'elle améliore l'efficacité de l'affectation des ressources et ouvre des perspectives plus larges.

S'agissant de l'avenir, la tâche qui attend les autorités des principaux pays industriels n'est pas de tout repos. Bien que le volume des échanges ait commencé à refléter clairement l'ajustement des rapports de change, le déficit de la balance des paiements courants des Etats-Unis devrait rester substantiel dans les années à venir. Dans ces conditions, il faudra sans doute que les positions constituées en faveur du dollar atteignent un montant cumulé très élevé pour permettre de financer ce déficit. Toute tentative, même marginale, visant à réduire ces énormes positions à découvert en dollars pourrait déclencher de vives tensions sur les marchés des changes.

Dans ce contexte, il faudra absolument que les autorités des principaux pays industrialisés fassent la preuve de leur unanimité et de leur détermination, en montrant la ligne à suivre sur les marchés des changes et en poursuivant leurs efforts d'ajustement. Ainsi que l'expérience l'a montré avec l'accord du Louvre, la tolérance à l'égard des dérapages, indécisions et désaccords au sujet de la politique économique s'est amoindrie. Tout échec dans le domaine de la coordination des politiques et de la gestion commune des taux de change peut rapidement mener à un bouleversement du marché qui aurait de graves conséquences pour la stabilité et la santé de l'économie mondiale.

### *Evolution au sein du SME*

Stabilité des cours-pivots après le réaligement du début de 1987

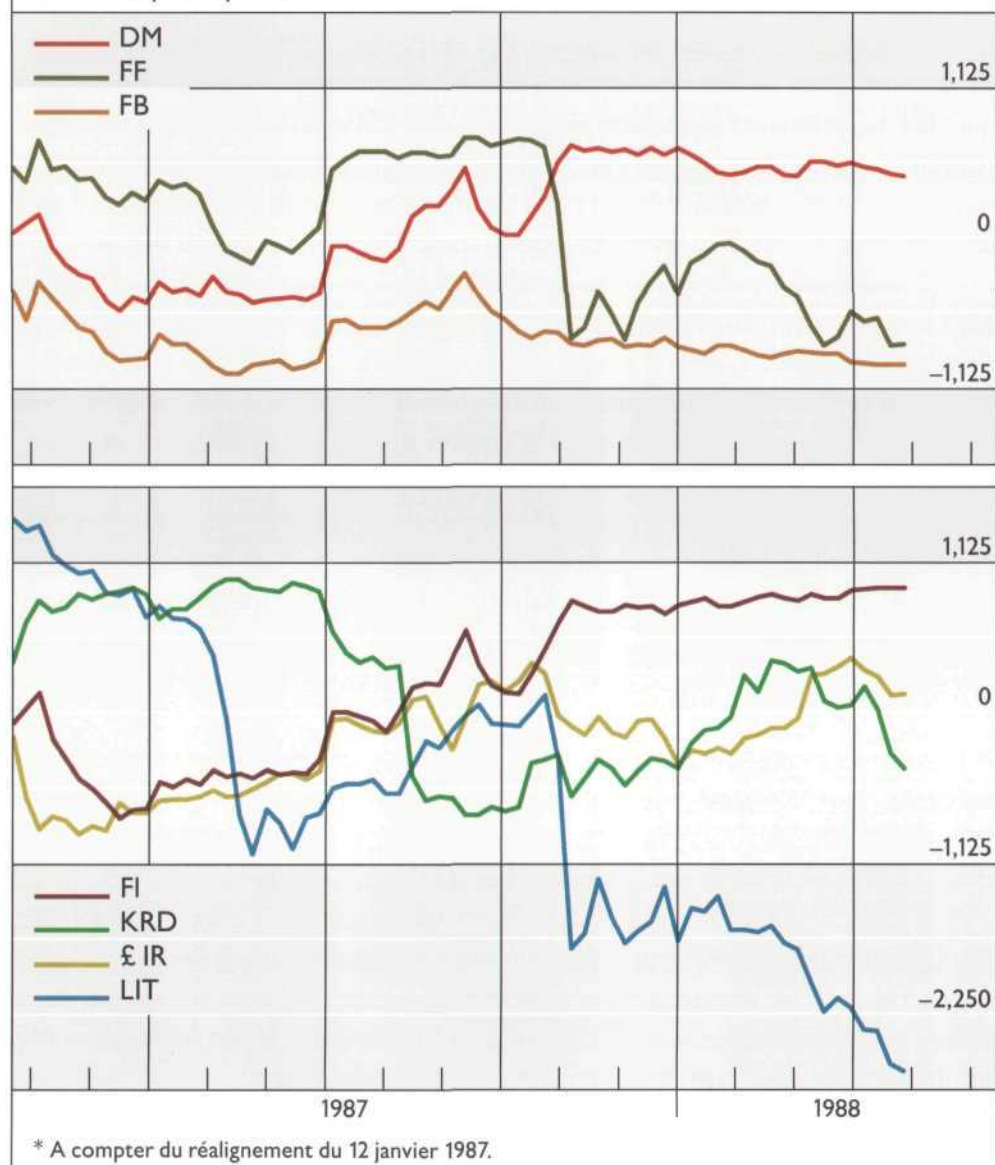
A la suite du réaligement opéré au début de janvier 1987 (opération décrite en détail dans le Rapport annuel de l'année dernière), le Système monétaire européen (SME) a réussi de manière assez efficace à protéger les rapports de change des monnaies participantes des développements sur le marché du dollar. L'instabilité du dollar pendant la période sous revue a montré aux pays du SME combien il importait de renforcer leur cohésion sur le plan monétaire. Les succès enregistrés ces dernières années dans le domaine de la convergence vers des taux d'inflation plus bas ont été consolidés. En outre, en septembre 1987, les gouverneurs des banques centrales de la CEE ont adopté un certain nombre de mesures visant à renforcer les mécanismes du SME (voir Chapitre VIII). En vue de parvenir d'ici 1992 à l'instauration de véritables marchés de capitaux à l'échelle de la Communauté, de nouvelles initiatives ont été prises en faveur de la déréglementation des flux de capitaux entre pays, notamment par la levée, en juin 1987, de l'interdiction officielle faite aux banques allemandes d'accepter des dépôts libellés en Ecus.

Tensions passagères sur les taux de change et renforcement du rôle des fluctuations intramarginales

A l'exception du réaligement modeste opéré début 1987 au sein du SME, les cours-pivots n'ont subi aucune modification durant la période sous revue. Néanmoins, les variations amples et soudaines des flux de capitaux, qui ont parfois exercé de fortes pressions sur les taux de change, ont continué de caractériser l'évolution sur les marchés. En conséquence, il a fallu défendre à plusieurs reprises la grille de parités en vigueur au sein du SME par des interventions massives sur les marchés des changes et par des mesures de soutien. Bien que la bande de fluctuation du SME n'ait jamais atteint son ampleur maximale après le réaligement, on a assisté à un ajustement de la

## Taux de change au comptant dans le mécanisme de change du SME, 1987–88\*

Moyennes hebdomadaires (en %) des écarts par rapport aux cours-pivots des monnaies participantes



stratégie d'intervention pour permettre aux changements des conditions du marché de se répercuter davantage sur les mouvements des taux de change dans les limites de la bande de fluctuation du SME et restreindre ainsi les bénéfices pouvant être retirés d'une spéculation déstabilisatrice.

Au cours des premiers mois de 1987, le renversement progressif, et quelque peu hésitant au début, des entrées de capitaux de nature spéculative en Allemagne, qui s'étaient produites à la veille du réalignment de janvier 1987, a permis à d'autres pays du SME de compenser leurs pertes antérieures de réserves et d'abaisser leurs taux officiels. En outre, fin mars et début avril, le reflux des capitaux a contribué à protéger le deutsche mark des fortes tensions à la hausse vis-à-vis du dollar EU exercées sur le yen japonais pendant cette période.



Pressions  
sur la lire

Toutefois, en avril, les sorties de capitaux de l'Allemagne vers d'autres pays membres ont progressivement cessé. Début mai, les inquiétudes liées à l'affermissement du deutsche mark vis-à-vis du dollar et à l'assouplissement imminent des contrôles de change en Italie ont suscité de fortes pressions à la baisse de la lire. Les autorités italiennes ont réagi avec souplesse et efficacité, en soutenant leur monnaie sur le marché des changes, mais aussi en acceptant un recul de 2 points de la lire par rapport à son cours-pivot. Malgré la libéralisation partielle des flux de capitaux le 13 mai, la lire n'a pas fait l'objet de nouvelles pressions durant cette période.

Au tout début de l'été, la situation au sein du SME est demeurée assez calme, et le raffermissement du franc français a permis un abaissement des taux d'intervention de la Banque de France. En août, toutefois, les rumeurs d'un réaligement imminent du SME et le nouveau fléchissement du dollar EU ont fait renaître l'agitation sur les marchés. Les pressions se sont surtout concentrées sur la lire italienne. Les autorités sont alors intervenues sur le marché des changes et ont également relevé leur taux d'escompte et mis en œuvre des mesures fiscales. Il a néanmoins fallu attendre l'adoption, le 13 septembre, d'un train de mesures comprenant un resserrement temporaire des contrôles sur les mouvements de capitaux et une limitation du crédit bancaire en liras pour assister à un renversement des flux de capitaux en faveur de l'Italie.

Vives tensions  
au sein du SME  
et réactions  
efficaces des  
autorités

La situation est ensuite restée assez calme jusqu'à la dernière semaine d'octobre, lorsque de nouvelles rumeurs de réaligement suscitées par la chute du dollar ont déclenché la réapparition de fortes pressions centrifuges sur les taux de change au sein du SME. Les autorités ont réagi par de vigoureuses interventions, tout en laissant fléchir de manière sensible le franc français et la lire. Début novembre, les mouvements concertés de réduction en Allemagne et de relèvement en France des taux officiels ont fini par rassurer les marchés et par atténuer les pressions déstabilisatrices au sein du SME.

Une stabilité  
remarquable  
malgré les ten-  
sions sur le dollar  
et les incertitudes  
suscitées par  
les élections

Malgré la faiblesse persistante du dollar, en particulier vers la fin de l'année, la situation au sein du mécanisme de change du SME est alors demeurée très stable. Fin novembre et début décembre, la Banque de France a été en mesure de participer aux séries de réductions concertées des principaux taux officiels opérées par les banques centrales européennes. En janvier, lorsque le dollar s'est partiellement redressé, le mouvement antérieur d'entrées de capitaux en Allemagne s'est en partie inversé, et d'autres pays du SME ont pu compenser les pertes de réserves subies précédemment. Cette situation a permis d'abaisser les taux officiels en France, en Belgique et aux Pays-Bas, et le 20 janvier — bien avant la date d'expiration fixée à fin mars — l'Italie a aboli les mesures temporaires de contrôle des changes adoptées en septembre 1987. En février, les sorties de capitaux de l'Allemagne se sont raréfiées, mais, hormis une légère agitation début mars, la situation est demeurée très calme au sein du SME, malgré les incertitudes suscitées par les élections françaises. Toutefois, quelques pressions se sont exercées contre la lire, qui a fléchi progressivement, jusqu'à s'approcher de sa limite inférieure au sein de la bande de fluctuation élargie pendant la période allant de fin février au début de mai.

## Production d'or et marché de l'or

Le prix de l'or en dollars a continué d'augmenter sensiblement en 1987, malgré un nouvel accroissement de l'offre sur le marché. Divers facteurs ont soutenu la demande. Pendant la plus grande partie de l'année, elle a été stimulée par les inquiétudes à l'égard des taux de change, les investisseurs voulant acquérir un avoir dont la valeur, en dollars, avait nettement progressé depuis que cette monnaie s'était mise à fléchir en février 1985. De plus, pendant le printemps et l'été, le réveil des anticipations inflationnistes a contribué à soutenir cette demande face au relèvement marqué des taux d'intérêt à long terme. Enfin, il se peut que celle-ci ait bénéficié de la forte tendance à la hausse des cours d'autres métaux. En revanche, la crise boursière d'octobre semble n'avoir eu qu'une incidence très limitée.

Forte demande d'or soutenue par la faiblesse du dollar et les craintes d'inflation

Si les utilisations commerciales de l'or ont diminué pendant l'année du fait de la montée des cours, les achats aux fins de placement et de thésaurisation sont restés élevés grâce, en partie, à l'évolution à plus long terme de la demande. Ces dernières années, un important marché de l'or s'est développé dans les pays asiatiques du Pacifique, qui s'ajoutent à la ceinture de pays, de la



Méditerranée à la Mer de Chine méridionale, ayant de tout temps considéré l'or comme une forme première de richesse. En 1987, le Japon a importé plus de 240 tonnes métriques, soit environ 25% de plus que ses besoins industriels. Malgré les droits de douane et la fiscalité, près de 60 tonnes d'or au titre des importations privées ont été déclarées à Taïwan au cours des



Accroissement  
persistant de la  
production  
minière

six mois allant d'octobre 1987 à mars 1988, et la banque centrale de Taïwan a renforcé de 172 tonnes ses propres avoirs en or pendant les quinze mois qui ont précédé mars 1988.

En ce qui concerne l'offre, la production minière occidentale a enregistré une nouvelle augmentation, de plus de 80 tonnes en 1987, pour s'établir à 1.375 tonnes. Cette expansion, très générale, s'est produite dans toutes les grandes régions de production, à l'exception de l'Afrique du Sud où, pour la troisième année consécutive, la production a diminué de 33 tonnes en raison de la tendance persistante à exploiter les minerais à teneur plus faible. L'accroissement de l'extraction minière a été particulièrement marqué en Amérique du Nord, les Etats-Unis et le Canada ayant renforcé leur production de 37 tonnes et 14 tonnes respectivement. Ces deux pays représentent maintenant un cinquième de la production occidentale d'or, contre moins d'un dixième au début de la décennie. De fortes progressions ont également été enregistrées en Australie (33 tonnes) et au Brésil (17 tonnes).

Production d'or dans le monde								
Pays	1953	1970	1980	1983	1984	1985	1986	1987
	en tonnes métriques							
Afrique du Sud	371	1.000	675	680	683	672	640	607
Etats-Unis	61	54	31	63	66	80	118	155
Canada	126	75	52	73	86	90	106	120
Australie	33	20	17	31	39	59	75	108
Brésil	4	9	35	59	62	72	67	84
Philippines	15	19	22	33	34	37	39	40
Papouasie-Nouvelle-Guinée	0	1	14	18	19	31	36	34
Colombie	14	7	17	18	21	26	27	26
Chili	4	2	7	19	18	18	19	19
Venezuela	1	1	1	6	10	12	15	16
Zimbabwe	16	15	11	14	15	15	15	15
Japon	7	8	7	6	7	9	14	14
Ghana	23	22	11	12	12	12	12	12
Zaïre	11	6	3	6	10	8	8	12
Pérou	4	3	5	10	11	11	11	11
Mexique	15	6	6	7	8	8	8	8
République dominicaine	0	0	12	11	11	10	9	8
Autres pays	50	25	33	48	50	63	71	84
Production mondiale*	755	1.273	959	1.114	1.162	1.233	1.290	1.373
* 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).								

Réduction des  
ventes des pays  
communistes

Après avoir fourni aux marchés occidentaux davantage d'or en 1986 qu'à tout autre moment durant les années quatre-vingt, les pays communistes (à l'exclusion des pays d'Europe de l'Est membres du FMI) ont réduit leurs exportations l'année dernière. C'est, en particulier, le cas de la Chine. L'Union Soviétique, qui a sans doute opéré des ponctions sur ses réserves d'or au

cours des dernières années, aurait, elle aussi, agi de même, malgré la faiblesse persistante des prix du pétrole. Cette attitude s'explique, d'une part, par le fait que l'on peut obtenir les mêmes recettes avec des ventes physiques moins importantes lorsque les prix augmentent et, d'autre part, parce que le pays a procédé à des prélèvements sur ses dépôts auprès des banques occidentales. Tout compte fait, les apports d'or des pays communistes ont été, selon les estimations, de l'ordre de 300 tonnes en 1987.

Les encaisses-or officielles, qui ne s'étaient guère modifiées en 1986, ont baissé de 90 tonnes l'année dernière. Cette diminution est le résultat net d'achats et cessions assez importants effectués par certains pays. Avec des acquisitions portant sur 65 tonnes, les réserves d'or de Taïwan, au prix du marché, ont progressé encore plus rapidement que ses avoirs en devises. Les Philippines ont poursuivi leur politique d'achat de la production locale et ont renforcé de 16 tonnes leurs réserves officielles. Les Etats-Unis ont acquis 11 tonnes de métal pour remplacer une partie de l'encaisse officielle utilisée pour la frappe de l'«Eagle» en 1986. Les ventes d'or effectuées dans le monde par les autorités ont surtout été motivées par des difficultés de balance des paiements. En Amérique latine, la Colombie et le Pérou ont été les plus gros vendeurs (41 tonnes et 20 tonnes respectivement). Parmi les pays d'Europe de l'Est membres du FMI, la Roumanie et la Hongrie ont vendu 28 tonnes et 22 tonnes. En ce qui concerne les pays industrialisés, le Canada, qui a pour politique de vendre de l'or prélevé sur les réserves officielles lorsque les prix sont élevés, en a cédé 37 tonnes, tandis que la Belgique affectait 17 tonnes de son encaisse-or à la frappe de monnaies en Ecus.

Comme la production a suivi une tendance à la hausse et que les ventes des pays occidentaux, à partir des encaisses-or officielles, ont largement compensé le fléchissement de l'offre des pays communistes, les apports d'or sur le marché ont encore, au total, sensiblement progressé l'année dernière. Néanmoins, en raison de l'importance de la demande aux fins de placement et de thésaurisation, le cours de l'or exprimé en dollars a augmenté de plus

Diminution des encaisses-or officielles

Accroissement de l'offre globale

Origine et utilisation de l'or (estimations)					
Rubriques	1983	1984	1985	1986	1987
	en tonnes métriques				
Production	1.115	1.160	1.230	1.290	1.375
Ventes nettes des pays communistes (estimations) <sup>1</sup>	100	150	250	400	300
Variations des encaisses-or officielles résultant de transactions sur le marché (estimations) <sup>2</sup> (– = accroissement)	70	20	–160	–10	90
Total (= absorption non monétaire, estimations)	1.285	1.330	1.320	1.680	1.765

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



de 24%, passant de \$391 l'once de fin au terme de l'année 1986 à \$487 un an plus tard, et il est resté relativement stable en francs suisses.

Raffermissement  
du cours de l'or

Pendant les trois premiers mois de 1987, l'or s'est généralement négocié entre \$395 et \$420; cependant, ses cours ont commencé à s'affermir, avant de s'inscrire en hausse rapide au printemps sous l'effet des fortes pressions exercées contre le dollar sur les marchés des changes et du réveil des anticipations inflationnistes. Le cours de l'or au «fixing» de Londres est passé de quelque \$420 l'once de fin, début avril, à un sommet de près de \$480 pendant la troisième semaine de mai; par la suite, il a cependant nettement fléchi, avant de se redresser de nouveau et de s'établir à \$460 environ durant la période allant de fin juillet à mi-octobre. L'effondrement des marchés boursiers n'a pas eu d'influence durable sur le cours de l'or, l'effet modérateur de la crise sur les anticipations inflationnistes ayant apparemment pris le pas sur les considérations de sûreté. Bien que le cours du métal ait atteint un point culminant de \$490 le lundi 19 octobre, il a régressé assez rapidement dans les jours qui ont suivi, pour tomber à \$465 environ dans les trois premières semaines de novembre. Ce n'est que pendant les dernières semaines de l'année qu'il s'est redressé sous l'effet de la faiblesse croissante du dollar, pour dépasser temporairement \$500 le 14 décembre, son niveau le plus élevé depuis février 1983.

Lorsque le dollar a recouvré une plus grande stabilité au début de 1988, le cours de l'or a commencé de diminuer, avant de toucher un creux de \$424 fin février. Toutefois, il s'est de nouveau inscrit en hausse pendant la deuxième quinzaine de mars et a fluctué autour de \$450 jusqu'à la fin mai, en raison de la recrudescence des inquiétudes à l'égard du dollar et de l'inflation. Les ventes d'or emprunté par les sociétés minières, qui ont de plus en plus recours à ce type d'opérations (dans lesquelles l'or est remboursé au moyen de la production à venir) comme source de financement bon marché, ont figuré au nombre des facteurs qui auraient contribué à la faiblesse prononcée du cours de l'or pendant les premiers mois de 1988.

Aucun effet  
durable de la  
crise boursière  
sur le cours de  
l'or

L'or a toujours été considéré comme une valeur-refuge et son prix s'est souvent accru devant des problèmes politiques ou des incertitudes économiques. Dans ce contexte, la réaction très modérée du cours de l'or, fin octobre, à la plus spectaculaire des chutes boursières enregistrées depuis plus d'un demi-siècle est tout à fait remarquable. Même l'instabilité croissante des cotations journalières qui a caractérisé quasiment tous les marchés financiers ne s'est pratiquement pas manifestée sur le marché de l'or. Comment expliquer ce phénomène?

La réponse réside certainement en partie dans le fait que l'effondrement du cours des actions a fait redouter un ralentissement de l'activité économique à l'échelle mondiale, calmant ainsi les craintes d'une augmentation de l'inflation et d'un relèvement des taux d'intérêt. Mais d'autres facteurs sont également intervenus. Tout d'abord, le prix du lingot d'or ne reflète pas l'activité dans tous les compartiments du marché. Dans les semaines qui ont suivi le krach boursier, les achats de pièces d'or par les petits épargnants se sont accrus de façon spectaculaire. Ils représentent toutefois une partie tellement faible de la demande totale d'or que même un ample retournement de

l'opinion parmi les petits investisseurs n'a pas réussi à influencer sur le marché. Ensuite, les coûts de transaction liés à l'achat et à la vente d'or dans de nombreux pays sont importants par rapport à ceux des actifs financiers, et le coût de la détention d'or en termes d'intérêts non réalisés est élevé. Enfin, les principaux producteurs et acheteurs ont un comportement qui tend à atténuer les fluctuations des cours de l'or. Les grands pays producteurs d'or détiennent de vastes encaisses et semblent vouloir vendre des quantités considérables lorsque les prix dépassent certains niveaux.

## Liquidités internationales

### *Evolution des réserves*

L'un des éléments les plus frappants de la situation monétaire internationale, l'année dernière, a été l'énorme accroissement des réserves internationales. Le total des avoirs officiels d'actifs de réserve autres que l'or a progressé de \$205 milliards, soit de 40%, dépassant largement l'expansion de 15% de la valeur en dollars courants des échanges commerciaux internationaux. Cette augmentation a été de loin la plus forte depuis le début des années soixante-dix, époque à laquelle les autorités avaient procédé à des interventions massives pour prévenir l'effondrement du système des parités fixes. Elle a résulté pour une part importante — 25% environ — de la hausse de la valeur en dollars des avoirs de réserve libellés en d'autres monnaies. Pour des raisons semblables, les chiffres en dollars amplifient nettement le volume réel des réserves officielles, dans la mesure où la forte dépréciation de la monnaie américaine a réduit leur pouvoir d'achat international. Si l'on tient plus ou moins compte de cette baisse en valeur réelle en évaluant les réserves officielles sur la base d'un panier de monnaies telles que le DTS, il apparaît que leur croissance est légèrement supérieure à 20% l'année dernière et ressort à seulement 1,5% en moyenne pour 1985—86.

La plus forte expansion des réserves officielles depuis l'abandon des parités fixes

La hausse de la valeur, évaluée au prix du marché, des réserves d'or officielles globales a été, elle aussi, assez prononcée l'année dernière. Toutefois, le gain de \$88,7 milliards, le plus important des années quatre-vingt, a découlé exclusivement de l'évolution du cours de l'or en dollars, qui a atteint un niveau très élevé vers la fin de 1987, avant de fléchir de nouveau début 1988. En revanche, le volume des encaisses-or officielles des divers pays a enregistré une contraction marginale de 0,3%.

Le gonflement exceptionnellement fort du volume des réserves non métalliques en 1987 s'explique essentiellement par la conjonction de quatre facteurs. Le plus important a résidé dans les achats officiels de dollars effectués par des pays autres que les Etats-Unis pour limiter l'appréciation de leur monnaie vis-à-vis du dollar ou des autres grandes monnaies.

Causes de la forte expansion des réserves officielles

Le deuxième facteur a tenu à la grande diversification des avoirs officiels en devises qui se sont détournés du dollar au profit d'autres monnaies. Ces modifications de portefeuille se traduisent nécessairement par un accroissement des réserves des divers pays en monnaies autres que le dollar, sans entraîner obligatoirement une diminution correspondante du total des avoirs officiels en dollars. Cette asymétrie tient au fait que les ventes officielles 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>					
Pays du Groupe des Dix							
1985	-0,2	13,2	15,9	0,8	2,9	3,4	23,0
1986	-1,0	46,7	38,4	0,3	2,9	7,9	49,5
1987	-1,5	69,7	92,6	0,2	3,1	21,8	117,7
Encours <sup>2</sup>	735,2	357,7	250,5	26,0	20,9	69,8	367,2
Autres pays développés <sup>3</sup>							
1985	-1,8	1,0	6,3	0,1	0,4	0,4	7,2
1986	-0,8	5,2	6,4	0,2	0,4	0,0	7,0
1987	-1,9	7,1	28,2	0,6	0,5	5,0	34,3
Encours <sup>2</sup>	82,1	39,9	85,8	3,1	2,6	5,8	97,3
Pays en développement							
1985	4,2	3,5	14,1	0,9	0,6		15,6
1986	2,1	8,5	9,6	0,2	0,5		10,3
1987	0,4	11,9	51,2	0,6	1,2		53,0
Encours <sup>2</sup>	122,8	59,7	227,5	15,5	5,2		248,2
Pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient <sup>4</sup>							
1985	-0,2	0,4	3,8	0,7	0,2		4,7
1986	-0,1	1,4	-6,5	0,1	0,0		-6,4
1987	-0,1	2,1	3,8	0,5	0,4		4,7
Encours <sup>2</sup>	22,8	11,1	38,8	12,7	1,6		53,1
Autres pays							
1985	4,4	3,1	10,3	0,2	0,4		10,9
1986	2,2	7,1	16,1	0,1	0,5		16,7
1987	0,5	9,8	47,4	0,1	0,8		48,3
Encours <sup>2</sup>	100,0	48,6	188,7	2,8	3,6		195,1
Total <sup>3</sup>							
1985	2,2	17,7	36,3	1,8	3,9	3,8	45,8
1986	0,3	60,4	54,4	0,7	3,8	7,9	66,8
1987	-3,0	88,7	172,0	1,4	4,8	26,8	205,0
Encours <sup>2</sup>	940,1	457,3	563,8	44,6	28,7	75,6	712,2

<sup>1</sup> Encaisses-or évaluées aux prix du marché.    <sup>2</sup> A fin 1987.    <sup>3</sup> A l'exclusion des pays d'Europe de l'Est.    <sup>4</sup> Arabie Saoudite, Emirats Arabes Unis, Irak, Iran, Koweït, Libye, Oman et Qatar.

<sup>1</sup> Encaisses-or évaluées aux prix du marché. <sup>2</sup> A fin 1987. <sup>3</sup> A l'exclusion des pays d'Europe de l'Est. <sup>4</sup> Arabie Saoudite, Emirats Arabes Unis, Irak, Iran, Koweït, Libye, Oman et Qatar.

dollars font peser des tensions à la hausse sur les monnaies utilisées à des fins de diversification. Par voie de conséquence, ce sont les autorités de ces pays à monnaie de réserve secondaire, comme l'Allemagne et le Japon, qui peuvent se voir amenées à intégrer dans leurs réserves les dollars vendus par d'autres détenteurs officiels, afin d'éviter une appréciation excessive de leur monnaie.

Le troisième facteur a été constitué par les achats directs de monnaies autres que le dollar dans le cadre d'interventions officielles. Bien que ces achats aient pu aussi être liés en partie à l'évolution du marché du dollar, ils se sont largement produits dans un contexte européen, à l'initiative de

pays essayant de stabiliser le taux de change de leur monnaie vis-à-vis du deutsche mark.

Dernier facteur, ayant aussi un rapport avec le SME, la tendance à la hausse des cours sur le marché de l'or, qui a entraîné une augmentation du montant des Ecus officiels créés en contrepartie d'avoirs en or, et les premiers swaps d'avoirs officiels en or de l'Espagne avec le FECOM à la suite de son adhésion à l'accord du SME.

Deux éléments ont quelque peu modéré, cependant, l'expansion des avoirs officiels de réserve autres que l'or l'année dernière. Tout d'abord, les autorités américaines ont effectué des prélèvements sur leurs avoirs en devises afin de soutenir le dollar. Ensuite, le FMI ne s'est pas trouvé en position de prêteur net de nouvelles ressources en 1987 mais de bénéficiaire de fonds, car les pays débiteurs ont remboursé les tirages effectués pendant les premières années de la crise d'endettement international. Ces remboursements ont eu tendance à réduire les positions de réserve des autres pays membres du FMI.

Si l'on examine la structure de l'accroissement des réserves officielles, on constate que les avoirs en devises (y compris les Ecus créés en contrepartie de dollars et d'autres monnaies des pays membres du SME) ont représenté, à eux seuls, plus de \$190 milliards, soit 92%, de la croissance totale, l'an dernier, des réserves non métalliques des pays autres que les Etats-Unis. On peut estimer à \$25 milliards environ la part des modifications de taux de change dans cette augmentation, mais le facteur d'expansion de loin le plus important a été le nouveau changement dans les sources de financement du déficit de la balance des paiements courants aux Etats-Unis. De 1983 à 1985, les entrées nettes de capitaux privés avaient largement suffi à couvrir l'énorme déficit croissant de ce pays. En 1986, les entrées spontanées de fonds privés se sont ralenties, et le déficit, toujours plus élevé, a été de plus en plus financé par des achats officiels d'avoirs en dollars en vue d'éviter une dépréciation excessive du dollar. En 1987, une partie de ce soutien à la monnaie américaine a été apporté par les Etats-Unis eux-mêmes qui, pour la première fois depuis la fin des années soixante-dix, sont intervenus massivement sur les marchés, réduisant ainsi de \$8,6 milliards (en termes réels) leurs avoirs officiels en devises. Ce sont cependant les banques centrales étrangères qui ont fourni l'essentiel du financement officiel. Les avoirs officiels étrangers détenus en dollars aux Etats-Unis, qui avaient déjà progressé de \$33 milliards en 1986, ont enregistré un renforcement de \$47,5 milliards l'année dernière, ce qui a permis de financer quelque 30% du déficit de la balance des paiements courants des Etats-Unis.

Ces chiffres sous-estiment nettement, toutefois, la contribution des banques centrales étrangères au financement du déséquilibre de la balance des paiements aux Etats-Unis, l'an dernier. Tout d'abord, en 1987, les banques centrales étrangères semblent avoir acheminé vers les Etats-Unis une part importante de l'augmentation de leurs réserves en dollars par l'intermédiaire de banques et de firmes de courtage de leur pays. Ces fonds officiels entrant aux Etats-Unis par le biais d'établissements financiers privés étrangers n'apparaissent pas comme un accroissement des engagements envers des

Facteurs de  
modération de  
l'expansion des  
réserves

Financement  
croissant des  
paiements cou-  
rants américains  
par des achats  
officiels d'actifs  
américains

Flux indirects de  
fonds officiels  
vers les Etats-  
Unis



détenteurs officiels étrangers dans les statistiques américaines de la balance des paiements. Cependant, ces entrées déguisées de fonds officiels semblent avoir revêtu des proportions assez importantes l'année dernière, au point de représenter l'essentiel du montant considérable (plus de \$60 milliards) inscrit au poste «Non attribué» du tableau ci-dessous. Le placement de réserves officielles sous forme de titres émis par des emprunteurs privés américains sur l'euromarché constituerait, lui aussi, une entrée non révélée de fonds officiels étrangers aux Etats-Unis. Ces montants seraient également pris en compte dans le poste susmentionné.

Un autre élément important est apparu l'année dernière en ce sens que, contrairement à 1986, les banques centrales ont sensiblement renforcé, à hauteur de \$22,4 milliards, leurs dépôts en eurodollars auprès des banques sises à l'étranger. Ces dépôts constitués hors des Etats-Unis tendent à contribuer indirectement au financement du déficit de la balance américaine des paiements courants, car ils se traduisent en général, du fait d'arbitrages d'intérêts, par une augmentation à peu près équivalente des créances nettes des eurobanques sur les Etats-Unis.

Tout compte fait, on peut estimer, si l'on inclut les prélèvements effectués sur les réserves américaines en devises, que le secteur officiel a directement

Balance des paiements courants des Etats-Unis et variations (estimations) des réserves en devises par type de placement					
Rubriques	1983	1984	1985	1986	1987
	en milliards de dollars EU				
Balance des paiements courants des Etats-Unis	-46,3	-107,0	-116,4	-141,4	-160,7
Variations des réserves des Etats-Unis (à l'exclusion de l'or)	- 0,2	1,2	8,3	5,4	- 2,7
dont:					
réserves en devises en dollars constants <sup>1</sup>	- 3,9	0,4	6,2	4,5	- 4,2
(= accroissement)	- 3,1	1,1	4,5	1,1	8,6
Variations des réserves en devises des pays autres que les Etats-Unis <sup>2</sup>	8,3	23,1	31,5	54,0	190,9
en dollars constants <sup>1</sup>	15,0	32,0	11,5	31,6	165,5
dont:					
réserves en dollars détenues aux Etats-Unis <sup>3</sup>	5,3	2,4	- 2,0	33,0	47,5
réserves en dollars détenues hors des Etats-Unis <sup>4</sup>	- 0,6	9,9	- 4,5	- 1,4	22,4
réserves non libellées en dollars <sup>5</sup>	1,6	7,9	21,2	5,9	60,2
en dollars constants <sup>1</sup>	7,8	16,2	2,6	- 15,2	35,9
Non attribué	2,0	2,9	16,8	16,5	60,8

<sup>1</sup> Variations calculées à taux de change constants de fin de période. <sup>2</sup> Comprend toutes les positions en Ecus à l'exception de la part des réserves en or des pays du SME qui a fait l'objet de swaps contre Ecus. <sup>3</sup> Avoirs officiels étrangers détenus aux Etats-Unis. <sup>4</sup> Dépôts des institutions monétaires officielles auprès des eurobanques déclarantes de la BRI. Comprend tous les dépôts de la Chine auprès de ces banques. <sup>5</sup> Estimations établies à partir de données du FMI et de la BRI.

financé, l'an dernier, le déficit des paiements courants des Etats-Unis à concurrence d'un peu plus de \$100 milliards, soit plus de 60%, sous forme d'acquisitions d'actifs aux Etats-Unis. Il convient d'ajouter à ce chiffre les entrées indirectes de fonds officiels dans le pays, via les euromarchés, qui se sont établies à quelque \$20 milliards.

Une ventilation par monnaie révèle que les réserves de change en dollars se seraient accrues l'an dernier de \$125 milliards environ, soit de près de 45%. Toutefois, les réserves libellées en d'autres monnaies semblent avoir, elles aussi, enregistré une augmentation sans précédent de quelque \$65 milliards en dollars courants, soit de \$40 milliards environ après élimination de l'incidence des variations de change.

La diminution de l'encours des crédits du FMI, amorcée en 1986, s'est accélérée l'année dernière. Ce phénomène a généralement réduit les positions de réserve auprès du FMI des pays membres dont la monnaie avait servi au décaissement des crédits. Exprimées en dollars courants, ces positions de réserve auprès du Fonds se sont accrues de \$1,4 milliard, augmentation largement imputable cependant aux effets des variations de change. En termes de DTS, le fléchissement est ressorti à \$3,9 milliards.

L'encours des crédits du Fonds a enregistré une contraction de DTS 4,6 milliards, pour se fixer à DTS 28,8 milliards à la fin de 1987, du fait principalement de nouveaux remboursements d'importants crédits à moyen terme accordés au titre de la balance des paiements au début des années quatre-vingt, au plus fort de la crise de l'endettement des pays en développement. Les remboursements se sont élevés à DTS 7,9 milliards, alors que les décaissements n'ont atteint que DTS 3,3 milliards. Toutefois, quelques prêts ont été accordés à des pays à faible revenu mettant en œuvre des programmes d'ajustement macro-économique et structurel ou aux prises avec une diminution temporaire de leurs recettes d'exportations en raison de circonstances échappant à leur contrôle. Les crédits octroyés dans le cadre de la facilité d'ajustement structurel sont passés de DTS 0,1 milliard à DTS 0,4 milliard. Le plafond d'utilisation de cette facilité a été porté de 47% à 63,5% de la quote-part des pays, et une facilité supplémentaire d'ajustement structurel renforcée se chiffrant à DTS 6 milliards, sous forme de prêts à des conditions de faveur, a été instaurée à la fin de l'année.

Comme les années précédentes, l'expansion des réserves internationales n'a pas été répartie de manière très uniforme, l'augmentation totale de \$205 milliards des réserves non métalliques étant due pour près de 60% à quatre pays seulement: Japon (\$38,7 milliards), Taïwan (\$30,4 milliards), Allemagne (\$26,9 milliards) et Royaume-Uni (\$22,9 milliards). En revanche, les réserves de nombreux pays, du monde en développement notamment, ne se sont guère ou pas accrues. Néanmoins, dans l'ensemble, même sans tenir compte de Taïwan, les pays en développement ont vu la valeur en dollars de leurs avoirs de réserve progresser de \$22,6 milliards, ces gains étant un peu plus largement répartis qu'en 1986.

Dans les pays du Groupe des Dix, l'accroissement des avoirs de réserve a été, dans l'ensemble, à la fois prononcé et assez général. Seuls les Etats-Unis ont enregistré une baisse de \$2,7 milliards, tandis que la hausse de

Accroissement record des réserves de change en dollars et en autres monnaies

Transactions effectuées dans le cadre du FMI

Répartition géographique de l'expansion des réserves

Forte expansion des réserves des pays industriels



\$1,6 milliard notée en France était largement imputable à l'incidence des variations de change. Les gains de réserves considérables du Japon ont résulté presque entièrement d'achats directs destinés à soutenir le dollar. L'accumulation des réserves en Allemagne s'explique par le soutien en faveur du dollar et par l'importance des transactions au sein du SME, tandis qu'au Royaume-Uni la croissance exceptionnellement rapide des réserves (125%) est imputable, dans une large mesure, aux efforts mis en œuvre par les autorités pour stabiliser la livre par rapport au deutsche mark. Parmi les autres pays du Groupe des Dix, l'Italie et la Suisse ont bénéficié des plus fortes augmentations de réserves en valeur absolue (\$10,1 milliards et \$5,7 milliards respectivement).

En ce qui concerne les «Autres pays développés», c'est en Espagne que les gains ont été de loin les plus élevés puisque la valeur en dollars des réserves autres que l'or a progressé de \$15,9 milliards (soit 108%). Cet accroissement est lié en grande partie à l'adhésion de l'Espagne à la

Variations des réserves officielles autres que l'or dans certains pays <sup>1</sup>							
Pays	1985	1986	1987	1985	1986	1987	Montants à fin 1987
	en dollars EU courants			en %			en milliards de dollars EU
Etats-Unis	8,3	5,4	-2,7	34,6	16,7	-7,3	34,7
Autres pays du Groupe des Dix	14,7	44,1	120,4	9,5	26,3	56,8	332,5
Japon	0,3	15,5	38,7	1,1	58,1	91,6	81,0
Allemagne	4,1	7,4	26,9	10,1	16,8	52,1	78,6
Royaume-Uni	3,4	5,6	22,9	35,9	43,4	124,7	41,3
Italie	-5,3	4,4	10,1	-25,2	28,3	50,8	30,1
Suisse	2,7	3,8	5,7	17,8	20,9	26,1	27,5
Pays-Bas	1,5	0,4	4,8	16,2	4,0	42,9	15,9
Belgique	0,3	0,7	4,1	5,6	14,4	73,8	9,6
Canada	0,0	0,7	4,0	0,4	29,9	123,9	7,3
France	5,7	4,8	1,6	27,1	18,2	5,0	33,0
Suède	2,0	0,8	1,6	50,7	13,1	24,8	8,2
Autres pays développés <sup>2</sup>	7,2	7,0	34,3	14,7	12,6	54,5	97,3
Espagne	-0,8	3,6	15,9	- 6,5	32,0	107,7	30,6
Danemark	2,4	-0,5	5,1	80,3	- 8,5	102,7	10,1
Finlande	1,0	-2,0	4,6	36,2	-52,3	259,1	6,4
Divers	4,6	5,9	8,7	14,6	16,6	21,0	50,2
Pays en développement	15,6	10,3	53,0	9,2	5,6	27,1	248,2
Taïwan	6,9	23,8	30,4	44,0	105,3	65,7	76,7
Mexique	-2,4	0,8	6,8	-32,5	15,6	119,8	12,5
Chine	-4,6	-1,3	4,9	-26,7	-10,0	42,4	16,3
Arabie Saoudite	0,3	-6,7	4,4	1,0	-26,7	23,8	22,7
Divers	15,4	-6,3	6,5	14,8	- 5,2	5,8	120,0
Total <sup>2</sup>	45,8	66,8	205,0	11,6	15,2	40,4	712,7

<sup>1</sup> Y compris les positions en Ecus. <sup>2</sup> A l'exclusion des pays d'Europe de l'Est.

Communauté économique européenne, qui a suscité des entrées massives de capitaux et entraîné la création, en quantités considérables, d'Ecus en contrepartie d'avoirs en or. Les tensions à la hausse qui se sont exercées sur la peseta ont été freinées par la Banque d'Espagne au moyen d'achats massifs de devises. L'expansion des réserves a aussi été exceptionnellement forte au Danemark (\$5,1 milliards, soit 103%) et en Finlande (\$4,6 milliards, soit 259%), ces deux pays ayant enregistré des entrées de capitaux d'une ampleur inhabituelle en 1987. La Nouvelle-Zélande et la Yougoslavie ont été les seuls pays de ce groupe à faire état d'une contraction sensible de leurs réserves.

L'expansion globale de \$53 milliards des réserves des pays en développement en 1987 recouvre des expériences fort diverses. La part des pays asiatiques dans ce total s'est élevée à \$41,2 milliards. La croissance de \$30,4 milliards des réserves de Taïwan a porté ses avoirs officiels en devises à \$76,7 milliards, chiffre qu'aucun autre pays au monde n'a atteint. Même en faisant abstraction de Taïwan, il apparaît que les réserves en Asie se sont gonflées de \$10,8 milliards. La Chine, Singapour, l'Indonésie et la Malaisie ont vu leurs réserves non métalliques progresser de \$4,9 milliards, \$1,9 milliard, \$1,5 milliard et \$1,4 milliard respectivement. Aux Philippines, seul pays d'Asie concerné par le plan Baker, les avoirs autres que l'or ont diminué de \$0,8 milliard, alors que les gains de réserves y avaient été parmi les plus importants des pays en développement en 1986.

Expansion  
inégle des  
réserves dans les  
pays en dévelop-  
pement

L'augmentation de \$4,5 milliards des réserves globales en Amérique latine tient essentiellement au bond en avant de \$6,8 milliards des réserves du Mexique et au fléchissement de \$1,3 milliard (jusqu'à octobre) de celles de l'Argentine, qui a dû faire face en 1987 à de graves difficultés économiques et à des problèmes liés au service de la dette. Le Pérou a, lui aussi, enregistré de lourdes pertes puisque ses réserves se sont contractées de \$0,8 milliard, soit de près de 60%. Le Brésil, dont les réserves avaient régressé de \$4,8 milliards en 1986, a ajouté \$0,5 milliard à ses avoirs officiels l'année dernière.

Quant au gonflement de \$1,4 milliard et \$4,7 milliards des réserves des pays africains et des pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient, il a été le fait, dans une large mesure, des effets des variations de change, ces pays détenant généralement une partie sensible de leurs réserves dans des monnaies autres que le dollar. Au Moyen-Orient, l'Arabie Saoudite, dont les réserves avaient fortement diminué au cours des années précédentes, a enregistré un gain de réserves de \$4,4 milliards, tandis que le Koweït faisait état de pertes s'élevant à \$1,4 milliard.

Pendant les trois premiers mois de 1988, les réserves non métalliques des pays du Groupe des Dix ont fléchi de \$6,1 milliards, malgré la poursuite des interventions en faveur du dollar. L'encours des réserves en Ecus a subi une perte de \$9 milliards, qui s'explique tant par le remboursement de crédits octroyés au titre du mécanisme de financement à très court terme que par le fléchissement du prix de l'or utilisé pour les swaps d'Ecus. Du fait principalement du remboursement de crédits en Ecus par d'autres pays membres du SME, les réserves non métalliques de l'Allemagne se sont contractées de \$5,5 milliards au cours de cette période de trois mois. On peut attribuer la diminution de \$3,3 milliards des réserves de la Suisse au dénouement des



opérations de swap de fin d'année avec les banques résidentes. L'accroissement sensible des réserves non métalliques du Canada (\$4,4 milliards) et du Japon (\$3,3 milliards) ainsi que la baisse de \$2,6 milliards des réserves des Etats-Unis ont été imputables en grande partie à de nouvelles interventions visant à soutenir le dollar sur les marchés des changes. A l'extérieur du Groupe des Dix, Taïwan, qui a ajouté 107 tonnes à son encaisse-or officielle, a annoncé une diminution de \$1,9 milliard de ses réserves en devises durant cette période.

### *Conséquences macro-économiques*

Quelle est la signification pour l'économie mondiale du très fort accroissement des réserves officielles enregistré l'année dernière? A-t-il provoqué un gonflement trop marqué des liquidités internationales qui menace de renforcer les tendances inflationnistes dans le monde, comme c'est le cas au niveau national quand l'expansion monétaire est excessive?

Il est difficile de répondre à cette question sans savoir à quoi correspondrait un niveau approprié de liquidités internationales. Dans l'abstrait, on pourrait le définir comme le niveau auquel les contraintes de balances des paiements sur les politiques économiques des pays ne seraient pas assez fortes pour représenter une menace déflationniste pour l'économie mondiale, mais suffisamment pour contenir les facteurs d'inflation.

Il faut souligner, toutefois, à cet égard que les réserves officielles ne constituent que l'un des éléments de la position globale des liquidités internationales d'un pays. Au nombre des autres éléments figure la capacité des autorités d'obtenir des monnaies convertibles soit en empruntant à l'étranger, soit en incitant le secteur privé à faire de même et/ou à rapatrier les fonds investis à l'étranger. En contrepartie, il faut tenir compte des obligations de paiement effectives ou potentielles qui découlent des dettes extérieures à court terme.

Certes, ce concept global de la position en matière de liquidités internationales d'un pays ne se prête pas facilement à une évaluation quantitative. Il dépend pour beaucoup d'un facteur assez intangible: la cote de crédit du pays au niveau international. Néanmoins, il va de soi que dans la plupart des pays développés, dont la cote de crédit est rarement mise en question, cet accès aux marchés internationaux des capitaux a considérablement limité l'importance des réserves officielles en tant que contraintes sur les politiques économiques intérieures. A l'opposé, on trouve les pays en développement lourdement endettés qui se heurtent à de graves problèmes de balance des paiements et n'ont plus accès aux marchés financiers internationaux. Dans ce cas, un accroissement des réserves officielles qui servirait en quelque sorte de garantie aux emprunts à venir pourrait sans aucun doute alléger les contraintes pesant sur les politiques économiques.

Cela revient à dire que l'incidence globale d'un accroissement donné des réserves internationales dépendra de sa répartition géographique et que le concept de pénurie ou d'excédent global de liquidité n'est pas opérationnel. Contrairement à ce qui s'était passé à la fin des années soixante-dix,

Les réserves officielles ne sont qu'une composante de la liquidité internationale

Importance de la répartition géographique des avoirs de réserve

lorsque l'accroissement des réserves officielles engendré par le déficit de la balance des paiements des Etats-Unis avait également bénéficié, dans une mesure considérable, aux pays en développement non producteurs de pétrole par l'intermédiaire des marchés internationaux des capitaux, la vive progression des réserves en devises l'année dernière s'est fortement concentrée, à quelques exceptions près, sur les pays industrialisés. Dans les pays en développement (à l'exclusion de Taïwan), l'augmentation des avoirs officiels de réserve exprimés en dollars a été entièrement annulée par la baisse du pouvoir d'achat international de cette monnaie; en termes de DTS, par exemple, les réserves non métalliques de ces pays, qui avaient diminué au cours des deux années précédentes, n'ont pas sensiblement varié en 1987.

Dans les pays industriels (autres que les Etats-Unis), le gonflement considérable des réserves officielles a sans doute eu un effet expansionniste sur la politique monétaire, mais il est peu probable qu'il aura en soi une incidence significative sur leur future orientation économique interne. Cela semble particulièrement vrai en ce qui concerne le Japon et l'Allemagne, pays qui attachent la plus haute importance à la stabilité intérieure des prix et qui disposaient dès le départ d'un volant de réserves très important. Si le niveau élevé des réserves dans ces pays peut exercer une influence, c'est sans doute avant tout dans la mesure où il devient de moins en moins acceptable politiquement de permettre une expansion massive de ces réserves et donc plus difficile de freiner une nouvelle appréciation du taux de change. Parallèlement, l'accumulation massive d'engagements extérieurs aux Etats-Unis, essentiellement sous une forme liquide, risque en fin de compte de peser comme une contrainte sur la politique économique américaine.

Effets limités de la forte expansion des réserves dans les principaux pays industriels

Dans le monde en développement, l'expansion des réserves officielles l'année dernière s'est concentrée dans une large mesure sur Taïwan, pays qui avait déjà un volant de réserves d'une ampleur inhabituelle. Là encore, cet accroissement pourrait avoir principalement pour effet de persuader le pays d'accepter une nouvelle appréciation de sa monnaie par rapport au dollar EU, ce qui serait presque certainement dans l'intérêt de tous.

En bref, il semble peu probable dans l'immédiat que la progression sensible du niveau des réserves globales, due à leur croissance exceptionnelle l'année dernière, lance l'économie mondiale sur la voie d'une expansion démesurée. D'une manière plus générale, le problème ne tient pas à un excédent ou une pénurie de liquidités internationales mais à un ajustement macroéconomique inapproprié. Dans un système où l'accroissement des réserves est largement endogène, la création excessive de liquidités et leur répartition très inégale seront davantage le symptôme, plutôt que la cause, d'une inadéquation des politiques économiques. Il s'agit donc d'un problème qu'on ne peut dissocier de la nécessité plus générale de réduire les vastes déséquilibres internationaux par l'intermédiaire de politiques saines et mieux coordonnées au niveau international.



## VIII. Activités de la Banque

### 1. Développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales

Au cours de l'exercice écoulé, la Banque a continué de jouer son rôle traditionnel de promoteur de la coopération monétaire internationale.

La Banque a participé, en qualité d'observateur, à la fois aux travaux du Comité intérimaire du Conseil des gouverneurs du Fonds monétaire international sur le système monétaire international et aux réunions des ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix et de leurs suppléants. Par ailleurs, la Banque a continué d'assumer les fonctions qui lui ont été confiées, en août 1964, par les ministres et les gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix et qui consistent à recueillir et à communiquer à tous les membres de ce groupe, ainsi qu'au Groupe de travail No 3 de l'Organisation de coopération et de développement économiques, des données statistiques relatives au financement des excédents et des déficits des comptes extérieurs des pays du Groupe des Dix.

En plus des réunions régulières, à Bâle, des gouverneurs des instituts d'émission des pays du Groupe des Dix, la Banque a continué d'organiser des rencontres périodiques entre représentants des banques centrales consacrées à diverses questions. Elle a de nouveau assuré, comme par le passé, le secrétariat de divers comités et groupes d'experts.

Le Comité permanent des euromonnaies s'est réuni régulièrement pour surveiller l'évolution des marchés bancaires et financiers internationaux. Il a examiné, en particulier, les questions relatives à la situation de l'endettement international et les implications, pour le système bancaire international, de l'agitation enregistrée l'an dernier sur les marchés des capitaux. 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 d'encouragement de la coopération en ce qui concerne le contrôle prudentiel de l'activité bancaire internationale. A cet effet, le Comité a consacré une grande partie de ses travaux durant l'année à l'élaboration de propositions, applicables aux grandes banques de tous les pays représentés au Comité, à l'effet d'établir des normes minimales communes pour mesurer le niveau des fonds propres. En décembre, suite à l'approbation donnée par les gouverneurs des banques centrales, les propositions convenues ont été publiées aux fins de commentaires dans un document consultatif intitulé «Propositions en vue de la convergence internationale de la mesure et des normes de fonds

propres». L'objet de ces propositions est de remplacer les diverses réglementations nationales existantes pour la mesure du niveau des fonds propres par une norme unique reconnue à l'échelle internationale et permettre ainsi d'accroître la solidité du système bancaire international, tout en supprimant une source d'inégalité concurrentielle entre les banques résultant de différences dans la réglementation. A la lumière des commentaires reçus des associations bancaires nationales et autres parties concernées, le Comité réexaminera ses propositions avec l'intention de soumettre à l'approbation des gouverneurs un accord définitif au cours de l'été de 1988.

Le Groupe d'experts sur les systèmes de paiement constitue le forum au sein duquel les banques centrales des pays du Groupe des Dix procèdent régulièrement à un échange d'informations sur l'évolution des moyens et systèmes de paiement dans leurs pays respectifs. Le Groupe s'est particulièrement intéressé aux développements en cours dans le domaine des réseaux de transfert de fonds et de transmission de données ainsi qu'aux systèmes de compensation des opérations sur titres. Il s'est en outre interrogé sur les conditions requises pour qu'un système de paiement national soit efficace et sûr.

Le Groupe des experts informaticiens a accordé tout au long de l'année la priorité à l'examen de questions relatives à la sécurité et à la continuité des opérations dans l'éventualité d'une défaillance. Il a procédé à une analyse des risques inhérents aux systèmes électroniques de transfert de fonds et des mesures susceptibles de réduire ces risques.

Le Groupe d'experts sur les questions relatives à la banque de données monétaires et économiques a continué de veiller essentiellement au bon fonctionnement et à la poursuite du développement d'un service de banque de données pour les banques centrales des pays du Groupe des Dix et la BRI. Toutes les institutions concernées ont uni leurs efforts pour transmettre leurs statistiques sur l'activité bancaire internationale sous une forme automatisée, dans plusieurs cas au moyen du réseau de télécommunications avec le centre informatique de la BRI. Des progrès sensibles ont également été accomplis pour que les banques centrales puissent disposer d'un accès automatique à la base de données de la BRI sur les statistiques bancaires internationales. Un examen de l'utilisation croissante, par le groupe, des blocs macro-économiques de la banque de données a permis d'identifier des domaines dans lesquels une couverture élargie des séries de données servirait les intérêts des économistes et statisticiens des banques centrales.

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. Les sous-comités et groupes comprennent en particulier:

- le Comité des suppléants des gouverneurs, qui prépare systématiquement les séances des gouverneurs;
- un groupe 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 l'Autriche, le Canada, les Etats-Unis, la Finlande, le Japon, la Norvège, la Suède et la Suisse);

- un groupe 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 relatives aux politiques monétaires.

Au cours de l'exercice 1987–88, une grande partie de l'activité du Comité des gouverneurs et, partant, de ses sous-comités et groupes d'experts a porté sur deux points:

- le fonctionnement du SME;
- les implications, en particulier pour la politique monétaire et le fonctionnement du SME, d'une libération complète des mouvements de capitaux.

En ce qui concerne le premier point, le Comité des gouverneurs s'est livré à un examen approfondi du fonctionnement du SME. En septembre 1987, sur la base de cet examen, les gouverneurs des banques centrales de la CEE ont adopté une stratégie globale et des mesures destinées à renforcer le SME; ces mesures sont couramment désignées par l'expression «Accord Bâle/Nyborg». Premièrement, il a été convenu d'exploiter les possibilités existantes pour utiliser de manière plus active, plus souple et mieux concertée les instruments disponibles pour les banques centrales, à savoir les interventions, les variations des taux de change à l'intérieur de la bande de fluctuation et les taux d'intérêt. En vue de promouvoir cette utilisation plus efficace des instruments, le Comité a renforcé la procédure de surveillance en commun de l'évolution des situations et des politiques économiques et monétaires, afin de parvenir à des évaluations communes à la fois de la conjoncture et des réactions appropriées sur le plan des politiques. Deuxièmement, les mécanismes de fonctionnement du SME ont été renforcés à trois égards:

- la durée du financement à très court terme a été étendue d'un mois, ce qui a porté la durée maximale à trois mois et demi; le plafond appliqué au renouvellement automatique pour trois mois de ces opérations de financement a été doublé, pour atteindre 200% de la quote-part débitrice de la banque centrale dans le mécanisme de soutien monétaire à court terme;

- il existe à présent une présomption selon laquelle les interventions intramarginales en monnaies du SME convenues avec la banque centrale émettrice de la monnaie d'intervention ont accès au financement à très court terme à travers le FECOM dans les conditions ci-après: i) le montant cumulé de ce financement mis à la disposition de la banque centrale débitrice ne devra pas excéder 200% de sa quote-part débitrice; ii) la banque centrale débitrice est disposée à utiliser aussi ses avoirs dans la monnaie à vendre dans l'intervention pour des montants à convenir; et iii) la banque centrale créditrice peut demander le règlement dans sa propre monnaie en prenant en considération la situation des réserves de la banque centrale débitrice;

— les banques centrales de la CEE acceptent désormais des règlements en Ecus des créances issues des opérations de financement à très court terme, au-delà de leur obligation telle qu'elle est fixée dans l'accord du SME (50%) et jusqu'à 100%, pour autant qu'il n'en résulte pas une composition déséquilibrée des réserves ni des positions débitrices et créditrices en Ecus excessives.

En ce qui concerne le second point, le Comité a examiné la proposition de la Commission relative à une Directive prévoyant l'abolition complète, au cours des prochaines années, de toutes les restrictions qui entravent encore les mouvements de capitaux dans les pays de la CEE. L'avis du Comité sur cette question a été transmis au Conseil des Communautés européennes en avril 1988. En outre, le Comité examine actuellement les voies et les moyens d'améliorer la coordination des politiques monétaires entre les pays membres de la CEE dans un environnement totalement libéré.

## 2. 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, assurait depuis 1954 la gestion des emprunts émis par cette dernière dans le cadre de ce contrat; le dernier emprunt ayant été remboursé lors de l'exercice 1985—86, tous les fonds non utilisés ont été restitués à la Commission des Communautés européennes, Luxembourg, pendant la période sous revue.

*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 1<sup>er</sup> 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.

\* On trouvera dans le cinquante-quatrième Rapport annuel, pages 188—190, une description des structures et fonctions du FECOM.



Au cours de la période du 1er avril 1987 au 31 mars 1988, les interventions effectuées par les banques centrales du SME dans les monnaies des autres pays participants ont été une nouvelle fois importantes. Elles ont toutes été opérées à l'intérieur des marges de fluctuation, certaines ayant donné lieu à des opérations de financement et de règlement par l'intermédiaire du FECOM, conformément à la nouvelle réglementation convenue par les gouverneurs des banques centrales de la CEE (voir Section 1 ci-dessus).

Le volume d'Ecus émis par le FECOM dans le cadre d'opérations de swap trimestrielles avec chacune des banques centrales de la CEE est passé d'Ecus 44,8 milliards au 1er avril 1987 à Ecus 54,6 milliards au 31 mars 1988, ce qui correspond approximativement à \$EU 68,3 milliards au taux de change en vigueur à cette date. Cette augmentation de près d'Ecus 10 milliards pour l'ensemble de l'année s'explique par: i) les opérations initiales du Banco de España et du Banco de Portugal à la suite de leur adhésion à l'accord du SME respectivement en mai et en novembre 1987; et ii) une nouvelle augmentation substantielle des contributions en dollars des banques centrales de la CEE, qui reflète l'expansion de leurs réserves en dollars et n'a été compensée qu'en partie par la nouvelle baisse appréciable du taux de change du dollar EU.

Le montant des transferts en Ecus entre les comptes «Réserves en Ecus» des banques centrales de la CEE s'est élevé à Ecus 6,1 milliards au cours de la période sous revue; il s'est agi essentiellement d'opérations de mobilisation, de règlements de soldes dans le cadre du mécanisme de financement à très court terme et de rachats volontaires d'Ecus destinés à réduire les positions nettes en Ecus existantes.

En ce qui concerne les opérations d'emprunt et de prêt de la Communauté visées dans les Règlements (CEE) No 682/81 et No 543/85, dont les détails ont été exposés en particulier dans les cinquante-sixième et cinquante-septième Rapports annuels, respectivement pages 194—195 et 209, au cours de la période sous revue l'Agent a continué de percevoir des emprunteurs, à savoir la France et la Grèce, 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 suivantes concernant les emprunts en faveur de la France:

- à l'échéance du 15 juillet 1987, remboursement intégral de l'emprunt communautaire de \$EU 350 millions — sous forme de «bearer notes» 1983—87 à 11% l'an — et du prêt correspondant accordé à la France;
- à l'échéance du 28 juillet 1987, remboursement de la première tranche d'Ecus 80 millions — sous forme de «notes» 1983—87 à 11½% l'an — de l'emprunt communautaire d'Ecus 150 millions et du prêt correspondant accordé à la France.

Le tableau suivant montre, à la date du 31 mars 1988, l'encours des emprunts et prêts de la CEE.

Encours des emprunts communautaires au 31 mars 1988					
Pays emprunteur	Dollars EU	Deutsche marks	Francs suisses	Yens	Ecus
	en millions				
France	590				70
Grèce	400	830	227	25.000	700
Total	990	830	227	25.000	770

*c) Agent du Système de compensation et de règlement de l'Ecu privé*

Au cours de l'exercice écoulé, la Banque a continué d'exercer les fonctions d'Agent du Système de compensation et de règlement de l'Ecu privé, selon les dispositions d'une convention conclue avec l'Association bancaire pour l'Ecu (ABE). Ainsi qu'il était indiqué dans le Rapport de l'an dernier (page 210), la convention initiale du 21 mars 1986 entre l'ABE et la Banque a cependant été remplacée, à compter du 30 avril 1987, par une convention révisée contenant certains amendements principalement destinés à faciliter le déroulement quotidien des opérations de compensation.

A partir de mai 1987, le système a été ouvert à de nouvelles banques membres de l'Association qui, après avoir fait acte de candidature, ont été désignées par l'ABE comme banques de compensation sur la base de critères établis par cette dernière et la BRI. La participation de ces nouvelles banques au système a été effectuée à raison d'environ trois par mois à partir de juillet 1987, portant ainsi le nombre des banques participantes à trente au 31 mars 1988.

### 3. Assistance financière aux banques centrales

En plus de son activité bancaire normale, la Banque a été concernée par deux crédits-relais annoncés publiquement au cours de l'année sous revue:

a) En mars 1987, une facilité-relais d'une durée de trois mois a été mise sur pied en faveur du Banco Central de la República Argentina, pour un total de \$EU 500 millions, dont \$EU 275 millions fournis par la BRI et \$EU 225 millions par le Trésor des Etats-Unis. La contribution de la BRI était couverte par la garantie de onze banques centrales membres.

Comme indiqué dans le Rapport annuel de l'an dernier, cette facilité-relais était liée à un programme du FMI comprenant, en particulier, une aide au titre de la Facilité de Financement Compensatoire, dont la mise en place était prévue pour le 15 juillet 1987.

Intégralement utilisée le 9 mars 1987, cette facilité-relais de \$EU 500 millions a été remboursée à l'échéance du 15 juillet 1987.

b) Le 30 octobre 1987, une seconde facilité-relais, de même montant, a été accordée au Banco Central de la República Argentina, pour une période de deux mois échéant le 31 décembre 1987. Cette facilité a été financée à concurrence de \$EU 250 millions par la BRI, là encore avec la garantie de onze banques centrales membres, et de \$EU 250 millions par un groupe



comprenant le Trésor américain et trois banques centrales d'Amérique latine (Banco de México, Banco Central del Uruguay et Banco de la República, Colombie).

Cette facilité-relais a été mise sur pied en tenant compte de financements prévus dans le cadre d'un arrangement avec le FMI et de différents prêts de la Banque mondiale, qui devaient entrer en vigueur avant la fin du mois de décembre 1987.

Cette facilité a été mise à la disposition du Banco Central de la República Argentina sous la forme d'un seul tirage, d'un montant de \$EU 475 millions, effectué le 12 novembre 1987 et entièrement remboursé au cours du mois de décembre 1987.

#### 4. Opérations du Département Bancaire

Le bilan de la Banque et le compte de profits et pertes au 31 mars 1988, contrôlés par les commissaires-vérificateurs, figurent à la fin du présent Rapport; ils sont exprimés en francs or\*.

Au 31 mars 1988, le total du bilan s'est établi à	F or 38.150.580.292
alors qu'à la fin de l'exercice précédent,	
au 31 mars 1987, il s'élevait à	F or 29.944.209.515
La progression est de	F or 8.206.370.777
ou de 27%.	

Cette nouvelle hausse du bilan est la plus importante enregistrée au cours d'un exercice. Cependant, alors qu'au cours des deux années précédentes la progression du bilan résultait pour l'essentiel d'une appréciation de la valeur, exprimée en franc or, des postes du bilan établis en monnaies autres que le dollar EU, l'évolution observée au cours de l'exercice qui vient de s'achever est due essentiellement aux nouveaux dépôts reçus en monnaies; les variations de change — sous la forme d'une nouvelle appréciation de valeur — n'interviennent que pour une faible part.

Les nouvelles ressources, reçues principalement au cours de la deuxième moitié de l'exercice, sont composées pour l'essentiel de dollars EU, de deutsche marks et de yens.

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
1984	21.276	+ 918	+ 5
1985	22.852	+ 1.576	+ 7
1986	26.558	+ 3.706	+ 16
1987	29.944	+ 3.386	+ 13
1988	38.151	+ 8.207	+ 27

\* 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 1,94149...); 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 en tant que Mandataire ou Trustee dans le cadre d'emprunts internationaux;
- 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 2;
- l'or sous dossier, gardé par la Banque pour le compte de divers déposants. A la fin de cet exercice, son volume équivalait à 1.225 millions de francs or. Il atteignait 1.165 millions de francs or au 31 mars 1987 et 1.155 millions au 31 mars 1986.

## 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			
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
1988	1.335	35.658	1.158	38.151

### 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 pas varié depuis 1971, année au cours de laquelle il avait 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 1987—88 F or 576.352.793

contre 550,4 millions de francs or au 31 mars 1987; un transfert de 26 millions est proposé par imputation sur ce même bénéfice. Le renforcement



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 1987—88 F or 31.530.055

contre 25,5 millions de francs or au 31 mars 1987. En accord avec les dispositions de l'article 51(4) des Statuts, il a été proposé de transférer un montant de 6 millions de francs or à ce fonds, par prélèvement sur le bénéfice.

4) Fonds de réserve libre

après répartition du bénéfice net de 1987—88 F or 401.530.236

contre 368,5 millions de francs or au 31 mars 1987. Il a été recommandé d'affecter une somme de 33 millions à ce fonds, également par prélèvement sur le bénéfice.

Le montant total des réserves qui, après répartition du bénéfice 1987—88, dépasse pour la première fois un milliard de francs or, atteint ainsi F or 1.039.483.397

Les réserves avaient été portées à 974,5 millions de francs or à la fin de l'exercice précédent; elles sont donc en hausse de 65 millions.

B. Fonds empruntés

Les tableaux suivants 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
	1987	1988	
	en millions de francs or		
Dépôts des banques centrales	26.229	34.507	+ 8.278
Dépôts des autres déposants	1.397	1.151	- 246
Total	27.626	35.658	+ 8.032

L'examen de ce tableau montre que les «Dépôts des banques centrales» sont en hausse sensible; l'accroissement de ce poste atteint 31,6% et explique pour l'essentiel l'évolution du bilan de la Banque.

Le recul des «Dépôts des autres déposants» reflète une contraction du total des dépôts reçus de diverses organisations internationales.

La part des dépôts des banques centrales, par rapport au total des fonds empruntés, s'inscrit donc en hausse et représente maintenant 96,8%, contre 94,9% à la fin de l'exercice précédent. La part des «Dépôts des autres déposants» régresse à 3,2%, contre 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
	1987	1988		1987	1988		1987	1988	
	en millions de francs or								
A vue	4.526	4.466	-60	1.636	2.240	+ 604	6.162	6.706	+ 544
A 3 mois au maximum	8	8	0	20.866	27.125	+6.259	20.874	27.133	+6.259
A plus de 3 mois				590	1.819	+1.229	590	1.819	+1.229
Total	4.534	4.474	-60	23.092	31.184	+8.092	27.626	35.658	+8.032

Les ressources en or se sont contractées; ce mouvement reflète l'évolution des dépôts à vue en or.

L'ensemble des postes en monnaies, en revanche, est en progression, particulièrement les dépôts ayant au maximum trois mois à courir. Le total des dépôts à plus de trois mois, après trois années de baisses consécutives, est en hausse sensible.

Les dépôts en or, essentiellement à vue, représentent 12,5% du total des ressources et les dépôts en monnaies 87,5%. Ces proportions s'établissaient à 16,4% et 83,6% à la fin de l'exercice précédent.

L'examen des différentes catégories de dépôts montre que la part des dépôts à vue dans l'ensemble des ressources représente 18,8% (contre 22,3% au 31 mars 1987), celle des dépôts à trois mois au maximum 76,1% (contre 75,6%) et celle des dépôts à plus de trois mois 5,1% (contre 2,1%).

a) *Dépôts en or* F or 4.473.626.267

contre 4.534 millions de francs or, soit un recul de 60 millions, qui n'a affecté que le total des dépôts en or à vue.

b) *Dépôts en monnaies* F or 31.184.049.767

contre 23.092 millions au 31 mars 1987. La progression est de 8.092 millions de francs or, ou de 35%; elle est due pour l'essentiel à une nouvelle hausse des ressources en dollars EU, particulièrement marquée au cours de cet exercice. Les ressources en deutsche marks et en yens ont également augmenté de manière sensible.

Comme l'indique le tableau ci-dessus, l'expansion des ressources en monnaies a influencé le total de chacune des trois catégories de dépôts.

### C. *Autres passifs*

a) *Système de prévoyance du personnel* F or 115.992.603

contre 97,5 millions de francs or au 31 mars 1987. Ce poste, qui figurait pour la première fois au bilan à la fin de l'exercice précédent, représente l'équivalent en



francs or du montant de l'engagement de la Banque, établi en francs suisses, au titre des pensions du personnel.

b) Le poste «Divers» s'élève à F or 1.010.788.081

contre 925,9 millions de francs or au 31 mars 1987.

L'évolution de ce poste résulte pour une part importante de l'appréciation de valeur, exprimée en franc or, des monnaies autres que le dollar EU qui le constituent.

c) Compte de profits et pertes avant répartition F or 95.937.052

correspondant au bénéfice net de l'exercice 1987—88.

La répartition proposée, effectuée conformément aux dispositions de l'article 51 des Statuts, est indiquée dans la Section 5 ci-après. Une somme de 30.937.052 francs or, contre 25.081.090 francs or pour l'exercice précédent, est prélevée sur le montant indiqué ci-dessus au titre du dividende de 175 francs suisses par action payable le 1er juillet 1988. En 1987, le montant du dividende payé par action s'élevait à 155 francs suisses.

### 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	
	1987		1988			
	en millions de francs or					
Avoirs à vue						
Or	5.072		4.981		- 91	
Monnaies	16	5.088	15	4.996	- 1	- 92
Bons du Trésor						
Monnaies		558		1.952		+1.394
Dépôts à terme et avances						
Or	117		145		+ 28	
Monnaies	21.064	21.181	26.888	27.033	+5.824	+5.852
Titres du secteur public et autres titres à terme						
Monnaies		3.111		4.165		+1.054
Total						
Or	5.189		5.126		- 63	
Monnaies	24.749	29.938	33.020	38.146	+8.271	+8.208

a) Or F or 4.980.714.027

contre 5.072 millions à la fin de l'exercice 1986—87, soit un recul de 91 millions de francs or.

Ce mouvement reflète la réduction des avoirs en or des banques centrales et, accessoirement, l'accroissement des placements en or effectués sur le marché.

b) Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue F or 14.474.885

contre 16 millions de francs or au 31 mars 1987.

c) Bons du Trésor F or 1.951.979.207

contre 558 millions de francs or au 31 mars 1987.

Ce portefeuille, qui s'était contracté au cours de l'exercice précédent, est en hausse sensible; son volume a augmenté de 1.394 millions de francs or. Il a été procédé, en effet, à des achats de bons du Trésor sur divers marchés.

d) Dépôts à terme et avances F or 27.033.004.510

contre 21.181 millions de francs or, soit une progression de 5.852 millions.

Ce poste reflète de manière marquée l'accroissement substantiel des ressources en monnaies.

Compte tenu de la composition par monnaie des nouvelles ressources reçues, les nouveaux placements effectués en dollars EU occupent la première place, suivis des dépôts en deutsche marks et en yens.

Une contraction sensible des placements en DTS résulte du remboursement, effectué par le Fonds monétaire international, d'une part importante de la facilité de DTS 2.505 millions que la Banque lui avait consentie en 1984.

e) Titres du secteur public et autres titres à terme F or 4.165.282.966

Ce portefeuille, qui progresse de plus d'un milliard de francs or, s'élevait à 3.111 millions au 31 mars 1987. Il est constitué de papiers publics et privés achetés sur divers 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
	1987	1988	
en millions de francs or			
A 3 mois au maximum	20.088	26.385	+ 6.297
A plus de 3 mois	4.204	4.813	+ 609
Total	24.292	31.198	+ 6.906



La part des placements à trois mois au maximum, qui avait régressé à 82,7% au cours de l'exercice précédent, s'établit à 84,6% et retrouve ainsi le même pourcentage qu'à la fin de l'exercice 1985—86.

En revanche, les opérations à plus de trois mois constituent 15,4% du total des placements, contre 17,3% au 31 mars 1987.

f) Divers F or 5.124.696

contre 6 millions de francs or au 31 mars 1987.

#### *Opérations à terme sur or*

Elles figurent dans la note 2 complémentaire au bilan et font ressortir un solde positif de F or 10.317.182  
contre un solde positif de 7 millions de francs or à la fin de l'exercice précédent.

L'augmentation de cette rubrique résulte de la conclusion d'un nouveau swap or (livré au comptant) contre monnaie.

### 5. Bénéfice net et répartition

Les comptes du cinquante-huitième exercice clos le 31 mars 1988 font apparaître un excédent net d'exploitation de 118.901.393 francs or, contre 95.214.480 francs or au titre du précédent exercice. Les principaux facteurs qui expliquent l'amélioration des résultats financiers pour l'exercice sous revue ont été de nouveau l'augmentation en volume des ressources mises à la disposition de la Banque aux fins d'investissement et l'accroissement des bénéfices résultant des opérations sur titres.

L'excédent net d'exploitation est indiqué après déduction de 28.821.525 francs or au titre des frais d'administration, qui se sont accrus de 18% sur l'ensemble de l'année, du fait surtout de 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 a augmenté de moins de 2%.

Le Conseil d'administration a décidé de transférer 964.341 francs or à la Provision pour frais d'administration exceptionnels et de constituer — au moyen d'un transfert supplémentaire de 22.000.000 de francs or — une nouvelle «Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement»; l'objet principal de cette provision est de couvrir le coût des projets comportant des dépenses d'équipement, dont l'importance ne cesse de s'accroître au fur et à mesure que le bâtiment de la Banque devient plus ancien et que les progrès de la technologie accélèrent le rythme de l'obsolescence. A la suite de ces deux transferts, le bénéfice net s'élève à 95.937.052 francs or, contre 91.081.090 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 95.937.052 francs or de la manière suivante:

- une somme de 30.937.052 francs or est affectée au paiement d'un dividende de 175 francs suisses par action;
- un montant de 26.000.000 de francs or est transféré au Fonds de réserve générale;
- un montant de 6.000.000 de francs or est transféré au Fonds spécial de réserve de dividendes;
- un montant de 33.000.000 de 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 1988 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 20 juin 1988.

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 1988 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date. Le rapport de MM. Price Waterhouse & Co. figure au bas du bilan.

## 6. Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction

Lors de la séance du Conseil du 10 novembre 1987, M. Jean Godeaux a rappelé que son mandat de trois ans en tant que Président du Conseil d'administration et de Président de la Banque des Règlements Internationaux arrivait à son terme à la fin de décembre 1987 et a annoncé qu'il avait décidé de renoncer à ces fonctions. Le Prof. Paolo Baffi, en sa qualité de membre le plus ancien du Conseil, a exprimé à M. Godeaux la profonde gratitude du Conseil d'administration pour les éminents services que M. Godeaux a rendus à la Banque et l'importante contribution qu'il a apportée au développement de la coopération entre banques centrales. Le Conseil a ensuite élu le Dr W.F. Duisenberg, Président de la Nederlandsche Bank, aux fonctions de Président du Conseil d'administration et de Président de la Banque aux termes de l'article 38 des Statuts pour une période de trois ans à compter du 1er janvier 1988.

En septembre 1987, le Prof. Paolo Baffi, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 7 novembre 1987, a été de nouveau nommé à ce poste par le Dr Ciampi, Gouverneur de la Banque d'Italie, conformément à l'article 27(2) des Statuts, pour un nouveau mandat de trois ans se terminant le 7 novembre 1990.

De même, en décembre 1987, le Dr Johann Schöllhorn, dont le mandat de membre du Conseil venait à expiration le 31 décembre 1987, a été de



nouveau nommé à ce poste par M. Pöhl, Président de la Deutsche Bundesbank, conformément à l'article 27(2) des Statuts, pour une nouvelle période de trois ans se terminant le 31 décembre 1990.

Au cours de la séance du Conseil du 9 février 1988, le Baron de Strycker, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 29 février, a été de nouveau nommé à ce poste par M. Godeaux, Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, conformément à l'article 27(2) des Statuts, pour un nouveau mandat de trois ans prenant fin le 28 février 1991.

Le mandat du Dr W.F. Duisenberg, qui avait été élu par le Conseil aux termes de l'article 27(3) des Statuts, venait à expiration le 31 mars 1988. Le Dr Duisenberg a été réélu pour une période de trois ans se terminant le 31 mars 1991 lors de la séance du Conseil du 8 mars 1988.

A la fin d'avril 1988, M. Pierre Languetin a quitté son poste de Président de la Direction Générale de la Banque Nationale Suisse et a abandonné dans le même temps son siège d'administrateur à la BRI. Lors de la séance du Conseil du 12 avril 1988, le Président a remercié M. Languetin pour les éminents services qu'il a rendus à la Banque pendant plus de trois ans. Au cours de la même séance, le Dr Markus Lusser, qui avait été nommé pour succéder à M. Languetin au poste de Président de la Direction Générale de la Banque Nationale Suisse, a été élu membre du Conseil, aux termes de l'article 27(3) des Statuts, pour la période non expirée du mandat de M. Languetin, à savoir jusqu'au 31 mars 1989.

Lors de la séance du 10 mai 1988, le Président a informé le Conseil que M. Leigh-Pemberton avait nommé M. L.D.D. Price, en remplacement de M. J.E.W. Kirby, pour être son suppléant en l'absence de M. A.D. Loehnis. Le Président a exprimé à M. Kirby les remerciements de la Banque pour ses précieux services.

Le 31 décembre 1987, M. Paul Hauser, Directeur Adjoint au Secrétariat général, et le 31 mai 1988, M. Robert Chaptinel, Directeur Suppléant au Département Bancaire ont pris leur retraite, après plus de trente-six ans et quarante ans respectivement de bons et loyaux services.

Lors de la séance du Conseil du 8 mars 1988, le Président a annoncé que la Banque avait décidé de promouvoir, à compter du 1er avril 1988, le Dr H.W. Mayer et le Dr Kurt Spinnler au rang de Directeur Suppléant et MM. Jean-Claude Dagassan, P.C. Bridge et Tullio Pollonio à celui de Directeur Adjoint.

---

La Banque a appris avec un profond regret les décès de Lord Cobbold le 1er novembre 1987, du Dr Edwin Stopper le 17 février 1988 et du Dr M.W. Holtrop le 1er avril 1988. Lord Cobbold avait été Gouverneur de la Banque d'Angleterre et membre d'office du Conseil d'administration de la BRI de mars 1949 à juin 1961. Il avait auparavant siégé au Conseil en qualité de Suppléant de novembre 1934 à février 1949. Le Dr Stopper avait été Président de la Direction Générale de la Banque Nationale Suisse et membre du Conseil d'administration de la BRI de septembre 1966 à avril 1974. Le Dr Holtrop avait été Président de la Nederlandsche Bank d'avril 1946 à avril 1967. Il avait été administrateur de juillet 1946 à juin 1967 et Président du Conseil et Président de la BRI de juillet 1958 à juin 1967.

## Conclusion

Comme l'indique le Chapitre I, un examen rétrospectif des événements qui se sont déroulés l'an passé montre que la plupart des grands problèmes de politique économique qui se posaient il y a un an ne sont pas résolus. Le plus important est sans conteste, du point de vue des banques centrales, la persistance d'un déséquilibre élevé des paiements dans le monde industriel. La question qui se pose maintenant est de savoir si ce déséquilibre représente la même menace que l'année dernière pour la stabilité financière et les perspectives de croissance non inflationniste et, dans l'affirmative, comment il est possible d'y remédier. Qu'en est-il, en plus, d'autres problèmes qui exigent une action de la part des autorités?

L'évolution récente sur les marchés financiers a mis en évidence l'importance de ces questions. Après une période de calme relatif au cours des deux premiers mois de 1988, les marchés ont commencé à nous rappeler que la stabilisation ne doit pas être considérée comme acquise. A part quelques brèves interruptions, les taux d'intérêt à long terme suivent une tendance ascendante aux Etats-Unis depuis début mars et, à partir du milieu d'avril, les taux longs sur le deutsche mark se sont également inscrits en hausse. A plusieurs reprises, les marchés des actions se sont brusquement orientés à la baisse. Le dollar a lui aussi connu des accès de faiblesse. D'une manière plus générale, l'instabilité au jour le jour des prix des actifs financiers est demeurée élevée. Si les banques centrales sont parvenues à freiner le glissement du dollar et à contenir son instabilité à court terme et si, jusqu'à présent, les autres perturbations sont loin d'avoir revêtu la même ampleur ou la même rapidité que l'an dernier, tous ces développements donnent cependant une idée de l'incertitude qui subsiste dans les milieux financiers au sujet des perspectives d'évolution des variables macro-économiques essentielles, comme l'inflation et le taux de change du dollar. En outre, certains opérateurs se demandent si nous ne nous trouvons pas sur la même trajectoire qu'au printemps dernier.

Il ne fait guère de doute que cette incertitude est due pour beaucoup aux déséquilibres des paiements courants des Etats-Unis, du Japon et de la République fédérale d'Allemagne. Si ces déséquilibres se situent à présent nettement au-dessous de leurs maxima — même en termes de dollars — ils sont encore amples et le resteront probablement par référence au passé. Compte tenu de l'importance du rôle des investisseurs étrangers sur le marché des obligations aux Etats-Unis, la persistance de ces déséquilibres est directement responsable d'une partie de l'incertitude entourant les perspectives d'évolution des taux d'intérêt à long terme sur le dollar et se trouve, évidemment, à l'origine de la plupart des doutes au sujet de la valeur future



de la monnaie américaine. Mais le déficit extérieur américain est également important en tant que révélateur de ce qui est perçu comme des déséquilibres internes de l'économie américaine: dans la sphère financière, l'insuffisance de l'épargne privée pour le financement du déficit budgétaire; dans le secteur réel, la vigueur continue de la dépense intérieure qui, conjuguée à l'essor bénéfique des exportations, fait que l'économie s'achemine de plus en plus vers une surchauffe. Cette situation donne lieu à des anticipations inflationnistes qui, à leur tour, influencent les cours des obligations. Enfin, les agents économiques éprouvent, dans ces conditions, quelque appréhension à l'égard de l'action (ou de l'inaction) des responsables de la politique économique, tant aux Etats-Unis que dans les pays excédentaires, ce qui ajoute encore aux incertitudes concernant l'évolution sur les marchés des capitaux et des changes. Quiconque douterait du bien-fondé de ces affirmations devrait observer, sur l'écran d'un opérateur, la vitesse et l'ampleur des variations des prix des actifs et des taux de change que provoquent la publication d'informations relatives au déficit commercial et aux chiffres sur l'emploi ou l'inflation aux Etats-Unis ainsi que les déclarations de responsables de la politique économique des principaux pays. Dans un tel environnement, on comprend que, en présence de déséquilibres extérieurs dont la valeur en dollars n'a pas beaucoup varié par rapport à l'année dernière, de nombreux opérateurs du marché cèdent à la tentation de raisonner par analogie avec la séquence des événements qui a abouti à la crise du 19 octobre.

Ils auront très probablement tort, non seulement parce que, d'une manière générale, l'histoire ne se répète jamais exactement, mais aussi pour des raisons plus spécifiques. En effet, par suite des mutations qui se sont produites au cours des douze derniers mois, le monde n'est plus tout à fait ce qu'il était il y a un an. Malheureusement pour ceux qui ont une prédilection pour les problèmes bien circonscrits, avec des solutions bien ficelées, aucune de ces mutations n'apparaît franchement positive ou négative. Les progrès réalisés dans l'ajustement extérieur en volume ont certes été largement confirmés, mais l'ajustement paraît insuffisant aux Etats-Unis sur le plan interne; la période qui s'est écoulée depuis la crise boursière d'octobre a certes démontré la capacité de résistance des marchés et des établissements financiers, mais le krach en soi suscite un certain nombre de questions encore sans réponse; les autorités ont certes fait la preuve de leur aptitude à gérer la crise et à unir leurs efforts, mais la coopération dans le domaine budgétaire n'a pas été à la hauteur des succès obtenus à cet égard sur les marchés des changes et au niveau de la politique monétaire; le risque que représente la situation de l'endettement international pour la stabilité financière globale a certes été réduit, mais le fardeau de la dette entrave encore considérablement les possibilités de redressement dans la plupart des pays endettés; enfin, les perspectives de croissance dans le monde industriel se sont certes améliorées, mais les anticipations inflationnistes se sont, à tort ou à raison, ravivées. Examinons brièvement chacune de ces évolutions.

L'information la plus significative, et la plus favorable, en ce qui concerne le processus d'ajustement a été la confirmation générale par les statistiques des progrès encourageants réalisés en termes réels. Aux Etats-Unis,

l'augmentation de \$21,5 milliards du déficit commercial non pétrolier en volume en 1986 a fait place, l'année dernière, à une baisse de plus de \$11,5 milliards — du fait surtout d'un bond de 16% en volume des exportations de biens manufacturés, soit deux fois et demie la croissance estimée des marchés d'exportation des Etats-Unis pour ces produits. La compétitivité internationale de l'industrie américaine s'est de toute évidence fortement améliorée. L'excédent commercial non pétrolier du Japon, qui avait déjà fléchi de \$20,5 milliards en volume en 1986, s'est encore réduit de \$14,5 milliards en 1987 — et ce nouveau recul apparaît nettement plus marqué si l'on fait abstraction des importations exceptionnelles d'or en 1986. La valeur unitaire, en dollars constants, de l'excédent non pétrolier de l'Allemagne s'est contractée d'environ \$6 milliards pour chacune des deux dernières années. Cet ajustement d'ensemble a été en grande partie neutralisé par l'évolution des termes de l'échange, dont l'incidence ne se fera cependant pas sentir éternellement, et l'on doit pouvoir s'attendre au moins à une légère réduction supplémentaire de la valeur en dollars des déséquilibres.

«Au moins une légère réduction»: cette restriction est malheureusement nécessaire, en raison des progrès inégaux des politiques d'ajustement interne mises en œuvre pour appuyer l'ajustement extérieur en volume. Ces politiques ont donné des résultats remarquables au Japon, où la dépense intérieure s'est accrue de près de 7% au dernier trimestre de 1987 par rapport à l'année précédente. Les résultats ont été bien plus modestes en Allemagne, où cette progression a été de 3%. Le principal problème paraît être celui des Etats-Unis, où la vigueur de la demande interne, dans le contexte d'une utilisation intensive des capacités dans les secteurs exposés à la concurrence internationale, requiert un nouveau resserrement budgétaire beaucoup plus important que celui qui a déjà été réalisé, faute de quoi la réduction du déficit de la balance des paiements courants des Etats-Unis demeurera limitée.

Le principal événement financier de l'année dernière — le krach boursier aux Etats-Unis, suivi d'une baisse brutale, générale et considérable des cours des actions à l'échelle mondiale (sauf au Japon) — appelle trois commentaires. Tout d'abord, les cours des actions se situent maintenant, à l'exception du Japon, nettement au-dessous de leurs maxima précédents et semblent moins vulnérables au choc des «mauvaises nouvelles». En deuxième lieu, les marchés ont fait preuve d'une capacité de résistance remarquable: contrairement aux schémas habituels, ils se sont plus ou moins stabilisés, assez rapidement, à un plus bas niveau. Si la chute des cours a revêtu, par sa soudaineté et son ampleur, des proportions alarmantes, les événements ultérieurs n'ont pas confirmé toutefois les craintes de réactions en chute libre envisagées dans les scénarios pessimistes. En dépit de quelques lourdes pertes, les maisons financières ont traversé la tourmente sans trop de dégâts; le plus important, peut-être, c'est qu'à quelques exceptions mineures près, les banques n'ont subi, à titre individuel, aucune répercussion grave et que la solidité des systèmes bancaires dans leur ensemble n'a été nullement éprouvée. En troisième lieu, cependant, tant la rapidité que la «globalisation» des réactions, qui se sont produites malgré des données fondamentales et des ratios cours/bénéfices



fort différents, ont soulevé des questions qui restent encore sans réponse et interpellent à la fois les agents économiques, les gouvernements et les autorités de contrôle.

La réaction des autorités monétaires à la crise boursière a été rapide et efficace — au point que les historiens auront de la peine à déterminer si la stabilisation des cours doit être imputée à l'influence des mécanismes de freinage interne des marchés ou à la fourniture immédiate de liquidités par les autorités monétaires (ainsi qu'à certaines interventions plus directes) dans les jours qui ont suivi l'effondrement des cours. Sans doute cette stabilisation tient-elle à ces deux facteurs — ce qui constitue aussi, au demeurant, une bonne nouvelle. Autre évolution favorable, les interventions actives, visibles et coordonnées sur les marchés des changes se sont montrées progressivement plus efficaces pour atténuer l'instabilité excessive et contenir la pression à la baisse sur le cours de change du dollar. Cette efficacité peut s'expliquer en partie par le fait que les opérations financières pures («trading») jouent désormais un rôle capital dans les transactions sur les marchés des changes et que les opérateurs agissent essentiellement, pour des raisons évidentes, dans une perspective à très court terme. Dans ces conditions, les interventions des banques centrales, même si leur ampleur paraît modeste en regard du volume global de l'activité du marché, seront probablement fort efficaces, au-delà même de ce qu'on peut attendre du traditionnel effet de «signal», ce qui ne veut pas dire pour autant que les interventions, à elles seules, puissent stabiliser les taux de change. Des progrès ont également été accomplis en matière de coordination des politiques monétaires, même si l'absence d'une orientation suffisamment différenciée des politiques budgétaires des Etats-Unis et de l'Allemagne a montré les limites d'une action confinée au domaine monétaire.

Le temps a contribué efficacement à atténuer le risque auquel est exposée la stabilité financière globale du fait de la situation de l'endettement international. Le montant des créances des banques sur les pays débiteurs en difficulté ne cesse de se réduire depuis quelques années par rapport à leurs fonds propres et les établissements de crédit sont de plus en plus nombreux à pouvoir constituer d'importantes provisions à l'égard du risque-pays. En revanche, le temps a moins joué en faveur des pays débiteurs. Certes, la balance globale de leurs paiements courants s'est sensiblement améliorée et certains d'entre eux tout au moins ont pu renforcer leurs réserves de change. Mais, dans l'ensemble, leur capacité d'assurer le service de la dette ne s'est pas améliorée au point de leur permettre de recouvrer, dans un avenir prévisible, une cote de crédit suffisante et d'accélérer par là même la formation de leur capital. Il n'empêche que les années qui se sont écoulées depuis 1982 n'ont pas été vaines. Les pays débiteurs se rendent davantage compte que leurs problèmes d'endettement extérieur s'inscrivent dans le cadre plus général de leurs problèmes internes. Nombre d'entre eux — les pays à revenu moyen — semblent disposés à redéfinir leur conception du développement interne en fonction de l'expérience acquise à l'échelle mondiale en ce qui concerne le rôle bénéfique des mécanismes du marché. Ces mêmes pays peuvent également tirer parti de l'intensification, au cours des douze derniers

mois, du «processus d'apprentissage» du côté des créanciers — qui se traduit par une volonté plus affirmée de ne pas éluder les problèmes et de limiter les dégâts lorsque cela semble aller dans leur propre intérêt tout autant que dans celui des débiteurs.

Les résultats obtenus par le groupe des pays industriels sur le plan de la croissance se sont améliorés depuis le printemps de 1987, et les perspectives dans ce domaine sont également meilleures qu'il y a un an. Cette situation ne comporte pas cependant que des avantages. Si la vive reprise de l'activité a été remarquable au Japon, la vigueur de la demande aux Etats-Unis (moins par comparaison avec le taux d'expansion de la dépense intérieure dans les pays excédentaires que par rapport aux capacités productives) ne constitue pas véritablement une bonne nouvelle — non seulement pour des considérations de balance des paiements, mais aussi pour ses implications inflationnistes potentielles. Jusqu'à présent, l'inflation d'origine interne est demeurée étonnamment modérée aux Etats-Unis, malgré la baisse de la valeur externe du dollar, l'utilisation croissante des capacités et le recul constant du chômage. Toutefois, il ne serait guère avisé de miser sur cette bonne fortune pour l'avenir, surtout dans un environnement de hausse des cours des matières premières et alors même que l'incidence de la dépréciation antérieure du dollar ne s'est peut-être pas encore fait pleinement sentir. Depuis le début du mois de mars, le marché obligataire américain a déclenché à cet égard un signal d'alarme. Cette configuration particulière ne s'applique ni au Japon ni à l'Allemagne, mais ces deux pays ont enregistré une expansion très rapide de la liquidité interne, et ce quel que soit pratiquement le critère de comparaison retenu. Fait significatif, l'abondance des liquidités n'a pas empêché la hausse récente des taux d'intérêt à long terme, en particulier en Allemagne. Cette hausse pourrait peut-être s'expliquer par la conviction des investisseurs allemands que la stabilité des taux de change au sein de l'Europe est appelée à se poursuivre; elle pourrait signifier aussi que le marché, à tort ou à raison, ne projette pas sur l'avenir la stabilité actuelle des prix.

Trois conclusions générales sembleraient se dégager de ce résumé des événements qui ont créé un nouvel environnement pour les décisions relevant de la responsabilité directe ou indirecte des banques centrales. Premièrement, le système financier occidental considéré dans son ensemble (et, au sein de ce dernier, le système bancaire) a mieux supporté les turbulences de l'année dernière qu'on aurait pu le craindre; il convient toutefois de tirer des enseignements de la crise boursière. Deuxièmement, si le processus d'ajustement externe est bien engagé en termes réels, il n'en reste pas moins que nous serons encore confrontés probablement pendant assez longtemps à des déséquilibres prononcés des paiements courants en valeur nominale; des politiques devront donc être conçues de manière à réduire le plus possible le risque de voir se déclencher, lorsque le marché prendra conscience de cette situation, des perturbations dont le système financier ferait volontiers l'économie. Troisièmement, en élaborant ces politiques, il importera de ne pas oublier que, si la croissance globale est fort satisfaisante dans le monde industriel, on ne saurait pour autant négliger les risques d'inflation. Quelques observations finales peuvent être faites sur chacun de ces trois points.



Des enseignements ont déjà été tirés de la crise d'octobre, qui, sans être profondément déstabilisatrice, a néanmoins été suffisamment grave pour susciter des réactions salutaires de la part de la communauté financière. Les institutions participant aux marchés des titres tiennent davantage compte de l'élément «coût» et vérifient de manière plus attentive notamment l'utilité des nouvelles techniques financières, renforcent les contrôles internes et découvrent, ou redécouvrent, les vertus de la spécialisation. Les autorités de contrôle bancaire ont acquis une plus grande expérience directe des répercussions de la mobiliérisation sur l'activité bancaire et elles adaptent leurs méthodes en conséquence. Les autorités de surveillance des opérations sur titres se sont pleinement rendu compte de l'interdépendance entre les divers compartiments des marchés des titres. Enfin, ces deux groupes de responsables sont conscients de la nécessité d'une coopération sur le plan interne ainsi qu'à l'échelle internationale.

Au-delà de ces premières réactions salutaires, beaucoup reste à faire cependant. La vitesse vertigineuse à laquelle s'opère l'interconnexion des marchés sur le plan interne et par-delà les frontières nationales amène à se poser des questions quant au coût et aux avantages de certaines innovations et de la globalisation des marchés. Ces questions appellent à l'évidence des réponses, lesquelles ne devront toutefois pas se fonder sur des préjugés politiques mais sur une analyse technique minutieuse des événements; or, pour cela, il faut du temps. Il serait vraiment dommage de substituer à la conviction a priori selon laquelle les marchés financiers fonctionnent harmonieusement tant qu'ils sont livrés à eux-mêmes la conviction, également a priori, selon laquelle une action d'ordre législatif en faveur d'une «reréglementation» conjurerait le risque de voir se reproduire l'expérience du 19 octobre. Si l'on peut d'ores et déjà tirer une conclusion des rapports analytiques fascinants publiés aux Etats-Unis, c'est que notre monde financier est devenu bien trop sophistiqué et beaucoup trop complexe pour qu'on puisse se contenter de réponses simplistes.

La persistance d'un déficit élevé des paiements courants aux Etats-Unis équivaut à une accumulation correspondante de créances nettes du reste du monde sur les Etats-Unis. Les détenteurs étrangers d'actifs financiers seront-ils disposés à ajuster leurs portefeuilles en conséquence — et, dans ce cas, qu'en coûtera-t-il à la stabilité financière? C'est l'ampleur considérable, par référence au passé, des déficits prévus qui amène à se demander si cet ajustement peut se faire sans déstabiliser les marchés des capitaux. Cela étant, dès lors qu'on se réfère à une autre évaluation quantitative, établie à partir d'un autre point de vue, ce pessimisme ne se justifie plus. S'il est vrai que la part des créances privées sur les Etats-Unis dans le total des actifs financiers détenus par les entreprises dans les autres pays industriels a fortement augmenté depuis l'apparition du déficit américain des paiements courants, elle ne dépassait sans doute guère 3½% à la fin de 1986; en outre, ce calcul ne tient pas compte du patrimoine financier considérable du secteur des ménages, pas plus qu'il n'inclut celui des pays non industriels. Le patrimoine financier accumulé hors des Etats-Unis est énorme et continuera de s'accroître en raison de la persistance de taux d'épargne élevés. De surcroît,

le processus de libéralisation des marchés des changes et des capitaux est loin d'être achevé et une proportion très importante d'actifs financiers échappe encore à la tentation de la diversification internationale, même dans les pays où les mouvements de capitaux bénéficient d'une totale liberté. Il s'ensuit que les problèmes quantitatifs semblent plus maîtrisables que ne peut le laisser supposer la simple référence à un montant impressionnant de dollars.

En contrepartie, il faut aussi, bien sûr, tenir compte du fait qu'un monde dominé par une grande mobilité des capitaux est également régi par des anticipations, qui constituent les déterminants essentiels des prix des actifs financiers. Si les investisseurs éprouvent le moindre doute sur la solidité de l'engagement pris par les autorités en matière de politique économique, ils ne voudront plus accroître leurs avoirs en dollars et pourront même être tentés de les céder. Si, en revanche, les détenteurs d'actifs financiers ont de bonnes raisons de croire que les autorités demeurent fermement attachées à la stabilisation du dollar et qu'elles poursuivent des politiques crédibles qui permettront une réduction progressive, même lente, des déséquilibres des paiements, ils seront fort probablement disposés à diversifier davantage leurs portefeuilles au profit des créances sur les Etats-Unis.

La première condition nécessaire à la poursuite de cette diversification est que les agents économiques aient confiance dans la détermination et la capacité des autorités des Etats-Unis, ainsi que des pays excédentaires, de s'opposer à la pression à la baisse sur le dollar. Des progrès substantiels ont été accomplis dans ce sens depuis le printemps de l'année dernière (avec, il est vrai, quelques dérapages vers la fin de l'été), tant en ce qui concerne les interventions effectives que la différenciation des politiques monétaires, comme en témoignent les écarts de taux d'intérêt à court terme sur le marché et l'évolution divergente des chiffres de la masse monétaire.

Cela étant, il reste à satisfaire une seconde condition, à savoir convaincre les agents économiques que des politiques adéquates sont mises en œuvre pour assurer des progrès réguliers sur le plan de l'ajustement extérieur. Même en posant comme hypothèse que les opérateurs des marchés financiers finiront par se rendre compte de l'ampleur de l'ajustement déjà réalisé en termes réels et que la réduction progressive des déséquilibres nominaux sera confirmée au cours des prochains mois, cette seconde condition revêt un caractère plus contraignant, car elle implique un appui résolu de la part de politiques budgétaires différenciées.

Une telle stratégie budgétaire est également indispensable si l'on veut éviter une recrudescence de l'inflation aux Etats-Unis. Des politiques expansionnistes ont été appliquées avec un succès notable au Japon et de manière moins nette en Allemagne; aux Etats-Unis, c'est l'orientation en sens inverse qui s'est révélée insuffisante. Pourtant, il est nécessaire, dans l'intérêt de l'équilibre interne et externe aux Etats-Unis, d'améliorer le taux de couverture du déficit budgétaire par l'épargne interne et de freiner la dépense intérieure de manière à la maintenir largement en deçà des limites des capacités. Si une partie de cette tâche peut, et doit, être assumée par la politique monétaire, ce ne serait cependant pas aller dans le sens de la stabilité des marchés financiers que de s'en remettre uniquement à l'action des autorités



monétaires. A l'opposé, une expansion interne plus soutenue serait utile pour l'équilibre interne et externe en Allemagne. Et si, dans ce cas, une partie de cette tâche peut être assumée par la politique monétaire — ce qu'elle fait d'ailleurs déjà — l'augmentation des liquidités résultant d'une politique monétaire libérale a cependant des limites en termes d'efficacité comme en termes d'opportunité dans une perspective à plus longue échéance. Ce serait un véritable tour de force si la réalisation simultanée de plusieurs objectifs — équilibre externe, équilibre interne à court et à long terme et, en plus, stabilité financière — était obtenue par le maniement d'un seul instrument de politique économique.

Compte tenu des difficultés politiques que comporte une modification des stratégies budgétaires et du délai d'attente inévitable imposé par les élections américaines, le défi majeur auquel doivent faire face les autorités monétaires des deux pays, comme d'ailleurs celles de bien d'autres, consiste à effectuer un périlleux exercice d'équilibre en essayant de deviner, pour reprendre une expression familière, «jusqu'où elles peuvent aller trop loin». Mais il s'agit là d'une situation à laquelle les banques centrales ont l'habitude, par tradition, de faire face.

ALEXANDRE LAMFALUSSY  
Directeur Général

## Bilan et compte de profits et pertes

au 31 mars 1988



# Bilan au 31 mars 1988

(en francs or — voir note 1)

<b>Actif</b>		
Or .....		4 980 714 027
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue .....		14 474 885
Bons du Trésor .....		1 951 979 207
<b>Dépôts à terme et avances</b>		
Or		
A 3 mois au maximum .....	79 606 905	
A plus de 3 mois .....	64 923 062	
Monnaies		
A 3 mois au maximum .....	23 836 993 704	
A plus de 3 mois .....	3 051 480 839	
		27 033 004 510
<b>Titres du secteur public et autres titres à terme</b>		
A 3 mois au maximum .....	2 468 298 103	
A plus de 3 mois .....	1 696 984 863	
		4 165 282 966
Divers .....		5 124 696
Terrain, immeubles et installations .....		1
		<u>38 150 580 292</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 1,94149...) et tous les autres éléments en monnaies sur la base des cours du marché par rapport au dollar EU.

## Note 2:

Au 31 mars 1988, l'or à recevoir contre monnaies au titre des opérations à terme s'élevait à 10 317 182 francs or.

Avant                      Après  
répartition du bénéfice  
net de l'exercice

**Passif**

**Capital**

Autorisé: 600 000 actions de 2 500 francs or chacune    1 500 000 000  
Emis: 473 125 actions .....    1 182 812 500  
libérées de 25% .....    295 703 125

295 703 125

295 703 125

**Réserves**

Fonds de réserve légale .....    30 070 313  
Fonds de réserve générale .....    550 352 793  
Fonds spécial de réserve de dividendes .....    25 530 055  
Fonds de réserve libre .....    368 530 236

974 483 397

30 070 313

576 352 793

31 530 055

401 530 236

1 039 483 397

**Dépôts (or)**

**Banques centrales**

A vue .....    4 466 156 947  
A 3 mois au maximum .....    7 468 921

**Autres déposants**

A vue .....    399

4 473 626 267

4 473 626 267

**Dépôts (monnaies)**

**Banques centrales**

A vue .....    2 209 723 087  
A 3 mois au maximum .....    26 006 283 420  
A plus de 3 mois .....    1 817 050 103

**Autres déposants**

A vue .....    30 250 965  
A 3 mois au maximum .....    1 118 850 589  
A plus de 3 mois .....    1 891 603

31 184 049 767

31 184 049 767

Système de prévoyance du personnel .....    115 992 603

115 992 603

115 992 603

Divers .....    1 010 788 081

1 010 788 081

1 010 788 081

Compte de profits et pertes .....    95 937 052

95 937 052

—

Dividende payable le 1er juillet 1988 .....    —

—

30 937 052

38 150 580 292

38 150 580 292

**Rapport des commissaires-vérificateurs au Conseil d'administration et à l'Assemblée générale de la Banque des Règlements Internationaux, Bâle**

A notre avis, le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que les notes y relatives, donnent, sur la base décrite dans la note 1, une présentation sincère et régulière de l'état des affaires de la Banque au 31 mars 1988 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 29 avril 1988

PRICE WATERHOUSE & CO.



# Compte de profits et pertes

pour l'exercice social clos le 31 mars 1988  
(en francs or)

Intérêt net et autres produits d'exploitation ..... 147 722 918

## Moins: Frais d'administration

Conseil d'administration .....	346 356	
Direction et personnel .....	20 950 961	
Frais de bureau et divers .....	<u>7 524 208</u>	<u>28 821 525</u>

Excédent net d'exploitation ..... 118 901 393

## Moins: Montants transférés à la

Provision pour frais d'administration exceptionnels .....	964 341	
Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement .....	<u>22 000 000</u>	<u>22 964 341</u>

Bénéfice net de l'exercice social clos le 31 mars 1988 ..... 95 937 052

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: 175 francs suisses par action sur 473 125 actions ..	<u>30 937 052</u>
	65 000 000

Transfert au Fonds de réserve générale .....	<u>26 000 000</u>
	39 000 000

Transfert au Fonds spécial de réserve de dividendes .....	<u>6 000 000</u>
	33 000 000

Transfert au Fonds de réserve libre .....	<u>33 000 000</u>
	<u>—</u>

# Evolution des réserves de la Banque

au cours de l'exercice social clos le 31 mars 1988  
(en francs or)

## I. Evolution des Fonds de réserve par suite des affectations au titre de l'exercice 1987—88

	Fonds de réserve légale	Fonds de réserve générale	Fonds spécial de réserve de dividendes	Fonds de réserve libre
Soldes au 1er avril 1987, après répartition du bénéfice net de l'exercice 1986—87 ...	30 070 313	550 352 793	25 530 055	368 530 236
A ajouter: Affectations au titre de l'exercice 1987—88 .....	—	26 000 000	6 000 000	33 000 000
Soldes au 31 mars 1988 tels qu'ils apparaissent au bilan .....	30 070 313	576 352 793	31 530 055	401 530 236

## II. Capital libéré et Fonds de réserve au 31 mars 1988 (après répartition) représentés par des

	Capital libéré	Réserves	Total
Avoirs nets en			
Or .....	295 703 125	366 231 784	661 934 909
Monnaies .....	—	673 251 613	673 251 613
	295 703 125	1 039 483 397	1 335 186 522



## Conseil d'administration

Dr W. F. Duisenberg, Amsterdam  
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  
Jean Godeaux, Bruxelles  
Jacques de Larosière, Paris  
The Rt. Hon. Robert Leigh-Pemberton, Londres  
Dr Markus Lusser, Zurich  
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  
L. D. D. Price, Londres  
Jacques Waitzenegger, Paris, ou  
Francis Cappanera, Paris

## Direction

Alexandre Lamfalussy	Directeur Général
R. T. P. Hall	Directeur Général Adjoint
Dr Giampietro Morelli	Secrétaire Général, Chef de Département
Rémi Gros	Chef du Département Bancaire
Dr Horst Bockelmann	Conseiller Economique, Chef du Département Monétaire et Economique
M. G. Dealtry	Chef Adjoint du Département Monétaire et Economique, Directeur
Marten de Boer	Directeur, Département Bancaire
Jean Vallet	Secrétaire Général Adjoint
André Bascoul	Directeur Suppléant, Secrétariat du Comité des Gouverneurs de la CEE
Joachim Mix	Directeur Suppléant, Département Bancaire
Dr H. W. Mayer	Directeur Suppléant, Département Monétaire et Economique
Dr Kurt Spinnler	Directeur Suppléant, Département Bancaire
Kevin J. Kearney	Directeur Adjoint, Secrétariat Général
Dr Joseph R. Bisignano	Directeur Adjoint, Département Monétaire et Economique
Dr Gunter Baer	Directeur Adjoint, Département Monétaire et Economique
Prof. Mario Giovanoli	Chef du Service Juridique
Jean-Claude Dagassan	Directeur Adjoint, Agent du FECOM
P. C. Bridge	Directeur Adjoint, Département Bancaire
Tullio Pollonio	Directeur Adjoint, Secrétariat Général



